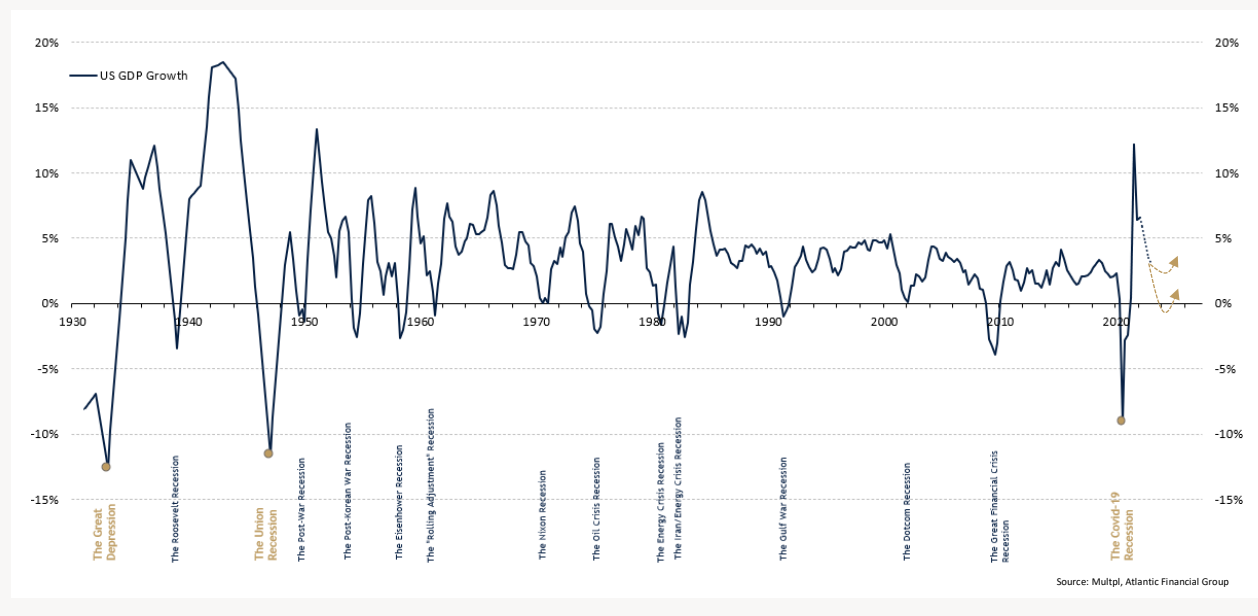




"L'HYPOTHÈSE D'UNE ERREUR DE POLITIQUE MONÉTAIRE"

- ◆ En luttant exagérément contre l'inflation, la Fed risque de précipiter la prochaine crise
- ◆ Le cycle économique en cours pourrait être l'un des plus brefs de l'histoire
- ◆ L'aplatissement de la courbe des rendements vient renforcer ce scénario
- ◆ En stabilisant leurs bilans, les banques centrales ne favorisent plus la hausse des marchés

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Stabilisation de la croissance ou nouvelle récession ?"

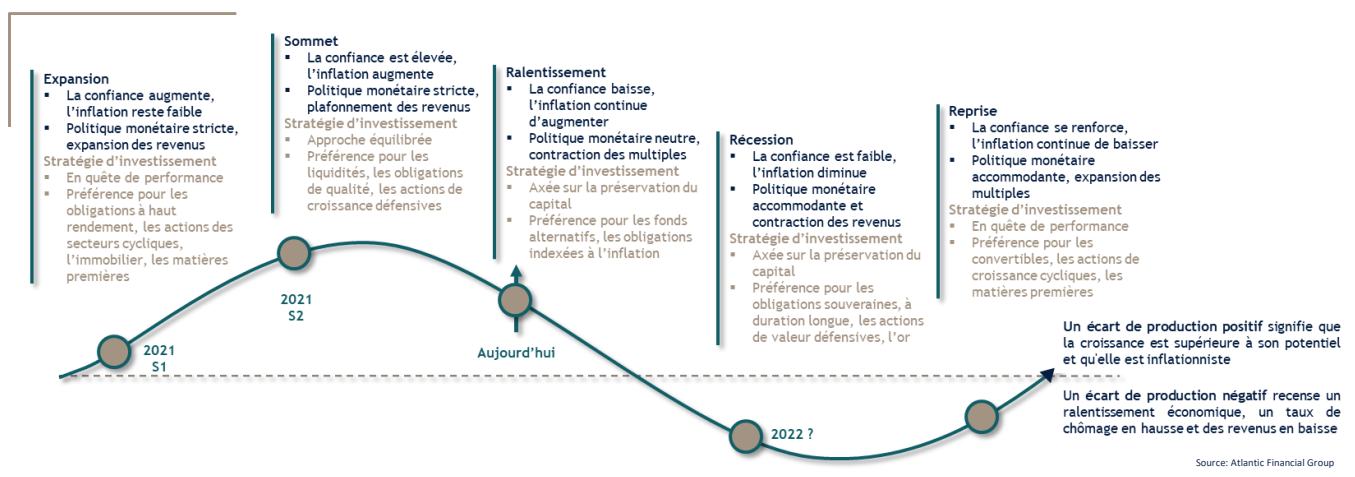


ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Le contour de notre scénario pour 2022 a déjà été dévoilé (cf. [Stratégie & Thématiques du 29 novembre 2021](#)). Profitons de ce début d'année pour détailler un élément crucial : la durée des cycles économiques. Celui qui vient de débiter pourrait bien être un des plus courts de l'histoire contemporaine. Pour mémoire, le cycle économique représente les fluctuations du rythme d'activité d'un pays. Il est composé de cinq phases qui se répètent en boucle dans un ordre précis : expansion, pic, ralentissement, récession, reprise. A chacune d'entre elles, certains actifs surperforment (cf. Fig. 2).



Fig. 2 – Étapes du cycle économique & allocation d'actifs



Dès l'Antiquité, la cyclicité de l'activité économique a été détaillée dans les écrits. Les êtres humains ont rapidement compris que l'agriculture, par exemple, suivait le cycle naturel des saisons, rendant inévitable la chute de la production, puis son augmentation. Les Pharaons essayaient d'anticiper les différentes périodes du cycle dans leur royaume, mais aussi la longueur de celui-ci en mentionnant des épisodes de vaches grasses et de vaches maigres. Aujourd'hui encore, le débat fait couler beaucoup d'encre. **Pour les économistes, il existe quatre principaux types de cycles économiques, plus ou moins longs** (cf. Fig. 3).

Fig. 3 – Différents cycles économiques

- **Le cycle de Kitchin.** Mis au jour dans les années 1920 par l'économiste anglais Joseph Kitchin, il décrit **un cycle court de 3 à 4 ans**. Basé sur la politique de stockage des entreprises, il se caractérise par une phase d'expansion de deux ans environ, puis par une phase de croissance ralentie elle aussi de deux ans.
- **Le cycle de Juglar.** Théorisé par l'économiste français Clément Juglar en 1862, **ce cycle dure de 8 à 10 ans**. Correspondant à la dynamique de déploiement du capital des entreprises, il s'articule autour d'une phase d'investissements soutenus puis, une fois que tous les projets rentables ont été réalisés, par un plongeon de la croissance.
- **Le cycle de Kuznets.** Théorisé par l'économiste américain Simon Kuznets dans les années 1930, **il a une durée de 15 à 25 ans**. Il est basé sur les variations démographiques qui stimulent l'activité économique par vagues.
- **Le cycle de Kondratiev.** Le plus connu des cycles économiques a été mis en évidence par l'économiste soviétique Nikolaï Kondratiev dans les années 1920. Il a été étoffé par Joseph Schumpeter à la fin des années 1930. Selon ce dernier, les innovations apparaissent par "grappes" et tirent la croissance **pendant 20 à 30 ans**. Leurs effets positifs se dissipent avant que d'autres innovations relancent à leur tour l'économie.

Source: Atlantic Financial Group



Le retournement du cycle peut être dû à un ralentissement de la demande de biens et services, chez les ménages et les entreprises domestiques mais aussi via le commerce extérieur. Cette baisse de la demande induit un ralentissement de la production, une hausse du taux de chômage et une chute de l'inflation. **L'inflexion du cycle peut également être due à une saturation des facteurs de production**, c'est-à-dire un choc d'offre : une indisponibilité du capital, une pénurie de travailleurs, un manque de matières premières ou d'énergie, entre autres exemples. Dès lors qu'il existe une faible substituabilité entre ces facteurs sur le court terme, il devient difficile pour les entreprises de ne pas réduire leur production ni d'instaurer des licenciements.

Par le passé, les cycles économiques étaient plus courts. Les fluctuations étaient plus fréquentes. Depuis quelques décennies, grâce à des politiques monétaires mieux adaptées, les récessions se sont espacées (cf. Graphique de la semaine). Le 15 décembre dernier, Jerome Powell a d'ailleurs rappelé que *"what we need is another long expansion, like the ones we have been having over the last 40 years"*.

Les observateurs avisés, certes un peu sarcastiques comme Ben Bernanke, estiment que les expansions économiques ne meurent jamais de vieillesse mais qu'elles sont très souvent interrompues par les banques centrales. La provocation de l'ancien patron de la Fed sonne comme une alerte, à l'heure où l'institution réduit ses injections de liquidités (QE) et s'apprête à relever ses taux d'intérêt directeurs. L'inflation, plus forte et plus durable que prévu, déclenche une pression politique sur les banques centrales dont le mandat est justement de contenir la pression sur les prix. **En luttant contre la hausse des prix, les banques centrales pourraient précipiter la fin du cycle de croissance économique. Le risque d'une erreur de politique monétaire augmente fortement.**

Fig. 4 – Taux directeurs de la Fed & récessions

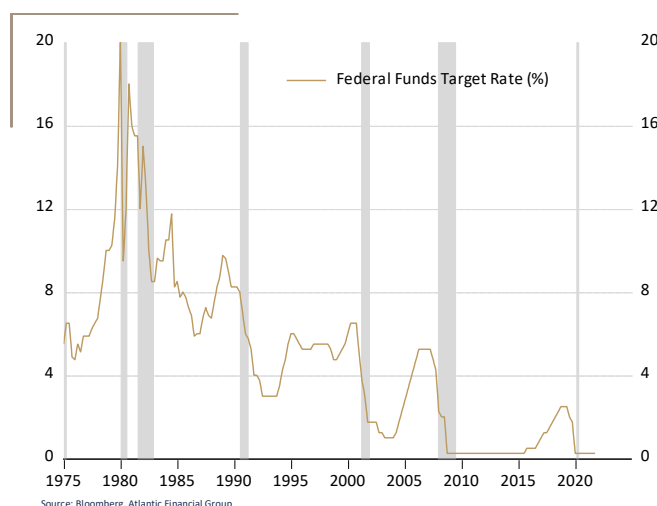
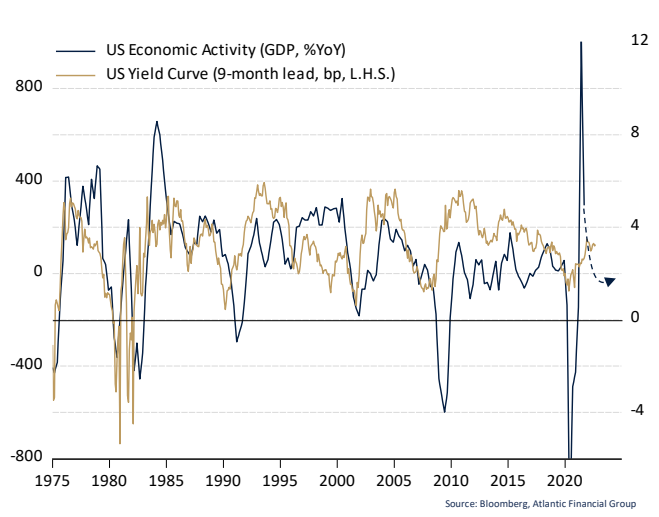


Fig. 5 – Courbe des taux & cycles économiques



Les économistes notent que, depuis 1975, **la majorité des cycles de hausse des taux de la Fed ont été suivi d'une récession dans les 18 mois** (cf. Fig. 4). Cet argument est en partie fallacieux car la banque centrale américaine hausse ses taux lorsque l'économie croît de manière trop rapide, justement afin



d'éviter une surchauffe. Dit de manière candide, ce n'est pas la crème solaire qui provoque les brûlures mais bel et bien le rayonnement du soleil. Toutefois, il peut arriver que les banques centrales durcissent leur politique monétaire de manière erronée, comme en 2008 avec la BCE de Jean-Claude Trichet, ou de manière trop agressive comme au début des années 80 avec la Fed de Paul Volcker.

A cet égard, la courbe des rendements est un indicateur incontournable de prévision du cycle économique (cf. Fig. 5). Si les investisseurs obligataires estiment que la hausse des taux courts est faite à bon escient et qu'elle sera donc pérenne, les taux longs progresseront davantage, permettant une pentification de la courbe des taux. A contrario, s'ils estiment que la hausse du loyer de l'argent est une erreur ou qu'elle est exagérée, les rendements à long terme augmenteront moins, voire pas du tout. La courbe des taux s'aplatira.

Depuis le mois d'octobre 2021 et la confirmation par la Fed de sa volonté d'accroître son taux directeur, la courbe des rendements américains s'est écrasée, passant de 130 à 80 points de base. Les investisseurs perçoivent la décision de la Fed comme une manière inadéquate de maîtriser l'inflation galopante des derniers mois. Cette hausse des prix étant liée à un choc d'offre (exogène), et non à une surchauffe de la demande (endogène), freiner l'économie n'y changera rien. Si la première institution financière du monde se trompe dans son diagnostic et resserre à tort les conditions de crédit, alors **la récession pourrait devenir un scénario probable et ce, plus rapidement que prévu par le consensus des investisseurs.**

Fig. 6 – Dynamique du crédit et cycle économique

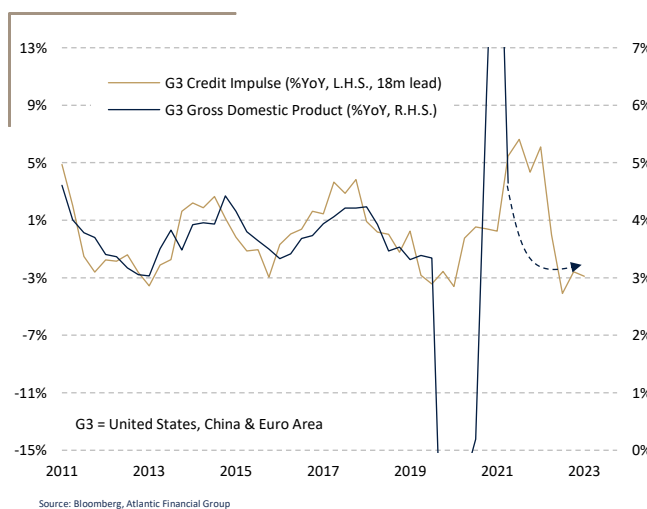
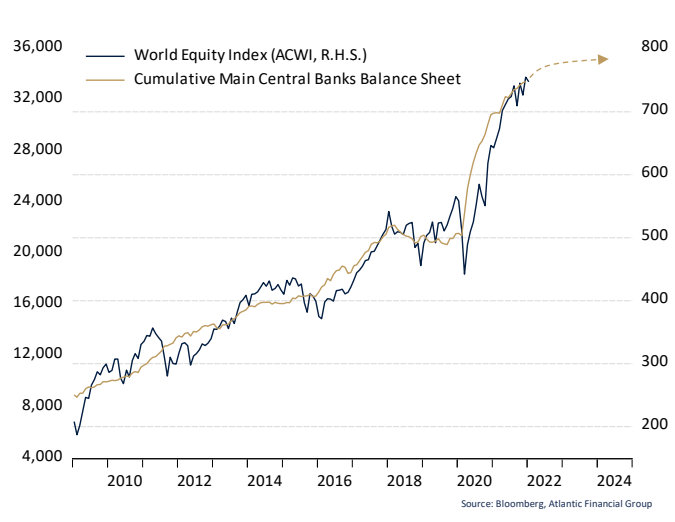


Fig. 7 – Création monétaire et marché boursier



Enfin, comme chaque année depuis 2009, l'activité économique et les marchés boursiers évoluent au rythme des injections de liquidités. L'an dernier, ces dernières ont été très favorables. **Au cours des douze prochains mois, l'évolution du crédit ne sera plus un soutien à la croissance** (cf. Fig. 6) et **la stabilisation des bilans des banques centrales ne stimulera plus les marchés d'actions** (cf. Fig. 7).



Conclusion :

Le cycle économique actuel pourrait bien être un des plus courts de l'histoire contemporaine. Après 40 ans de cycles longs, les banquiers centraux risquent d'être surpris par un tel scénario. Leur volonté de lutter contre les pressions inflationnistes les incite à ne plus stimuler la croissance du crédit, ni augmenter leurs bilans. L'hypothèse d'une erreur de politique monétaire se renforce. Les investisseurs obligataires anticipent déjà ce scénario, puisque la courbe des rendements a tendance à s'aplatir. A contrario, les investisseurs en actions pourraient être pris au dépourvu, subissant la contraction des marchés.





RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2022 Year-to-Date (%)	2021 (%)	2020 (%)
Equities							
World (MSCI)	744.4	47.87	0.2%	1.4%	-1.3%	19.0%	16.9%
USA (S&P 500)	4 663	46.08	-0.3%	0.7%	-2.1%	28.7%	18.4%
USA (Dow Jones)	35 912	47.71	-0.9%	1.1%	-1.1%	20.9%	9.7%
USA (Nasdaq)	14 894	40.26	-0.3%	-2.2%	-4.8%	22.2%	45.1%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	474.3	48.69	-0.9%	2.7%	-0.9%	23.5%	0.8%
UK (FTSE 100)	7 543	63.07	0.8%	4.6%	2.2%	18.4%	-11.4%
Switzerland (SMI)	12 526	42.97	-2.1%	0.9%	-2.7%	23.7%	4.3%
Japan (Nikkei)	28 124	43.09	-1.2%	-1.0%	-2.3%	6.6%	18.3%
Emerging (MSCI)	1 257	59.84	1.6%	3.0%	2.1%	-2.5%	18.8%
Brasil (IBOVESPA)	106 928	57.73	1.1%	0.2%	2.0%	-11.9%	2.9%
Russia (MOEX)	3 597	37.11	-4.2%	0.7%	-4.5%	21.9%	14.8%
India (SENSEX)	61 223	68.91	2.5%	5.4%	5.1%	23.2%	17.2%
China (CSI)	4 727	34.85	-2.0%	-6.4%	-4.3%	-3.5%	29.9%
Communication Serv. (MSCI World)	108.13	42.83	0.8%	-0.6%	-1.9%	10.8%	24.2%
Consumer Discret. (MSCI World)	400.8	42.64	-0.6%	-0.3%	-2.4%	9.2%	37.0%
Consumer Staples (MSCI World)	289.1	55.17	-0.4%	1.9%	-0.9%	11.7%	8.8%
Energy (MSCI World)	212.6	78.98	4.9%	15.0%	12.6%	37.5%	-27.7%
Financials (MSCI World)	158.2	68.57	1.1%	7.3%	5.2%	25.1%	-3.1%
Health Care (MSCI World)	350.5	36.78	-0.5%	-1.2%	-5.1%	18.0%	15.4%
Industrials (MSCI World)	328.0	48.34	-0.8%	1.9%	-1.2%	16.6%	11.8%
Info. Tech. (MSCI World)	546.6	40.91	-0.2%	-1.9%	-4.8%	27.6%	46.2%
Materials (MSCI World)	370.6	59.67	1.3%	4.8%	1.4%	15.4%	21.6%
Real Estate (MSCI World)	223.7	37.97	-1.1%	-0.5%	-4.7%	23.6%	-5.7%
Utilities (MSCI World)	159.5	51.48	0.0%	1.8%	-2.0%	11.1%	4.8%
Bonds (FTSE)							
USA (7-10 Yr)	1.78%	33.09	0.1%	-2.8%	-2.2%	-2.4%	9.3%
Euro Area (7-10 Yr)	0.29%	34.97	0.1%	-2.3%	-0.6%	-2.9%	4.5%
Germany (7-10 Yr)	-0.05%	34.41	0.1%	-2.3%	-0.6%	-2.7%	3.0%
UK (7-10 Yr)	1.15%	33.47	0.3%	-3.4%	-1.4%	-4.9%	5.4%
Switzerland (7-10 Yr)	0.03%	33.55	0.2%	-2.2%	-1.0%	-2.3%	0.4%
Japan (5-10 Yr)	0.14%	28.65	-0.2%	-0.7%	-0.5%	0.0%	-0.1%
Emerging (5-10 Yr)	5.16%	21.00	-0.6%	-2.7%	-2.4%	-3.0%	5.2%
USA (IG Corp.)	2.62%	32.01	-0.3%	-2.4%	-2.4%	-1.0%	9.9%
Euro Area (IG Corp.)	0.63%	29.22	-0.1%	-1.3%	-0.6%	-1.0%	2.8%
Emerging (IG Corp.)	5.06%	13.10	-0.9%	-2.7%	-2.4%	-3.0%	8.1%
USA (HY Corp.)	4.58%	44.26	0.3%	-0.1%	-0.9%	5.3%	7.1%
Euro Area (HY Corp.)	3.36%	50.22	-0.1%	0.0%	0.0%	3.4%	2.3%
Emerging (HY Corp.)	7.73%	18.54	-1.0%	-2.5%	-2.7%	-3.2%	4.3%
World (Convertibles)	425.1	35.23	-0.3%	-1.2%	-3.0%	2.4%	38.8%
USA (Convertibles)	568.5	34.11	-0.7%	-2.0%	-4.1%	3.1%	54.5%
Euro Area (Convertibles)	4 046	37.91	-0.8%	-0.8%	-1.5%	-0.3%	6.1%
Switzerland (Convertibles)	185.1	31.73	0.1%	-0.9%	-0.4%	-0.5%	0.5%
Japan (Convertibles)	200.5	50.01	0.2%	0.3%	-0.1%	3.3%	2.8%
Hedge Funds (Crédit Suisse)							
Hedge Funds Indus.	713.0	68.87	n.a.	-2.2%	n.a.	6.2%	6.4%
Distressed	959.5	73.50	n.a.	-0.8%	n.a.	11.6%	3.8%
Event Driven	810.2	73.84	n.a.	-1.8%	n.a.	12.6%	7.0%
Fixed Income	388.4	72.35	n.a.	-0.5%	n.a.	3.9%	3.6%
Global Macro	1 164.3	48.35	n.a.	-3.1%	n.a.	5.9%	6.5%
Long/Short	900.6	60.55	n.a.	-3.0%	n.a.	5.2%	7.9%
CTA's	340.9	62.38	n.a.	-3.9%	n.a.	8.0%	1.9%
Market Neutral	284.6	44.56	n.a.	-0.5%	n.a.	4.2%	1.7%
Multi-Strategy	682.4	69.87	n.a.	-1.4%	n.a.	4.7%	5.6%
Volatility							
VIX	19.19	49.78	2.3%	-12.3%	11.4%	-24.3%	65.1%
VSTOXX	21.40	51.34	3.7%	-12.4%	11.0%	-17.6%	67.5%
Commodities							
Commodities (CRB)	585.3	n.a.	0.6%	2.9%	1.2%	30.3%	10.5%
Gold (Troy Ounce)	1 818	54.75	1.2%	2.7%	-0.6%	-3.6%	25.1%
Oil (WTI, Barrel)	83.82	69.85	0.2%	18.5%	8.9%	58.7%	-20.5%
Oil (Brent, Barrel)	86.34	70.64	0.4%	18.7%	11.5%	51.4%	-23.0%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	95.165	41.36	-0.6%	-1.5%	-0.5%	6.4%	-6.7%
EUR	1.1413	56.74	0.5%	0.7%	0.4%	-7.5%	9.7%
JPY	114.16	56.49	1.2%	-0.4%	0.8%	-10.2%	5.1%
GBP	1.3678	67.53	0.7%	2.7%	1.1%	-1.0%	3.1%
AUD	0.7221	50.82	0.6%	0.5%	-0.6%	-5.6%	9.6%
CAD	1.2541	60.39	0.8%	1.9%	0.8%	0.7%	2.1%
CHF	0.9125	55.46	0.7%	0.7%	0.0%	-3.0%	9.4%
CNY	6.3527	59.94	0.4%	0.2%	0.1%	2.7%	6.7%
MXN	20.300	67.47	0.5%	2.6%	1.1%	-3.0%	-5.0%
EM (Emerging Index)	1 742.7	68.86	0.6%	1.0%	0.5%	0.9%	3.3%

Source: Bloomberg, Atlantic Financial Group

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Atlantic Financial Group (ci-après "Atlantic"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Atlantic, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Atlantic ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Atlantic ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Atlantic se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Atlantic peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Atlantic.