

Lettre n°62

Faut-il craindre une nouvelle récession mondiale ?

« *Le monde abhorre les douleurs et les infortunes, il les redoute à l'égard des contagions* »

Balzac dans La Peau de chagrin.

Après les contagions de la Covid, une nouvelle crise inquiète et redonne une actualité au mot de Balzac ci-dessus.

- **Sous l'angle géopolitique**, l'hypothèse retenue est celle d'une poursuite du conflit en Ukraine, de difficultés pour les Russes qui semblent manquer d'hommes et de munitions. Mais la guerre n'est pas simplement militaire, elle est aussi économique. Après plus de 5 mois de guerre, Poutine joue l'usure, un accroissement des dissensions au sein du camp occidental, un affaiblissement des gouvernements européens aux prises avec des populations irritées par l'inflation des prix de l'énergie et des prix alimentaires. La guerre devrait coûter en 2022, \$1000 milliards selon Economist Intelligence Unit car les attentes sur la croissance mondiale sont tombées de 3.9% à 2.8% et la question est de savoir qui résistera le mieux entre la Russie (PIB escompté à -8%, inflation à près de 16%) et le camp occidental.
- **Sous l'angle économique**, l'inflation érode le pouvoir d'achat des classes moyennes car l'accumulation d'épargne lors des épisodes de la Covid a surtout profité aux catégories les plus aisées. Récemment, la bonne nouvelle, c'est la résorption des goulots d'étranglement, la mauvaise, c'est le gonflement des stocks des entreprises. Certes l'industrie représente une faible composante du PIB des économies développées, 22% en Allemagne ou en Suède, moitié moins aux Etats-Unis, en Grande Bretagne et en France. Néanmoins, freinée par la hausse des taux, prise en tenailles entre la hausse des coûts de production et les baisses de pouvoir d'achat, la croissance est entravée et en fin d'année, la récession menace. Une récession supposée brève et de faible ampleur. L'augmentation de la facture énergétique, dans le monde, était sur une tendance de \$5000 milliards par rapport à 2019, soit près de 5% du PIB mondial. Mais, la diminution récente des cours du pétrole change la donne.
- **Sous l'angle régional**, les plus vulnérables face à un ralentissement ne sont pas les pays de l'OCDE mais les pays émergents, exemple le Brésil, l'Afrique du Sud, car la hausse des taux a été beaucoup plus forte.

Pour mieux cerner les risques d'une récession mondiale, examinons les perspectives dans les grandes régions.

Etats-Unis : les raisons d'espérer.

- **La croissance** : contre le pessimisme ambiant.

Depuis 1945, le pays a enregistré une douzaine de phases de récession et aujourd'hui les craintes de récession à l'horizon 12 mois sont avivées par la hausse des taux.

Après une croissance exceptionnelle du PIB, 5.7% en 2021, le ralentissement est marqué. Le PIB a baissé de 0.9% au 2^{ème} trimestre, en rythme annualisé, après -1.6% au 1^{er} trimestre, indiquant une récession technique. C'est ainsi la 4^{ème} récession depuis l'an 2000, après 2001(8 mois), 2007 (18 mois) et février 2020 (2 mois). Le FMI prévoit une croissance de 2.3% en 2022 et 1% en 2023. Faut-il donc s'inquiéter ?

Le rebond de la production industrielle en juillet, la hausse de l'ISM des services à 56.7 sont de nature à rassurer sur la conjoncture, comme l'évolution de l'emploi, le bas niveau des taux d'intérêt réels, le nombre de créations d'entreprises.

- ***Le marché de l'emploi reste dynamique :***

L'évolution du chômage est toujours un indicateur décalé de la conjoncture mais, en moyenne, sur les 12 récessions d'après-guerre, le taux de chômage a augmenté de 3,5 points et est alors en moyenne supérieur à 9%. Où en sommes-nous ?

L'essentiel des 22 millions d'emplois perdus lors de la crise de la Covid ont été récupérés, le taux de chômage à 3.5% est au plus bas depuis 50 ans, les salaires en juillet ont cru de 5.2% sur 1 an, les offres d'emploi non satisfaites, 10.7 millions, représentent près du double du nombre de personnes à la recherche d'un emploi, 5.9 millions en juillet. Autant d'indicateurs rassurants.

- ***La consommation soutenue par l'épargne et l'emploi :***

En hausse de 1% au 2^{ème} trimestre, elle bénéficie de la baisse du prix du gallon à \$4 après un record de \$5.02 mi-juin et d'une confiance des ménages à nouveau en hausse en août. De surcroît, les ménages avaient accumulé \$2700 milliards d'épargne durant la pandémie et, selon Moody's, il en resterait \$2500 milliards.

- ***La situation budgétaire a été améliorée rapidement :***

Sur les dix premiers mois, le déficit budgétaire a pu être largement résorbé de \$2500 milliards en 2021 à \$726 milliards. L'adoption de la loi climat de \$370 milliards et l'approbation par le Congrès d'un plan de \$280 milliards pour soutenir et développer le secteur des semiconducteurs sont des facteurs de soutien de la croissance.

- ***L'immobilier impacté par la hausse des taux :***

Voici le secteur le plus impacté par la hausse des taux : les mises en chantier ont diminué de près de 10%, en juillet par rapport à juin, les ventes de logement diminuent de 5.9% en juillet sur un mois.

Néanmoins, si les stocks s'accroissent, le taux des hypothèques à 30 ans vient de rebaisser à 4.99%, loin des 5.88% de juin et pourra redonner des motifs d'espoir.

Europe : l'inquiétude.

L'inquiétude a de multiples causes : une crise politique en Italie avec des élections le 25 septembre, une crise économique en Allemagne, une crainte de privation de gaz russe cet hiver, un renchérissement des prix de l'énergie, notamment l'électricité +500%.

Le renchérissement des prix de l'énergie et celui des prix de l'alimentation coûtent €400 milliards à la zone Euro sur la balance des échanges.

Le FMI évalue l'incidence du choc énergétique à 1,8 point sur la croissance, un coût moindre que la crise financière de 2008 et un coût destiné à se résorber avec le développement de la substitution aux hydrocarbures russes. S'il y a une récession, elle sera temporaire.

Le FMI anticipe pour la zone Euro une croissance de 2.6% en 2022 et 1.2% en 2023, des chiffres susceptibles d'être révisés à la baisse mais néanmoins supérieurs à la croissance potentielle de moyenne période. La Commission a révisé ses prévisions de 2.3% à 1.4% pour 2022 pour l'U.E dont 1.4% pour l'Allemagne, 2.4% pour la France, 2.9% pour l'Italie, 4% pour l'Espagne et 4% pour la Grèce.

Au 2^{ème} trimestre, la croissance, hormis en Allemagne, a été meilleure qu'attendue, +1.1% en Espagne, +1% en Italie, +0,5% en France.

Le scénario du pire serait une interruption des livraisons de gaz russe l'hiver prochain mais la Russie n'a guère d'alternative pour écouler sa production. Les 150 milliards de m³ vendus à l'Europe ne peuvent, faute d'installations, être écoulés ailleurs et la Chine n'absorbe qu'un dixième du gaz russe.

Grande Bretagne : la plus affectée des grandes économies.

Depuis le Brexit, la situation n'est guère brillante, une exception par rapport aux autres grands pays. Le PIB s'est contracté de 0.1% au 2^{ème} trimestre. En réponse à l'inflation, 10,1% en juillet, la plus élevée des pays de l'OCDE, les ménages recourent davantage au crédit car les salaires n'augmentent que de 4.7%. Le déficit commercial est aggravé à £27.9 milliards au 2^{ème} trimestre.

Mrs Tuss devrait devenir Premier Ministre et envisage des baisses d'impôts mais, aujourd'hui, plus que de réductions d'impôts ou de mesures de dérégulation, le pays a besoin d'investissements, notamment pour réduire les fractures régionales. L'investissement des entreprises est faible, 9% inférieur au 4^e trimestre 2019, et c'est une conséquence du Brexit et de l'incertitude qui l'a accompagné.

Chine : les autorités doivent composer avec de multiples contraintes.

- Les difficultés conjoncturelles :

En juillet, l'indice PMI manufacturier a baissé à 49, la production manufacturière n'a augmenté que de 3.8% sur 1 an, les ventes de détail de 2.7% et la faible variation des importations, +2.3%, corrobore la faiblesse de la demande interne.

La sécheresse au Sechuan, 84 millions d'habitants, et au Hubei fait baisser le niveau des barrages de 40 à 50%, oblige à des coupures d'électricité et pénalise la production industrielle et la production de lithium donc des batteries. Et cela s'ajoute aux perturbations provoquées par les confinements récents. Li Keqiang a demandé à six provinces de soutenir l'économie, consommation comme investissements, à travers \$220 milliards d'émissions mais la relance s'annonce malaisée.

- Les 9 freins à la stimulation :

Difficile, au regard des difficultés de certaines banques, du haut niveau d'endettement des entreprises (1.5x le PIB) et des gouvernements locaux (\$4500 milliards de dettes), de stimuler le crédit.

Difficile de stimuler l'immobilier, traditionnel moteur de croissance domestique, au regard du nombre de projets inachevés et de l'encours des créances immobilières évalué à \$6800 milliards des stocks d'inventés, 30 millions détenus par les promoteurs et 100 millions possédés par les spéculateurs, des stocks qui selon Capital Economics pourraient permettre de loger 340 millions de personnes. Sur un an, on constate une baisse des prix de vente de 1.6% en moyenne dans les 70 plus grandes villes, une baisse de près de 40% des ventes des 100 plus grands promoteurs, une aggravation du nombre de défauts de promoteurs, un tiers du total enregistré dans le pays et il n'y a toujours pas de restructuration des quelque \$300 milliards de dettes d'Evergrande et pas encore de finalisation d'un fonds public de Yuans 80 milliards pour achever les projets interrompus. Les promoteurs devraient rembourser \$13 milliards en devises au 2^{ème} semestre, soit 13% de la dette en devises mais on peut s'inquiéter.

Difficile d'escompter une amélioration de la confiance des ménages quand leur principal placement, 70% de leur richesse, est ainsi fragilisé.

Difficile d'abaisser les taux au regard d'un risque de fuite de capitaux vers le \$ et d'une possibilité de dépréciation du Yuan.

Difficile pour le gouvernement de demander aux banques de faire preuve de souplesse devant les impayés car beaucoup ont accumulé des créances douteuses.

Difficile de se fâcher avec les Etats-Unis car le déficit commercial américain avec la Chine, en hausse de près de 30% sur 1 an, a atteint un record de \$200 milliards au 1^{er} semestre, puisque les importations

américaines ont augmenté dans l'intervalle de 20%. De surcroît, en dépit des sanctions, les Américains exportent beaucoup de technologie à la Chine et en 2021, on a assisté à une augmentation des projets d'investissement chinois aux Etats-Unis. 5 groupes chinois dont PetroChina et Sinopec veulent se retirer de la cotation aux Etats-Unis d'ici un mois.

Difficile de contrer la baisse de la population annoncée par le ministère de la Santé à partir de 2025 car le taux de chômage des 16-24 ans approche 20%, l'intégration des 10.7 millions nouveaux diplômés universitaires s'annonce malaisée et ces difficultés ont une traduction dans la diminution du nombre de mariages, au plus bas en 30 ans, et la baisse des naissances.

Difficile de se fâcher avec les Occidentaux car le moteur de croissance est l'exportation, +18% sur 1 an, à \$333 milliards.

Difficile de miser sur les Routes de la Soie car après \$930 milliards dépensés ces dix dernières années selon la BRI, la Chine est fragilisée par l'allongement de la liste de ses clients, du Pakistan au Sri Lanka en passant par l'Iran, l'Angola, la Zambie..., insolvables, incapables de lui rembourser et les investissements sont ainsi tombés à \$28 milliards au 1^{er} semestre 2022.

Russie : de Charybde en Scylla

- Une récession dès 2022 :

Poutine, initialement convaincu d'une victoire éclair doit gérer les conséquences économiques des sanctions : une inflation à 17%, une récession profonde, un désengagement de nombreuses entreprises occidentales et un sentiment d'isolement.

Le PIB a reculé de 4% au 2^{ème} trimestre. L'inflation est à 17%. Le FMI prévoit une récession de 6% en 2022 et de 3.5% en 2023, même si le pays profite du prix élevé des hydrocarbures.

Les exportations russes de pétrole, 3.5Mb/j, sont proches des niveaux d'avant invasion. Les revenus d'hydrocarbures ont été multipliés par deux lors des cent premiers jours du conflit.

- Des difficultés accrues au-delà de 2022 :

Selon l'université de Yale, les entreprises ayant quitté le pays représentent environ 40% du PIB et le pays peine à obtenir des pièces de rechange et certaines technologies.

Le pétrole, c'est 40% des recettes budgétaires mais l'impossibilité d'accéder à la technologie occidentale va entraver le développement de nouveaux champs d'un pétrole de haute qualité dans le Nord à Vostock près de l'Arctique.

De surcroît, à l'horizon de 2 à 3 ans, la Russie va perdre sa principale source de revenus à l'export et doit investir massivement pour réorienter les flux énergétiques car, assurément, les Européens finiront par parvenir à se priver des hydrocarbures russes et il va falloir du temps à la Russie pour construire des pipelines vers l'Asie et réduire sa dépendance à l'U.E. Les travaux pour le 2^{ème} pipeline vers la Chine à travers la Mongolie, « Power of Siberia 2 », 2600 kms, pourraient commencer en 2024 et s'achever en 2030.

Pays émergents : une multiplication des défauts.

Les pays les plus à risque sont, en Asie le Sri Lanka, le Bangladesh, le Laos et le Pakistan. Ce dernier dispose de moins de \$10 milliards de réserves, est confronté à une inflation de 25%, une dépréciation de la devise et va devoir supporter un 23^{ème} programme d'aide du FMI.

Le **Brésil** souffre de taux réels positifs car les taux officiels, 13.75%, excèdent l'inflation à près de 12%. Conséquence, une faible croissance, 1% au 2^{ème} trimestre, un chômage élevé à 9.8%. Au **Mexique**, il en va de même avec des taux à 8.5% dans un contexte inflation à 8.1% en juillet.

La **Turquie** avec une inflation toujours élevée à 80% en juillet, une devise encore en baisse de 25% cette année est un autre cas tangent car la politique de la banque centrale d'abaissement récent des taux à 13%, constitue une hérésie.

L'économie **Argentine** reste confrontée à une inflation à 65%, probablement un pic à 90% au 3^{ème} trimestre, une faiblesse de la devise, une incapacité à assurer le remboursement du prêt de \$44 milliards contracté par le gouvernement Macri auprès du FMI il y a seulement 2 ans.

Conclusion : « *Les choses ne vont jamais ni aussi bien ni aussi mal qu'on le croit* » Talleyrand.

- ***Des inquiétudes légitimes :***

Conjoncturellement, beaucoup d'indicateurs inclinent à redouter une récession. Qu'il s'agisse de la baisse d'un quart des cours du cuivre, du recul des cours du pétrole, de la détente des taux longs, de la perte de confiance des consommateurs, tous les indices semblent converger dans la même direction.

En cause, la guerre en Ukraine mais aussi les politiques monétaires plus restrictives, l'érosion du pouvoir d'achat des ménages miné par l'inflation, la gestion chinoise de la Covid avec ces confinements à répétition.

Sous l'angle monétaire, la réunion des banquiers centraux à Jackson Hall le 27 août apportera quelques clarifications sur les intentions respectives mais nous escomptons un pic sur les taux d'intérêts aux Etats-Unis début 2023 autour de 4% car l'inflation va rebaisser et l'activité ralentir. Seul pays à poursuivre le mouvement de baisse des taux, la Chine, toujours confrontée à un ralentissement économique.

Les pays plus fragiles sont les pays émergents car, en moyenne la dette publique des pays à faibles revenus atteint 70% du PIB. Les taux d'intérêt sont supérieurs à ceux des pays développés donc pénalisent la croissance. Le risque de défaut de plusieurs d'entre eux est non négligeable. Le FMI estime que 41 pays, comptant 7% de la population mondiale, sont à risque, exemple le Laos, le Sri Lanka, la Turquie, la Tunisie... Sans surprise, les cinq coups d'Etat dans des pays du Sahel sont en partie la conséquence de difficultés économiques.

Plus fondamentalement, la faible productivité, constatée ces dernières années, résulte de politiques budgétaires et monétaires très accommodantes à même de protéger les entreprises les plus faibles et de diminuer les taux de défaut malgré les récessions parfois plus marquées mais, dans le même temps de diminuer les créations d'entreprises, favoriser la concentration et les rentes, réduire de 50% le nombre de sociétés cotées aux Etats-Unis.

- ***Des raisons d'optimisme :***

A court terme, ne nous alarmons pas d'une récession qui durerait deux à trois trimestres, ne nous inquiétons pas d'une poursuite de l'inflation salariale car les salaires réels baissent depuis 18 mois et car des hausses de salaires permettront de faire revenir des personnes sorties du marché de l'emploi.

Ne surestimons pas la capacité de rebond de la Chine car la Covid n'est pas maîtrisée, la reprise de l'investissement est modeste, la crise immobilière n'est pas encore maîtrisée, le chômage des jeunes est élevé et les consommateurs sont prudents.

Freins à cette récession, la persistance d'une épargne excédentaire, aux Etats-Unis comme en Europe, une manne pour soutenir la consommation, un marché de l'emploi dynamique, la résistance des dépenses d'investissement des entreprises, la perspective d'un repli de l'inflation avec d'ores et déjà la détente des prix de l'essence et des denrées alimentaires.

Genève, le 19 août 2022

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@sing-alliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@sing-alliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre
248 Queen's Road East
Wanchai, Hong Kong
T: +852 9685 9300
E: info.hongkong@sing-alliance.com

**SingAlliance Pte Ltd
(DIFC Representative Office)**

The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC
PO Box 121208 Dubai, UAE
T: +971 (0) 4 401 9158
E: info.dubai@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.