

## Lettre n°76

### Deux conséquences de la guerre en Ukraine pour l'économie mondiale et les marchés : (2) La spirale prix-salaires et l'incidence des taux.

« *En matière financière, tout ce qui est agréable est malsain, et tout ce qui est sain est désagréable* ».  
Churchill, discours au Waldorf en 1926.

Les banques centrales se sont trompées sur les attentes d'inflation puisqu'en deux ans l'inflation aura excédé le cumul des dix dernières années. Après des années d'injections de liquidités, elles ont dû, plus rapidement que jamais, remonter les taux et, comme le notait Churchill, cette nécessité a des conséquences « désagréables ».

En quelques mois, l'environnement obligataire mondial a radicalement changé. Le stock de \$18000 milliards d'obligations à taux négatifs a disparu, renchérissant le service de la dette.

Le virus de l'inflation est réapparu avec la Covid : les confinements ont provoqué une inflation des cours du fret et des ruptures momentanées de l'offre pour certains produits.

Puis, l'utilisation de l'épargne accumulée pendant le confinement, les achats massifs de biens durables, grâce aux généreux plans de relance, ont engendré des chocs de demande, des pénuries et une aggravation de l'inflation.

Enfin, la guerre en Ukraine a été la cause en l'espace de quelques mois, d'une forte augmentation des prix des matières premières, céréales et produits alimentaires, pétrole et gaz.

Aujourd'hui, beaucoup de ces maux sont résorbés mais le taux d'inflation tarde à baisser et pourrait demeurer sensiblement supérieur à l'objectif de 2% ces prochains mois car l'inflation s'est diffusée aux services et les salariés réclament des compensations à ces baisses de pouvoir d'achat.

Soyons clair, l'inflation, c'est l'expression d'une lutte entre trois catégories d'acteurs économiques : l'Etat, donc les contribuables, les entreprises et les salariés pour se partager un surcoût.

Les pénuries de main-d'œuvre inversent les rapports de force entre employeurs et salariés et affecteront les marges dans certains secteurs des services, donc potentiellement les bourses.

Aujourd'hui, l'inflation est la principale préoccupation des marchés et influe sur l'évolution des obligations comme sur la valorisation des actions. De l'anticipation de l'évolution de l'inflation découle l'évolution des taux, donc les risques potentiels de récession.

Analysons 3 points et examinons l'exemple de 6 pays :

#### **Les conséquences immédiates de l'inflation et les risques d'une inflation plus structurelle :**

##### **- *La baisse du pouvoir d'achat :***

Après 30 ans de désinflation puis d'inflation négligeable, 30 ans de faible évolution salariale, 30 ans d'avantage au capital par rapport aux salaires dans le partage de la valeur ajoutée, la crise de la Covid a provoqué une renaissance de l'inflation, d'abord par les coûts, puis par la demande. Ces deux causes, aujourd'hui maîtrisées,

exemple des baisses de prix du fret jusqu'à 90% par rapport aux plus hauts, ont laissé la place aux conséquences de la guerre en Ukraine, une inflation temporaire des prix de l'énergie et des prix des céréales car la Russie, c'est 20% des exportations mondiales de blé, 12% des exportations d'engrais et l'Ukraine est aussi un acteur important.

Mais, en dépit d'une mauvaise récolte en Argentine, les prix, €272/t pour le blé, baissent au niveau d'avant-guerre, loin du pic de €440/tonne pour le blé au pic en 2022, car les surfaces emblavées augmentent de plus de 8% pour le blé et de 2.7% pour le maïs aux Etats-Unis.

#### - *Les revendications salariales :*

Ces 3 ans d'érosion du pouvoir d'achat ont suscité des revendications salariales et, aujourd'hui, les banques centrales, toutes à leur objectif d'une maîtrise de l'inflation à 2%, s'inquiètent des incidences d'une inflation salariale supérieure à 4% dans la majorité des pays.

Il n'y a pas à proprement parler de spirale des salaires. Aux Etats-Unis, la hausse des salaires est de 4.4% contre 6.4% pour l'inflation, en Europe 4.9% contre 9.2% mais la stagnation de la productivité, aux Etats-Unis comme en Europe, est un frein à la désinflation.

Les taux d'inflation devraient baisser car les prix des matières premières ont corrigé mais un peu partout, aux Etats-Unis, en Grande Bretagne, en Allemagne (revendications à 10%), en France, aux Pays-Bas (accord pour des hausses de 5 à 6%) et même au Japon, l'inflation salariale va entretenir l'inflation car les salariés veulent profiter de marchés de l'emploi tendus. On pourrait ainsi assister à un rééquilibrage du rapport capital-travail, très favorable au capital ces 30 dernières années. Cela est particulièrement sensible aux Etats-Unis et au Royaume-Uni et moins en Europe car les taux d'activité augmentent et pour éviter les conflits sociaux, les gouvernements ont substantiellement augmenté les salaires minimums, +22% en Allemagne en 2022, +12% aux Pays-Bas, +5 à 8% ailleurs en Europe de l'Ouest.

Un risque cependant pour les marges des entreprises aux prises avec une productivité stagnante. D'où la tentation pour les banques centrales de continuer les hausses de taux pour casser la dynamique économique mais n'est-ce pas donner trop de pouvoir à des institutions non élues et les gouvernements ne devraient-ils pas s'impliquer davantage ?

#### - *Des facteurs d'inflation plus structurels ?*

Beaucoup des facteurs d'inflation évoqués ci-dessus sont conjoncturels mais on ne peut ignorer le maintien à un niveau élevé, malgré la baisse des cours des matières premières et la résorption des goulots d'étranglement ou des surcroûts de demande, de l'inflation « core » en raison des hausses de prix dans les services et on ne peut négliger des causes d'inflation plus structurelles.

A terme, l'énergie sera meilleur marché, mais, dans l'instant, l'accélération de la transition énergétique, le rapatriement de chaînes de production, exemple les médicaments, les relocalisations de composants technologiques ont un coût estimé entre 2 et 4 points de PIB/an. Ce sont des facteurs inflationnistes car ils imposent aux entreprises des dépréciations d'actifs et diminuent le pouvoir d'achat des ménages.

Dans ce contexte, les banques centrales hésitent entre la peur de trop monter les taux au risque de casser la dynamique d'investissement et celle de ne pas les majorer suffisamment. Si les hypothèses de croissance du FMI se réalisent, c'est-à-dire une croissance plus forte qu'attendue, les banques centrales ne baisseront pas leur taux cette année. Tel est notre scénario.

#### **L'évolution dans les grands pays :**

##### - *Le marché américain :*

Le taux d'inflation PCE, suivi par la FED, a été de 5.4% en janvier contre 5.3% et l'indice « core » à 4.7% contre 4.6% est encore très supérieur à l'objectif de 2%. Les taux, actuellement de 4.25% à 4.50%, pourraient être augmentés en mars de 0.50% et non 0.25%.

Les pressions salariales les plus durables sont peut-être aux Etats-Unis car le marché de l'emploi est tendu avec un taux de chômage à 3.4%, le plus bas niveau en 53 ans, 11 millions d'offres d'emplois non pourvues et des demandes d'indemnisation chômage au plus bas niveau depuis avril 2022.

Néanmoins, ces derniers mois, les hausses des salaires sont moindres, 4.4% en janvier contre 4.8% en décembre et cela devrait se poursuivre car un ralentissement du marché est signalé par les sociétés de recrutement « online ».

Dans l'immobilier, secteur sensible pour le calcul du taux d'inflation, l'indice des prix Case-Shiller reste en hausse de 7.7% sur 1 an mais a baissé en novembre pour le 5<sup>ème</sup> mois. Un début de baisse des loyers (-3,5% entre août 2022 et janvier 2023 après +25%) est constaté et devrait se traduire par une diminution de l'inflation ces prochains mois.

Le prix du gaz a baissé de 65% depuis mi-décembre et se trouve au plus bas depuis 2020 à \$2.14/Mbtu contre plus de \$9/Mbtu au pic en 2022 car les surcapacités sont importantes et cela va se traduire favorablement dans l'indice des prix.

La FED pourrait encore majorer les taux de 0.75% mais ne peut pas tout contre l'inflation : la politique de l'immigration, 1 million d'entrées l'année dernière, pour combler les pénuries de main-d'œuvre, a une incidence non négligeable sur les pressions salariales et les prix de l'essence ne dépendent pas de la FED.

#### - *Le marché anglais :*

En janvier, le taux d'inflation était à 10.1% et l'inflation « core » à 5.8%. Début février, les taux ont été majorés de 0.50% à 4%. D'autres hausses de taux devraient être décidées car les hausses de salaires, 7.3% dans le secteur privé et 4.2% dans la fonction publique, préoccupent la banque centrale.

Heureusement, les prix immobiliers, composants de l'indice des prix, ont baissé de 3.5% depuis le pic de l'été 2022 et c'est la plus forte correction depuis 2009.

#### - *Le marché européen :*

Le ralentissement de l'inflation à 9.6% en décembre puis 8.5% en janvier avec un taux « core » à 5.2%, va se poursuivre, même si à court terme un pic est probable. En février, après la hausse de l'inflation en France de 6 à 6.2% et en Espagne de 5.9 à 6.1% et la stabilisation en Allemagne à 9.3% (la Buba attend 7% sur l'année), les marchés anticipent désormais un taux officiel à 4% contre 2.5% aujourd'hui et 3.5% jusqu'alors escomptés. La Commission anticipe une inflation de 5.6% cette année.

Une nouvelle hausse de 0.5% en mars est attendue et une hausse identique devrait intervenir à la réunion suivante, sachant que des désaccords persistent au sein du Conseil de la BCE puisque Isabel Schnabel anticipe 3.75% sur les taux officiels.

Plus inquiétant, depuis mars, la réduction du bilan de la banque centrale, actuellement €9000 milliards, au rythme de €15 milliards/mois, car elle devrait avoir un impact sur la liquidité et le crédit.

#### - *Le marché japonais :*

Le taux d'inflation est à 4,2% en janvier. Il est alimenté en partie par un début de hausse des salaires, 1.9% en 2022, qui devrait se poursuivre après 30 ans de stagnation car les salaires sont bas, en moyenne \$39700 contre \$51600 en moyenne dans l'OCDE et cela incite les jeunes à quitter le pays. Un problème dans un pays confronté à une diminution de la population active.

La politique de la banque centrale d'acceptation de taux plus élevés va, si on en croit les estimations de Teikoku Databank, fragiliser les quelque 188 000 zombies compagnies.

Depuis décembre, pour défendre sa politique, la Banque du Japon a dû acheter \$330 milliards d'obligations, plus de 8% du PIB, trois fois les montants usuels, ce qui n'est pas tenable. Le FMI demande au Japon d'envisager un élargissement des bandes de fluctuation.

La Banque du Japon détient 56% de la dette publique et, donc, la situation est délicate car une hausse du plafond sur les taux provoquerait une perte de \$60 milliards sur les obligations.

Ueda, un des promoteurs de la politique d'injections de liquidités quand il siégeait à la BOJ entre 2008 et 2015, va remplacer Kuroda. Il pourrait être l'artisan de la fin d'une politique accommodante.

Les sociétés sont protégées contre une hausse des taux car elles ont énormément de liquidités. Les 70 sociétés du Topix sont 24% net cash, celles du mid-cap 400, 47% et celles du Topix Small index, 58% selon le FT.

- ***Le marché chinois :***

L'inflation en janvier était modeste, 2.1% et même 1% « core » et l'indice des prix à la production, PPI, a baissé. Aussi, pour ces deux raisons, la politique monétaire peut rester accommodante.

- ***Le marché suisse :***

Le taux d'inflation a été de 3.3% en janvier, en hausse par rapport à décembre mais ce chiffre est inférieur aux pays voisins car les prix administrés représentent 30% de l'indice contre 18% en France, 15% en Allemagne, 13% dans la zone Euro et du fait que le Franc suisse s'est apprécié.

Une hausse de taux de 0.50% est attendue le 23 mars car à ce jour la hausse des taux n'a été que de 175bp.

En résumé, 3 remarques :

L'inflation actuellement présente trois causes de moins en moins prégnantes : le logement, l'alimentation et l'énergie, la première étant seule à dépendre de la politique monétaire.

Les banques centrales doivent veiller au maintien de la confiance des marchés pour prévenir, comme on l'a observé en Grande-Bretagne à l'automne, un emballement des taux longs, problématique au regard des niveaux d'endettement.

Dans les mois prochains, on aura parfois des taux négatifs d'inflation, les prix des matières premières ayant beaucoup baissé et la pression de la demande s'amenuisant. Aussi, le FMI anticipe une inflation de 6,6% cette année après 8.8% en 2022.

**Conclusion :** « *Le contraire de la vérité, ce ne sont pas les mensonges, ce sont les convictions* » Nietzsche.

Gardons-nous de convictions car la guerre n'est pas finie. A ce jour, si le quotidien de la guerre en Ukraine, à l'instar du déroulé des deux guerres mondiales (voir notre Lettre sur ce sujet), n'a pas eu d'impact sur l'évolution des marchés, si la baisse des Bourses en 2022 résulte avant tout du resserrement des politiques monétaires et des inquiétudes ainsi suscitées sur la pérennité de la croissance dans le monde, il demeure des influences sur l'économie mondiale et les marchés.

Dans ces deux Lettres 75 et 76, le projecteur a été orienté sur deux conséquences majeures de la guerre en Ukraine, durables pour la première et, temporaire, espérons-le pour la seconde.

- ***La confiance dans l'évitement d'une récession durable :***

A l'aune de cet environnement, le FMI a pu réviser à la hausse ses estimations et anticipe une croissance mondiale de 2.9% (1.4% aux Etats-Unis, 0.5% pour l'Europe, -0.6% pour la Grande-Bretagne, 5.2% pour la Chine, 7% pour l'Inde). Beaucoup de secteurs vont continuer à investir, exemple, la défense et la transition énergétique analysée dans la Lettre 75 mais Mc Kinsey a observé sur les neuf premiers mois 2022, une diminution de 22% de l'investissement industriel dans le monde.

Le chiffre attendu de la croissance mondiale fait suite à une croissance de 3.4% en 2022 et reste inférieur à la moyenne de 3.8% entre 2000 et 2019. Apportons cependant une touche de prudence, car la Russie pourrait, même si tel n'est pas son intérêt, stopper les 20% de livraisons de gaz maintenues et ne pas renouveler mi-mars l'accord sur le corridor céréalier pour l'écoulement des céréales ukrainiennes.

Le risque, néanmoins, ces prochaines années, est de voir durablement les taux à long terme supérieurs aux taux de la croissance potentielle dans la majorité des économies car cela affectera l'investissement des ménages et des entreprises. A un moment, où les pays doivent investir dans la transition énergétique, cela pourrait constituer un problème.

- **3 autres risques liés à la hausse des taux :**

*La vulnérabilité des pays pauvres :* la dégradation de la dette globale des 30 plus grands pays dans la catégorie des revenus moyens et bas est patente. La dette a atteint \$98000 milliards en 2022 contre \$75000 milliards en 2019 et il y a là un risque de défaut de paiement de plusieurs Etats. C'est une répercussion indirecte de la guerre en Ukraine avec une séquence, hausse de l'inflation-hausse des taux américains-appréciation du \$-renchérissement du service de la dette. Le Sri Lanka et le Ghana ont fait défaut comme la Zambie. Les plus fragiles ces prochains mois sont le Pakistan et l'Egypte.

*Le renchérissement de la dette de la quasi-totalité des pays :* à l'échelle d'une planète endettée à hauteur, selon le FMI, de \$225000 milliards, soit 2.5x le PIB mondial contre 1x en 1970, une remontée durable des taux pourrait constituer une inquiétude sur les budgets et l'évolution des taux longs.

Rien n'a été dit de la croissance du commerce international mais, selon le BCG, elle ne devrait être que de 2.3%/an d'ici 2031 car les divers plans de relocalisation aux Etats-Unis ou ailleurs, vont réduire la croissance du commerce international.

*Les risques de défaut d'entreprises :* rien n'a été dit de la hausse des défauts d'entreprises éventuellement provoquée par la hausse des taux du fait qu'elle est selon Moody's modeste à 2.2% aux Etats-Unis, contre près de 6% en 2016, 4% en 2017 et 2018. En Europe, le taux vient de passer de 2.8% à 2.9%, un niveau comparable aux années 2016-2017 mais il demeure inférieur au taux de 4.1% du début 2018. La détérioration à ce jour est minime mais à surveiller dans le choix des obligations.

Genève, le 03 mars 2023

*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@singalliance.com](mailto:info@singalliance.com)

**SingAlliance (Switzerland) SA**

16bis rue de Lausanne  
1201 Geneve  
Switzerland  
T: +41 22 518 85 85  
E: [info.switzerland@singalliance.com](mailto:info.switzerland@singalliance.com)

**SingAlliance (Hong Kong) Ltd**

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre  
248 Queen's Road East  
Wanchai, Hong Kong  
T: +852 2639 3659  
E: [info.hongkong@singalliance.com](mailto:info.hongkong@singalliance.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@singalliance.com](mailto:info.dubai@singalliance.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.