



Récession : point d'étape et perspectives



Anne Vandenabeele
Économiste

Malgré un risque actuellement élevé de récession à l'échelle mondiale, il est particulièrement difficile de prévoir avec exactitude le moment de sa survenue, sa durée, mais aussi ses différentes retombées.

Au lieu de se livrer à des pronostics, Anne Vandenabeele et Stephen Green, économistes chez Capital Group, passent ici en revue les facteurs déclenchant dans le contexte actuel, les perspectives d'inflation et de taux d'intérêt, ainsi que le rôle de la Chine dans le ralentissement de la croissance mondiale.



Stephen Green
Économiste

L'économie mondiale est-elle en train d'entrer en récession ? Quels en sont les facteurs déclenchant ?

Anne Vandenabeele : Bien qu'il soit difficile d'établir des prévisions fiables, compte tenu de la multiplicité des facteurs, nous pourrions effectivement assister l'année prochaine à un ralentissement marqué de l'économie mondiale, prenant sans doute son origine aux États-Unis et en Europe, en Chine et, dans une moindre mesure, au Japon. Dans ces quatre puissances économiques, cette récession sera provoquée par l'inflation, qui a commencé à s'accélérer au sortir de la crise sanitaire ; elle sera aussi provoquée par les hausses de taux d'intérêt mises en œuvre pour contenir cette inflation. Ce sont d'abord les prix des marchandises qui ont augmenté en raison des difficultés d'approvisionnement.

Puis la guerre en Ukraine a causé un choc des prix des matières premières et de l'énergie. Enfin, les prix des services se sont envolés, portés par une forte croissance des salaires, en particulier aux États-Unis.

Pour tenter d'endiguer l'inflation, les banques centrales se sont hâtées de relever leurs taux d'intérêt. Aux États-Unis par exemple, les taux ont gagné plus de 300 points de base (pb) en l'espace d'une année, tandis que les coûts d'emprunt ont été multipliés par 12. Conséquence : le marché immobilier américain est déjà en récession, puisque la hausse rapide des taux immobiliers a fait chuter les ventes de logements. Ce phénomène ne tardera pas à se répercuter sur les entreprises, notamment sur leurs résultats, leurs investissements et leur masse salariale - autant de difficultés qui risquent d'être exacerbées si la Réserve fédérale américaine (Fed) relève encore ses taux de 150 pb à moyen terme.

Faut-il craindre davantage la stagflation que l'inflation ?

Anne Vandenaabeele : Pour rappel, la stagflation est un mélange d'inflation élevée et de stagnation économique. La situation actuelle ressemble à ce que nous avons vécu dans les années 1970 et 1980. Un retour de la stagflation dépendrait de plusieurs facteurs : par exemple si l'inflation persiste et si les banques centrales décident de la tolérer dans l'optique de relancer la croissance.

Dans le secteur des services, par exemple, la main-d'œuvre étant le principal poste de dépenses des entreprises, une forte croissance des salaires implique une hausse potentiellement prolongée des prix.

Aux États-Unis, malgré le resserrement monétaire opéré par la Fed et l'augmentation du chômage, la croissance des salaires devrait rester soutenue en raison d'une forte pénurie de main-d'œuvre. En effet, au moins quatre millions de personnes ne figurent plus dans les statistiques de la population active américaine, pour différentes raisons (parmi lesquelles Covid long, recul de l'immigration, départs en retraite anticipée ou encore recherche d'un meilleur équilibre entre vie professionnelle et privée).

Si les salaires continuent effectivement de progresser alors même que le taux de chômage augmente, il y a lieu de se demander quelles mesures les banques centrales pourraient déployer, entre 1) assouplir leur politique pour contrer la récession et atténuer la volatilité financière, ou 2) continuer d'augmenter les taux d'intérêt pour freiner l'inflation, comme l'ancien président de la Fed Paul Volker l'avait fait dans les années 1980.

Toutes choses étant égales par ailleurs, soulignons qu'une politique plus accommodante - sous forme d'une relance budgétaire et/ou monétaire, telle qu'envisagée en Europe - contribuerait à maintenir une inflation élevée.

D'après moi, l'inflation n'est pas près de ralentir, car elle est alimentée par les salaires, lesquels ont tendance à être plus rigides. Je pense également que, tout comme elles l'ont fait ces 20 dernières années, les banques centrales seront promptes à assouplir leur politique afin de limiter les éventuelles retombées négatives d'une récession ou de la volatilité.

Enfin, gardons à l'esprit que les récessions finissent toujours par laisser la place à la reprise.

Impossible de parler de croissance mondiale sans évoquer la Chine. D'après vous, où en est le pays par rapport à la récession ?

Stephen Green : L'économie chinoise est actuellement au bord de la contraction, car elle est en proie à trois grands chocs. Sur le marché du logement tout d'abord : les mesures engagées depuis trois ans par le gouvernement pour résorber la bulle mettent les promoteurs et les ménages en difficulté. Sur le plan économique ensuite : le confinement de plusieurs villes chinoises dans le cadre de la politique zéro-Covid engendre de graves perturbations dans les transports et freine la consommation des ménages. Sur le plan des exportations enfin : la demande en provenance des États-Unis et de l'Europe ralentit nettement - après avoir profité du contexte de la crise sanitaire en 2020 et 2021, la Chine est aujourd'hui sur le point de subir une croissance négative de ses exportations.

Ces trois chocs combinés devraient continuer de peser sur l'économie chinoise au cours des six à douze prochains mois. Chose intéressante, le gouvernement chinois ne prévoit pas de grand plan de relance pour l'instant, puisqu'il souhaite le dégonflement de ces bulles.

Les banques centrales finiront-elles par adopter une réponse uniforme ou y aura-t-il des différences d'une région à l'autre ?

Anne Vandenaabeele : C'est probablement la Banque centrale européenne (BCE) qui a la tâche la plus ardue, car la politique budgétaire pourrait être assouplie en même temps qu'elle relève ses taux, une stratégie qui pourra avoir des effets inflationnistes - c'est-à-dire tout l'inverse du but recherché par la BCE.

En définitive, si la volatilité boursière continue de se produire de manière épisodique (comme nous avons pu l'observer ces dernières semaines au Royaume-Uni), et s'il y a par exemple un risque de contagion à l'Italie, alors il est possible que la BCE renonce à son processus de resserrement quantitatif, voire qu'elle abaisse ses taux l'année prochaine en fonction de la gravité de la récession.

Le travail de la Fed semble un peu moins compliqué, en ce sens qu'aucune mesure de relance budgétaire n'est en cours aux États-Unis. La Fed a annoncé son intention de continuer à relever ses taux directeurs, alors que la croissance américaine pourrait commencer à ralentir au cours de l'année 2023. Si, lorsque cela se produira, la liquidité commence à se tarir sur certains marchés, alors les banques centrales pourraient mettre fin au programme de resserrement quantitatif, voire abaisser leurs taux. C'est la fameuse politique interventionniste - également appelée « put » - menée par certaines banques centrales ces 20 dernières années.

En fin de compte, nous devons reconnaître que nous ignorons la teneur des prochaines décisions de la BCE et de la Fed. C'est pourquoi nous tâchons de garder un esprit ouvert pour la suite des événements.

La situation est très différente au Japon, avec une inflation beaucoup plus faible et une reprise poussive. Bien que la conjoncture locale soit en train de s'améliorer, la Banque du Japon devrait pour l'instant maintenir une politique monétaire accommodante, faisant fi des pressions exercées sur le yen, lequel continuera de s'affaiblir tant que les taux américains demeureront orientés à la hausse.

L'univers obligataire sera-t-il encore sujet à la volatilité en 2023, et dans quels segments trouvera-t-on les meilleures opportunités ?

Anne Vandenaabeele : Je pense effectivement que l'univers obligataire restera volatil - comme d'ailleurs les autres segments de marché. Outre les hausses de taux, la Fed cherche à réduire la taille de son bilan et attend à ce titre l'échéance prochaine de 100 milliards USD d'obligations. Ces interventions contribuent à réduire la liquidité et auront un impact sur le fonctionnement des marchés.

Rappelons la forte volatilité enregistrée en 2019, année où la politique monétaire de la Fed était pourtant bien plus restrictive. Je pense donc que les marchés pourraient être encore volatils en 2023. En ce qui concerne les opportunités, les spreads entre obligations d'entreprise et actions se sont quelque peu ajustés, mais ils ne tiennent pas encore compte du fait que les résultats pourraient se retrouver sous pression en cas de forte récession. À mon avis, les spreads ne sont pas encore suffisamment larges, et ils sont donc moins source de valeur que, par exemple, les obligations indexées sur l'inflation, lesquelles pourraient être plus attractives si l'inflation persiste et/ou ralentit plus lentement que les marchés ne l'anticipent.

Quelles sont vos anticipations de croissance pour la Chine en 2023 ? Faut-il tabler sur une nouvelle dégradation des anticipations ?

Stephen Green : Cela fait 20 ans que je couvre l'économie chinoise, pour laquelle les deux indicateurs phares sont à mon sens la croissance du crédit et les ventes de logements.

La croissance du crédit a ralenti par rapport aux niveaux observés ces 20 dernières années, et oscille aujourd'hui autour de 10 %. Or, si l'on en croit nos prévisions, elle ne devrait pas tellement se redresser. Comparons ce niveau avec les périodes expansionnistes de 2009 et 2017 : à l'époque, les banques chinoises accordaient plus de prêts et le gouvernement émettait davantage d'obligations pour stimuler les dépenses d'infrastructure. Les volumes de crédits immobiliers étaient également supérieurs, car de nombreux ménages souhaitaient devenir propriétaires. Aujourd'hui, cette activité est fortement ralentie.

Les ventes de logements reculent quant à elles d'environ 30 % en glissement annuel depuis 15 mois¹. Le secteur du logement représente 14 % du PIB chinois, ce qui est conséquent, mais ce chiffre se monte plutôt à 25 %² lorsqu'on y ajoute toutes les activités annexes : routes, canalisations, services aux collectivités, crédit-bail immobilier, services de gestion, etc.

Le fait qu'un quart de l'économie se contracte d'autant en glissement annuel est préoccupant et continuera de se répercuter sur les prix des matières premières et sur le moral des ménages. Déjà, plusieurs promoteurs immobiliers ne sont plus en mesure d'honorer le service de leur dette et se retrouvent en faillite, ce qui signifie que certains créanciers (fournisseurs de matériaux, salariés, etc.) pourraient ne pas être payés.

1. http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/202210/t20221025_1889676.html

2. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27697/w27697.pdf

Les mesures prudentes déployées par le gouvernement chinois pour relancer le marché immobilier – en autorisant notamment les villes à abaisser les taux d'emprunt – s'avèrent cependant inefficaces lorsque le moral des ménages est fragile. La situation pourrait s'améliorer si les ventes de logements repartent à la hausse, mais tout le monde attend de voir si les prix reculent encore et si d'autres promoteurs font faillite. D'après mon analyse, le marché immobilier restera donc chancelant pendant encore 6 à 12 mois.

Les nombreuses hausses de taux d'intérêt ont contribué à renforcer le dollar US. Quelle est votre opinion à ce sujet ?

Anne Vandenabeele : La devise américaine s'est en effet particulièrement appréciée face au yen, le cours JPY/USD étant étroitement corrélé à l'écart de taux réels entre le Japon et les États-Unis – écart qui ne cesse d'ailleurs de se creuser. Tant que les taux japonais resteront bas et que les taux américains poursuivront leur ascension, le dollar continuera de se renforcer face au yen.

Et il suivra la même tendance face à d'autres devises, même si leur corrélation avec le dollar est plus limitée. Dans tous les cas, le rythme de hausse des taux de la Fed est déterminant. Cela dit, le sentiment à l'égard du dollar pourrait changer début 2023, lorsqu'apparaîtront des signes de ralentissement économique et que les marchés anticiperont la fin de la hausse des taux directeurs. La phase haussière de la devise américaine pourrait alors prendre fin.

Les économies asiatiques - et a fortiori émergentes - sont-elles confrontées aux mêmes préoccupations en matière d'inflation et de hausse des taux ?

Stephen Green : Tous les marchés émergents font face à une inflation élevée, avec des similitudes ou des différences notables selon les pays. En Asie, par exemple, l'inflation globale atteint 6 à 8 % en Corée du Sud, en Thaïlande et en Indonésie, soit 4 à 5 % hors énergie et alimentation. Contrairement à l'inflation américaine, dont le niveau actuel est inhabituel, les chiffres relativement élevés de ces trois pays sont monnaie courante dans les économies émergentes.

Pour freiner la hausse des prix, les banques centrales des marchés émergents procèdent de manière progressive : alors que la Fed a d'ores et déjà relevé ses taux de plus de 300 pb depuis un an, la hausse s'est pour l'instant limitée à 100-200 pb dans la plupart des pays asiatiques.

L'Asie affiche une réelle volonté de juguler l'inflation, mais la conjoncture y est différente de celle observée aux États-Unis : par exemple, les salaires progressent lentement, ce qui signifie que l'inflation pourrait retomber plus vite que sur le marché américain. En même temps, comme tous les observateurs prévoient une récession imminente aux États-Unis et en Europe, on peut s'imaginer que les banques centrales des pays asiatiques préféreront éviter de serrer trop la vis monétaire.

Voilà la situation actuelle en Asie et dans les pays émergents : une inflation légèrement supérieure, quelques hausses de taux, mais des défis différents de ceux rencontrés par la Fed.

Quelles sont les perspectives pour les devises émergentes face au dollar US ?

Stephen Green : Le contexte économique américain actuel, qui joue un rôle déterminant dans ce qui se passe sur les marchés des changes, devrait se maintenir probablement jusqu'à la mi-2023. Nos modèles révèlent un dollar US surévalué, avec un déficit du compte courant américain qui ne cesse de se creuser, des anticipations de taux orientées à la hausse et des rendements américains qui ont fortement augmenté. Tous ces facteurs influencent le niveau du dollar US, que ce soit face à l'euro, au yen ou aux devises émergentes.

La productivité a peu augmenté dans les économies émergentes ces dernières années, ce qui, à plus long terme, aura un impact sur le taux de change effectif réel de leurs devises. Par ailleurs, avec la faible croissance de la productivité en Asie, et plus particulièrement en Chine, il n'y a aucune raison économique fondamentale justifiant une appréciation des cours de change.

La situation aura peut-être changé d'ici mi-2023 si l'inflation commence à refluer. Si le cycle de hausse des taux américains prend fin, voire si les taux entament une courbe descendante, alors le dollar US pourrait repartir à la baisse. Dans cet environnement, à supposer que les marchés émergents parviennent à échapper à la récession européenne et américaine, alors on peut s'attendre à une remontée des devises émergentes.

***Anne Vandenaabeele** est économiste chez Capital Group, chargée de couvrir les États-Unis et le Japon. Elle possède 21 ans d'expérience en matière d'investissement, acquise intégralement au sein de Capital Group. Elle est titulaire d'un master d'économie obtenu avec mention de l'Université d'Édimbourg et un master de philosophie économique de l'Université d'Oxford. Elle est également membre de la National Association for Business Economics. Anne est basée à Washington.*

***Stephen Green** est économiste chez Capital Group, chargé de couvrir l'Asie. Il possède 17 ans d'expérience dans le secteur de l'investissement et a rejoint Capital Group il y a 7 ans, après avoir été à la tête du Programme Asie chez le think tank britannique Chatham House, puis responsable du pôle de recherche économique sur la Grande Chine au sein de Standard Chartered Bank. Il est titulaire d'un doctorat en affaires publiques de la London School of Economics et d'un diplôme avec mention en sciences politiques et sociales de l'Université de Cambridge. Stephen est basé à Hong Kong.*

Les déclarations attribuées à un individu représentent les opinions de ce dernier à la date de leur publication, et ne reflètent pas nécessairement le point de vue de Capital Group ou de ses filiales.

Avant d'investir, il convient de tenir compte des facteurs de risque suivants

- Le présent document n'a pas vocation à fournir un conseil d'investissement, ni à être considéré comme une recommandation personnalisée.
- La valeur des investissements et le revenu qu'ils génèrent ne sont pas constants dans le temps, et les investisseurs ne sont pas assurés de récupérer l'intégralité de leur mise initiale.
- Les résultats passés ne préjugent pas des résultats futurs.
- Si la devise dans laquelle vous investissez s'apprécie face à celle dans laquelle les investissements sous-jacents du fonds sont réalisés, alors la valeur de votre placement baissera. La couverture du risque de change vise à limiter ce phénomène, rien ne permet de garantir qu'elle sera totalement efficace.
- Les risques varient selon la stratégie et peuvent être associés à l'investissement dans les actifs obligataires, les instruments dérivés, les marchés émergents et/ou les titres à haut rendement (*high yield*). Les marchés émergents sont volatils et peuvent pâtir de problèmes de liquidité.

Le présent document est publié par Capital International Management Company Sàrl (« CIMC »), 37A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, à titre d'information uniquement. CIMC est régie par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et est filiale de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). La société Capital Group s'efforce d'obtenir des informations de sources réputées fiables. Toutefois, elle ne peut certifier ni garantir leur exactitude, leur fiabilité ou encore leur caractère exhaustif. Le présent document n'a pas vocation à être complet ni à fournir un conseil d'investissement, fiscal ou autre.

En Suisse, le présent document est publié par Capital International Sàrl (société agréée et régie par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA)), filiale de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group)

© 2022 Capital Group. Tous droits réservés. **CR-427646 STR BE CH FR LU (FR) P**