

02 septembre 2022

Reirements inattendus

Points de vue Burkhard Varnholt CIO Credit Suisse (Suisse) AG

-
- 1 Nouvel ordre mondial: lorsque la confiance s'effrite

 - 2 «Don't fight the Fed»: un message clair de Jackson Hole

 - 3 Rester investi: l'endurance est récompensée

Dans une époque en pleine mutation comme celle que nous traversons, il est important de conserver une «vue d'ensemble». Le monde se trouve à la croisée des chemins. Les anciennes alliances et symbioses qui ont caractérisé «l'âge d'or» de la mondialisation se défont à vue d'œil, tandis que de nouvelles constellations gagnent du terrain. La politique monétaire, qui amorce elle aussi un nouveau chapitre, en est affectée. Mais une vieille recette à suivre pour réaliser de bons placements n'a pas changé: faire preuve d'endurance, rester investi de manière active et saisir les opportunités potentielles. L'anticipation de ces dernières est l'objectif de notre processus de placement, selon lequel nous avons opté pour une sous-pondération tactique des actions cette semaine.

1. Nouvel ordre mondial: lorsque la confiance s'effrite

On prétend souvent que l'interconnexion économique favoriserait la paix en accroissant le coût de la guerre. Pendant longtemps, «*le changement par le commerce*» a été le slogan de l'«Ostpolitik» allemande (politique de détente avec l'Est) sous Egon Bahr (1922 - 2015). Malheureusement, ce concept repose sur des bases faibles d'un point de vue historique. Avant les deux guerres mondiales, le commerce intra-européen, Allemagne incluse, était extrêmement dynamique, mais il n'a pas permis d'empêcher ces conflits majeurs.

Dans son analyse approfondie intitulée «Economic Interdependence and War»¹ (interdépendance économique et guerre), le politologue américain Dale C. Copeland écrit que la promotion de la paix au moyen du commerce dépend essentiellement de la présence simultanée de confiance mutuelle. En effet, la *confiance* entre les gouvernements permet à la valeur des futures interdépendances économiques d'augmenter. Elle accroît la probabilité d'un règlement pacifique des conflits. Mais si cette confiance fondamentale fait défaut, la valeur subjective des perspectives commerciales communes est rapidement susceptible de tomber à zéro, comme l'illustre également la guerre menée par le Kremlin. C'est dans de telles configurations qu'un conflit froid peut facilement dégénérer en conflit chaud. À bien des égards, la mondialisation se trouve aujourd'hui à la croisée des chemins.

¹ Dale Copeland: «Economic Interdependence and War», Princeton University Press, 2014.

Début d'une rupture délicate («tricky»)

Alors que les États-Unis et la Chine ont entretenu ces vingt dernières années une relation économique symbiotique, également appelée «*Chimerica*», leur long conflit commercial ainsi que la nouvelle et «indestructible amitié» sino-russe ont largement érodé la confiance fondamentale qui existait entre ces deux superpuissances si différentes.

Il en va de même pour le commerce autrefois dynamique entre la Russie et l'Europe occidentale, commerce récemment baptisé «*Eurussia*» par mon collègue Zoltan Pozsar. Ces deux dernières décennies, c'est surtout l'industrie allemande, grande consommatrice d'électricité, qui a profité du gaz russe bon marché. Le commerce d'énergies russo-européen a été bénéfique pour les deux parties: il a permis de renforcer l'industrie des biens d'équipement à l'Ouest et le pouvoir d'une petite élite en Russie.

En d'autres termes, les jours des deux symbioses économiques les plus importantes du XX^e siècle, à savoir «*Chimerica*» et «*Eurussia*» sont comptés, tout comme ceux de la «*Pax Americana*» qui est à leur origine. Un nouveau chapitre succède à la mondialisation 1.0. Mais l'expérience nous enseigne malheureusement que les divorces coûtent cher. Dans la vie civile, ils enrichissent les avocats spécialisés en la matière. Mais entre la Chine, la Russie et l'Occident, les médiateurs ne sont ni les avocats ni l'ONU. C'est avant tout l'industrie de l'armement qui profite de la situation. En parallèle, les ultimatums, les droits de douane, les sanctions et les lignes rouges se multiplient, tandis que des alliances jusqu'ici solides se mettent à vaciller, selon la devise «l'ami de mon ennemi est aussi mon ennemi».

Lorsqu'une confiance fondamentale fait défaut

L'acronyme «*TRICK*» fait référence à des alliances opportunistes ayant un objectif précis, conclues par exemple au cas par cas entre la Turquie (qui a récemment convenu avec la Russie d'un accord de compensation en roubles pour d'importants biens commerciaux tels que le gaz et le blé), la Russie, l'Iran, la Chine et la Corée du Nord. Il s'agit là de diverses facettes de ce changement d'époque qui n'ouvre pas seulement un nouveau chapitre de la mondialisation, mais semble également déclencher une guerre froide 2.0.

Prenons l'exemple des microprocesseurs: le lance-missile antichar «Javelin», dont les États-Unis livrent actuellement un grand nombre à l'Ukraine, contient quelque 250 puces électroniques. Or, une grande partie de ces dernières proviennent de Taïwan. Un fait qui n'était guère remis en question auparavant est considéré aujourd'hui comme un risque pour la sécurité nationale: en effet, que se passerait-il si les exportations de puces de Taïwan étaient soudainement interrompues? Rien d'étonnant donc à ce que le Sénat américain ait adopté le 27 juillet dernier le train de mesures «*CHIPS*», d'un montant de 52 milliards de dollars, visant à promouvoir la fabrication de puces électroniques aux États-Unis. *Chimerica* et la «*Pax Americana*», laquelle a permis ce «temps de l'innocence», font face à de nouveaux défis. La confiance Est-Ouest a été ébranlée et la guerre froide 2.0 semble déjà une réalité. La surmonter devrait être plus complexe que précédemment, car la première guerre froide a pris fin en raison de la supériorité économique et militaire de l'Occident. Or, la situation actuelle est plombée par un facteur supplémentaire: le changement climatique.

Bien que l'élévation des températures exige des *coopérations internationales*, celles-ci devraient demeurer rares, car *la confiance et la volonté font défaut*. Pour surmonter la guerre froide 2.0 actuelle, la supériorité économique-militaire ne suffit plus. Il faut y ajouter une *gestion durable des changements climatiques et des mesures d'adaptation intelligentes à cette nouvelle donne*, sans quoi les autres mesures ne serviront à rien. Il n'est donc pas étonnant que l'Est et l'Ouest redoublent d'efforts dans trois domaines en même temps: l'armement, la transition climatique et la politique industrielle stratégique. Bien évidemment, il existe un grand potentiel de conflits entre ces priorités en partie concurrentes.

Reconfiguration de la mondialisation

Sur les marchés boursiers, 2022 ressemble à 2009, l'année de la grande crise financière, mais le système financier est aujourd'hui bien plus robuste qu'à l'époque. Alors pourquoi tirer ce parallèle? Peut-être parce que le «*levier opérationnel*» de la

mondialisation, c'est-à-dire les fragiles chaînes d'approvisionnement et leur impact sur tous les aspects de l'économie, correspond au «levier financier» observé avant la crise financière, lorsque les réserves de liquidités étaient extrêmement faibles. À l'époque, le monde avait besoin d'un «prêteur en dernier ressort». Aujourd'hui, ce n'est plus le cas, mais il lui faut du temps et des ressources pour configurer la mondialisation 2.0. Or, ce n'est pas la tâche des banques centrales, mais celle des puissances protectrices. Ce sont les États-Unis, ou plus exactement la Pax Americana qui a été à l'époque la «marraine» de Chimerica. La Chine était un pays pauvre lorsqu'elle a rejoint l'Organisation mondiale du commerce en 2001. En entrant ainsi dans l'économie internationale, elle a permis à un milliard de personnes d'accéder à la prospérité. En parallèle, elle a offert à l'Occident une solution déflationniste inespérée grâce à ses bas salaires. Mais c'est une époque révolue. L'essor, la puissance, l'influence et le système autocratique de la République populaire ont éloigné celle-ci de l'Occident. Sa faiblesse économique actuelle accentue l'irritabilité de son élite politique et incite celle-ci à conclure une alliance directe avec la Russie, une évolution fatale pour Chimerica.

De cette situation complexe émergent actuellement plusieurs tendances importantes pour les entreprises et les marchés:

1. *L'augmentation des stocks décentralisés* continue d'induire le renchérissement de nombreux matériaux. Le passage du «juste au cas où» (just in case) au «juste à temps» (just in time) fait grimper les prix et le coût du capital dans le monde entier.
2. Comme la réimplantation de nombreux sites de production à proximité des clients («re-shoring») exige beaucoup de capital et de matériel, les difficultés d'approvisionnement causent à nouveau une hausse des prix de nombreux biens devenus rares et un renchérissement du capital.
3. *La renaissance de la politique industrielle* concerne notamment les puces électroniques, la transition énergétique, le réarmement ou encore l'électrification de la mobilité. Ces processus de longue haleine à forte intensité capitaliste créent également des effets de second tour. Nous observons l'émergence de nouveaux emplois, produits et technologies, mais aussi une augmentation de l'endettement public et des impôts, ainsi que l'éviction des investisseurs privés.
4. *Le nationalisme des matières premières* (concernant par exemple le blé, le lithium, l'énergie, l'acier, le nickel, le cuivre ou les matériaux de construction) favorise la réintégration verticale des entreprises. Les constructeurs automobiles exploiteront-ils leurs propres mines de bauxite à l'avenir? Qui sait...
5. *Numérisation (doublement sécurisée) de presque tout*. Les entreprises mettront tout en œuvre pour accroître leur productivité, leur efficacité énergétique et la fiabilité des chaînes d'approvisionnement. Le secteur du numérique compte lui aussi parmi les bénéficiaires de cette tendance.

Nous constatons actuellement que des cycles économiques traditionnels se chevauchent, s'interrompent, accélèrent et ralentissent, et ce tout à la fois. Alors que le durcissement monétaire tente de freiner la conjoncture, la politique industrielle expansive produit l'effet inverse, ce qui pourrait induire une conjoncture «stop-and-go» (en accordéon) ou encore une évolution économique à plusieurs vitesses très différentes. Par exemple, tandis que les marchés immobiliers s'essouffent aux États-Unis, en Australie, en Angleterre et en Chine, le secteur du tourisme et celui des services sont encore en plein essor dans bien des endroits. Une époque mouvementée.

2. «Don't fight the Fed»: un message clair de Jackson Hole

La semaine dernière, lorsque Jerome Powell, le président de la Réserve fédérale américaine (Fed), a opéré un revirement inattendu dans sa communication² en annonçant qu'une récession pourrait être le prix de sa politique monétaire entièrement axée sur la lutte contre l'inflation, les places boursières américaines ont perdu 1200 milliards de dollars en un clin d'œil. Il est fort possible que ses propos se transforment en prophétie auto-réalisatrice. Dès le lendemain en effet, la présidente allemande de la Banque centrale européenne (BCE), Isabel Schnabel, lui a fait écho³. En outre, on remarque que

² Discours de Jerome Powell le 26 août 2022: «[Monetary Policy and Price Stability](#)»

³ Discours d'Isabel Schnabel le 27 août 2022: «[Monetary Policy and the Great Volatility](#)»

ni l'un ni l'autre n'ont évoqué les marchés financiers. Il est possible d'interpréter cette omission inhabituelle de manière à la fois positive et négative. D'une part, elle confirme que le système financier occidental fonctionne actuellement de manière stable et résiliente à leurs yeux. D'autre part, elle lance un avertissement aux investisseurs: le long «Fed put» implicitement établi après le krach boursier de 1987 par Alan Greenspan, ex-président de la banque centrale américaine, appartient au passé. Il s'agit là d'une évolution lourde de conséquences. Selon le «Fed put», la banque centrale américaine avait la volonté et la capacité de réagir à tout moment aux phases de faiblesse du marché des actions de manière à soutenir les cours.

Règle éprouvée

Qu'est-ce que cela implique pour les perspectives des marchés? D'une manière ou d'une autre, la règle éprouvée «*Don't fight the Fed*» (ne luttez pas contre la Fed) reste valable.

Lors d'une conférence de presse tenue le 27 juillet dernier, Powell avait encore qualifié la politique monétaire de la Fed de «neutre», une affirmation qui suscitait la confiance. En outre, la baisse significative des prix de l'essence aux États-Unis avait déjà considérablement réduit le taux d'inflation à ce moment-là. Powell a ensuite opéré une volte-face. Le fait qu'il n'ait pas parlé une seule fois du système financier est significatif mais peut être interprété de manière positive, comme je l'ai évoqué.

Qu'a-t-il dit de nouveau? Les déclarations suivantes signalent des revirements par rapport à son discours antérieur:

1. *Pas d'abaissement des taux d'intérêt dans un avenir prévisible.* Powell a rappelé que la Fed souhaitait voir l'inflation atteindre son objectif de 2% sur une période prolongée avant d'envisager un assouplissement de sa politique monétaire.
2. *Aucune pause.* Powell a souligné à plusieurs reprises que le marché du travail américain était exceptionnellement vigoureux, surtout dans le secteur des services, créant une capacité de résistance qu'il fallait exploiter. Selon lui, l'histoire nous enseigne que la meilleure façon de combattre l'inflation consiste à agir rapidement et sans hésitation.
3. *Un processus douloureux.* Powell a rappelé les propos de Churchill lorsqu'il a souligné qu'un durcissement monétaire ne se ferait «pas sans douleur». Mais il a estimé que la Fed était prête et disposée à imposer ce fardeau à l'État, à l'économie et aux ménages privés parce que l'alternative serait encore plus douloureuse à terme.
4. *Mieux vaut aujourd'hui que demain.* Powell a de nouveau rappelé les leçons tirées du passé, à savoir que plus vite on taillerait dans le vif, plus vite on pourrait à nouveau maîtriser la situation. «Mieux vaut une fin dans la terreur qu'une terreur sans fin» dit un proverbe.

3. Rester investi: l'endurance est récompensée

Qu'est-ce que cela signifie pour notre *House View*? À l'occasion d'une réunion ad hoc de notre Comité de placement, nous avons décidé, en toute logique, de sous-pondérer les actions mondiales. Cette décision n'a rien à voir avec l'effet septembre évoqué récemment. Elle est motivée par de nouveaux faits: le discours de Powell a modifié le rapport opportunités/risques des actions au détriment des investisseurs. La menace d'une spirale négative dans la conjoncture et en bourse s'est accentuée. Dans ce contexte, il en faut moins pour déclencher une correction qu'un nouveau rallye automatique. En revanche, nous conservons la surpondération des obligations à haut rendement en monnaie forte des pays émergents, estimant qu'elles sont source de diversification, qu'elles offrent un rendement à l'échéance intéressant en cas de durée courte et de bonne solvabilité, et qu'elles confèrent une stabilité accrue à un portefeuille.

En conclusion, voici deux règles de base et une statistique encourageante:

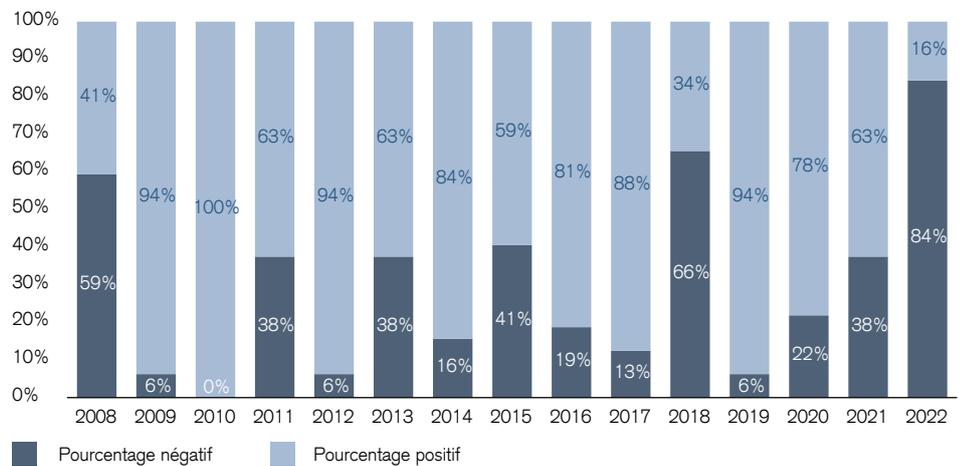
1. «*Prepare, don't predict*» (préparer, ne pas prédire) est l'un des credo de notre processus de placement. L'avenir ne peut pas se prédire, en particulier en bourse.

La prudence et la diversification sont donc d'autant plus importantes. C'est également le cas ici.

2. «À long terme, être investi compte plus que le timing du marché». Autrement dit, il serait faux de considérer notre sous-pondération des actions comme un moyen de se tenir à l'écart. C'est tout le contraire: nous restons pleinement et activement investis. En effet, la perte de valeur réelle due à l'inflation n'exige pas de liquidités, mais de l'endurance. Comme l'exprimait si bien Kostolany: «Quiconque n'a pas d'actions quand elles baissent n'en a pas non plus quand elles montent». Voilà la recette du succès d'une bonne diversification, souvent sous-estimée.

Que reste-t-il? 2022 a été un terrain miné à bien des égards. Plus de 80% de l'ensemble des classes d'actifs mondiales affichent une performance négative depuis début janvier. Sans être uniques en leur genre, de telles années sont très rares. Le point positif, c'est que *chacune* de ces années «maudites» a été suivie par une année positive par le passé (voir le graphique 1). Un bon présage pour 2023? Il semblerait que ce soit le cas.

Graphique 1: 84% des classes d'actifs affichent une évolution négative en 2022 – faut-il attendre un renversement de tendance en 2023?



Dernières données au: 31.07.2022

Sources: Bloomberg, Credit Suisse

Les évolutions antérieures et les scénarios élaborés pour les marchés financiers ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs. Dans la mesure où ces supports contiennent des déclarations sur l'avenir, celles-ci ont un caractère prévisionnel et sont donc soumises à divers risques et incertitudes. Elles ne constituent pas une garantie de résultats futurs.

Avec mes meilleures salutations

Burkhard Varnholt



Burkhard Varnholt

CIO Credit Suisse (Schweiz) AG

burkhard.varnholt@credit-suisse.com

+41 44 333 67 63

Information importante

Les informations fournies constituent un support marketing. Elles ne doivent pas être interprétées comme un conseil financier ou autre fondé sur la situation personnelle du destinataire ni comme le résultat d'une analyse indépendante et objective. Les informations fournies dans le présent document ne sont pas juridiquement contraignantes et ne constituent ni une offre ni une incitation visant à la conclusion de quelque transaction financière que ce soit. Les informations fournies dans le présent document ont été élaborées par Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales (ci-après «CS») avec le plus grand soin et en toute bonne foi. Les informations et les opinions exprimées dans le présent document reflètent celles du Credit Suisse au moment de la rédaction et sont sujettes à modification à tout moment sans préavis. Elles proviennent de sources considérées comme fiables. Le CS ne fournit aucune garantie quant au contenu et à l'exhaustivité de ces informations et, dans la mesure où la loi le permet, il décline toute responsabilité pour les pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ces informations. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Les informations fournies dans le présent document sont réservées au seul usage de son destinataire. Il est interdit d'envoyer, d'introduire ou de distribuer ces informations ou une copie de celles-ci aux Etats-Unis ou de les remettre à une personne US (au sens de la Regulation S de l'US Securities Act de 1933, dans sa version amendée). La reproduction intégrale ou partielle du présent document sans l'accord écrit du CS est interdite. Le capital de placement en obligations peut diminuer en fonction du prix de vente, du cours de bourse ou des fluctuations des montants de remboursement. Il faut donc faire preuve de prudence face à de tels instruments de placement. Les actions sont soumises aux lois du marché et donc sujettes à des fluctuations de valeur qui ne sont pas complètement prévisibles. Les principaux risques associés aux placements immobiliers incluent la liquidité limitée du marché immobilier, l'évolution des taux d'intérêt hypothécaires, l'évaluation subjective des immeubles, les risques intrinsèques liés à la construction d'immeubles et les risques environnementaux (p. ex. terrains contaminés). Les placements dans des matières premières ainsi que les dérivés ou les indices de matières premières sont soumis à des risques particuliers et à une forte volatilité. La performance de tels placements dépend de facteurs non prévisibles tels que les catastrophes naturelles, les influences climatiques, les capacités de transport, les troubles politiques, les fluctuations saisonnières et les influences importantes du renouvellement (rolling forward), notamment pour les futures et les indices. Les placements dans les marchés émergents impliquent généralement des risques élevés tels que les risques politiques, les risques économiques, les risques de crédit, les risques de change, les risques d'illiquidité, les risques juridiques, les risques de règlement et les risques de marché. Les marchés émergents sont situés dans des pays qui répondent à une ou plusieurs des caractéristiques suivantes: une certaine instabilité politique, une relative imprévisibilité des marchés financiers et de la croissance économique, un marché financier encore en phase de développement ou une économie faible. Les indices sous-jacents sont des marques déposées et ont fait l'objet d'une concession de licence en vue de leur utilisation. Les indices sont compilés et calculés exclusivement par les donneurs de licence, qui ne peuvent être tenus pour responsables en ce qui concerne leurs prestations. Les produits basés sur ces indices ne sont aucunement sponsorisés, approuvés, vendus ou promus par les donneurs de licence.

Suisse: A l'exception d'une éventuelle mention contraire, ce document est distribué par Credit Suisse AG, une banque suisse agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers.

Autriche: Le présent rapport est distribué par CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich. La Banque est une succursale de CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A., dûment autorisée en tant qu'établissement de crédit au Grand-Duché de Luxembourg et sise au 5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg. L'établissement est soumis au contrôle prudentiel de l'autorité de surveillance du Luxembourg, la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), sise au 110, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg ainsi que de l'autorité de surveillance autrichienne, l'Österreichische Finanzmarktaufsicht (FMA), sise Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienne.

Allemagne: Le présent document est distribué par Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft, établissement réglementé par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht («BaFin»).

Informations importantes pour les investisseurs en Allemagne: les informations et les opinions exprimées dans le présent document reflètent celles du CS au moment de la rédaction et sont sujettes à modification à tout moment sans préavis. Elles proviennent de sources considérées comme fiables. Le CS ne fournit aucune garantie quant au contenu et à l'exhaustivité de ces informations. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Les informations fournies dans le présent document sont réservées au seul usage de son destinataire.

Copyright © 2022 Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales. Tous droits réservés.