



Qui a peur du grand méchant cycle ?

Des marchés qui baissent dans une conjoncture porteuse méritent qu'on en recherche les causes.

- Une saine correction de la surévaluation, largement documentée, du marché américain ?
- L'anticipation d'une fin de cycle aux USA, que ce soit par épuisement ou par surendettement des entreprises ?
- Au contraire, dans un cycle jeune, comme certains le pensent, des politiques à contretemps qui alimenteront une inflation contre laquelle la FED devra durcir ?

Selon les cas il y a, ou pas, risque de bear market.

En faveur de la 1^{ère} analyse, on observe récemment une résistance inhabituelle des autres marchés, européens et asiatiques, qui ont certes, pour certains, peiné à suivre les performances américaines depuis le début de l'année, mais subissent une fraction des baisses récentes à Wall Street. Ce serait donc un phénomène purement américain et essentiellement boursier.

En Europe, les rendements obligataires restent faibles, alors que la croissance a rebondi. Les placements en actions européennes bénéficieraient donc d'une dynamique économique retrouvée et de conditions de financement attractives, qu'il s'agisse des taux courts ou des taux longs.

A court-terme, cette analyse serait validée si l'évolution des résultats publiés par les entreprises US, et surtout les chiffres d'affaires, suscitaient une stabilisation durable ou un rebond du marché américain. On devrait d'ailleurs plutôt parler des marchés américains, au pluriel, dans la mesure où ce qui fait la dynamique du NASDAQ diffère sensiblement de ce qui soutient le S&P 500. Les valeurs technologiques sont soumises à des mouvements plus violents, à la hausse comme à la baisse, et moins coordonnés car très dépendants de facteurs spécifiques à chaque entreprise et liés aux innovations technologiques.

En faveur de la 2^{ème} analyse, on doit reconnaître que le cycle actuel est déjà l'un des plus longs. La question est donc de savoir ce qui lui permettrait de se poursuivre encore quelques trimestres.

La relance budgétaire de l'administration Trump qui prolonge le cycle artificiellement, mais pour combien de temps ? C'est difficile à dire. La première échéance est politique, les élections de mi-mandat en novembre prochain, mais l'ambition du président est certainement de faire perdurer le cycle actuel.

Le pari de la Fed serait alors d'attendre la fin naturelle d'un cycle économique dont le carburant serait épuisé. Rien de bien favorable au marché US, et l'immunisation ou le découplage des autres marchés serait plus problématique, à commencer par les émergents, d'autant que le Dollar aurait tendance à faiblir.

La 3^{ème} analyse est moins largement partagée, mais moins consensuelle, elle mérite l'attention.

La transformation de la société et de l'économie, avec un poids croissant des services, rend les cycles beaucoup moins

marqués. Ainsi, l'économie pourrait connaître des phases de ralentissement plus discrètes, qui ne provoqueraient pas de récession économique au sens propre du terme, c'est-à-dire deux trimestres consécutifs de croissance négative.

Si l'on regarde la seule production industrielle américaine on observe bien **une récession industrielle qui n'a rien à envier, si l'on ose dire, à celle de 2001**, une période de repli dont l'ampleur dépasse les 4% et qui va du T4 2014 au T2 2016. En d'autres temps, lorsque la production industrielle avait un poids important dans l'économie, nous aurions certainement eu une vraie récession, suivie d'une reprise récente. Ainsi, **le cycle actuel serait juvénile et non vieillissant.**

Dans ce cas, et considérant que l'économie américaine est en plein-emploi, ce cycle, encore jeune, pourrait aisément conduire à des tensions fortes sur le marché du travail dans quelques trimestres et donc provoquer **un risque inflationniste prix-salaires**, accru, en outre, par les mesures, une fois de plus à contretemps, de l'administration américaine:

- sur l'immigration, qui aggrave la pénurie de main-d'œuvre et
- sur le commerce international, ce qui peut accentuer les pressions haussières sur les prix.

On aborderait donc **un contexte économiquement positif mais avec un resserrement monétaire américain qui risque de devoir être brutal.** Le premier profitera aussi aux économies non américaines, le second obérera plus la performance boursière américaine et la hausse logique du Dollar pourrait soutenir les autres bourses. Ce scénario serait **volatil**, mais, soutenu par les résultats, **pas obligatoirement défavorable.**

On peut enfin **sans réellement choisir un scénario ou une clef d'interprétation** des doutes actuels des marchés, retenir, à propos de cyclicité des économies, qu'en effet, entre évolutions technologiques, changements démographiques et équilibre entre industrie et services, **les notions de cycle ne sont plus réellement significatives** et que nous sommes dans un monde d'oscillations de faible ampleur autour de tendances lourdes, tant qu'un facteur systémique ne vient pas casser la dynamique.

Ces tendances lourdes sont au nombre de 3, qui s'imbriquent :

- la transformation de la croissance émergente qui se rééquilibre vers l'intérieur ;
- la digitalisation, le big data et l'intelligence artificielle qui font d'internet une source très accrue de productivité ;
- la lutte contre le réchauffement et la nécessaire adaptation du monde à la transition énergétique.

C'est sans doute ce qui peut rassérer l'investisseur en actions, sur le moyen terme, sans exclure les risques de la volatilité.

*Achévé de rédiger par Dominique Barbet et Pierre Filippi
le 04/04/18 à 18h00*