

Derrière la volatilité la question du cycle de croissance ?

Le choc encaissé par les marchés financiers depuis deux mois n'est pas anodin. Le stop à une hausse des Bourses qui semblait exponentielle a, aussi, été le retour de la volatilité. L'indice VIX du S&P 500 est revenu autour de 15, ce qui était son niveau du début février après s'être promené entre 20 et 30 le mois dernier. Il fait tout de même apparaître une progression de 42 % depuis le début de l'année. Tout cela trouve des explications dans les hausses précédentes qui avaient amené les ratios de valorisation dans des niveaux historiquement très élevés. Mais c'est le retour des incertitudes qui a été le catalyseur. Incertitude sur l'inflation et sur la politique à venir des grandes banques centrales en premier lieu. Mais aussi, en toile de fond, incertitude vis à vis du cycle économique, dont dépendent les bénéfices des sociétés.

Les consensus tablent sur une poursuite de la croissance

Les scénarios économiques optimistes des conjoncturistes au début de l'année ne sont pas remis en cause par le consensus. On attend une poursuite de la croissance américaine. Pour la huitième année d'expansion, les projections tablent, en moyenne, sur 2,8 % et, encore, sur 2,4 % en 2019. En zone euro, le cycle est loin d'être aussi mature, mais le retour de la croissance est confirmé : on vise un peu moins de 2,5 % cette année, un peu moins de 2 % l'année prochaine. Et, au Japon, le score de 1,6 % est confirmé pour cette année, avec un recul limité en 2019, permettant de conserver +0,6 à +0,8%.

Au bout de 8 ans, on s'interroge sur le ressort qu'il peut rester pour porter l'économie américaine. La modération de la croissance a souvent été avancée comme une explication à cette persistance. On peut évidemment s'appuyer aussi sur le plein emploi sans (encore?) inflation, sur les gains de productivité qui entretiennent une spirale positive, sur le coût du capital toujours très modéré. Vient s'ajouter un support fiscal qui ne semblait pas s'imposer à ce stade du cycle. L'accord emporté par l'administration Trump alimente la relance budgétaire que le Congrès a votée en décembre. Sans doute les élections de mi-mandat n'ont pas souvent connu une préparation aussi soutenue.

Du côté européen et, dans une moindre mesure, japonais, le stimulus est moins offensif. Au contraire, les allègements fiscaux ont été déjà réalisés pour une grande part et la période qui s'ouvre est plutôt une stabilisation. Mais la dynamique provoquée et l'extension du cycle mondial entretiennent un optimisme des agents économiques – ménages et entreprises – qui assure un maintien d'une croissance supérieure au potentiel (lié à la démographie et à la productivité).

Aux États-Unis comme en Chine, la priorité va être la normalisation économique et financière

Ce constat de poursuite du cycle avec une simple inflexion en 2019 qui permettra de croire à une persistance ne semble pas de nature à perturber les investisseurs. Pourtant, des questions se posent.

Les points centraux sont les États-Unis et la Chine.

Derrière le soutien budgétaire américain massif, se pose la question de la double normalisation. D'abord la normalisation monétaire qui est en marche et que la Fed confirme dans ses communications. Ensuite, celle des finances publiques. Le déficit va imposer une réduction des dépenses et / ou un durcissement fiscal à partir de 2020. On voit mal comment la productivité pourrait beaucoup progresser en partant d'une situation de plein emploi et d'une mobilisation d'une part de l'effort public sur les équipements militaires. Enfin, les ressources d'investissement du secteur privé vont être restreintes par le besoin public.

Il ne faudra pas forcément attendre 2020 ou 2021 pour ressentir un réel ralentissement de la croissance des États-Unis. Des indicateurs comme la dynamique du crédit et la rentabilité brute du secteur manufacturier semblent montrer que le plus haut a été passé.

Le cas chinois n'est en rien comparable compte tenu de la gestion de l'économie d'un régime totalitaire. Cependant, si les besoins d'assainissement sont bien différents, la réduction des risques financiers et de l'excès de dette des entreprises est en marche. La gestion est souple et prudente pour éviter précisément des chocs de conjoncture, mais, après la stabilisation de la dette privée en pourcentage du produit intérieur brut en 2017, la priorité de désendettement a été réaffirmée. Cela va demander des réformes – système bancaire et parabancaire de financement de l'économie, entreprises publiques,... - qui limiteront assez durablement la croissance qui pourrait converger vers 5 %.

Les indicateurs retardés masquent une inflexion déjà entamée

Les tendances sont là, mais elles sont occultées par les indicateurs retardés dont l'un des principaux est le marché de l'emploi, qui entretient l'optimisme macroéconomique, en particulier en zone euro ou aux États-Unis. La volatilité revenue sur les Bourses est évidemment financière (multiples trop élevés, politiques monétaires plus orthodoxes et reconstitution de la hiérarchie des taux). Mais elle est aussi liée aux incertitudes concernant un cycle déjà très long. La voie de la croissance est peut-être plus étroite qu'il ne pouvait y paraître il y a seulement trois mois.