

Lettre n°95

Les perspectives économiques mondiales, le risque de méprise.

« Lorsque tu ne sais pas où tu vas, regarde d'où tu viens » Proverbe Africain.

Dans notre précédente Lettre, nous avons mêlé géopolitique, politique monétaire, résultats des entreprises pour inciter à la vigilance à l'aube de cette année 2024.

Dans cette Lettre 95, nous mettons l'accent sur les perspectives de l'économie mondiale.

L'année 2023 s'est déroulée à l'envers des attentes du marché. Beaucoup redoutaient une récession américaine et, après la Covid mal gérée, anticipaient une reprise forte de la Chine. L'inverse a été observé.

Nonobstant la plus rapide hausse des taux des cinquante dernières années, l'économie américaine a non seulement évité la récession mais a enregistré un taux de croissance supérieur à la moyenne de longue période.

Symétriquement, en dépit de baisses de taux et de quelques mesures de stimulation, l'économie chinoise a publié un chiffre de croissance, 5.2%, parmi les plus faibles depuis l'arrivée de Deng Xiao Ping à la fin des années 70.

Conséquence logique de ces tendances divergentes, une appréciation du marché américain au-delà des attentes des investisseurs les plus optimistes et une nouvelle baisse substantielle du marché chinois.

Derrière ces deux grandes puissances, l'Union européenne a affiché une croissance faible mais a résisté mieux que prévu aux conséquences de la guerre en Ukraine ; l'Inde, à nouveau, est parvenue à réaliser la plus forte croissance de toutes les grandes économies de la planète ; le Brésil, avec une étonnante croissance de 3%, a déjoué les pronostics des Cassandre un temps inquiets du retour de Lula et la Russie, en basculant dans une économie de guerre, a conjuré le risque de récession.

Laissons 2023 et projetons-nous sur 2024. Notre fil directeur, esquissé dans la Lettre précédente, c'est la vigilance car on juge contradictoires les attentes du marché, une croissance des bénéfices de 10% à l'échelle mondiale conjuguée à 5 ou 6 baisses de taux.

Dit autrement, une croissance des bénéfices de 10% en 2024, après 0 en 2023, suppose une croissance économique incompatible avec des baisses de taux aussi rapides.

En fait, nous ne croyons ni à la première, ni à la deuxième hypothèse. S'il y a croissance des bénéfices, elle sera faible et s'il y a baisses de taux, elles ne débiteront qu'à la fin du premier semestre. D'où de possibles déceptions sur les marchés actions et les marchés obligataires.

La résistance de l'emploi et de la croissance :

La croissance de la période 2020-24 est la plus faible des 30 dernières années depuis 1990-94. En cause, la Covid, la guerre, l'inflation et les difficultés de la Chine.

En 2022 et 2023, le PIB mondial a augmenté de \$8000 milliards à \$105 000 milliards. Rien de fulgurant mais on est loin de la récession appréhendée par beaucoup au début de l'année 2023.

Les hausses de taux imposées par les banques centrales, historiques par leur rapidité et inédites par leur ampleur, à l'exception de la politique menée par Paul Volcker au début des années 80, n'ont pas provoqué d'envolée du chômage et la désinflation a pu être amorcée sans récession.

Telle est la tendance aux Etats-Unis et dans le reste du monde, à l'exception des pays émergents pauvres, aujourd'hui dans une situation de défaut ou proche du défaut.

- 2023 :

En moins de deux ans, les taux aux Etats-Unis sont passés de 0 à 5.25% sans la moindre dégradation de l'emploi puisque le taux de chômage a terminé l'année à 3.7%. Après 4.8 millions nouveaux emplois en 2022, l'économie a encore créé 2.7 millions d'emplois en 2023 et près de dix millions d'emplois restent non pourvus.

En Europe, malgré 10 hausses de taux pour passer de taux négatifs, -0.5%, à 4%, le taux de chômage, 6.4%, n'a jamais été aussi bas.

Au Royaume-Uni, où l'inflation avait dépassé 10%, les taux d'intérêt ont été majorés de 515 points de base mais, durant l'année 2023, le taux de chômage n'est passé que de 3.5% à 4.2% et encore faut-il y voir en partie les conséquences du Brexit.

Au Canada et en Australie, le constat est identique.

Hausse des taux sans récession, le PIB mondial, selon Fitch, est ainsi 9% supérieur à la veille de la pandémie.

- 2024 :

Un ralentissement de la croissance mondiale est vraisemblable mais, à la différence de 2009 et 2020, il n'y aura pas de récession. La Banque mondiale anticipe 2.4% après 2.6% en 2023 et 3% en 2022. La croissance des économies développées devrait tomber de 1.5% à 1.2%, loin de la moyenne annuelle de 2% entre 2010 et 2019. Celle des émergents ne dépassera pas 3.9%.

Certaines économies, bénéficiaires de mouvements de relocalisations, devraient continuer à surprendre positivement. On pense à l'Inde, au Mexique, au Vietnam.

Inversement, les perspectives de la Chine restent incertaines, l'Allemagne et l'Angleterre pourraient subir une légère récession et les Etats-Unis constateront un ralentissement de la croissance.

Mais, prolongement de la tendance des deux dernières décennies, la croissance américaine restera supérieure à celle de l'Europe.

La résistance de la consommation :

Les chiffres économiques américains, exemple les ventes de détail, +5.6% en 2023, sont toujours supérieurs aux attentes.

Plusieurs raisons à cela : les ménages sont endettés mais souvent à taux fixes et à échéances longues. En moyenne, dans l'immobilier, le taux est de 3.75% alors que les taux des nouvelles hypothèques avoisinent 8%.

En outre, les ménages américains profitent cette année d'augmentations de salaires supérieures à l'inflation, +4.1%. En Europe, les salaires ont crû de 5.3% en 2023 et devraient encore croître de plus de 4% cette année, sensiblement plus vite que l'inflation et, au Royaume Uni, les revalorisations de salaires ont été de 6.5%.

Egalement, les taux de chômage restent faibles et, enfin, certains gardent une épargne excédentaire, exemple \$290 milliards aux Etats-Unis et plus encore en Europe, en pourcentage du revenu disponible.

La résistance de l'inflation :

Les économies se sont avérées moins sensibles que par le passé aux hausses de taux car les politiques budgétaires, aux Etats-Unis spécialement avec un déficit budgétaire supérieur à 6%, sont restées stimulantes

et car une partie de l'inflation résultait de phénomènes exceptionnels, interruption de production ou des flux commerciaux durant la pandémie.

Ainsi, aux Etats-Unis, les hausses de taux n'expliqueraient que le quart de la désinflation récente. De 9%, l'inflation est retombée à 3.4%.

L'inquiétude des banques centrales, leur réticence à abaisser les taux, résultent des craintes liées aux évolutions de salaires dans les services confrontés à des pénuries de main-d'œuvre.

Autre raison de la prudence des banques centrales, spécialement à la FED, le fonctionnement à pleines capacités de l'économie.

En décembre, il y a eu une reprise ponctuelle de l'inflation aux Etats-Unis à 3.4% contre 3.1% en novembre, en Europe à 2.9% contre 2.4%, en Angleterre à 4%, mais ces hausses tiennent en partie à des effets de base et, en Angleterre, par exemple, les taux pourraient être abaissés dès le mois de mai de 5.25% à 5% car la conjoncture est faible.

On pourrait ajouter un léger risque de reprise de l'inflation si les tensions en mer Rouge perdurent et si les navires n'ont d'autre choix que le passage par le Cap de Bonne-Espérance car, d'ores et déjà, les tarifs de fret ont subi des doubléments ou des triplements. Mais, n'exagérons pas car la mer Rouge c'est moins de 15% du trafic mondial et les frets sont souvent un faible pourcentage des coûts globaux.

L'évolution des taux longs, 3.80% pour le 10 ans américain il y a quelques semaines, 4.10% aujourd'hui, traduit cette singulière inquiétude.

Plus préoccupant, en réponse à la poursuite de la hausse de l'endettement, notamment aux Etats-Unis, les investisseurs pourraient vouloir se protéger avec des taux plus élevés.

La déception chinoise :

La contribution chinoise à la croissance mondiale a représenté jusqu'au tiers de la croissance mondiale dans les années 2010. En 2023, c'était proche de zéro et on tient là une cause majeure du ralentissement de l'économie mondiale.

La croissance, 5.2% en 2023, a été gonflée de deux points par le faible effet de base et c'est donc un chiffre décevant après une croissance de seulement 3% en 2022. En 2024, la croissance ne devrait pas, selon la Banque mondiale, excéder 4.7%.

Premier facteur, le pays restera handicapé structurellement par la décroissance de sa population, deux millions de moins en 2023, 7 millions de moins chaque année pour la population active et de plus en plus au fil des années car la natalité est tombée de 6 enfants/femme dans les années 1960 à 1.09.

Deuxième facteur, conjoncturellement, les surplus dans l'immobilier et les faillites de promoteurs, ont une double incidence négative, d'une part sur les ménages, d'autre part sur l'investissement. Comment espérer une reprise de la consommation quand 70% de l'épargne est dans l'immobilier, avec des pertes difficiles à évaluer ? Comment espérer une reprise de l'investissement dans ce secteur qui a longtemps représenté près d'un quart du PIB ?

Troisième facteur, la charge de la dette, car la Chine, pays encore émergent, a déjà la dette publique d'un pays développé, 1x le PIB. Si à la dette étatique on additionne celle des collectivités locales, la dette globale dépasse 3x le PIB. Le problème est d'autant plus aigu que le pays est en déflation, donc la charge de la dette est aggravée.

Quatrième obstacle à la croissance, les exportations, moteur de la croissance durant des années, ont baissé de 4.6% en 2023, particulièrement vers les Etats-Unis, -11%, et cela ne va pas s'améliorer car l'Europe, fâchée contre un déficit commercial de €400 milliards avec la Chine, érige à son tour des barrières.

Cinquième facteur, les surcapacités dans de nombreux secteurs industriels, freins à la croissance et une raison de l'absence de plans de relance d'ampleur. Encourager l'investissement, ce serait aggraver les surcapacités.

De ces difficultés à relancer l'économie ressort l'incapacité du gouvernement à créer suffisamment d'emplois, à résorber le chômage des jeunes, à plus de 21% officiellement. Les statistiques ne sont plus publiées mais beaucoup de jeunes ont perdu en motivation.

Conséquence de ces mauvais chiffres, les investissements internationaux en Chine ont été pour la première fois en recul.

Conclusion : « *La spéculation est un luxe, l'action une nécessité* » Bergson.

Après avoir spéculé sur les différentes hypothèses économiques, suivons le conseil de Bergson et voyons la traduction boursière.

- **Sous l'angle des marges**, des pressions sont à redouter : le renchérissement du coût de la dette et la persistance des hausses de salaires, dans un contexte de faible hausse de la productivité, vont pénaliser la croissance attendue des bénéficiaires. On évitera les sociétés très endettées.
- **Sous l'angle des actions**, les baisses de taux profiteront aux valeurs de croissance, aux valeurs liées aux énergies renouvelables massacrées en 2023, aux biotechs et aux valeurs des pays émergents. Les petites valeurs pourraient également surperformer.
- **Sous l'angle des devises**, le \$, dont les plus hauts datent de fin 2022, reste surévalué, fragilisé par des déficits jumeaux à plus de 10% du PIB et une dette nette vis-à-vis du reste du monde, multipliée par quatre depuis 2000, correspondant aux deux tiers du PIB.

Genève, le 22 janvier 2024

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

SingAlliance (Switzerland) SA

16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: 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

**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



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.