

Eclairages Macro

11 janvier 2016

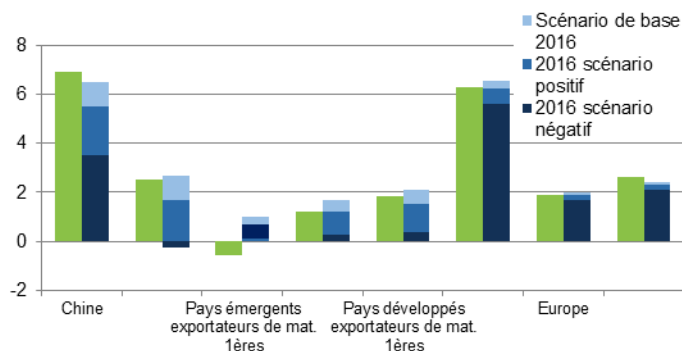
Le ralentissement de la croissance chinoise pèse-t-il sur l'économie mondiale ? Mesurer l'impact potentiel

Résumé

- ▶ Notre système de modélisation des liens commerciaux nous a permis de calculer qu'un atterrissage brutal de l'économie chinoise - c'est-à-dire un ralentissement de la croissance économique de 6,9% en 2015 à 3,5% en 2016, entraînerait une contraction de 0,3 % de la croissance en Europe et aux États-Unis.
- ▶ Toutefois, l'impact serait plus important sur les pays asiatiques et sur les pays exportateurs de matières premières. Un atterrissage brutal de l'économie chinoise grèverait la croissance des pays développés exportateurs de matières premières et des pays développés d'Asie de 1,7 et 1,4 % respectivement.
- ▶ Les pays émergents exportateurs de matières premières seraient également affectés, mais la chute des cours du pétrole pèse davantage sur leurs économies que la contraction de la demande chinoise.
- ▶ Le ralentissement de l'économie chinoise peut affecter d'autres marchés via différents canaux de transmission. Nous avons toutefois choisi de cibler notre analyse sur les liens commerciaux. *Notre analyse est fondée sur les données de l'OCDE relatives aux échanges commerciaux en valeur ajoutée, lesquels permettent de mesurer de manière plus précise les liens commerciaux entre les pays que les données relatives aux échanges commerciaux classiques.*
- ▶ Cet exercice doit constituer une analyse de risque. Notre scénario de base repose sur l'hypothèse d'une croissance chinoise de 6,9% en 2015 et de 6,5% en 2016.
- ▶ L'analyse révèle que les liens économiques entre la Chine et les États-Unis d'une part et la Chine et l'Europe d'autre part ne sont pas assez forts pour que le ralentissement de l'économie chinoise enrayer la croissance américaine ou compromette la reprise européenne, quand bien-même notre scénario tablait sur « atterrissage brutal » venait à se réaliser. Plus important encore, les deux régions profitent de la baisse des cours des matières premières.

- ▶ A l'inverse, les investisseurs doivent se montrer particulièrement prudents vis-à-vis des pays étroitement liés à la Chine et fortement dépendants des matières premières.
- ▶ Par ailleurs, l'exposition macroéconomique peut se révéler différente de l'exposition des entreprises à la Chine car ces dernières peuvent tirer une partie de leurs revenus en provenance de filiales établies en Chine ou afficher une exposition à la Chine qui diffère sensiblement de l'exposition macroéconomique globale.

Tableau 1: Impact estimé d'un atterrissage brutal/souple de l'économie chinoise sur la croissance du PIB par rapport aux prévisions de croissance reposant sur la réalisation du scénario de base pour l'année 2016



Source : FMI PEM, octobre 2015, HSBC Global Asset Management, données disponibles au mois de décembre 2015

Remarque : Le graphique illustre l'impact d'un atterrissage « brutal » et d'un atterrissage « en douceur » de l'économie chinoise par rapport aux prévisions de croissance reposant sur la réalisation du scénario de base. Le scénario de base table sur une croissance chinoise de 6,9% en 2015 et de 6,5% en 2016. Le scénario d'un atterrissage en douceur de l'économie repose sur l'hypothèse d'une croissance de 5,5% tandis que celui d'un atterrissage brutal table sur l'hypothèse d'une croissance de 3,5% en 2016. L'Europe comprend la Turquie et Israël.

Introduction

Nous analysons l'impact d'un ralentissement de l'économie chinoise sur les différentes régions. Plus précisément, nous comparons deux scénarios : un « atterrissage brutal » qui verrait la croissance chinoise se replier de 6,9% en 2015 à 3,5% en 2016 et un scénario plus optimiste tablant sur un recul de la croissance à 5,5%. Le scénario tablant sur un atterrissage brutal a été élaboré au regard du niveau actuel de l'indice Li-Ke-Qiang, tandis que celui tablant sur un atterrissage en douceur reflète le niveau actuel de l'indicateur sur la valeur ajoutée industrielle. Ces indices surpondèrent le secteur industriel et n'offrent donc qu'un aperçu de l'évolution du secteur des services. Ces scénarios reposent sur l'hypothèse pessimiste selon laquelle la croissance chinoise dépend de son seul secteur industriel et font abstraction du rééquilibrage de l'économie vers un modèle reposant davantage sur le secteur des services.

Notre système de modélisation des liens commerciaux nous a permis de constater que les pays asiatiques et les pays exportateurs de matières premières seraient les plus sévèrement frappés sur le plan économique en cas de ralentissement plus marqué que prévu de la croissance chinoise. L'Europe et les États-Unis seraient les moins durement frappés. En cas d'atterrissage brutal de l'économie chinoise, Hong Kong, les marchés émergents dépendant des exportations de matières premières et les pays développés d'Asie plongeraient dans une grave récession.¹ Les principaux résultats sont résumés dans le Tableau 1 (les chiffres sous-jacents sont indiqués dans le Tableau 5).

Notre analyse montre également que les États-Unis et l'Europe restent les deux principales destinations finales des biens et services produits dans le monde. Parallèlement, ces régions sont les moins exposées à la Chine parmi les principaux groupes de pays. En termes de croissance, les États-Unis captent 14,6% des exportations mondiales à valeur ajoutée (environ 2 200 milliards de dollars) et restent ainsi le pays exerçant l'impact le plus fort sur l'économie mondiale. La Chine capte 8,8% des exportations mondiales à valeur ajoutée (environ 1 300 milliards de dollars).

L'évolution de la situation économique de la Chine peut avoir bien des conséquences sur les autres marchés. Toutefois, nous focalisons notre attention sur le canal des échanges commerciaux, car nous estimons qu'il s'agit du principal mécanisme de transition à l'économie réelle à moyen terme. Néanmoins, nous étudierons également d'autres canaux, comme l'impact du ralentissement de la croissance chinoise sur les cours des matières premières, qui ne manquera pas d'affecter les pays exportateurs de matières premières.

Le présent exercice est une analyse de risque. Un atterrissage brutal de l'économie chinoise nous semble peu probable. Par-delà la contraction avérée de la croissance chinoise, le ralentissement conjoncturel a concouru à amplifier la faiblesse actuelle. Si cette contraction de l'activité économique devenait trop grave, les autorités pourraient toujours adopter des mesures de relance

¹ Dans ce contexte, nous définissons le terme « récession » comme une contraction de la croissance sur une période d'un an. Cette définition diffère de celle, plus fréquemment admise, qui caractérise la récession comme deux trimestres consécutifs de recul de la croissance.

budgétaires et monétaires pour soutenir l'économie. L'impression de faiblesse est également accentuée par le fait que la plupart des données relatives à l'activité économique chinoise sont mesurées en glissement annuel et sont par conséquent biaisées à la baisse en raison d'effets de base défavorables. Le fait que la plupart des données disponibles concernent les secteurs manufacturier et industriel constitue un autre problème. En effet, il est difficile de collecter des données sur le secteur des services, alors même qu'il représente une part de plus en plus importante de l'économie chinoise. La part du secteur des services dans le PIB total en termes de valeur ajoutée est passée de 39,8% en 2000 à 48,1% en 2014.

Cette Analyse s'organise comme suit : la première partie dresse un état des lieux des changements structurels en cours en Chine. Nous analyserons ensuite les liens commerciaux en détail et évaluerons leur impact sur la croissance dans les autres régions du globe. Dans la troisième partie, nous analyserons les autres canaux par le biais desquels le ralentissement de l'économie chinoise pourrait affecter le reste du monde. Enfin, nous étudierons les conséquences sur l'investissement à l'aune de notre analyse.

Contexte : changements structurels au sein de l'économie chinoise

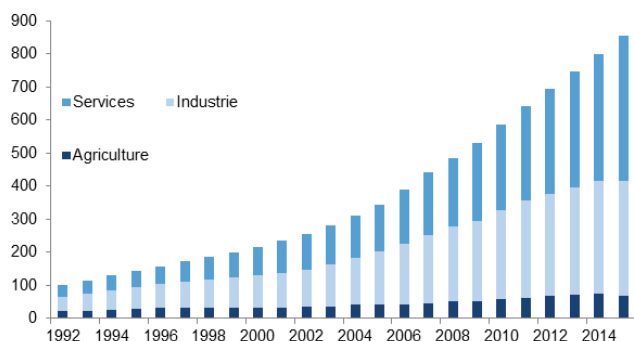
La faiblesse apparente de l'économie chinoise s'explique par des facteurs structurels et conjoncturels, dont certains résultent de la politique pilotée par les autorités. C'est notamment le cas de la réforme du financement des collectivités locales adoptée au cours du premier semestre 2015 : l'objectif était de réduire le poids du secteur bancaire parallèle mais la réforme a également entraîné une baisse de l'investissement public. L'économie pâtit également des excès passés, comme la surproduction industrielle et la bulle immobilière qui s'est formée au lendemain de la crise financière mondiale, dans le cadre de vastes programmes de relance budgétaire. La conjonction de forces conjoncturelles et structurelles explique la chute rapide des taux de croissance au premier semestre 2015, tandis que la croissance sous-jacente, également connue sous le nom de taux de croissance potentiel, a bien mieux résisté que ce que suggèrent les chiffres de l'inflation globale. Dans l'analyse qui suit, nous focalisons notre attention sur les dernières évolutions structurelles en date.

L'économie chinoise connaît actuellement deux changements structurels : le premier consiste en la transition d'un modèle basé sur la production industrielle vers un modèle économique reposant sur les services et le second intervient sous la forme d'une transition d'une croissance tirée par les investissements à une croissance mue par la consommation. Le ralentissement de la croissance chinoise est la conséquence naturelle de cette transition économique qui voit le pays passer d'une période d'industrialisation galopante à une structure économique plus développée, qui se caractérise par une diminution du poids du secteur de la production de biens au profit du secteur des services. Ce modèle de développement est très commun et s'inscrit dans la lignée des évolutions observées par le passé aux États-Unis, en Europe et dans certains pays asiatiques. La seule différence est qu'il intervient à un rythme plus rapide en Chine.

La part du secteur industriel (c'est-à-dire le « secteur secondaire ») dans l'économie chinoise a atteint son point

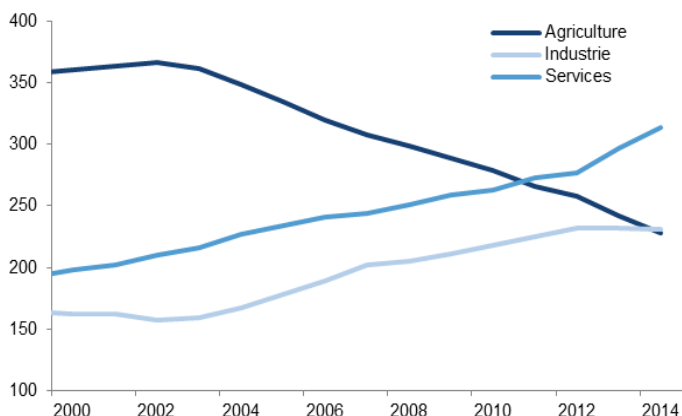
haut en 2007, époque à laquelle il représentait 47,4% de la production totale. Il n'a cessé de se contracter depuis. Les services (c'est-à-dire le « secteur tertiaire ») représentent désormais le secteur le plus important dans l'économie en termes de production et d'emploi (Graphiques 2 et 3).

Graphique 2: Les services représentent désormais le secteur le plus important au sein de l'économie PIB réel (indice)



Source : National Bureau of Statistics China, HSBC Global Asset Management, données disponibles au mois de décembre 2015

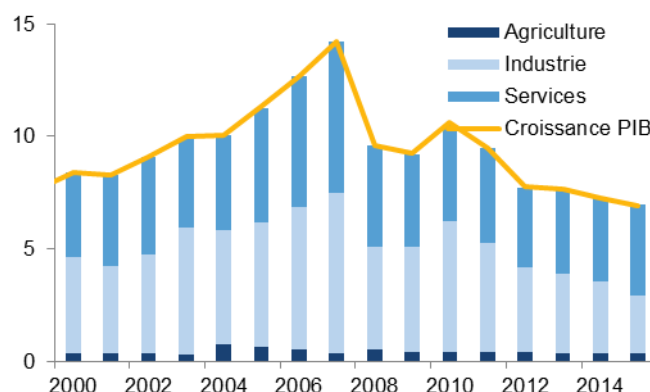
Graphique 3: L'emploi industriel a cessé de progresser Taux d'emploi par secteur au sein de l'économie chinoise (en millions de travailleurs)



Source : National Bureau of Statistics China, HSBC Global Asset Management, données disponibles au mois de décembre 2015

En termes de croissance économique, le secteur des services est également devenu le plus gros contributeur au PIB (Graphique 4).

Graphique 4: Contribution à la croissance du PIB par secteur variation annuelle en points de pourcentage



Source : National Bureau of Statistics China, HSBC Global Asset Management, données disponibles au mois de décembre 2015
Remarque : Les données relatives à l'année 2015 concernent les trois premiers trimestres et ont été annualisées.

Il est plus facile d'améliorer la compétitivité dans le secteur de production des biens que dans le secteur des services. De manière générale, les progrès technologiques facilitent la production de biens, ce qui signifie que les gains de productivité sont généralement plus concentrés au sein des secteurs agricole et industriel. Par conséquent, la transition vers une économie davantage axée sur les services devrait entraîner une baisse de la croissance de la productivité. Ce phénomène peut être observé dans de nombreux pays et n'est pas circonscrit à la Chine. Ainsi, l'analyse des facteurs qui sous-tendent la croissance de la productivité (un indicateur des avancées technologiques), basée sur l'étude de données américaines, révèle que la croissance de la productivité est généralement plus forte dans le secteur agricole, puis dans le secteur manufacturier. La croissance la plus faible est observée dans le secteur des services. Dans certains sous-secteurs du secteur des services, la croissance de la productivité s'est révélée nulle, voire négative.

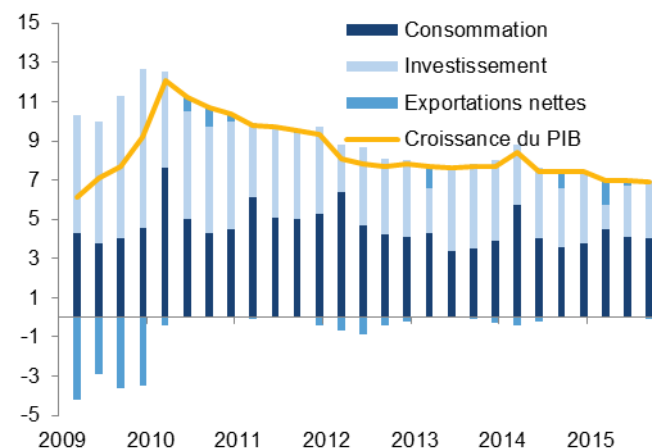
D'une manière générale, les secteurs enregistrant les gains de productivité les plus importants sont généralement ceux qui affichent les taux de création d'emplois les plus faibles et, dans bien des cas, une baisse de leurs taux de création d'emplois. A mesure que la productivité des travailleurs augmente, la main d'œuvre nécessaire pour accomplir les mêmes tâches diminue. Si la demande pour les produits d'un secteur ne suit pas le rythme des progrès technologiques, l'emploi baisse dans le secteur concerné. Les travailleurs sont alors affectés à d'autres secteurs dans lesquels la croissance de la productivité est moindre. Ce phénomène explique la baisse de l'emploi manufacturier en Chine.

Le deuxième changement structurel - la transition de l'investissement vers la consommation - a également contribué au ralentissement de l'activité car la croissance de la consommation s'est révélée jusqu'à présent insuffisante pour compenser la contraction de l'investissement. La contribution de l'investissement public à la croissance du PIB a diminué régulièrement, passant de 6,9 % en 2009 à 3,0 % au cours des quatre trimestres précédant le mois de septembre 2015, tandis que la part de la consommation est restée globalement stable (Graphique 5).

Il est difficile d'augmenter le taux de croissance de la consommation. Les consommateurs peuvent se révéler

réticents à l'idée de modifier leur comportement et, en l'absence de filet de sécurité sociale, il est fort à parier qu'ils continueront à épargner massivement. Par ailleurs, la baisse de l'investissement public a été amplifiée par les récentes réformes sur le financement des collectivités locales, lesquelles ont entraîné une diminution des fonds dédiés à l'investissement public, comme le montre la ventilation de la croissance au premier trimestre 2015 (Figure 5).

Graphique 5: L'investissement moins important pour la croissance
Contributions à la croissance du PIB par composante des dépenses (variation annuelle en %)



Source : National Bureau of Statistics China, HSBC Global Asset Management, données disponibles au mois de décembre 2015

Les obstacles démographiques constituent également un défi, même s'ils sont davantage susceptibles de se matérialiser à compter de 2017. D'après les calculs du US Census Bureau, la population chinoise en âge de travailler (de 17 à 64 ans) atteindra son niveau maximum en 2017). Néanmoins, la population en âge de travailler exprimée en pourcentage de la population totale a d'ores et déjà commencé à diminuer par rapport au point haut de 71% atteint en 2013 et devrait se replier à 58% d'ici 2050.² La population totale pourrait diminuer à partir de 2027 et le nombre de travailleurs pourrait baisser bien plus vite car le taux de participation de la main d'œuvre recule également. La nouvelle politique nataliste autorisant chaque famille à avoir deux enfants au lieu d'un seul pourrait légèrement enrayer cette tendance baissière mais ne devrait pas changer substantiellement la donne. Par comparaison, la population américaine devrait atteindre son plus haut niveau en 2026, mais le pourcentage de personnes en âge de travailler devrait se stabiliser autour de son niveau actuel de 64%.

Il est avéré que ces évolutions pèsent sur la croissance. Toutefois, d'autres facteurs compensent ces effets défavorables. Quand bien-même elle ralentit, la croissance de la productivité devrait se poursuivre sur un rythme plus soutenu que dans les économies développées, dans la mesure où les niveaux de productivité chinois restent relativement faibles par rapport à ceux des pays développés. Le déploiement de technologies et processus occidentaux éprouvés, connu sous le nom de rattrapage technologique, permettra la réalisation de gains d'efficacité importants.

Il est plusieurs secteurs dans lesquels le gouvernement peut améliorer la compétitivité assez rapidement et de manière permanente. C'est notamment le cas pour les entreprises publiques. Le gouvernement envisage une réforme de ce secteur, qui devrait s'inscrire dans le cadre du nouveau plan quinquennal. La croissance continue du secteur privé devrait permettre d'améliorer l'efficacité et, partant, d'optimiser le potentiel de croissance.

L'exode rural, qui voit les travailleurs quitter les campagnes pour rejoindre les grandes villes, constitue également un facteur favorable. En 2014, 30% des travailleurs œuvraient dans le secteur primaire (agriculture, industrie forestière, chasse et pêche). A titre de comparaison, le secteur primaire américain comptait pour moins de 1% de l'emploi total. Ce chiffre montre que la Chine a encore un long chemin à parcourir avant de devenir une économie industrialisée développée. Au cours du développement économique, la main d'œuvre continuera à délaisser le secteur de l'agriculture pour des emplois plus productifs dans le secteur manufacturier et dans celui des services. Cela étant dit, le système d'enregistrement de la population, « hukou » en chinois, empêche les gens de s'installer dans les grandes villes. Il est donc nécessaire de le réformer pour libérer le potentiel de croissance du pays.

Dans les parties qui suivent, nous analysons l'impact du ralentissement de la croissance chinoise sur le reste du monde.

L'importance de la Chine dans l'économie mondiale

Compte tenu de l'importance de la Chine dans l'économie mondiale, il est fort à parier qu'un ralentissement de la croissance chinoise aurait une incidence significative ailleurs dans le monde. La Chine est le moteur de la croissance mondiale depuis plusieurs années. Elle a contribué à hauteur de 0,9 % à la croissance en 2015, plus que tout autre pays ou toute autre région. Forte d'une croissance sans précédent, la Chine est devenue la deuxième puissance économique mondiale (le pays devrait contribuer à hauteur de 15,6% au PIB mondial en 2015), juste derrière les États-Unis et le Japon. La contribution de la Chine à la croissance mondiale devrait se révéler plus importante en 2016 qu'en 2015. Même si la croissance se contracte à 6,5% comme nous l'anticipons, la contribution de la Chine à la croissance mondiale passera de 0,9 % en 2015 à 1% en 2016, car son économie est désormais bien plus grande (voir Tableau 1).²

Tableau 1: La Chine est le principal contributeur à la croissance du PIB mondial

Régions	Part dans PIB mondial (pourcentage)		Contribution à la croissance (point de pourcentage)	
	2015	2016	2015	2016
Chine	15.6	16.2	0.91	0.98
USA	26.7	26.8	0.60	0.73
Europe	25.2	25.3	0.49	0.48
Asie développée	6.4	6.7	0.35	0.40
Japon	5.6	5.5	0.04	0.06
Reste du monde	20.5	19.6	0.20	0.45
Total mondial	100.0	100.0	2.59	3.09

Source : FMI, HSBC Global Asset Management, données disponibles au mois de décembre 2015

² Toutes les estimations sont calculées sur la base des taux de change du marché.

² Données du US Census Bureau

Note : Les chiffres 2015 sont des prévisions fondées sur les Perspectives économiques mondiales de l'OCDE publiées au mois d'octobre 2015. Tous les calculs sont effectués sur la base des taux de change du marché et diffèrent des calculs réalisés sur la base de la parité de pouvoir d'achat.

Sur la base de ces chiffres, un « atterrissage brutal », c'est-à-dire un ralentissement de la croissance chinoise à 3,5% en glissement annuel, réduirait la contribution de la Chine à la croissance mondiale à 0,5 % et, toutes choses étant égales par ailleurs, entraînerait une contraction de 0,46 % de la croissance mondiale anticipée.

Dans une certaine mesure, le ralentissement de la croissance chinoise pourrait être compensé par une plus forte croissance ailleurs. Les économies occidentales contribuent à hauteur d'un peu plus de 50% de l'économie mondiale lorsque leur contribution est calculée sur la base des taux de change du marché. Compte tenu de leur poids, toute contraction de 1% du taux de croissance chinois serait compensée par une hausse de 0,3 % des taux de croissance américain et européen. La croissance mondiale resterait donc stable, à 3,1%. Toutefois, ces observations ne prennent pas en compte l'impact d'un ralentissement de la croissance chinoise sur la croissance du PIB des autres pays.

Liens commerciaux : qui serait le plus sévèrement touché ?

Auparavant centre manufacturier d'importance mondiale, la Chine est devenue une destination importante pour les produits finaux. Par conséquent, toute contraction de la demande finale chinoise pourrait peser fortement sur la croissance de ses partenaires commerciaux.

Notre analyse des liens commerciaux révèle que, pour la plupart des économies, un ralentissement de l'activité économique chinoise serait gérable. Les pays d'Asie et certains pays exportateurs de matières premières encourent le risque le plus important. A l'inverse, les États-Unis et l'Europe sont les moins exposés.

Dans cette partie, nous mesurons et quantifions l'impact probable de toute variation de la croissance chinoise sur les autres pays. Nous nous concentrons sur les échanges commerciaux dans leur ensemble, quels que soient les biens ou services concernés. Il est important de préciser que nos scénarios de risque excluent toute nouvelle baisse des cours des matières premières, ce qui pourrait avoir des effets considérables sur la croissance de certains pays, par-delà les effets induits par le ralentissement de l'économie chinoise. Nous évoquerons brièvement le cas spécifique des pays exportateurs de matières premières dans une autre partie.

Notre analyse est fondée sur l'exploitation de la base de données de l'OCDE sur les échanges commerciaux en valeur ajoutée (Trade in Value Added - TiVA), qui mesure la part de la production d'un pays qui est intégrée dans la demande finale de ses partenaires commerciaux.³ La base TiVA contient les données relatives à 61 pays membres et non membres de l'OCDE. Dans ce contexte, la production désigne la valeur ajoutée, c'est-à-dire la production de laquelle ont été soustraits tous les intrants intermédiaires. Les données de ce type nous renseignent davantage sur les

expositions d'un pays que les données traditionnelles relatives aux échanges commerciaux, qui prennent en compte les réexportations. Ainsi, lorsqu'un pays (p. ex. la Chine) importe des matières premières en provenance d'un autre pays (p. ex. l'Australie), les transforme et exporte le produit final vers d'autres pays (p. ex. les États-Unis), la valeur des matières premières est reflétée dans le prix des exportations du pays d'origine (l'Australie), mais également dans le prix du bien final que la Chine exporte vers les États-Unis. Elle est donc comptabilisée deux fois. La base TiVA prend en compte ce facteur et comptabilise uniquement la valeur ajoutée réelle produite par un pays au titre des exportations dudit pays. Dans l'exemple ci-dessus, la valeur des matières premières est répercutée dans le prix des exportations de l'Australie, mais pas dans le prix des exportations chinoises.

En combinant les données de la base TiVA avec d'autres ensembles de données sur les échanges commerciaux internationaux, nous avons réussi à calculer la valeur ajoutée des exportations de chaque pays à destination de la Chine pour l'année 2014, dernière année pour laquelle des données annuelles sont disponibles, ainsi que la part des exportations dans le PIB du pays exportateur.⁴ Les résultats sont indiqués dans la première colonne du Tableau 2.

Les résultats montrent que Hong Kong, le Cambodge et Taïwan sont les économies les plus exposées à la Chine : 9 à 10% de leur production environ est destinée à alimenter la demande finale chinoise. Ces pays sont suivis par d'autres économies développées d'Asie. Les pays qui suivent dans le classement sont des pays exportateurs de matières premières de premier plan comme l'Arabie Saoudite et l'Australie. Les économies occidentales sont les moins exposées, et même l'Allemagne, souvent citée comme principal bénéficiaire de la demande chinoise, n'exporte que 1,8% de son PIB vers la Chine. Avec une exposition égale à 0,7% de leur PIB seulement, les États-Unis occupent la dernière place du classement. Une autre caractéristique intéressante est la dispersion au sein de l'Amérique latine : le Chili exporte 4,1% de son PIB vers la Chine, tandis que le Mexique n'exporte que 0,6% du sien. L'exposition du Chili à la Chine intervient principalement sous la forme d'exportations de cuivre.⁵

Malgré leur relative faiblesse, ces chiffres doivent être considérés comme des contributions directes du PIB national à la croissance chinoise. Ainsi, 1,8% de l'activité économique américaine soutient la demande finale chinoise. Si les exportations en valeur ajoutée à destination de la Chine venaient à diminuer de moitié, cela grèverait le PIB allemand de 0,9% ou, de manière équivalente, la croissance de 0,9 % sur un an. Si cela c'était produit en 2014, le taux de croissance de l'Allemagne serait ressorti à 0,5% au lieu de 1,6%. Par conséquent, quand bien même elle n'aurait pas entraîné de récession, la diminution de moitié des exportations en valeur ajoutée à destination de la Chine aurait fortement pesé sur la croissance.⁶

Dans la prochaine partie, nous mesurerons les élasticités. Ce terme désigne la sensibilité des exportations d'un pays

⁴ Pour une description détaillée sur la méthode de calcul de ces estimations, nous vous invitons à consulter l'annexe.

⁵ Le cuivre représente environ 40% des exportations chiliennes.

⁶ Comme nous l'avons évoqué, nous entendons par « récession » toute période d'un an marqué par une contraction de la croissance. L'objectif ici n'est pas de savoir si la croissance aurait été négative sur un seul trimestre ou pendant plusieurs trimestres au cours d'une même année et nous ne nous prononçons pas sur le sujet.

³ Pour une description détaillée de l'ensemble de données et des concepts sous-jacents, nous vous invitons à consulter le site <http://www.oecd.org/sti/ind/measuringtradeinvalue-addedanoecd-wtojointinitiative.htm>

aux variations de croissance du PIB chinois. L'élasticité peut être considérée comme la variation en pourcentage des exportations pour toute variation de 1% de la croissance du PIB chinois. Les élasticités sont indiquées dans la deuxième colonne du Tableau 2.

Tableau 2: Impact estimé du ralentissement de la croissance chinoise sur ses partenaires commerciaux

	Exportation (valeur ajoutée brute) vers Chine (en % PIB, estim.)	Elasticité	Impact sur la croissance (% du PIB)
Hong Kong	9.6	1.27	0.24
Cambodge	9.5	1.54	0.29
Taiwan	8.7	1.22	0.21
Malaisie	7.0	1.56	0.22
Singapour	6.1	1.83	0.22
Arabie saoudite	5.5	2.05	0.23
Vietnam	5.4	0.76	0.08
Corée du Sud	5.1	1.48	0.15
Thaïlande	4.9	1.76	0.17
Australie	4.8	2.02	0.19
Philippines	4.6	2.48	0.23
Chili	4.1	2.58	0.21
Afrique du Sud	2.5	3.44	0.17
Japon	2.2	1.73	0.08
Russie	2.2	2.00	0.09
Indonésie	2.2	2.04	0.09
Colombie	1.8	0.71	0.03
Allemagne	1.8	1.09	0.04
Suisse	1.7	2.91	0.10
Brésil	1.4	2.59	0.07
Royaume-Uni	1.0	0.88	0.02
Norvège	1.0	-0.70	-0.01
Canada	1.0	2.45	0.05
France	0.9	1.79	0.03
Inde	0.8	2.12	0.03
États-Unis	0.7	1.72	0.02
Mexique	0.6	1.29	0.02

Source : FMI, HSBC Global Asset Management, données disponibles au mois de décembre 2015

Note : L'élasticité mesure la variation en pourcentage anticipée des exportations à destination de la Chine pour toute variation d'1% de la croissance chinoise. Nous vous invitons à consulter l'annexe pour toute information complémentaire sur la méthode de calcul.

Pour compléter l'analyse, nous calculons l'impact sur la croissance économique, en prenant en compte l'effet multiplicateur. L'effet multiplicateur rend compte du fait que l'augmentation des exportations à destination de la Chine entraîne une hausse des revenus pour le secteur extérieur du pays exportateur, ce qui incite les entreprises à investir dans les capacités de production et leur permet d'augmenter les salaires. Cela permet de soutenir la demande au sein même du pays exportateur, par-delà l'augmentation initiale des exportations. Les chercheurs universitaires ne s'entendent pas sur le coefficient de l'effet multiplicateur. Par souci de simplicité, nous avons choisi un effet multiplicateur de deux. Cela signifie que chaque dollar gagné par exportation se traduit par un dollar supplémentaire dépensé pour des biens ou services sur le territoire intérieur. Le fait de prendre en compte les expositions aux échanges commerciaux en valeur ajoutée, les élasticités et l'effet multiplicateur permet d'obtenir une estimation de l'impact global sur la croissance économique. Ces résultats sont indiqués dans la troisième colonne du Tableau 2.

A l'aune de nos estimations des élasticités des échanges commerciaux, nous avons constaté qu'un ralentissement de la croissance chinoise aurait un impact négligeable sur la croissance américaine, limité sur la croissance européenne et notable sur la croissance de certains pays d'Asie et de certains pays exportateurs de matières premières. Dans l'ensemble, l'impact semble assez faible pour ne pas compromettre véritablement la croissance économique.

Toutefois, les expositions directes calculées aux présentes ne permettent pas de rendre compte parfaitement de la situation, car un ralentissement de la croissance chinoise aurait également une incidence indirecte sur d'autres pays, via le canal des partenaires commerciaux communs. Pour rendre compte de ces *effets de second tour* ou *expositions croisées*, il nous faut non seulement prendre en compte l'exposition de chaque pays à la Chine, mais également l'ensemble des autres relations commerciales bilatérales. Pour les 61 pays inclus dans notre base de données, cela représente 3 660 relations bilatérales. Par conséquent, pour pouvoir exploiter ces nombreuses données, nous regroupons les pays en huit groupes et calculons les expositions bilatérales qui existent entre eux (voir l'Annexe pour la composition des groupes). Nous obtenons ainsi 56 relations commerciales bilatérales. Dans un premier temps, nous calculons des estimations des expositions régionales

directes (indiquées en haut du Tableau 3) de la même manière que nous avons calculé l'exposition de chaque pays à la Chine. Dans un deuxième temps, nous mesurons les effets de second tour en prenant en compte le fait qu'une contraction de la croissance dans une région aura une incidence sur la croissance des régions avec lesquelles elle entretient une relation commerciale directe et sur la croissance des autres régions via les partenaires commerciaux communs.

Les effets directs montrent que la demande mondiale reste dominée par les économies développées. Les États-Unis et l'Europe restent les principales destinations finales pour les exportations mondiales. La seule exception concerne Hong Kong, dont le principal marché d'exportation est la Chine. En outre, malgré l'importance de la Chine, l'impact de l'Europe et des États-Unis sur les pays exportateurs de matières premières, développés et émergents, reste nettement plus fort. Parmi les grandes régions, les États-Unis et l'Europe sont les moins exposées à la Chine : les premiers n'y exportent que 0,7 % de sa production totale et la seconde seulement 1 % (voir le haut du Tableau 3).

De la même manière que pour les pays, nous calculons les élasticités et prenons en compte l'effet multiplicateur en partant du principe qu'un dollar supplémentaire de revenu

Tableau 3: Expositions aux échanges commerciaux en valeur ajoutée entre les partenaires commerciaux – effets directs uniquement
Exportations en valeur ajoutée à destination d'un partenaire commercial et impact estimé sur la croissance

Importateurs :		Exportateurs :							
		Pays développés exportateurs de mat. 1ères	Europe	Hong Kong	Pays asiatiques développés	Chine	Pays émergents exportateurs de mat. 1ères	Etats-Unis	Pays asiatiques émergents
Part des exportations en valeur ajoutée dans le PIB des pays exportateurs									
Exportateurs :									
Pays développés exportateurs de mat. 1ères	4.3	0.1	3.7	3.0	2.0	7.6	1.8		
Europe	1.3	0.1	1.1	1.0	1.8	3.0	0.6		
Hong Kong	1.8	4.6	4.6	9.7	2.2	5.3	3.6		
Pays asiatiques développés	1.6	2.6	0.2	3.7	1.8	4.5	1.9		
Chine	1.1	2.9	0.3	2.2	1.7	3.3	1.3		
Pays émergents exportateurs de mat. 1ères	0.9	5.1	0.0	1.6	1.6	4.2	1.2		
Etats-Unis	1.7	2.5	0.1	1.1	0.7	1.7	0.4		
Pays asiatiques émergents	2.4	5.0	0.2	3.3	2.5	2.6	4.7		
Impact estimé sur la croissance du PIB des pays exportateurs d'une variation de 1 % de la croissance de la région importatrice (direct)									
Exportateurs :									
Pays développés exportateurs de mat. 1ères	0.12	0.01	0.13	0.14	0.06	-0.23	0.07		
Europe	0.02	0.00	0.02	0.03	0.05	0.19	0.01		
Hong Kong	0.02	0.06	0.10	0.24	0.05	0.34	0.06		
Pays asiatiques développés	0.03	0.06	0.01	0.12	0.07	0.56	0.03		
Chine	0.03	0.08	0.01	0.04	0.05	0.33	0.03		
Pays émergents exportateurs de mat. 1ères	0.02	0.14	0.00	0.05	0.08	0.36	0.02		
Etats-Unis	0.03	0.03	0.00	0.02	0.02	0.03	0.01		
Pays asiatiques émergents	0.05	0.07	0.00	0.08	0.08	0.06	0.40		

provenant d'exportations se traduit par un dollar supplémentaire de dépense au sein de l'économie intérieure.

Les résultats, indiqués en bas du Tableau 3, montrent qu'un ralentissement de la croissance chinoise aurait un impact minime sur l'activité économique de la plupart des régions. La seule exception concerne Hong Kong, pour qui l'impact s'élève à 0,24 %. En d'autres termes, un ralentissement de 1% de la croissance chinoise grèverait la croissance de Hong Kong à hauteur de 0,24 %, via le seul canal des échanges commerciaux. Pour les six autres pays, l'impact serait plus limité. Avec un impact de 0,14 %, les pays développés exportateurs de matières premières seraient les deuxièmes les plus sévèrement touchés. L'impact sur l'activité économique de l'Europe et des États-Unis serait négligeable.

Parmi toutes les régions, la demande américaine se révèle de loin le facteur le plus important pour tous les pays exportateurs. Les États-Unis sont le plus gros importateur mondial et la demande américaine a l'impact le plus fort sur le PIB de ses partenaires commerciaux. Toutefois, comme nous l'avons indiqué, il s'agit là uniquement des effets directs. Les effets de second tour ne sont pas pris en compte : par exemple, un ralentissement de la croissance chinoise plongerait d'autres pays asiatiques dans la récession, lesquels réduiraient par conséquent leurs achats auprès de l'Europe ou des États-Unis.

Afin de calculer les *effets de second tour* potentiels, nous multiplions la matrice des échanges commerciaux (tout en bas du Tableau 3) par elle-même. La matrice qui en résulte (Tableau 4) permet de mesurer la somme des impacts directs et indirects causés par une variation du taux de croissance chinois.

La deuxième phase de l'analyse montre que, alors même

que la demande chinoise a une incidence significative sur un grand nombre de pays, à savoir les pays asiatiques et les pays exportateurs de matières premières, l'impact sur les États-Unis et l'Europe se révèle relativement limité. Les États-Unis et l'Europe restent, dans cet ordre, les deux plus gros consommateurs au sein de l'économie mondiale (Tableau 4).

Enfin, nous agrégeons nos estimations pour établir les scénarios d'un atterrissage brutal ou en douceur. Pour ce faire, nous multiplions le différentiel de croissance entre le scénario de base et chacun des deux scénarios (minoré de 1 % pour un atterrissage en douceur et de 3 % pour un atterrissage brutal) par les facteurs d'impact du Tableau 4. Les résultats sont indiqués dans le Tableau 5 et illustrés dans le Graphique 1.

L'analyse montre qu'un ralentissement de la croissance chinoise aurait un impact substantiel sur la croissance mondiale. Toutefois, seul Hong Kong plongerait en récession en cas d'atterrissage brutal de l'économie chinoise. Tous les autres groupes de pays verraient leur taux de croissance moyen progresser au cours de l'année 2016. Nos données portent sur les taux de croissance annuels moyens. Elles ne concernent pas les taux de croissance trimestriels. Toutefois, dans la mesure où nous prévoyons des taux de croissance quasi nuls pour 2016, il est fort à parier que les pays exportateurs de matières premières, développés et émergents, et les marchés développés d'Asie enregistreront une contraction de leur croissance pendant un ou deux trimestres. Un recul de la croissance sur deux trimestres consécutifs serait alors communément considéré comme une récession.

Tableau 4: Impact estimé sur la croissance du PIB des pays exportateurs en cas de variation de 1 % de la croissance de la région importatrice

Impact direct et indirect

Importateurs :

	Pays développés exportateurs de mat. 1ères	Europe	Hong Kong	Pays asiatiques développés	Chine	Pays émergents exportateurs de mat. 1ères	États-Unis	Pays asiatiques émergents
Pays développés exportateurs de mat. 1ères								
Europe	0.08	0.48	0.02	0.54	0.57	0.24	-0.93	0.28
Hong Kong	0.10	0.26		0.41	0.98	0.19	1.37	0.22
Pays asiatiques développés	0.14	0.24	0.03		0.47	0.27	2.24	0.13
Chine	0.12	0.32	0.05	0.17		0.22	1.30	0.10
Pays émergents exportateurs de mat. 1ères	0.08	0.56	0.00	0.19	0.31		1.45	0.09
États-Unis	0.12	0.12	0.01	0.08	0.09	0.13		0.02
Pays asiatiques émergents	0.19	0.28	0.01	0.32	0.32	0.26	1.60	

Tableau 5: Scénarios de ralentissement économique
Taux de croissance du PIB par région (variation annuelle en %)

	2015	2016	2016 négatif	2016 positif
Pays dev. export. de mat. 1ères	1.85	2.11	1.54	0.40
Europe	1.91	1.98	1.88	1.68
Hong Kong	2.52	2.69	1.71	-0.25
Pays asiatiques développés	1.22	1.70	1.23	0.28
Chine	6.90	6.50	5.50	3.50
Pays émergents export. de mat. 1ères	-0.58	1.03	0.72	0.09
Etats-Unis	2.60	2.40	2.31	2.12
Pays asiatiques émergents	6.25	6.55	6.23	5.58

Source : IMF, HSBC Global Asset Management, données disponibles au mois de décembre 2015

En tenant compte des effets de second tour, un atterrissage brutal de l'économie chinoise plongerait probablement certains pays exportateurs de matières premières et certains pays asiatiques en récession. En cas d'atterrissage en douceur, la croissance se contracterait dans ces pays mais seuls les pays émergents exportateurs de matières premières plongeraient en récession. Comme nous l'avons vu lors de notre précédente analyse, une légère contraction de la croissance est possible en Europe et aux États-Unis, mais ce recul serait bien moins marqué que dans d'autres régions du monde.

Autres canaux de transmission

Le ralentissement de l'économie chinoise pourrait également se propager à d'autres pays via d'autres canaux de distribution, comme les cours des matières premières, la baisse des bénéfices des entreprises chinoises, l'érosion de la confiance des acteurs économiques et la détérioration des conditions de financement.

La Chine est devenue un acteur majeur du marché des matières premières, tant en qualité de consommateur que de producteur. Par conséquent, elle joue un rôle essentiel dans la fixation des prix. Les importations chinoises ont fortement reculé pour certaines matières premières (notamment les métaux de base) et ont stagné pour d'autres. Il est possible que cela ait contribué à alimenter la récente baisse des cours des matières premières. Les pays exportateurs de matières premières qui entretiennent une relation commerciale avec la Chine sont doublement frappés dans la mesure où les volumes d'exportation baissent en même temps que les cours, pour ce qui constitue leurs principaux biens d'exportation. Les scénarios de risque que nous avons élaborés dans la partie précédente ne tiennent pas compte des conséquences possibles d'une nouvelle baisse des cours des matières premières sur la croissance des pays exportateurs de matières premières. Ils reposent sur l'hypothèse que les cours resteront stables. Dans le cas où le ralentissement de la croissance chinoise entraînerait une nouvelle baisse des cours des matières premières, les pays exportateurs de matières premières enregistreraient une contraction encore plus marquée de leur économie.

Les entreprises étrangères qui opèrent des filiales en Chine pourraient également accuser des pertes en cas de recul de la demande chinoise intérieure, ce qui pourrait entraîner une baisse des bénéfices de la société mère à l'étranger. Les entreprises basées en Europe, aux États-Unis et ailleurs dans le monde ont constitué des capacités de production importantes en Chine pour servir le marché local et toute diminution de la demande locale pèserait directement sur

leurs bénéficiaires. Quand bien même les ventes de ces filiales ne sont pas considérées comme des « exportations », elles contribuent néanmoins au PIB des économies intérieures des sociétés mères. Par exemple, d'après le Bureau of Economic Analysis américain, la valeur des paiements reçus par les entreprises américaines en provenance de leurs sociétés holding à l'étranger atteignait 4% du PIB, soit 33% des bénéfices des entreprises. Même s'il ne mesure pas la contribution des filiales basées en Chine, ce chiffre est important. Toutefois, quand bien même cette part représenterait 10% des paiements, l'impact, notable sur le compte de résultat de la société mère, serait minime sur l'économie américaine.

A l'inverse, la contraction de la croissance chinoise pourrait éroder la confiance des économies occidentales et entraîner un resserrement des conditions de financement en cas de hausse des primes de risque. Les effets de confiance représentent donc un autre moyen efficace de transmission. Toute baisse des investissements d'entreprises ou hausse de l'épargne pourrait peser sur l'économie réelle. Néanmoins, nous pensons que ces effets seraient temporaires et que tout resserrement des conditions de financement serait compensé par un assouplissement de la politique monétaire.

Conséquences sur l'investissement et résumé

Au cours de cette analyse macroéconomique, nous avons montré qu'un atterrissage brutal de l'économie (c'est-à-dire une contraction de la croissance annuelle de 6,9% en 2015 à 3,5% en 2016) aurait certainement un impact important sur la croissance des pays asiatiques et des pays exportateurs de matières premières aux quatre coins du monde. L'impact sur les économies occidentales serait visible mais loin d'être aussi grave. La croissance pourrait ralentir de 0,3 % aux États-Unis et en Europe, du seul fait d'une contraction des échanges commerciaux. La croissance pourrait toutefois reculer davantage en raison d'effets de second tour. Quoiqu'il en soit, nous pensons que les craintes liées à un ralentissement de la croissance mondiale qui pèsent actuellement sur la confiance des investisseurs sont exagérées.

Notre analyse montre également que les États-Unis sont de loin le plus gros consommateur final de biens et services dans le monde et la région la plus influente sur les autres économies. Notre analyse nous permet de constater que les liens avec l'économie réelle ne sont pas assez forts pour qu'un ralentissement de l'économie chinoise enrayer la croissance américaine ou compromette la reprise européenne. En outre, les deux régions devraient profiter de la baisse des cours des matières premières. A l'inverse, les investisseurs doivent se montrer particulièrement prudents vis-à-vis des pays étroitement liés à la Chine et fortement dépendants des matières premières.

Par ailleurs, les investisseurs doivent garder à l'esprit que l'exposition macroéconomique à la Chine peut différer de l'exposition des entreprises à la Chine car ces dernières peuvent tirer une partie de leurs revenus en provenance de filiales établies en Chine ou afficher une exposition à la Chine qui diffère sensiblement de l'exposition macroéconomique globale.

Marcus Sonntag

Macro & Investment Strategist

Annexe

Estimation des échanges commerciaux en valeur ajoutée pour les années 2012 à 2014

Cette annexe décrit en détail les données et la méthode utilisées pour calculer les expositions aux échanges commerciaux en valeur ajoutée et l'exposition aux relations commerciales bilatérales en valeur ajoutée.

Nous avons utilisé les données sur les échanges commerciaux en valeur ajoutée de l'OCDE (Trade in Value Added database - TiVA), les statistiques financières internationales du FMI (International Financial Statistics - IFS) et les données provenant de la Direction des statistiques du commerce du FMI (Direction of Trade Statistics - DoT). Dans la mesure où le FMI ne publie aucune donnée sur Taïwan, nous avons complété notre ensemble de données avec des statistiques fournies par le Ministère des finances taïwanais. Par souci de commodité, toutes les données sont libellées en dollars.

L'OCDE publie ses données TiVA avec un certain temps de retard car la constitution d'une base de données de ce type nécessite de nombreuses informations sur la nature des biens faisant l'objet d'échanges commerciaux entre les différents pays, répertoriées sous la forme de tableaux recensant les intrants et extrants internationaux. TiVA indique les valeurs à l'exportation de chaque partenaire commercial pour 61 pays et 15 groupes régionaux. Chaque série se manifeste sous la forme de sept observations pour les années 1995, 2000, 2005, 2008, 2009, 2010 et 2011. Dans la mesure où les dernières données disponibles dans TiVA concernent l'année 2011, nous les avons complétées avec des informations provenant de la Direction of Trade Statistics (DoT) du FMI et les International Financial Statistics du FMI pour calculer des estimations des échanges commerciaux en valeur ajoutée pour les années 2012-2014. Pour ce faire, nous avons utilisé la méthode suivante :

(1) Concernant les données recueillies auprès du DoT, nous avons utilisé les flux bilatéraux des échanges commerciaux de marchandises pour toutes les relations commerciales bilatérales recensées dans la base de données, à l'exception de Taïwan, pays pour lequel nous avons utilisé les données du Taiwanese Statistical Office.

(2) L'IFS nous a communiqué le ratio des exportations totales de chaque pays (biens et services) par rapport aux exportations de marchandises (biens uniquement). Ces informations ne sont pas disponibles pour les partenaires commerciaux d'un pays donné mais le sont pour les exportations totales du pays exportateur concerné.

(3) Nous avons multiplié ce ratio par le montant des exportations bilatérales de biens qui nous a été communiqué par le DoT. Ce faisant, nous formulons l'hypothèse qu'un pays exporte environ le même pourcentage de biens et de services vers tous ses partenaires commerciaux. Cette hypothèse nous semble raisonnable dans la mesure où chaque pays affiche une composition des exportations qui lui est propre et qui repose sur son avantage concurrentiel. Nous multiplions ensuite le ratio exportations totales - exportations de biens par le volume des exportations bilatérales de biens communiqué par la Direction of Trade Statistics du FMI, ce qui nous permet d'obtenir une estimation des exportations totales (biens et services) pour tous les relations commerciales bilatérales.

(4) La dernière étape consiste à convertir l'estimation des exportations totales ainsi obtenue en exportations en valeur ajoutée. Nous prenons notre estimation des exportations bilatérales de biens et de services et établissons une corrélation entre leur variation sur les années 2009 - 2011 à l'évolution des exportations en valeur ajoutée au cours de la même période. Lorsqu'aucune tendance précise ne se dégage quant au ratio des deux indicateurs, nous utilisons le ratio moyen pour les

années 2009 - 2011 et l'appliquons aux exportations totales pour les années 2012, 2013 et 2014 pour obtenir une estimation des exportations en valeur ajoutée pour la période 2011 - 2013. Lorsqu'une tendance du ratio se dégage, nous partons du postulat qu'elle se poursuit au cours de la période 2012 - 2014. La dernière étape consiste à établir un lien entre les exportations en valeur ajoutée de chaque groupe et le PIB du pays exportateur à partir des données provenant des Perspectives économiques mondiales du FMI. Nous réalisons cet exercice pour les exportations de chaque pays vers la Chine.

Groupes de pays

Afin de déterminer les expositions croisées régionales, nous avons regroupé les pays dans huit groupes distincts, en utilisant la liste des 40 pays non membres de l'UE et la liste des 28 pays membres de l'UE dans son ensemble et non pas la liste des 21 membres de l'UE pris individuellement. Cela donne un résultat de 41 entités commerciales et 1 641 relations commerciales bilatérales.

Les groupes sont les suivants : (1) Pays développés exportateurs de matières premières : Australie, Canada, Nouvelle-Zélande, Brunei ; (2) Europe : UE (28 pays), Islande, Suisse, Turquie, Israël ; (3) Pays développés d'Asie : Japon, Corée du Sud, Taïwan ; (4) Pays émergents exportateurs de matières premières : Argentine, Brésil, Colombie, Costa Rica, Indonésie, Russie, Afrique du sud, Tunisie, Chili ; (5) Pays émergents d'Asie : Vietnam, Cambodge, Malaisie, Philippines, Thaïlande, Inde ; (6) Hong Kong ; (7) Chine (8) États-Unis. Hong Kong fait l'objet d'un traitement à part en raison des liens étroits qui la rattachent à l'économie chinoise, qui sont particulièrement intéressants aux fins de la présente analyse.

Nous exprimons les estimations d'exportations en valeur ajoutée en part du PIB pour chacune des 56 relations commerciales bilatérales ainsi définies. La procédure est la même que pour les estimations par pays, sauf que nous appliquons les différentes étapes au groupe dans son ensemble et non pas à chaque pays.

Estimation des élasticités des échanges commerciaux

Les échanges commerciaux en valeur ajoutée constituent un bon indicateur de l'exposition d'un pays aux variations du volume d'importations des autres pays. Toutefois, la réaction des exportations aux variations de croissance d'un partenaire commercial peut se révéler plus ou moins grande, c'est-à-dire, plus ou moins élastique. Nous avons utilisé les données de la Direction of Trade Statistics, qui concernent exclusivement les échanges commerciaux de biens. Nous utilisons ces données pour disposer d'une série assez longue pour nous permettre de réaliser une régression économétrique pertinente. Nous utilisons des modèles à retards autorégressifs qui permettent de retrancher les exportations d'un pays (ou d'un groupe de pays) du taux de croissance du PIB de son partenaire commercial. Le coefficient estimé du taux de croissance du PIB représente l'élasticité et nous donne la variation en pourcentage des exportations à destination d'un partenaire commercial pour toute variation de 1 % du PIB dudit partenaire commercial. La durée des retards a été choisie en fonction du critère d'information de Schwartz.

L'équipe de Recherche et Stratégie d'investissement

David Semmens

Senior Macro & Investment Strategist

David Semmens est économiste et stratège senior à Londres. Ses domaines d'expertise sont la macroéconomie, la politique monétaire, les marchés financiers et l'économie de l'emploi. Il était auparavant responsable de la recherche macroéconomique et risque pays pour Euler Hermes à Paris et économiste chargé des États-Unis au sein du département de recherche de Standard Chartered Bank à Londres et à New York. Analyste financier certifié (CFA), il est également titulaire d'un Executive MBA de la Judge Business School à Cambridge et diplômé en économie de l'Université de Warwick.



Marcus Sonntag

Macro & Investment Strategist

Marcus Sonntag est analyste économique et stratège d'investissement. Ses travaux consistent à analyser et mener des recherches sur les principaux enjeux économiques mondiaux et les marchés d'actifs, en portant une attention toute particulière aux prévisions économiques. Marcus a rejoint HSBC Global Asset Management en 2015. Avant, il a travaillé en tant qu'économiste pour Deutsche Bundesbank en Allemagne, Bank of America, Merrill Lynch et Prudential Portfolio Management Group à Londres. Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'Université de Bonn (Allemagne) et titulaire du diplôme d'analyste financier certifié (CFA).



Renée Chen

Senior Macro & Investment Strategist

Renée Chen a rejoint HSBC Global Asset Management en tant qu'économiste et stratège en avril 2012. Elle a occupé auparavant des fonctions d'économiste chez Macquarie Capital Securities, Nomura et Citigroup. Elle a plus de 14 ans d'expérience en études politiques et économiques. Elle est titulaire d'un Master de gestion des politiques économiques et affaires internationales de l'Université de Columbia (New-York) et d'un MBA en finance et investissement de la George Washington University (Washington DC).



Rabia Bhopal

Macro & Investment Strategist

Rabia Bhopal est économiste et stratège. Ses travaux consistent à analyser et mener des recherches sur les principaux enjeux économiques internationaux et les marchés financiers, en portant une attention toute particulière aux marchés frontières. Rabia exerce son activité dans le secteur depuis 2003. Avant de rejoindre HSBC en 2012, Rabia occupait des postes en relation avec l'économie chez Standard & Poor's, Lloyds TSB Corporate Markets, auprès de la Financial Services Authority et au sein de l'Economist Intelligence Unit. Elle est diplômée en économie de l'Université Brunel à Londres.



Hervé Lievore

Senior Macro & Investment Strategist

Hervé Lievore est économiste et stratège senior à Hong Kong. Avant de rejoindre HSBC, il a travaillé cinq ans chez AXA Investment Managers à Londres et Hong Kong en tant qu'économiste et stratège couvrant l'Asie et les matières premières. Il a également fait partie des comités tactiques d'allocation d'actifs de l'entreprise. Il a débuté sa carrière il y a 18 ans chez Natixis à Paris, où il couvrait pour l'essentiel les marchés asiatiques.



Hussain Mehdi

Macro & Investment Strategist

Hussain Mehdi est stratège junior au sein de l'équipe Macro and Asset Strategy de HSBC Global Asset Management à Londres. Avant de rejoindre HSBC en 2015, Hussain travaillait pour Capital Economics et CRU International, à des fonctions macroéconomiques centrées sur les matières premières. Il est titulaire d'une licence en économie obtenue avec mention très bien ainsi que d'un diplôme d'études de deuxième cycle de l'Université de Manchester.



Sam Pham

Junior Macro & Investment Strategist

Avant de rejoindre l'équipe à Londres en tant qu'économiste et stratège junior, Sam a passé deux ans au sein de HSBC Securities Services, à travailler dans les produits internationaux, la stratégie, la gestion des projets ainsi que les ventes et le développement commercial. Il est titulaire d'une licence en économie obtenue avec mention très bien de la University College London et d'un MPhil en finance et économie de l'Université de Cambridge, où il s'est spécialisé dans les stratégies de portefeuilles modernes.



Information importante

Ce document a été produit exclusivement à des fins d'information générale. Les vues et opinions exprimées sont celles d'HSBC Global Asset Management, sur la base de données au 11.01.2016. Ces vues et opinions ne sauraient constituer une recommandation de placement.

Cette publication n'est destinée qu'à des investisseurs non professionnels au sens de la Directive Européenne MIF.

L'ensemble des informations contenues dans ce document peuvent être amenées à changer sans avertissement préalable. Toute reproduction ou utilisation non autorisée des commentaires et analyses de ce document engagera la responsabilité de l'utilisateur et sera susceptible d'entraîner des poursuites. Ce document ne revêt aucun caractère contractuel et ne constitue en aucun cas ni une sollicitation d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente de valeurs mobilières dans toute juridiction dans laquelle une telle offre n'est pas autorisée par la loi. Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de HSBC Global Asset Management (France) sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Ils ne sauraient constituer un engagement de HSBC Global Asset Management (France). En conséquence, HSBC Global Asset Management (France) ne saurait être tenu responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base de ces commentaires et/ou analyses. Toutes les données sont issues de HSBC Global Asset Management sauf avis contraire. Les informations fournies par des tiers proviennent de sources que nous pensons fiables mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude.

HSBC Global Asset Management (France) - 421 345 489 RCS Nanterre. Société Anonyme au capital de 8.050.320 euros, Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (n° GP99026)

Adresse postale : 75419 Paris cedex 08

Adresse d'accueil : Immeuble Ile de France - 4 place de la Pyramide - La Défense 9 - 92800 Puteaux (France)

www.assetmanagement.hsbc.com/fr

Document non contractuel

Ce document n'est pas conçu pour être distribué à toute personne présente ou résidente dans des juridictions restreignant la diffusion du présent document.

Ce document est diffusé par HSBC France

HSBC France

Société Anonyme au capital de 337 189 135 euros - SIREN 775 670 284 RCS Paris

103, avenue des Champs-Élysées - 75008 Paris

Banque et Intermédiaire en assurance immatriculée auprès de l'ORIAS

(Organisme pour le Registre des Intermédiaires en Assurance - www.orias.fr) sous le n° 07 005 894.