

## Lettre n°49

### Perspectives économiques 2022.

« *Que peu de temps suffit pour changer toutes choses* » Victor Hugo dans Tristesse d'Olympio

2020, une crise mondiale sans précédent, 2021, une forte reprise qui donne crédit au mot de Victor Hugo en exergue. Cette année, dans le monde, le sentier de la croissance devra et devrait surmonter deux embûches, la permanence du virus et la résurgence, temporaire ou durable, de l'inflation et ainsi, la croissance, sauf en Chine, excédera-t-elle à nouveau le taux moyen de ces dernières années.

- **Le frein représenté par le virus** : le variant Omicron est contagieux, l'activité économique est à ce jour modérément impactée mais la rapidité de sa propagation, la moitié de la population européenne d'ici deux mois selon l'OMS, devrait permettre d'avancer vers l'immunité collective. Après 9 milliards de doses de vaccins distribuées en 2021, devrait atteindre 25 milliards mi-2022, les pays émergents devraient enfin être couverts et la Covid devrait sinon disparaître, tout au moins être maîtrisée. Dans le même temps, saluons la mise au point en 2021 d'un vaccin contre le paludisme dont la diffusion sera utile en Afrique.
- **La menace de l'inflation**, même temporaire, est un frein à la croissance car elle ampute le pouvoir d'achat et contraint les banques centrales à des politiques monétaires plus restrictives. Lors de la survenance de la crise, les Etats avaient tout fait pour prévenir un chômage massif et des crises sociales, le dommage collatéral des injections monétaires record est l'inflation. Aujourd'hui, il faut souhaiter la résorption des goulots d'étranglement avant l'enclenchement d'une spirale prix-salaires.
- **Le potentiel de croissance** : le FMI et l'OCDE réviseront légèrement à la baisse leurs prévisions pour l'économie mondiale en 2022, respectivement actuellement à 4.9% et 4.5%, mais la croissance restera forte et tel est l'essentiel. L'expansion dans les pays de l'OCDE sera principalement portée par la consommation, sectoriellement par la résorption des goulots d'étranglement, exemple dans la production de semiconducteurs, secondairement par la poursuite des investissements dans la transition énergétique et marginalement par quelques relocalisations, exemple de nouvelles usines dans les semiconducteurs, aux Etats-Unis et en Europe.

#### I. L'évolution de la croissance :

Si la crise financière de 2008 a durablement marqué les esprits, celle de 2020 a été sans commune mesure. En 2008, la croissance mondiale avait stagné, en 2020, elle a baissé de 3.5%, signant la pire performance depuis la guerre.

Grâce à la diligence des Etats et à la vigilance des banques centrales, le rebond, dès 2021, a été rapide et fort avec une croissance de 6% et 2022 devrait permettre d'afficher une expansion de 4.5%.

Le variant Omicron, particulièrement en Chine, perturbe les chaînes d'approvisionnement mais, pour l'heure, l'activité n'est pas trop pénalisée. Les liquidités demeurent abondantes et on ne constate pas de recrudescence du nombre des faillites.

## *Les perspectives des Etats-Unis :*

### *- Sous l'angle politique :*

La démocratie américaine a souvent été un théâtre de confrontation mais, depuis l'assaut du Capitole, il y a un an, chacun mesure l'ampleur des failles entre Républicains et Démocrates. Les sujets majeurs portent sur les inégalités, au plus haut depuis 1945, l'accès au droit de vote et les violences raciales.

Dans le camp Démocrate, les déceptions affleurent car Biden a abandonné certaines réformes promises comme le prix des médicaments, la fiscalité, le salaire minimum et il communique moins que ses prédécesseurs avec le peuple. Aussi, les Démocrates devraient-ils être incapables de faire voter le plan « Build Back Better » et d'éviter une déconvenue, à l'automne, lors des élections de mi-mandat.

### *- Sous l'angle économique :*

Suite aux généreux plans de relance, \$4000 milliards, la dette publique fédérale est passée de 80% du PIB en 2019 à 100% en 2021 mais cela a permis à l'économie d'enregistrer une croissance exceptionnelle, riche en emplois, 6.4 millions créés en 2021, soit une moyenne mensuelle de 550 000 et soit le rythme le plus élevé depuis 1940. Il est extraordinaire d'avoir, en un peu plus de 18 mois réduit le taux de chômage de 14.7% à 3.9%.

Ces plans de relance ont également permis à plus de 11 millions de personnes de sortir de la pauvreté et à d'autres de se désendetter.

Certes, par rapport à 2019, le nombre de personnes employées est en retrait de 2.9 millions et le nombre de personnes ayant opté pour une retraite anticipée s'élève à 2,4 millions, certes, le taux de participation, 61.9% en décembre, correspondant à une population d'âge actif de 162 millions, demeure inférieur à celui d'avant la crise, 63.4%, mais, cette année, les créations d'emplois vont demeurer élevées et permettre de retrouver le niveau de chômage d'avant la crise, soit 3.5%.

La pression à la hausse sur les salaires, +4.7% en décembre sur un an, va persister car, nombreux, 4.5 millions en novembre, sont les salariés ayant démissionné d'emplois de services peu qualifiés pour trouver de meilleures conditions et, encore plus nombreuses, 11 millions, sont les offres d'emplois non satisfaites.

Créations d'emplois, hausse des salaires, coût du service de la dette, historiquement bas à 9% du revenu disponible brut contre près de 13% fin 2007, conjugués avec les \$2500 milliards épargnés, constituent autant de raisons d'optimisme pour cette année, autant de motifs de confiance pour la consommation.

En 2021, les Américains ont représenté 9/10<sup>ème</sup> de la demande mondiale additionnelle pour les biens durables. Cette année, la consommation entrainera une nouvelle aggravation du déficit commercial, pourtant historiquement élevé à \$80 milliards.

Le *secteur immobilier* profite de l'embellie conjoncturelle, comme en témoigne, en 2021, le montant record d'hypothèques immobilières émises, \$1610 milliards, un montant supérieur au pic de 2005 à \$1500 milliards. Également, est observé un nombre record de ventes de maisons et une hausse des prix de 19% sur un an en octobre. L'inflation des prix immobiliers pourrait se poursuivre car les stocks sont faibles.

Dans *l'industrie*, même confiance car le niveau des stocks est bas, l'investissement soutenu, les marges élevées.

### *Trois ombres à ce tableau :*

D'une part, la hausse récente du taux hypothécaire à 30 ans à 3.45%, loin du 2.65% enregistré il y a un an est susceptible de pénaliser l'activité du secteur immobilier en 2022.

D'autre part, suite au variant Omicron, on a constaté un ralentissement temporaire de l'activité dans les services et une diminution des ventes de détail de 1.9% en décembre par rapport à novembre. Autant de freins à la croissance car la consommation représente 69% du PIB. Les attentes pour le 1<sup>er</sup> trimestre ont ainsi été abaissées à 3% contre 4,2<sup>e</sup> il y a encore 3 mois.

Enfin, peut-être temporaire, l'évolution de la population, une augmentation de seulement 0.1% en 2020, le niveau le plus faible enregistré depuis des décennies, suite à une baisse de la natalité (3.5 millions contre 4 millions en 2015), une hausse de la mortalité (3.4 millions contre 2.7 millions en 2015) et une faible immigration.

### ***L'Europe :***

#### *- Sous l'angle politique :*

La nouvelle coalition au pouvoir en Allemagne est plus pro-européenne que Merkel et donc plus en phase avec les propositions d'Emmanuel Macron d'un renforcement de l'intégration. Parmi les avancées possibles, l'union bancaire avec l'éventuelle mise en œuvre d'un système européen de garantie des dépôts, la politique étrangère avec la désignation d'un ministre des Affaires étrangères de l'U.E et, le cas échéant, l'évolution d'un vote à l'unanimité vers un vote à la majorité qualifiée.

#### *- Sous l'angle économique :*

Après un recul du PIB de 6.5% en 2020, le redressement a été rapide, la croissance a atteint 5% en 2021<sup>e</sup> et, cette année, la croissance moyenne de l'U.E devrait atteindre, selon la Commission de Bruxelles, 4.3%.

En 2021, la croissance française a été de 6.5%, celle de l'Italie, de 6.3%, celle de l'Allemagne, seulement de 2.7%. Cette année, la croissance restera supérieure à la croissance potentielle, à nouveau plus en France (17% du PIB européen) qu'en Allemagne (25% du PIB européen).

Conséquence de cette croissance, les déficits budgétaires sont plus faibles et les ratios de dette publique/PIB s'améliorent. En 2021, le déficit français, initialement escompté à 9% a finalement été de 7% et, en Allemagne, il n'a été que de 4.3%.

Autre conséquence de cette croissance, le taux de chômage européen, à 8.6% au pic de la pandémie, a déjà baissé à 7.2% en novembre et devrait ces prochains mois continuer à se résorber. A la différence des Etats-Unis, le taux de participation, 64.3%, n'est que 0.6 point inférieur au niveau de fin 2019 et l'Europe n'est pas confronté à l'inflation salariale.

### ***La Grande Bretagne :***

La croissance n'a été que de 1.1% au 3<sup>ème</sup> trimestre et le PIB est toujours 4% inférieure au pic d'avant crise. Ces prochaines années, le Brexit, selon l'Office for Budget, coûtera 4 points de croissance.

La conjoncture devrait être bien orientée cette année mais avec plus de contraintes qu'ailleurs : l'activité portuaire peine alors qu'en République d'Irlande, elle a augmenté de 50%. Le commerce extérieur, en termes relatifs, a été affecté de plus de 10% par rapport aux autres grands pays et cela va persister car plus de 50% des échanges sont avec l'U.E. Les formalités douanières avec l'U.E, depuis janvier, sont renforcées et cela signifie des délais accrus et des échanges freinés.

La pénurie de produits aggrave l'inflation et pénalise le pouvoir d'achat. La richesse des ménages par rapport à 2020 et par rapport à celle des Américains n'est qu'en légère hausse de 3.3% à £11.200 milliards, contre 20% aux Etats-Unis.

Ajoutons à ces obstacles, la carence de travailleurs évaluée à un million, et la faiblesse du taux de chômage à 4.1% qui poussent le salaire minimum, à un niveau supérieur à celui de la France (€11,3/heure en avril contre €10,5 en France) et affecte la compétitivité des entreprises.

Autant de facteurs susceptibles d'affaiblir un Boris Johnson, déjà contesté.

### ***Le Japon :***

Le PIB est toujours près de 3% inférieur au niveau d'avant pandémie mais les perspectives sont favorables car, ces derniers mois, le pourcentage de vaccinés, longtemps faible, a été porté à près de 80%.

Autre avantage pour le pays, l'absence de pressions inflationnistes, une rareté dans le monde actuel, et ainsi la politique budgétaire comme la politique monétaire peuvent demeurer accommodantes.

### ***Les pays asiatiques :***

Ils bénéficient depuis le 1<sup>er</sup> janvier de l'entrée en vigueur de la RCEP, un accord commercial entre 15 pays asiatiques (Chine, Corée du Sud, Japon, Australie, Nouvelle Zélande...), 2,2 milliards de personnes contre 450 millions pour l'U.E, 30% du PIB mondial, 27% du commerce mondial avec 90% des échanges hors taxes. Seuls freins, l'Inde n'est pas membre et les normes non tarifaires ne sont pas incluses. Rappelons que ce traité était à l'origine une initiative Obama mais Trump avait retiré les Etats-Unis de l'accord et laissé la Chine prendre la place.

### ***La Chine : une opportunité ou un risque ?***

Certes, la Chine, selon le FMI, a réalisé 20% de la croissance mondiale en 2021 avec une expansion du PIB de 8% mais, à contre tendance des grandes puissances mondiales, la croissance, au fil des trimestres, a ralenti et déçu (18,3% au 1<sup>er</sup> trimestre mais 4% au 4<sup>ème</sup> trimestre).

Moins efficace, le vaccin oblige les autorités sanitaires à des mesures d'isolement plus strictes et plus massives que dans les pays développés.

Les exportations, \$3350 milliards, l'équivalent du PIB allemand, +30% en 2021, +21% encore en décembre sur un an, ont profité de la reprise mondiale et ont constitué le principal moteur de la croissance, majorant de plus de 50% l'excédent commercial à un record de \$676 milliards dont \$400 milliards avec les Etats-Unis (+25%).

Mais rien de cela n'est pérenne car les Etats occidentaux développent leurs productions locales, apposent des taxes aux importations chinoises et vont à nouveau moins allouer à l'achat de biens durables et davantage aux services.

La Chine n'avait pas participé au mouvement de stimulation budgétaire et monétaire mené par les pays de l'OCDE, la croissance du crédit, supérieure à 20% en 2016 et à 10% en 2020, est tombée à 7% en 2021, les investissements dans les infrastructures ont diminué de 3.5% en 2021.

La production industrielle en décembre n'a augmenté que de 4.3% sur 1 an, les ventes de détail de seulement 1.7% sur 1 an et le taux de chômage est remonté à 5.1%.

Le South China Morning Post souligne une augmentation des dépôts de bilan de petites entreprises, 4.3 millions sur 11 mois et pire, une diminution des créations d'entreprises, 1,3 millions en 11 mois contre 6,1 millions en 2020 et 13,7 millions en 2019 suite à l'inflation du coût des matières premières.

La Chine vient d'amorcer une baisse des taux de réserves obligatoires, une injection de \$180 milliards de liquidités et on a pu constater une amélioration de l'indice Caixin PMI manufacturier en décembre à 50,9 et celui des services à 53.1 mais la croissance cette année ne devrait pas dépasser 5%.

Un exemple topique, le marché automobile. Un rebond est escompté, un peu plus de 5% à 27.5 millions selon l'estimation optimiste de l'Association chinoise des constructeurs automobiles, mais on restera loin du record de 29 millions d'immatriculations enregistré en 2017.

Autre exemple de détérioration, l'immobilier et la construction. Hier, source de 30% de la croissance du PIB chinois, aujourd'hui, source d'inquiétude avec une diminution des prix immobiliers, une contraction des mises en chantier de 9% en 2021.

Les \$300 milliards de dettes d'Evergrande, équivalent à 2% du PIB chinois. Le groupe a perdu près de 90% de sa capitalisation boursière en 2021 et, aujourd'hui, 120 000 emplois sont menacés. La société a demandé l'aide du gouvernement de la province de Guangdong et une restructuration est en cours. Les tribulations d'Evergrande ne sont malheureusement pas un cas isolé. Plusieurs opérateurs plus petits -Sinic, Fantasia, Modern Land, Fortune Land Development, Kaisa, China Aoyuan Group, Yango Group- ont également, soit fait défaut sur des dettes en \$, soit des difficultés à restructurer leurs dettes.

La crise immobilière a un retentissement négatif sur la confiance des ménages et sur leur consommation car l'immobilier représente 40% de leur patrimoine, car beaucoup ont des dettes immobilières à rembourser et, à la vue des stocks d'inventaires élevés, 70 millions de logements, s'inquiètent d'un éclatement de la bulle et de nouvelles baisses de prix.

*Ce ralentissement chinois éveille plusieurs inquiétudes :*

Fini, structurellement, les trois décennies à 10%/an en moyenne. Même si, pour tempérer ce pessimisme, on pourra souligner la confiance des entreprises étrangères. Même si, en 2021, selon les statistiques de la CNUCED, elles ont investi \$180 milliards, soit 20% de plus qu'en 2020, On peut désormais douter de la capacité du pays de passer de la catégorie des pays à revenu intermédiaire à celle de pays développé.

Deuxième souci pour le pays, la population vieillit et, en dépit, de l'encouragement à avoir 2 ou 3 enfants, le nombre d'enfants/femme est tombé à 1.3x en 2020, un niveau plus faible même qu'au Japon 1.34x.

Troisième inquiétude, ou interrogation plus précisément, sur les chances de gagner le pari technologique affiché dans le programme « China 2025 » si le gouvernement persiste à sanctionner des managers de la tech et à corseter la société. Certes, selon les estimations de PE Data, les investissements dans la technologie restent importants, \$165 milliards sur les neuf premiers mois de 2021, principalement dans les segments du « hardware » préconisés par le gouvernement et dans les logiciels d'entreprises, avec toujours le but d'amoindrir la dépendance aux puces électroniques étrangères. En revanche, les investissements dans les entreprises liées à l'Internet grand public sont tombés.

L'inflexion est similaire au Vietnam, croissance de 2.5% en 2021, après des années d'une croissance supérieure à 7%/an.

Le ralentissement de la Chine affectera le Japon car la Chine représente plus de 20% de ses exportations.

*Les pays émergents :*

La crise a été plus forte et elle est plus durable que dans les pays développés puisque le PIB est approximativement 5% inférieur au niveau d'avant crise.

Les plans d'aide ont été plus modestes que dans les pays de l'OCDE car beaucoup de ces pays étaient déjà endettés.

Les pays dirigés par des populistes comme Erdogan, Bolsonaro, Duterte et Orban ont voulu dépenser mais en retour ils doivent composer avec l'inflation.

L'inflation des produits alimentaires rogne le pouvoir d'achat et enflamme la contestation sociale, exemple récent au Kazakhstan.

A espérer cette année au **Brésil**, une défaite électorale de Bolsonaro, car elle signerait une victoire des démocraties contre le populisme. La croissance n'a été que de 4.5% en 2021 car le pays a été en récession au 2<sup>ème</sup> et au 3<sup>ème</sup> trimestre et elle devrait être inférieure à 1% en 2022 car le pays est contraint à une politique monétaire restrictive.

A surveiller, l'**Argentine**, car le pays est incapable de rembourser cette année l'échéance de \$19 milliards sur le prêt de \$44 milliards octroyé en 2018 et sollicite des facilités de paiement.

A suivre, l'**Inde**. La croissance a été supérieure à 8% en 2021 car le pays a profité du déconfinement mais elle sera moindre cette année car le gouvernement devra amorcer la hausse des taux vers le milieu de l'année.

A éviter, la **Turquie**, car, sans surprise, après la baisse imposée des taux à 14%, la dépréciation de la £ turque a été de 45% en 2021, l'inflation s'est envolée à 36% en décembre et l'indice des prix à la production ressort à +80%. Devant la nécessité d'augmenter les bas salaires apparait le risque d'une spirale prix-salaires incontrôlée.

## II. L'évolution des taux d'intérêt :

Dans tous les pays, à l'exception de la Chine et du Japon, les politiques monétaires deviennent moins accommodantes. Néanmoins, entre la Fed, désireuse de réduire son bilan et la BCE, encore acheteuse chaque mois, jusqu'à la fin de l'année, les politiques diffèrent.

### *Evolution de l'inflation :*

Début 2021, Larry Summers avait raison quand il pronostiquait une accélération de l'inflation par la demande aux Etats-Unis car, au regard de la baisse des revenus, il jugeait démesurés les plans d'aide. Mais, ne jetons pas trop rapidement la pierre aux gouvernements, la crainte était alors une profonde récession et il s'agissait, à tout prix, de conjurer le risque de problèmes sociaux.

Conséquence de cet emballement de la demande, une insuffisance de l'offre dans certains secteurs, toujours à l'œuvre ces prochains mois.

Pour résorber l'incidence de ces chocs de l'offre, les entreprises investissent dans les capacités et aux Etats-Unis, Biden entend lutter contre les oligopoles car, l'abus de position dominante dans des secteurs comme l'automobile ou le pétrole, l'exagération dans l'usage du « pricing power » expliquent selon le BEA trois des sept points d'inflation.

A ce gonflement subit de la demande et à cette insuffisance de l'offre dans certaines industries, on peut ajouter un troisième facteur inflationniste, les sorties du marché du travail et les pénuries de main d'œuvre dans certains secteurs, donc un début d'inflation salarial, aujourd'hui cantonné dans quelques secteurs de services mais dont il faudra surveiller l'éventuelle généralisation.

L'évolution des taux sera fonction de l'inflation. A ce jour, les banques centrales veulent temporiser autant que possible car à l'horizon de quelques années, les progrès de la technologie, la robotisation comme le numérique et la 5G, l'augmentation rapide des capacités de production, le vieillissement auront raison de l'inflation.

Rien d'inquiétant, mais il ne faut pas laisser s'engager une spirale prix-salaires, car l'inflation pourrait alors devenir structurelle.

Ces prochains mois, la composante énergie jouera moins dans l'inflation mais la hausse des prix alimentaires et celle des produits industriels impacteront à la hausse l'indice des prix. Ainsi, en Allemagne, les industriels jugent durables les pénuries, donc les goulots d'étranglement, donc les pressions sur les prix.

Conséquence des tensions sur les taux, l'encours de dettes à taux négatifs dans le monde est retombé en dessous de \$10 000 milliards alors qu'il était de \$18 000 milliards, il y a quelques mois.

### *Evolution des politiques monétaires :*

Les *pays émergents* ont été les premiers à devoir majorer leurs taux car ils ont cumulé les pressions inflationnistes et les pressions sur les devises.

De tous les grands pays émergents, le pire reste l'Argentine avec une inflation de 51% en 2021 après 36% en 2020 et 54% en 2019. Ensuite, la Turquie, déjà évoquée, puis le Brésil contraint en 2021 de majorer ses taux de 7,2 points à 9.25% car l'inflation excède 10%. Également, la Russie a accru ses taux de 4,2 points, la Hongrie de 1,8 point, la Pologne de 1,6 point et le Mexique de 1,2 point. Et, ces hausses vont persister cette année.

Parmi les *pays développés*, seuls deux, la Norvège et la Grande Bretagne ont amorcé une hausse des taux et le Canada, à cause d'un taux d'inflation de 4.8%, devrait suivre.

Aux *Etats-Unis*, le taux d'inflation de décembre à 7%, avec un taux hors énergie et alimentation à 5.5%, un record depuis 1982, supérieur à l'objectif de 2% oblige la FED à stopper les injections de liquidités. Le taux à 10 ans, 1.83%, est ainsi supérieur au plus haut atteint au 1<sup>er</sup> trimestre 2021.

Différence, entre les deux rives de l'Atlantique, en Europe, l'inflation résulte principalement de l'énergie, aux Etats-Unis, davantage de l'augmentation des salaires et de celle des prix alimentaires à +12%. L'inflation semble donc plus conjoncturelle et temporaire en Europe.

Il y a quelques mois, la FED achetait jusqu'à 40% des nouvelles dettes et son bilan a été porté à près de \$9000 milliards, soit 35% du PIB, mais les injections de liquidités par la FED (\$1500 milliards en mars et avril 2020 puis \$120 milliards/mois jusqu'à aujourd'hui) seront achevées en mars.

Quatre hausses de taux de 0.25% interviendront au fil de l'année, à chaque trimestre, et peut-être trois à nouveau en 2023 pour porter les taux officiels à 1.75%. Dans l'intervalle, l'objectif est d'abaisser à 20% du PIB le bilan de la FED.

Au regard, de l'expérience du passé, cette politique monétaire plus restrictive ne devrait pas provoquer de retournement de marché car il reste plus de \$4000 milliards de liquidités dans les fonds monétaires.

En **Europe**, l'inflation était à 5% en décembre et l'inflation hors énergie à 2.6%, mais elle devrait rebaisser car, pour l'heure les pressions salariales sont moindres qu'aux Etats-Unis.

En Allemagne, le taux à 10 ans vient de redevenir positif pour la première fois depuis 2019, le salaire minimum devrait être porté à €12/heure, ce qui signe la fin des mini-jobs et la hausse des prix à la production, 9.8% en 2021, un record depuis 1974, devrait s'amenuiser ces prochains mois.

L'inquiétude porte sur une hausse des taux longs des pays les plus endettés, la Grèce et l'Italie, car certains redoutent une crise de solvabilité.

C'est pourquoi la BCE fait preuve de la plus extrême prudence. Le programme d'achat de la BCE, €1850 milliards, sera terminé en mars, mais, à la différence des Etats-Unis, la banque centrale poursuivra ses achats, à un rythme moindre toutefois, €30 milliards jusqu'en octobre et €20 milliards ensuite, au lieu de €80 milliards. Une tension des taux longs est escomptée car les émissions des Etats européens seront encore de €1200 milliards mais pour l'heure le LTRO (long term refinancing operations), €2200 milliards d'encours à -1% pour aider les banques à faire des crédits, se poursuit.

Hors zone Euro, dans les pays de l'Est, l'inflation est plus problématique, exemple, en Pologne, avec un taux de 7.8% en novembre.

La **Banque d'Angleterre** vient d'amorcer la hausse des taux et, au regard des pressions inflationnistes, 6% attendu au 1<sup>er</sup> semestre après 5.4% en fin d'année 2021, elle les portera d'ici la fin de l'année à 0.75%, c'est-à-dire au niveau d'avant crise.

La **Banque de Chine** est la seule à aller à contre-courant du mouvement de hausse des taux. Aidée par le ralentissement des prix à la production à 10.3%, confrontée au ralentissement économique et aux difficultés du secteur immobilier, elle vient d'abaisser son taux à 1 an de 2.95% à 2.85% et devrait poursuivre dans cette voie ces prochains mois. Mais, on sent beaucoup de prudence des autorités chinoises car l'économie est déjà très endettée et les surcapacités sont nombreuses.

**En résumé**, la vigilance des banques centrales ne devrait pas être prise en défaut car, après l'échec de la Fed à prévoir l'inflation (au printemps, elle escomptait une inflation entre 1.3% et 4.3% sur l'année mais celle-ci a été de 7%), il y va de leur crédibilité même si la hausse des taux n'est peut-être pas la réponse adéquate à l'inflation actuelle.

Les pressions inflationnistes vont perdurer dans les pays émergents, persister quelques mois aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, s'amoinrir en Europe, rester modestes au Japon et contenues en Asie du Sud-Est.

**Conclusion** : « *Ce n'est pas tant que des temps difficiles arrivent ; ce sont les temps agréables qui s'éloignent* » **Groucho Marx**.

Après une année économique et boursière exceptionnelle, 3 points de confiance, 2 préoccupations conjoncturelles, 3 préoccupations structurelles.

- **Confiance dans la croissance** économique des pays développés avec l'hypothèse retenue d'un taux de croissance supérieur à la croissance annuelle moyenne des deux dernières décennies, non entravé par la hausse des taux car les taux réels n'ont jamais été si négatifs.
- **Confiance dans le renforcement de la croissance potentielle** des Etats-Unis et de l'Europe : les gains de productivité enregistrés en 2020 ont fait long feu en 2021 mais les massifs plans d'investissement d'infrastructure, de numérisation et de transition énergétique engagés au début de la crise auront des effets positifs.
- **Confiance dans la consommation** dans le monde car elle sera favorisée par la reprise de l'emploi et alimentée par une partie de l'épargne excédentaire.
- **Préoccupation sur l'inflation** aux Etats-Unis davantage qu'en Europe à cause de l'inflation salariale.
- **Préoccupation sur l'emploi**, affichée par le BIT (Bureau international du travail) car si la situation de l'emploi s'améliore partout, en 2023, le nombre de chômeurs dans le monde serait encore de 203 millions contre 186 millions en 2019. Si le taux de chômage européen est inférieur à celui pré-pandémie, si le taux américain n'est plus très loin, le problème est dans les pays émergents et résulte des retards de vaccination.

Autre tendance générale, une diminution de 1,1 point du pourcentage de personnes en âge de travailler et désirant travailler.

- **Préoccupation à propos d'un ralentissement structurel de la croissance chinoise**, susceptible de pénaliser la croissance mondiale.
- **Préoccupation sur l'endettement global** : il y a 25 ans, aucun pays n'avait une dette globale supérieure à 3x le PIB, aujourd'hui, on compte plus de 25 pays, dont les Etats-Unis et la Chine. Donc impossibilité pour les banques centrales d'augmenter les taux de plus de 4 points comme elles avaient l'habitude de le faire.
- **Préoccupation sur le vieillissement** avec la baisse de la population active dans plus de 50 pays. Parmi les exemples les plus caractéristiques, l'Italie, 1 million d'habitants perdus entre 2014 et 2020 et une population tombée à 59 millions. Également, en Inde, la natalité est tombée en dessous du seuil de remplacement à 2x/femme. Pire, en Chine, avec une population active des 15-59 ans en retrait de 5% ces dix dernières années ; dans les campagnes, 34 millions d'hommes seuls ; dans les villes des femmes diplômées seules ; plus de séparations dans les couples que de mariages et ainsi des naissances en baisse en 2021 de 12% à 10.6 millions (le chiffre le plus faible depuis 1949 !), une pénurie de main d'œuvre et notamment d'ingénieurs de haute qualité. Même aux Etats-Unis, pour la première fois, la croissance de la population est tombée à 0.1% entre juin 2020 et juin 2021.

Genève, le 20 janvier 2022

Bruno Desgardins



**Bruno Desgardins**  
CIO  
Switzerland

**SingAlliance (Switzerland) SA**  
16bis rue de Lausanne  
1201 Geneve  
Switzerland  
T: +41 22 518 85 85  
E: [info.switzerland@sing-alliance.com](mailto:info.switzerland@sing-alliance.com)



**SingAlliance Pte Ltd**  
20 McCallum Street  
#18-01 Tokio Marine Centre  
Singapore 069046  
T: +65 6303 5050  
E: [info@sing-alliance.com](mailto:info@sing-alliance.com)

**SingAlliance (Hong Kong) Ltd**  
1205, 12/F Bank of America Tower  
12 Harcourt Road, Central  
Hong Kong  
T: +852 3611 7790  
E: [info.hongkong@sing-alliance.com](mailto:info.hongkong@sing-alliance.com)

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.