

# Perspectives Macro



**A vivre trop longtemps en dehors de la réalité, on risque un réveil agité**

Paris, le 3 juin 2019

Lionel Tangy-Malca  
Président YCAP AM

Chers Tous,

YCAP Asset Management a le plaisir de vous adresser sa seconde publication trimestrielle, « Perspectives Macro », faisant intervenir des économistes indépendants.

Ce nouvel opus s'inscrit dans un environnement de marché qui interpelle et qui n'est pas sans rappeler l'année 2018.

Pour rappel, les marchés ont été haussiers au cours du premier semestre 2018 au point que ses opérateurs avaient oublié le sinistre mois de février. Le second semestre fut d'une autre nature, il fit oublier l'optimisme qui régnait au cours des six premiers mois de l'année.

L'exercice 2019 a démarré comme s'il n'y avait pas eu de second semestre 2018.

Il faudrait, à regarder le comportement des marchés, conclure qu'une baisse des taux a nécessairement un impact favorable alors que ce n'est qu'un moyen de réponse à une économie en peine qui a du mal à se défaire de la perfusion monétaire.

Ou encore, il faudrait, à regarder le comportement des marchés, conclure que les marges des entreprises sont immunisées contre le ralentissement de la croissance, la guerre commerciale, les tensions politiques... il arrive un moment où la rationalité reprend ses droits.

A cet effet, nous vous proposons de partager l'analyse de Jacques Adda sur l'impact des tensions sino-américaines et leurs conséquences sur l'économie et les marchés.

**Jacques Adda, PhD**, est économiste, auteur du livre « La mondialisation de l'économie – de la genèse à la crise » (La Découverte 2012). Il a été chercheur à l'OFCE, Maître de conférences à Sciences-Po Paris, et Maître assistant à l'université Bar-Ilan (Tel Aviv).

Nous vous souhaitons une bonne lecture et vous rappelons la disponibilité de nos équipes pour partager plus largement nos analyses de marché.

Lionel Tangy-Malca  
Président

# Perspectives Macro

## Atterrissage forcé

Par Jacques Adda, 2 juin 2019

### Derrière la guerre commerciale, la guerre technologique

Les spéculations sur les implications et issues possibles de la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine qui dominaient jusqu'à récemment les commentaires sur l'évolution des marchés passent à côté de l'essentiel : l'escalade tarifaire initiée par l'administration Trump masque l'enjeu fondamental du néomercantilisme américain qui n'est autre que la préservation de l'hégémonie américaine sur l'économie mondiale. Derrière la guerre commerciale, c'est la guerre technologique qui se profile, une guerre dont les enjeux sont démultipliés par les implications stratégiques et sociétales de la maîtrise des nouvelles technologies et notamment de l'intelligence artificielle. De façon significative, la fermeté de l'administration Trump face à la menace stratégique chinoise fait l'objet aux Etats-Unis d'un soutien politique qui transcende les clivages partisans. Si l'agressivité de la démarche américaine évoque l'attitude adoptée face au Japon dans la seconde partie des années 1980, le défi posé par la montée en puissance de la Chine est d'une toute autre envergure. Il faut revenir au choc créé par le lancement de la première fusée Spoutnik par l'URSS en 1957 pour retrouver la trace d'un sentiment aussi aigu de menace existentielle dans la conscience collective américaine.

La décision prise le 15 mai par le Département de la Justice d'inscrire Huawei sur la liste des entreprises placées sous embargo américain valide les risques que nous évoquions dans notre [lettre de mars](#). Elle confirme la détermination des autorités à enrayer le cyber espionnage chinois et à bloquer l'emprise de Pékin sur les technologies du futur et le contrôle de l'information qu'elles rendent possible, quitte à remettre en cause la participation des entreprises de High-Tech chinoises dans les chaînes de valeurs globales. Ce processus, qui semble difficilement réversible, est déjà engagé comme le montre l'annonce par Google de restreindre ses liens avec Huawei, y compris l'accès au système d'exploitation mobile Android, ou encore les décisions de Intel,

Qualcomm, Xilinx et Broadcom de cesser jusqu'à nouvel ordre de fournir Huawei en circuits intégrés et composants électroniques. L'impact du rideau de fer numérique qui menace de scinder l'économie mondiale en deux se fait aussi sentir au-delà des Etats-Unis, avec l'arrêt des nouvelles commandes passées à Huawei par les entreprises de télécom au Japon (NTT Docomo), au Royaume-Uni (BT Group) et à Taiwan (Chunghwa Telecom).

*« Pour les Etats-Unis, le problème n'est pas seulement Huawei, (...) c'est la Chine elle-même avec son capitalisme d'Etat et ses entreprises sous contrôle du parti communiste, sa conception asymétrique du libre-échange, ses transferts de technologie forcés et ses ambitions hégémoniques qui se projettent désormais à l'échelle planétaire »*

Contrairement à ce que beaucoup continuent de croire, les mesures radicales prises par l'administration Trump n'ont pas simplement pour objectif de forcer un accord dans les négociations bilatérales avec la Chine. Et à supposer que ce soit le cas, on voit mal les autorités chinoises se soumettre aux injonctions américaines qui remettent en cause, au-delà du modèle de croissance, la souveraineté économique du pays. Pour les Etats-Unis, le problème n'est pas simplement Huawei et l'avance technologique prise par l'équipementier chinois, c'est la Chine elle-même avec son capitalisme d'Etat et ses entreprises sous contrôle du parti communiste (PCC), sa conception asymétrique du libre-échange, ses transferts de technologie forcés et ses ambitions hégémoniques qui se projettent désormais à l'échelle planétaire.

D'ores et déjà, l'hypothèse d'un conflit de longue durée s'impose comme [scénario central](#) dans les prévisions de plusieurs grandes banques, telles

# Perspectives Macro

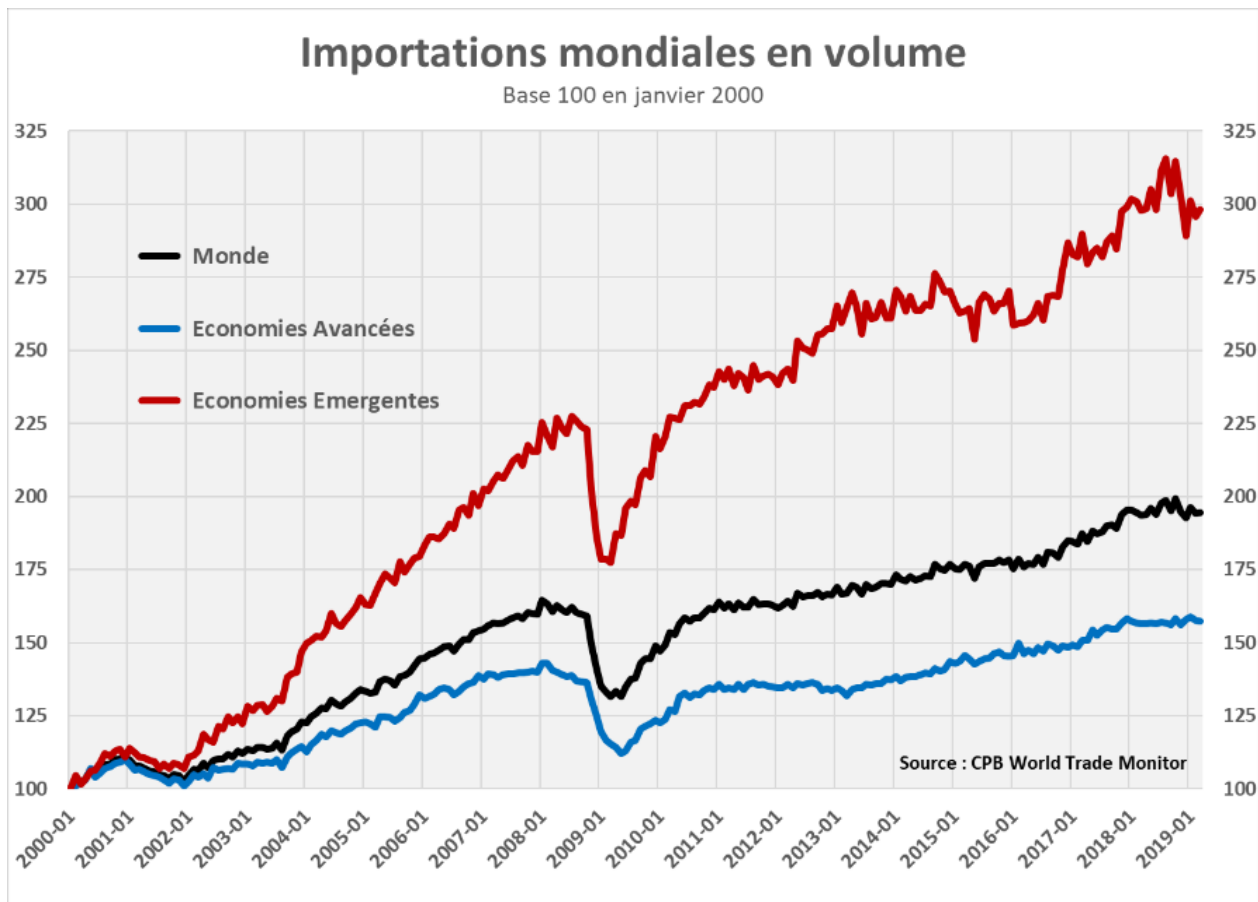
Nomura et JP Morgan. Elle est symboliquement entérinée par les autorités chinoises qui évoquent le début d'une « nouvelle longue marche » vers l'indépendance technologique à horizon 2035, une date qui coïncide avec l'échéance fixée pour l'objectif officiel de rattrapage économique des Etats-Unis. L'incertitude suscitée par les décisions américaines remet en question le principe même des chaînes de valeur qui structurent la production mondiale. Celles-ci supposent en effet un environnement réglementaire stable et des relations de confiance entre firmes qui sont incompatibles avec l'arbitraire des Etats. A terme, ce sont les profits extraordinaires générés par trois décennies de mondialisation intensive qui sont menacés. Dans l'immédiat, ce sont les résultats financiers des géants américains de l'électronique et de l'informatique qui sont exposés.

Dans le cas d'Apple, dont les profits sont liés [pour un tiers](#) à ses activités en Chine, des mesures de rétorsion de la part des autorités chinoises pourraient avoir un effet dévastateur.

## L'onde de choc commence seulement à faire sentir ses effets sur l'économie mondiale

La détente monétaire intervenue au premier trimestre 2019 (revirement de la Fed, injections de liquidités chinoises, annonce d'un nouveau TLTRO en Europe) ne s'est pas accompagnée jusqu'ici d'un redressement des perspectives d'activité à l'échelle mondiale. Le commerce mondial, dont la croissance en volume s'est arrêtée fin 2018, a continué à stagner depuis (graphique 1).

Graphique 1



# Perspectives Macro

Dopée par les effets de la réforme fiscale de décembre 2017, l'économie américaine n'a été que modérément affectée par le marasme des échanges internationaux. Le bon chiffre (préliminaire) de croissance américaine au premier trimestre 2019 (3,2% en rythme annuel) ne doit pas cependant faire illusion. Il s'explique principalement par les contributions toujours volatiles du secteur public, des échanges extérieurs et des variations de stock. La progression de la demande intérieure privée – qui constitue le moteur principal de l'économie – enregistre une décélération continue sur les trois derniers trimestres et n'atteint plus que 1,3% en rythme annuel, soit le taux le plus bas depuis 2013. Dans la zone euro et au Royaume-Uni, les estimations du rythme présent de l'activité (*nowcasting*) font état d'une anémie persistante (0,6% en rythme annuel en mai 2019). En Corée du Sud, le PIB a enregistré au premier trimestre son recul le plus marqué depuis la Grande Récession. En Chine, les mesures de soutien budgétaire et de relâchement du contrôle sur le crédit ont apparemment réussi à stabiliser l'activité au premier trimestre 2019 mais les chiffres décevants de production industrielle, de ventes au détail et de croissance du crédit publiés pour le mois d'avril – avant les nouvelles mesures tarifaires de l'administration américaine – laissent craindre que l'onde dépressive soit loin d'avoir épuisé ses effets.

C'est dans ce contexte qu'intervient le durcissement de la position américaine au mois de mai. Selon les estimations disponibles, qui ne prennent généralement en compte que les effets directs des mesures tarifaires sur les échanges et l'activité, le relèvement des tarifs à 25% sur 200 milliards de dollars d'exportations chinoises vers les Etats-Unis n'aurait qu'un effet marginal sur l'économie américaine (- 0,15 points de croissance en 2019 par rapport au scénario de base selon le [FMI](#) qui prévoit une croissance de 2,3% sur l'année), et plus substantiel sur l'économie chinoise (- 0,6 points de croissance en 2019). L'extension du tarif de 25% à l'ensemble des exportations chinoises (soit 267 milliards de dollars supplémentaires) accompagnée de représailles tarifaires chinoises équivalentes aurait pour effet de doubler ces impacts.

Ces estimations ont le mérite de souligner l'impact asymétrique de l'escalade tarifaire – qui s'explique par le fort déséquilibre des échanges et la moindre

ouverture de l'économie américaine – et les défis auxquels sont d'ores et déjà confrontées les autorités chinoises. Elles laissent toutefois dans l'ombre les effets indirects des mesures tarifaires, qui mettent en jeu les multiplicateurs (négatifs) de dépense des entreprises, l'incidence sur les prix et donc sur le pouvoir d'achat et la dépense des ménages, la confiance des entreprises et donc l'investissement et l'emploi, ainsi que l'environnement financier (dégradation des profits, baisse de la bourse, relèvement des *spreads* sur les obligations privées).

A quoi s'ajoutent l'effet Huawei et l'impact de la réaction chinoise qui commence à prendre forme. Comme l'observe la banque [Barclays](#) dans une note récente, dans un système productif fortement intégré à l'échelle mondiale, « le rétablissement des barrières douanières entre les Etats-Unis et la Chine équivaut à la construction d'un mur à l'intérieur d'une usine, qui entraverait la libre circulation des composants et pièces détachées le long de la ligne d'assemblage ». A plus forte raison lorsque le mur en question se double d'une interdiction d'échange entre les parties, menaçant directement la santé financière des firmes impliquées. L'enjeu dépasse ici de beaucoup l'avenir de la firme de Shenzhen et des autres entreprises chinoises qui pourraient tomber sous le coup des sanctions américaines (dans le domaine de la vidéo-surveillance en particulier). L'imbrication des relations industrielles au sein des chaînes de valeur est telle que des firmes non américaines (comme TSCM - Taiwan) faisant usage de brevets américains dans le domaine électronique pourraient être concernées par l'embargo américain. Et donc amenées à couper les liens avec Huawei.

*« Compte tenu de la contribution de la Chine à la croissance mondiale, c'est l'ensemble de l'activité mondiale qui risque d'être déstabilisée par le schisme technologique en cours »*

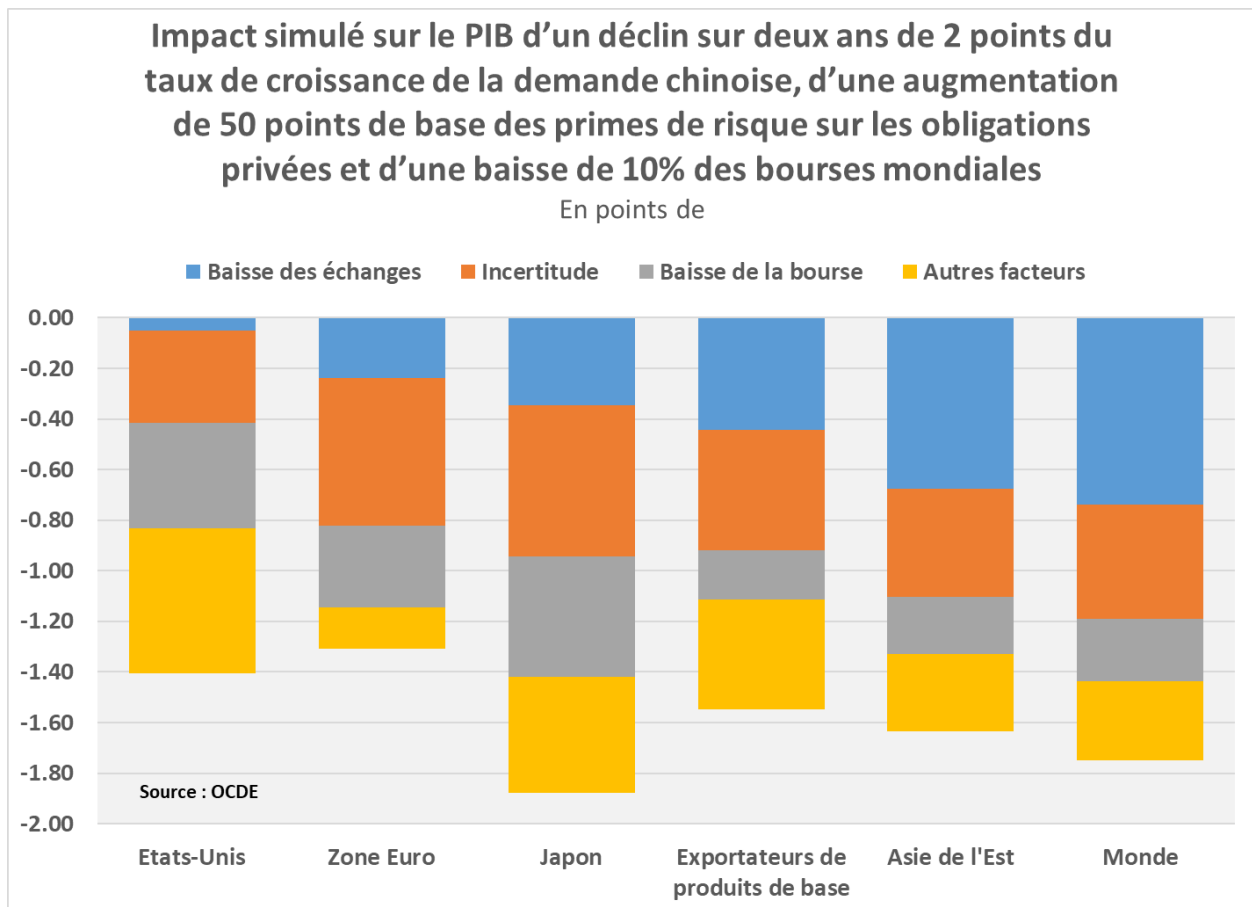
Au total, l'impact sur l'économie chinoise pourrait s'avérer beaucoup plus important que ne le laissent supposer les estimations basées sur les seules mesures tarifaires, même généralisées à l'ensemble des échanges. Compte tenu de la contribution de la

# Perspectives Macro

Chine à la croissance mondiale, c'est l'ensemble de l'activité mondiale qui risque d'être déstabilisée par le schisme technologique en cours. S'appuyant sur l'épisode du ralentissement chinois de 2015-2016, l'OCDE estime que l'impact conjugué d'un déclin sur deux ans de 2 points du taux de croissance de la

demande intérieure chinoise, d'une augmentation de 50 points de base des primes de risque sur les obligations privées et d'une baisse de 10% des bourses mondiales réduirait la croissance mondiale de 1,75 points en deux ans par rapport au scénario de base (Graphique 2).

Graphique 2



En attendant, la spéculation se fait insistante sur la possibilité de représailles chinoises dans le domaine des terres rares, minerais stratégiques dont la Chine possède le quasi-monopole mondial (70% de la production planétaire) et qui jouent un rôle essentiel dans des industries aussi diverses que l'électronique, l'optique, les lasers, l'énergie, l'armement ou les voitures électriques. Par ailleurs, Pékin a annoncé le 31 mai que les entreprises, organisations et particuliers étrangers qui bloquent les approvisionnements et portent atteinte aux intérêts

des firmes chinoises pour des raisons non commerciales allaient être placées sur une « liste d'entités non fiables ». Une façon de rappeler que la Chine est aussi capable de perturber les chaînes de valeur mondiales, tout en se réservant l'emploi de mesures plus drastiques, comme le boycott populaire des produits américains, un processus qui pourrait prendre une forme spontanée dans le contexte d'animosité croissante de l'opinion à l'égard des Etats-Unis.

# Perspectives Macro

## L'offensive américaine va accélérer le recentrage de la Chine sur elle-même, limitant les effets d'entraînement du rebond chinois sur le reste du monde

Une chose est sûre, la confrontation actuelle entre les deux puissances et la vulnérabilité qu'elle met en évidence dans le cas de l'économie chinoise va renforcer la détermination de Pékin à accélérer la marche forcée du pays vers l'indépendance technologique. Affichées dans le plan "Made in China 2025" adopté en 2015, les ambitions chinoises visent à faire passer la Chine d'atelier du monde à la maîtrise des industries du futur, qu'il s'agisse des industries de l'information, de la robotique, des semi-conducteurs, des véhicules autonomes ou de la construction aéronautique et spatiale. Autant de domaines dominés jusqu'ici par les firmes étrangères et pour lesquels Pékin entend reconquérir son marché intérieur et s'imposer à l'exportation. Cette stratégie s'inscrit dans un double processus de reprise en main de l'économie par le pouvoir central, accompagnée d'un tournant autoritaire du régime, et de recentrage de la Chine sur elle-même.

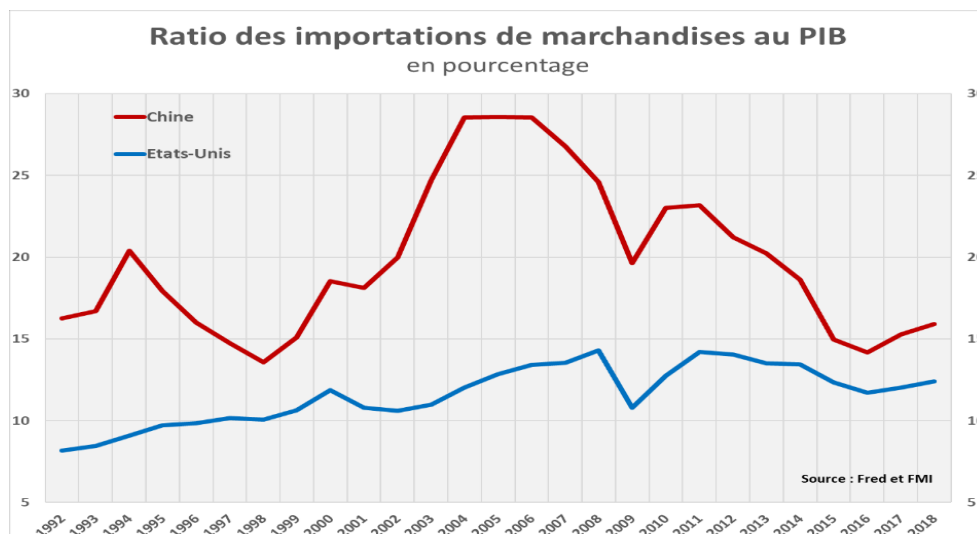
L'optimisme relatif qui régnait à Washington dans les années 2000 sur le caractère inéluctable d'une ouverture politique de la Chine comme résultat de l'essor des classes moyennes et de la libéralisation économique a ainsi reçu un démenti cinglant au cours de la décennie écoulée. L'arrivée au pouvoir de Xi Jinping en 2012 et la consolidation de sa mainmise sur

les instances dirigeantes du parti – qu'illustre l'abolition en mars 2018 de toute limite constitutionnelle à sa réélection future – marque clairement un tournant dans l'évolution du régime. L'idée que le marché doit jouer un rôle plus décisif dans l'allocation des ressources, qui constituait l'axe

*« Le recentrage de l'économie sur son marché intérieur est visible dans le recul de la part des importations de marchandises dans le PIB »*

des réformes menées depuis 1978, a été abandonnée, tandis que le rôle des entreprises publiques dans la substitution de productions locales aux importations est systématiquement mis en avant. Le recentrage de l'économie sur son marché intérieur est visible dans le recul de la part des importations de marchandises dans le PIB, qui est revenue à 16% en 2018, soit le même niveau qu'en 1992 (graphique 3). Si la baisse de ce ratio intervenue à la fin des années 2000 résultait de l'effondrement des échanges lors de la Grande Récession, le mouvement amorcé après 2011 est manifestement délibéré et devrait s'accroître au cours des prochaines années. Ce recentrage est aussi perceptible dans la façon dont le stimulus budgétaire est calibré, faisant la part belle aux entreprises publiques (SOE) au détriment de leurs concurrents étrangers.

Graphique 3



# Perspectives Macro

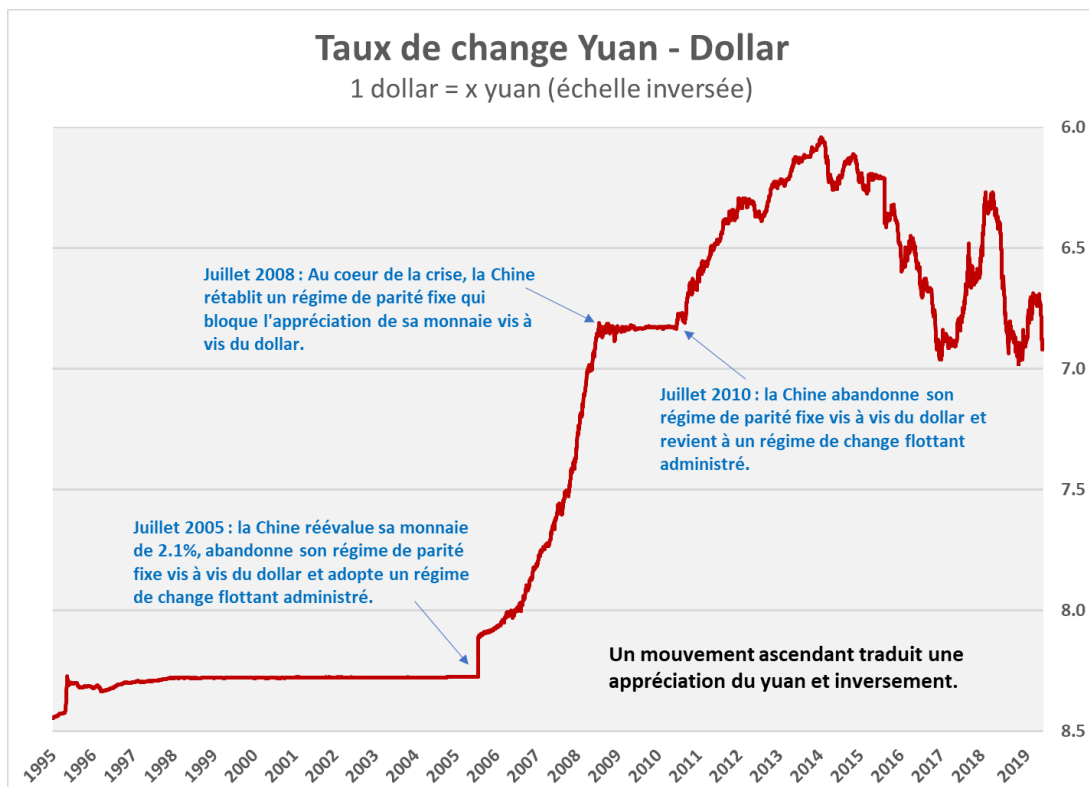
« *Quelle que soit la contribution arithmétique de la Chine à la croissance mondiale, il devient désormais illusoire de croire qu'elle continuera à jouer le rôle de locomotive qu'elle a assumé jusqu'ici* »

La conséquence immédiate de cette inversion du mouvement d'ouverture qui avait caractérisé les deux décennies précédentes est que le rebond de l'activité que les autorités s'emploient à promouvoir aura des effets d'entraînement limités sur le reste du monde. Quelle que soit la contribution arithmétique de la Chine à la croissance mondiale, il devient désormais illusoire de croire qu'elle continuera à jouer le rôle de locomotive qu'elle a assumé jusqu'ici. En revanche, la stabilité de son système financier, qui a longtemps été perçu comme relativement insularisé du fait du contrôle des changes et du système bancaire, risque de devenir un élément essentiel pour la stabilité de la finance globale. Le soutien budgétaire et les mesures de relance du crédit – dont les effets tardent pour le moment à se faire sentir – compteront peut-être plus

dans les trimestres qui viennent pour leur incidence sur les déséquilibres financiers internes – endettement des entreprises des secteurs privé et public, dégradation des passifs bancaires, évolution de la bourse et du taux de change – que pour leur impact sur la demande adressée au reste du monde.

Partagées entre le désir de bloquer l'onde récessive et la crainte de relancer la spirale de l'endettement, les autorités chinoises pourraient se résoudre à donner la priorité au premier terme de l'alternative. Selon [Citigroup](#), les destructions d'emploi au stade actuel de l'escalade tarifaire s'élèveraient à 4,4 millions, l'équivalent d'un tiers des créations d'emploi annuelles en zone urbaine. Une perspective dissuasive pour le PCC à l'approche des des cérémonies de commémoration du 70<sup>ème</sup> anniversaire de la révolution. A l'instabilité sociale tant redoutée par les autorités s'ajoute en effet le risque d'un étranglement financier des entreprises chinoises dont l'endettement atteint déjà des sommets, avec des conséquences imprévisibles sur la stabilité du système financier.

Graphique 4





# Perspectives Macro

Dans ces conditions, l'hypothèse d'une riposte monétaire à l'offensive tarifaire n'est pas à exclure. Si la Banque Populaire de Chine s'est efforcée jusqu'à présent de contenir la dépréciation spontanée du yuan en dessous de la barre de 7 yuans pour un dollar (graphique 4), la tentation de laisser glisser la parité de façon à contrer l'impact des tarifs sur les marges des exportateurs pourrait devenir irrésistible. Dans un contexte de ralentissement marqué de l'activité, de contraction des flux d'investissement étrangers et d'inversion possible du solde de la balance courante, une dépréciation du yuan serait justifiée d'un point de vue macroéconomique. A la suite de l'épisode précédent de dépréciation rapide du yuan en 2015-2016, les autorités ont renforcé leur arsenal de mesures visant à contenir la fuite des capitaux (durcissement du contrôle des changes, limitation des activités internationales des banques, restrictions apportées aux possibilités de couverture par rapport au risque de change, etc.). Elles sont donc mieux armées pour accompagner un éventuel mouvement de dépréciation de la monnaie et empêcher qu'il ne devienne incontrôlable.

## Marchés financiers : turbulences en vue

L'atonie des échanges et l'infléchissement de l'activité mondiale ont fortement pesé sur les résultats des entreprises qui ont chuté au premier trimestre 2019, alimentant les craintes d'une « *earnings recession* ». La remontée spectaculaire des marchés boursiers jusqu'à la fin avril s'est opérée en déconnection complète des fondamentaux, alors même que les analystes révisaient à la baisse leurs projections de revenus et de profits pour les prochains trimestres. Soutenue par les anticipations de baisse de taux de la Fed, l'espoir d'un accord sino-américain et les effets d'annonce des mesures de relance en Chine, la hausse des cours a bénéficié aux Etats-Unis de la vague de rachats d'actions (*buybacks*), une pratique qui permet aux firmes dont la trésorerie est florissante (grâce en particulier aux baisses d'impôts et aux dégrèvements sur les profits rapatriés aux Etats-Unis) de partager les profits entre un plus petit nombre d'investisseurs et donc d'améliorer le niveau des bénéfices par action (*earnings per share*).

Les mauvaises nouvelles de mai ont brisé l'enchantement, en dévoilant l'ampleur de la fracture qui menace l'économie mondiale mais aussi la possibilité d'un débordement de l'offensive commerciale américaine sur les fronts [européen](#) et [mexicain](#). A quoi s'ajoutent dans le désordre le chaos politique qui règne au Royaume-Uni et la perspective toujours plus réelle d'un Brexit dur, la confrontation désormais ouverte entre la Commission européenne et un gouvernement italien sous l'emprise croissante de Matteo Salvini après le triomphe de la Ligue aux élections européennes (le tout sur fond de crise latente au sein de la coalition qui pourrait déboucher sur de nouvelles élections au cas où le M5S n'entérinerait l'agenda de baisse des impôts de la Ligue), et les risques de déflagration dans le Golfe où le scénario d'une confrontation accidentelle ou

*« La remontée spectaculaire des marchés boursiers jusqu'à la fin avril s'est opérée en déconnection complète des fondamentaux »*

préventive entre l'Iran (étranglée financièrement) et les Etats-Unis gagne chaque jour en crédibilité.

Parallèlement, les révisions successives à la baisse des prévisions de croissance du PIB en 2019 de part et d'autre de l'Atlantique et en Asie soulignent le caractère héroïque des anticipations de croissance des revenus des entreprises (+5% en moyenne annuelle en 2019 pour les firmes du S&P 500), qui tablent sur une accélération des ventes au second semestre. Dans son exercice prévisionnel publié en avril, le FMI ramenait sa prévision de croissance mondiale pour l'année en cours à 2,7% (lorsque la pondération des économies est basée sur les taux de change courants) contre 3,1% dans sa prévision d'octobre 2018 et 3,3% dans celle d'avril 2018. Encore la prévision actuelle fait-elle état d'un ralentissement très modéré de l'économie chinoise cette année à 6,3% contre 6,6% en 2018. Avec des hypothèses à peine moins prudentes, la baisse du taux de croissance du PIB mondial en 2019 pourrait dépasser un demi-point (2,5% contre 3,1% en 2018) et évoquer davantage le retournement d'activité de 2012 que celui de 2016.



# Perspectives Macro

Cette dissonance entre les valorisations boursières et les fondamentaux économiques s'exprime aussi dans le découplage des bourses et des taux longs dans le premier tiers de l'année. En Allemagne et au Japon, les taux à 10 ans sont repassés en mai en dessous de zéro. Aux Etats-Unis, la courbe des rendements est redevenue négative pour la première fois depuis 2007 (graphique 5). Dans le passé, de telles inversions ont

systématiquement précédé une récession dans un délai moyen de 18 mois. Ces mesures sont toutefois biaisées dans la période récente par l'incidence de la détente quantitative américaine sur les taux d'intérêt. Selon [Morgan Stanley](#), une mesure ajustée de la courbe des rendements montre que l'inversion date de novembre dernier et non de mai 2019.

Graphique 5

## La courbe des rendements aux Etats-Unis

Ecart entre les taux à 10 ans et les taux à 3 mois



Les zones grisées correspondent aux périodes de récession. Dernier point : 31 mai 2019

Source : **Federal Reserve Bank of St. Louis**

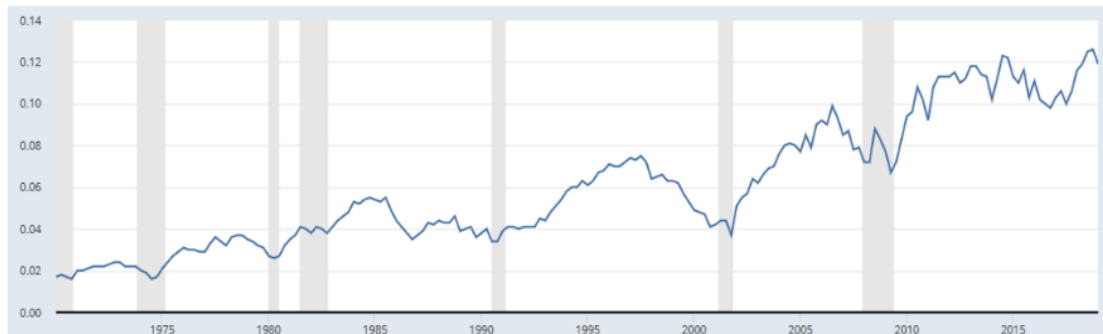
Outre les inquiétudes sur l'évolution des ventes, les profits des entreprises risquent de souffrir d'une baisse des taux de marge qui ont atteint un sommet historique à plus de 12% fin 2018. Exposées à l'accélération des salaires, les firmes américaines vont devoir en outre faire face à la pression sur les marges exercée par les tarifs sur les importations en provenance de Chine (et du Mexique). Au vu du caractère fortement cyclique de leur trajectoire passée (graphique 6), une baisse des taux de marge des firmes du S&P 500 d'un point sur un an par rapport au niveau du dernier trimestre de 2018 n'est pas à exclure.

Dans cette hypothèse, selon nos calculs, le niveau des *earnings per share* (EPS) au dernier trimestre 2019 serait – toutes choses égales par ailleurs (ventes conformes au consensus) – de 39,3 dollars au lieu des 44,6 dollars anticipés par le [consensus des analystes fin mai](#). Si on conjugue à cette baisse un ralentissement des ventes (un point en moins sur les variations trimestrielles au cours des trois derniers trimestres de l'année par rapport au consensus des analystes), les EPS reviendraient en moyenne à 38,2 dollars. Ce qui correspond à un indice S&P 500 de 2600 environ au niveau de valorisation des profits (*price-to-earnings ratio* ou PER) observé fin mai.

# Perspectives Macro

Graphique 6

## Profits après impôts des entreprises américaines par unité de valeur ajoutée



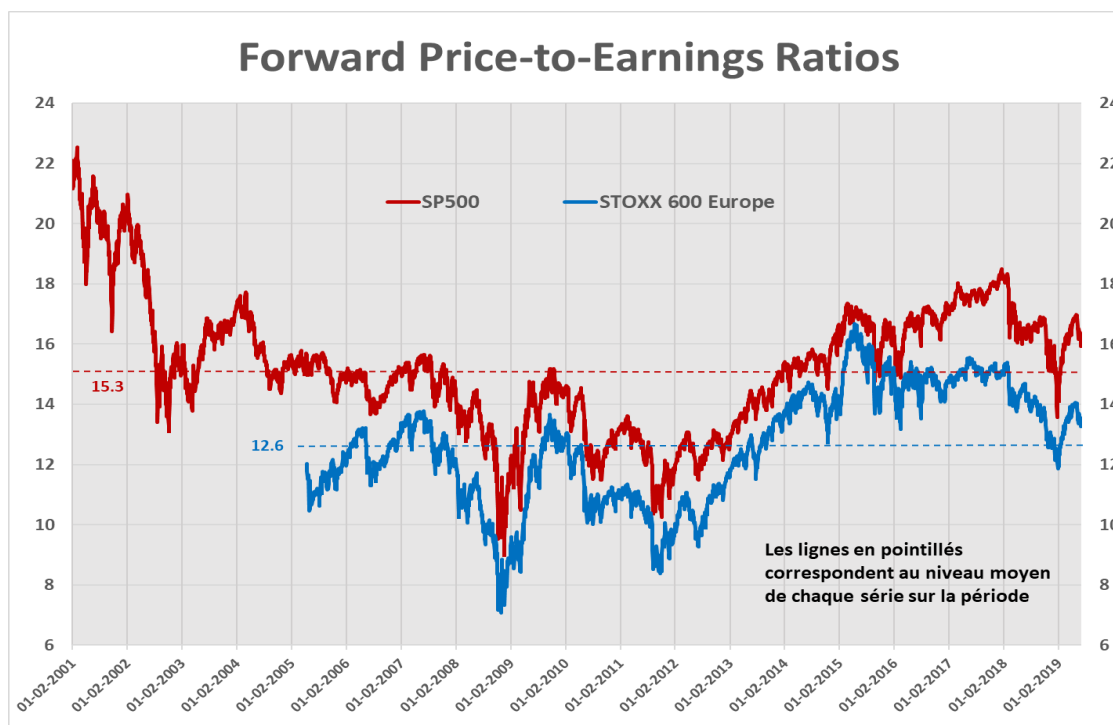
Les zones grisées correspondent aux période de récession. Dernier point connu : T1 2019.

Source : FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis, à partir de U.S. Bureau of Economic Analysis

Malgré le repli des cours, les niveaux des forward PER se situent encore sensiblement au-dessus de leurs moyennes historiques tant aux Etats-Unis qu'en Europe (graphique 7). Vu la tendance des marchés à sur-réagir dans les périodes de retour aux

fondamentaux, un passage des PER au-dessous de leurs niveaux moyens sur la base des hypothèses évoquées ci-dessus entrainerait une chute des indices de plus de 20% par rapport aux niveaux de la fin mai.

Graphique 7



# Perspectives Macro

Dans une telle hypothèse et au vu de l'aggravation des risques de récession, les Banques centrales seraient tenues d'intervenir de part et d'autre de l'Atlantique. Leurs marges de manœuvre seront cependant limitées en Europe par les taux zéro déjà en vigueur et l'opposition allemande à toute relance de l'assouplissement quantitatif. Aux Etats-Unis, la Fed devra composer avec les effets inflationnistes de la nouvelle politique tarifaire. Selon une étude de [Goldman Sachs](#), en cas de généralisation des tarifs à la totalité des importations en provenance de Chine, l'impact sur le taux d'inflation américain serait de 0,7 point. Une accélération de l'inflation, même si elle est temporaire (l'incidence des tarifs est ponctuelle et les effets de second tour devraient restés limités),

prendraient les marchés complètement à contrepied en poussant à la hausse les rendements obligataires et compliquerait singulièrement la tâche de la Banque centrale américaine, même si celle-ci pourra toujours envisager une reprise de la détente quantitative. Ne resterait alors que l'arme budgétaire dont on connaît les contraintes institutionnelles en Europe et politiques aux Etats-Unis.

## INFORMATIONS IMPORTANTES

Ce document est destiné aux investisseurs professionnels. Toutes les informations disponibles sur le présent document ont un caractère purement informatif. Toutes les opinions exprimées sont celles d'YCAP Asset Management et ne constituent pas de conseil en investissement. Les données disponibles sur le présent document sont constituées à partir de sources réputées fiables mais n'ont pas été vérifiées par un organisme indépendant. Elles ne constituent ni un élément contractuel, ni une proposition ou une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les commentaires ne sauraient être considérés comme une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers mentionnés. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement auprès d'YCAP Asset Management.