

2 juin 2023

Dynamique sous-estimée

Points de vue Burkhard Varnholt Global Chief Investment Officer Credit Suisse AG

1. «On n'a rien sans rien»: ce qui fait la force des organisations
2. Taux d'intérêt, inflation et conjoncture: mieux qu'il n'y paraît
3. Chiffre d'affaires, bénéfice et bourses: performance remarquable

Une randonnée pédestre pendant le week-end de Pentecôte m'a inspiré à plusieurs égards et notamment incité à faire une sorte de tour d'horizon du globe. Un peu partout, l'inflation, les taux d'intérêt, la conjoncture, ainsi que les bénéfices des entreprises et les marchés boursiers font état d'évolutions plutôt encourageantes malgré tous les défis que nous connaissons si bien. Les moteurs structurels de la croissance au niveau de la technologie, des marchés du travail et de la politique résistent aux vents contraires. Mais le scepticisme persistant montre aussi que les investisseurs ont été malmenés et que les places boursières ne tiennent pas encore compte du grand potentiel existant.

1. «On n'a rien sans rien»: ce qui fait la force des organisations

Pendant le week-end de Pentecôte, ma femme et moi-même avons entrepris une randonnée par étapes, partant du monastère bénédictin d'Engelberg pour nous rendre tout d'abord à son pendant de Maria Rickenbach. Le deuxième jour, nous avons rejoint le couvent capucin de Sainte-Claire à Stans. Ces lieux respirent un état d'esprit axé sur la vie et le travail, selon la devise «Ora et labora» (prie et travaille). Autrefois véritables centres économiques et de formation, mais aussi employeurs, les monastères ont influencé le développement de l'Europe et étaient souvent prospères. Leur fonctionnement dicté par les règles traditionnelles de l'ordre religieux concerné, l'équilibre entre «vie professionnelle et vie privée» en résultant, leur esprit d'entreprise et bien sûr leur hospitalité ont inspiré des personnes dans le monde entier. C'est ce que décrit si bien Paolo Rumiz dans son best-seller «Le Fil sans fin – Voyage jusqu'aux racines de l'Europe».

L'âge d'or des monastères est révolu depuis longtemps, pour de nombreuses raisons. Cependant, l'esprit d'équipe, l'engagement envers une entreprise et la société sont toujours brûlants d'actualité. Mais sans discipline, le succès économique n'est généralement que de courte durée. Les entreprises familiales en particulier et leur vision à long terme qui porte sur plusieurs générations me semblent être d'importants piliers du succès et de la résilience de l'économie et de la société. C'est en tout cas ce que confirment les études réalisées depuis de nombreuses années par le Credit Suisse Research Institute¹ sur le succès durable des affaires et des placements des entreprises de l'indice Credit Suisse Family 1000. Aujourd'hui, je souligne quelques aspects de l'étonnante résilience actuelle de l'économie, des marchés boursiers et des bénéfices en procédant par étapes en quelque sorte.

¹ Credit Suisse Research Institute | The Family 1000: Family values and value creation

2. Taux d'intérêt, inflation et conjoncture: mieux qu'il n'y paraît

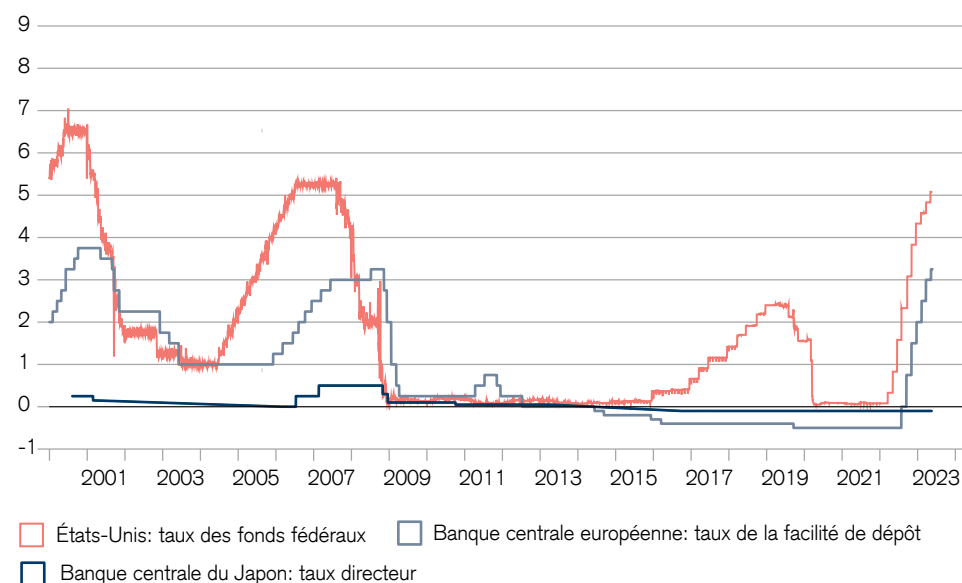
Bien que de nombreuses voix mettent en garde contre une récession, les marchés boursiers et les bénéfices des entreprises du monde entier ne cadrent pas encore avec cette crainte. Pourquoi? La pandémie semble avoir dopé le progrès technologique et la productivité à l'échelle mondiale. Elle a également incité de nombreux baby-boomers à quitter la vie professionnelle plus tôt que prévu, accentuant ainsi la pénurie de main-d'œuvre qualifiée qui sévit aujourd'hui. Celle-ci contribue à accroître le revenu moyen des travailleurs et amène les entreprises à investir dans des machines, des usines et des technologies de l'information plus intelligentes. En parallèle, les applications de l'intelligence artificielle explosent littéralement, car elles sont censées accroître l'efficacité de nombreux processus et tâches. À noter d'ailleurs que la pandémie précédente, à savoir la grippe espagnole (de 1918 à 1920), a été elle aussi suivie d'une époque marquée par des avancées disruptives en termes de technologie et de productivité et par une augmentation des revenus issus d'une activité lucrative: les fameuses «années folles».

Mais commençons par le commencement. En fait, le revirement des taux d'intérêt à l'échelle mondiale aurait dû déclencher une récession. C'est du moins ce qu'il s'est passé après le dernier durcissement comparable initié par Paul Volcker en 1979. Quoiqu'il en soit, l'inflation actuelle semble également se situer à un stade très avancé en comparaison historique. Lors de sa dernière conférence de presse, Jerome Powell, président de la Réserve fédérale américaine (Fed), a souligné que la politique monétaire était désormais «restrictive». Étudions quelques régions de plus près.

États-Unis, Europe et Japon: revirement des taux et inflation à un stade avancé

Graphique 1: Aux États-Unis et dans la zone euro, le revirement des taux semble bien avancé

Taux directeurs, en %



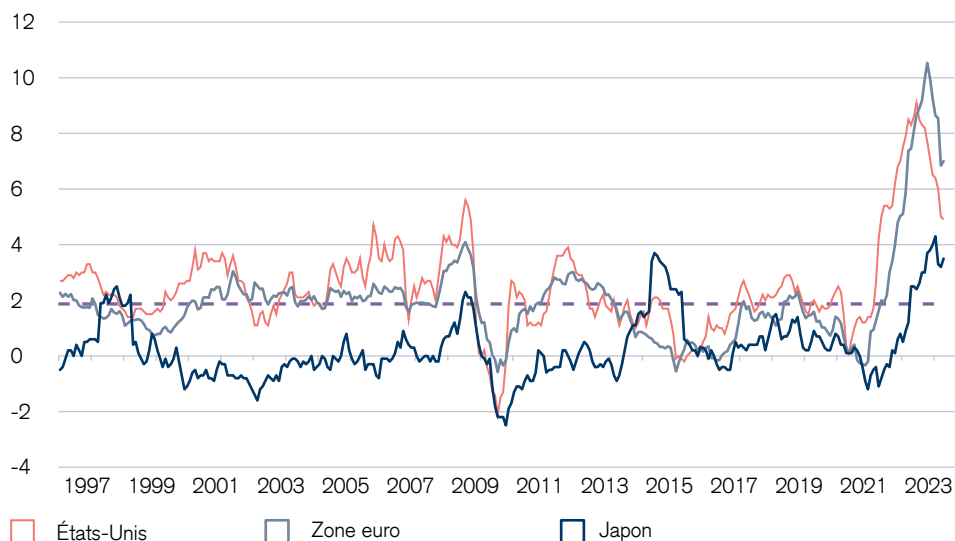
Dernières données en: mai 2023

Sources: Haver Analytics, Yardeni Research

En effet, le revirement des taux a fait baisser le renchérissement des prix à la consommation dans le monde entier, comme l'illustre le graphique 2. Même si l'inflation n'a pas encore atteint l'objectif fixé, elle est sur une pente descendante, du moins aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon.

Graphique 2: L'inflation des biens de consommation faiblit dans de nombreux pays

Indice des prix à la consommation, évolution en glissement annuel, en %



Remarque: la ligne en pointillé correspond à l'objectif d'inflation de 2%.

Dernières données en: avril 2023

Sources: Haver Analytics, Credit Suisse

Que cet affaiblissement de l'inflation soit à l'origine du revirement des taux d'intérêt ou qu'il en résulte selon le paralogisme «post hoc ergo propter hoc» (à la suite de cela, donc à cause de cela) n'est pas déterminant ici. Le facteur important, c'est qu'il laisse espérer que les taux d'intérêt et l'inflation dépasseront bientôt leur zénith et qu'ils ne s'éterniseront donc pas. Si c'est le cas et si la consommation privée continue de soutenir l'économie dans de nombreux pays, c'est parce que les marchés du travail sont solides, que la productivité augmente et que les salaires ont progressé. Aux États-Unis, les ventes et les prix des biens immobiliers sont même repartis à la hausse récemment, un phénomène remarquable étant donné leur grande sensibilité aux taux d'intérêt. Autre point à noter: l'élévation des loyers outre-Atlantique, qui revêt une importance politique, faiblit. En effet, la demande ininterrompue de logements a relancé la construction, faisant également baisser les loyers.

Asie, Amérique latine et Turquie: chacune évolue différemment

Dans les pays émergents, l'inflation est davantage influencée par des facteurs idiosyncratiques que dans les pays industrialisés à l'heure actuelle. Prenons l'exemple de la Chine: ce n'est pas l'inflation, mais la déflation qui y est à l'ordre du jour. En avril, les prix à la consommation n'ont augmenté que de 0,1% en glissement annuel, tandis que les prix à la production ont même baissé de 3,6% (voir le graphique 3).

Graphique 3: En Chine, c'est la déflation, non l'inflation, qui pose un grand problème

Indices des prix à la consommation et à la production en Chine, évolution en glissement annuel, en %



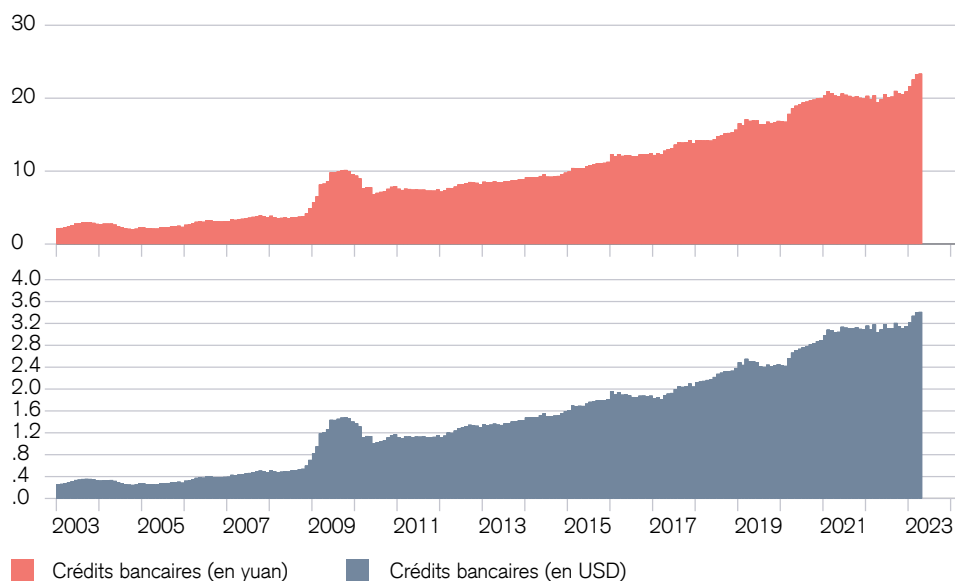
Dernières données en: avril 2023

Sources: China National Bureau of Statistics, Yardeni Research

Grâce à la stabilité des prix, la Banque populaire de Chine (à la différence de ses homologues occidentales) dispose d'une grande marge de manœuvre pour stimuler la conjoncture. En réduisant le taux des réserves appliqué aux banques commerciales, elle tente de motiver celles-ci à accorder des crédits, avec succès d'ailleurs, puisque ces derniers ont récemment atteint 3400 milliards USD, comme l'illustre le graphique 4. Rien d'étonnant donc à ce que la consommation chinoise soit actuellement le principal soutien de la conjoncture du pays. La dynamique économique de la République populaire ressemble ainsi de plus en plus à celle des pays industrialisés, où la consommation représente généralement deux tiers de l'économie globale. À titre de comparaison: aux États-Unis, l'ensemble des crédits bancaires correspond à quelque 12 000 milliards USD.

Graphique 4: L'augmentation de l'endettement privé soutient l'économie chinoise

Crédits bancaires en Chine, en billions de yuan (en haut) et en billions de USD (en bas)



Dernières données en: avril 2023

Sources: Banque populaire de Chine, Yardeni Research

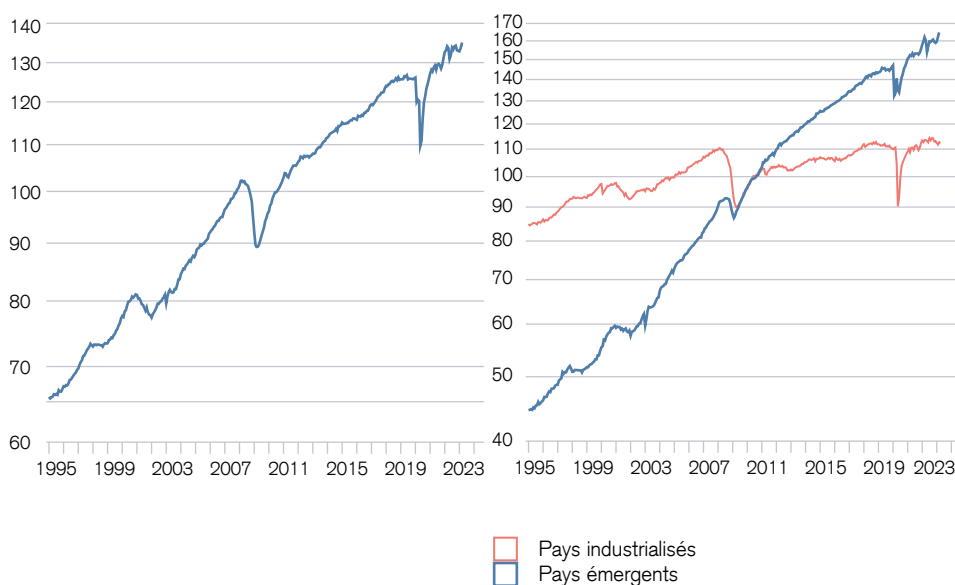
En *Asie du Sud-Est* et en *Amérique latine*, la demande de matières premières et les investissements dans les infrastructures soutiennent l'économie et une inflation modérée. Des enquêtes menées auprès de représentants de l'industrie et des consommateurs reflètent une confiance prudente. La Turquie, quant à elle, se profile en lanterne rouge. Son taux d'inflation d'environ 45% et sa mauvaise conjoncture sont imputables à des facteurs intérieurs. Depuis des années, le président Recep Erdogan impose sa politique en matière de taux d'intérêt et attise ainsi l'inflation. Sa réélection a fait chuter la monnaie à un nouveau plancher historique. Alors qu'une lire correspondait encore à un franc suisse en octobre 2007, elle ne vaut plus que quatre centimes aujourd'hui, une dégringolade à peine imaginable de nos jours. Cette dépréciation presque totale frappe de plein fouet cet important pays situé au carrefour de l'Europe, du Moyen-Orient et de l'Afrique. Et comme la balance des paiements courants affiche un grand déficit, toute dévaluation monétaire importe encore de l'inflation en Turquie.

Perspective mondiale: résilience et croissance

À l'échelle mondiale, la production industrielle augmente cette année encore, en dépit de tous les prophètes de malheur. La dynamique est plus forte dans les pays émergents, où la main-d'œuvre qualifiée ne manque pas et où la politique monétaire expansive soutient l'économie. Mais même dans les pays industrialisés, rares sont les entrepreneurs qui parlent d'un «retournement de tendance». Lors de discussions menées avec des représentants de l'industrie, j'ai entendu plutôt dire que certains clients (notamment dans la construction) faisaient une «pause de réflexion» face à l'augmentation du coût du capital. Mais la dynamique structurelle demeure intacte, affirment la plupart des interlocuteurs, une déclaration confirmée par les chiffres d'affaires et les bénéfices.

Graphique 5: Solide croissance de la production industrielle mondiale

Production industrielle mondiale, volume indexé (2005 = 100), échelle de rapport



Dernières données en: mars 2023

Sources: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Yardeni Research

Dernières données en: février 2023

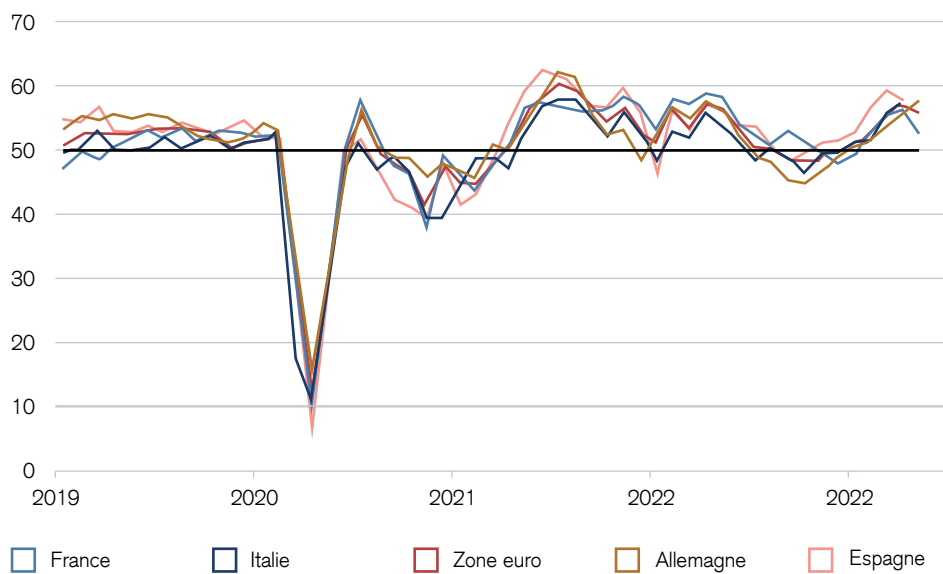
Sources: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Yardeni Research

La résilience de la production industrielle mondiale s'explique par des facteurs structurels. D'une part, de nombreuses entreprises investissent actuellement dans la fabrication, le stockage et l'équipement «intelligents» au niveau local. C'est ce que demande souvent la politique industrielle et ce qu'imposent de nouveaux progrès technologiques. Parmi les pays développés, c'est le Japon qui enregistre actuellement la plus forte croissance industrielle. Il n'est donc pas étonnant que son marché boursier ait atteint cette semaine son plus haut depuis plus de 30 ans.

Néanmoins, le secteur des services qui, comme chacun sait, fait l'objet de la majeure partie de la demande dans les pays riches, se porte mieux que l'industrie. En dépit de la hausse des prix, le tourisme en particulier connaît un véritable boom. En Asie, la réouverture de la Chine porte ses fruits: les casinos de Macao annoncent une hausse de leur chiffre d'affaires de près de 80%, mais déplorent également le manque de personnel. En Europe et aux États-Unis, le taux d'occupation des hôtels, des vols et des croisières est lui aussi supérieur aux niveaux pré-pandémiques. Tous les indices européens des directeurs d'achat (PMI) du secteur des services pointent en direction de la croissance. Des valeurs supérieures à 50 indiquent une progression des chiffres d'affaires (voir le graphique 6):

Graphique 6: Croissance des entreprises européennes de services

PMI des services, seuil de croissance = 50



Dernières données en: mai ou avril 2023

Sources: Haver Analytics, Credit Suisse

3. Chiffre d'affaires, bénéfice et bourses: performance remarquable

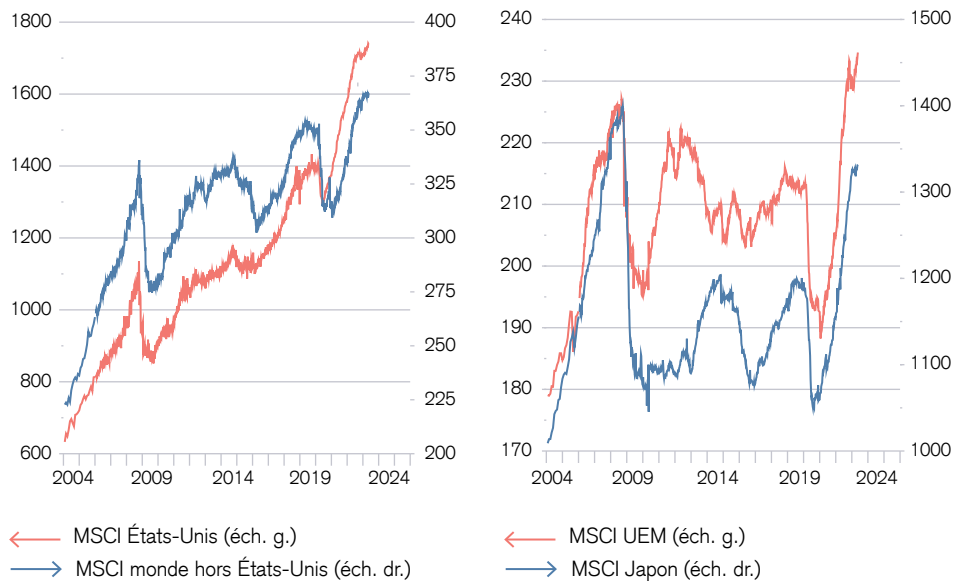
Les indicateurs conjoncturels statistiques sont une chose, les données relatives aux chiffres d'affaires, aux bénéfices et aux dividendes en sont parfois une autre. Il est toujours judicieux de les comparer. On observe à cet égard des phénomènes remarquables.

Hausse du chiffre d'affaires et du bénéfice par action

Partout sur le globe, la hausse du chiffre d'affaires par action confère l'impression que l'économie mondiale est étonnamment robuste. Regardons tout d'abord les *estimations moyennes du chiffre d'affaires* par action des indices mondiaux des plus grands marchés des capitaux: MSCI États-Unis, MSCI monde hors États-Unis, MSCI UEM et MSCI Japon (voir le graphique 7).

Graphique 7: Estimations du CA par action: États-Unis, monde hors États-Unis, UEM et Japon

Estimations du chiffre d'affaires par action MSCI (prévisions moyennes des analystes)



Dernières données au: 18 mai 2023

Sources: Refinitiv, Yardeni Research

Dernières données au: 18 mai 2023

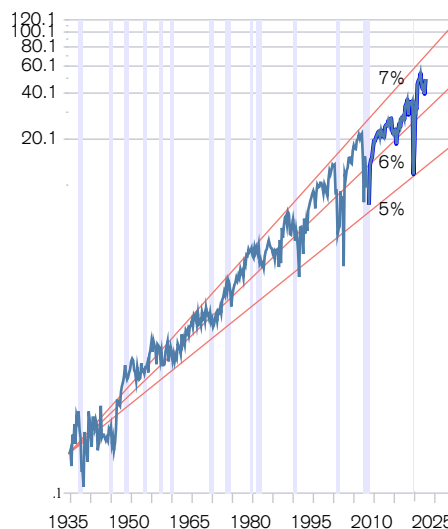
Sources: Thomson Reuters, Yardeni Research

Les évolutions antérieures et les scénarios élaborés pour les marchés financiers ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Et il y a plus: jusqu'à présent, le *bénéfice* par action a également résisté au durcissement monétaire, un point intéressant étant donné qu'à long terme, les marchés boursiers se laissent guider par les bénéfices. Les graphiques 8 et 9 montrent l'évolution du S&P 500 et celle du MSCI États-Unis par rapport à celle du MSCI monde hors États-Unis.

Graphique 8: Bénéfice par action avec lignes de croissance

Bénéfice par action déclaré dans le S&P 500, avec des lignes de croissance de 5 à 7%



Remarque: les colonnes grisées correspondent aux récessions selon le National Bureau of Economic Research.

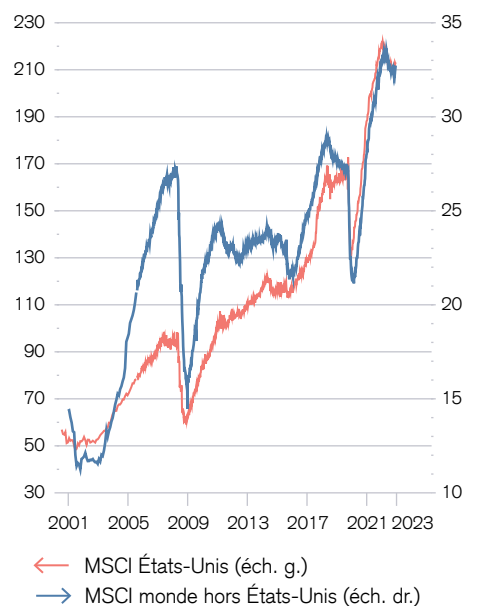
Dernières données au: T1 2023

Sources: Standard & Poor's, Yardeni Research

Les évolutions antérieures et les scénarios élaborés pour les marchés financiers ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Graphique 9: La croissance des bénéfices mondiaux et américains a peu d'accès de faiblesse

Estimations du bénéfice par action - MSCI



Dernières données au: 18 mai 2023

Sources: Refinitiv, Yardeni Research

Par ailleurs, les 1 200 plus grandes entreprises du monde ont versé des *dividendes* d'un montant total de 327 milliards USD depuis le début de l'année, soit 12% de plus qu'en 2022. Il s'agit là d'un nouveau record absolu. Cette hausse des bénéfices et des dividendes est remarquable étant donné qu'elle s'oppose au «mur de scepticisme», toujours aussi élevé, et qu'elle est attrayante *a contrario*.

En 2024, la Bourse suisse pourrait, elle aussi, se maintenir parmi les marchés revêtant le plus grand potentiel en termes de bénéfices et de dividendes. Mais pour l'instant, les investisseurs demeurent prudents, car ils veulent d'abord voir les faits, mais peut-être aussi car ceux de l'étranger estiment le franc suisse très cher. Néanmoins, avec une hausse annuelle de «seulement» 4%, la Bourse helvétique est à la traîne par rapport à son potentiel. En conclusion, voici un aperçu des marchés boursiers qui servent de baromètre de l'économie et de l'inflation.

Bourses et marchés: la performance est bonne avec d'intéressantes différences

Commençons par le rallye opéré par les marchés boursiers mondiaux depuis le début de l'année. Il ressort en premier lieu que les pays développés ont nettement mieux performé que les pays émergents.

Table 1: Performance des pays industrialisés et des pays émergents

Marché/indice (monnaie locale)	Performance depuis le début de l'année
Pays industrialisés	
MSCI monde (marchés développ.)	+8.7 %
Pays émergents	
MSCI marchés émergents	+1.5 %

Dernières données au: 30 mai 2023

Sources: Bloomberg, Credit Suisse

Les évolutions antérieures et les scénarios élaborés pour les marchés financiers ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs. Il n'est pas possible d'investir dans un indice. Les rendements des indices présentés ici ne résultent pas de transactions réelles d'actifs/de titres. Les investisseurs qui suivent une stratégie analogue à celle d'un indice peuvent obtenir des rendements inférieurs ou supérieurs et doivent tenir compte des frais associés.

Voici une autre comparaison de deux indices directeurs, l'un américain, l'autre européen:

Table 2: Indices directeurs américain et européen

Marché/indice (monnaie locale)	Niveau de l'indice	Performance depuis le début de l'année
Europe (Eurostoxx 50)	4263	+12.2%
États-Unis (S&P 500)	4205	+10%

Dernières données au: 30 mai 2023

Sources: Haver Analytics, Credit Suisse

Les évolutions antérieures et les scénarios élaborés pour les marchés financiers ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs. Il n'est pas possible d'investir dans un indice. Les rendements des indices présentés ici ne résultent pas de transactions réelles d'actifs/de titres. Les investisseurs qui suivent une stratégie analogue à celle d'un indice peuvent obtenir des rendements inférieurs ou supérieurs et doivent tenir compte des frais associés.

Regardons maintenant le classement des performances des principaux indices des pays industrialisés en comparaison transversale:

Tabelle 3: Performance des principaux indices de pays industrialisés

Marché/indice (monnaie locale)	Niveau de l'indice	Performance depuis le début de l'année
Nasdaq	13 017	+25,3%
Nikkei 225 - Japon	31 328	+21,8%
TWI - Taiwan	16 623	+16,9%
KOSPI - Corée du Sud	2585	+16,5%
DAX - Allemagne	15 908	+13,1%
FTSE/MIB - Italie	26 575	+10%
IBEX 35 - Espagne	9167	+9,5%
CAC 40 - France	7209	+9,3%
AEX - Pays-Bas	757	+7,9%
WIG - Pologne	64 117	+7,5%
SMI - Suisse	11 434	+4,1%
S&P TSX - Canada	19 967	+2,7%
All ord. - Australie	7273	+2,0%
FTSE 100 – Royaume-Uni	7627	+1,0%

Dernières données au: 30 mai 2023

Sources: Haver Analytics, Credit Suisse

Les évolutions antérieures et les scénarios élaborés pour les marchés financiers ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs. Il n'est pas possible d'investir dans un indice. Les rendements des indices présentés ici ne résultent pas de transactions réelles d'actifs/de titres. Les investisseurs qui suivent une stratégie analogue à celle d'un indice peuvent obtenir des rendements inférieurs ou supérieurs et doivent tenir compte des frais associés.

Qu'est-ce que cela signifie pour les investisseurs?

«Rester dans le coup»: telle est peut-être la conclusion la plus importante. En outre, l'intelligence artificielle, la consommation privée, le développement des infrastructures et nos fameux Supertrends² de la transition énergétique, de la sécurité et de la durabilité comptent toujours parmi les facteurs structurels expliquant la dynamique étonnante de l'économie et des marchés cette année.

La Fed va peut-être augmenter ses taux encore une fois, mais il est peu probable qu'elle aille beaucoup plus loin. Les marchés boursiers se tournent déjà vers 2024. Et la Suisse offre à nouveau un «bon site» aux investisseurs, avec une économie au mix sectoriel équilibré, de nombreux «champions mondiaux cachés» et un rapport prix/valeur que nous estimons attrayant.

Avec mes meilleures salutations

Burkhard Varnholt



Burkhard Varnholt
Global Chief Investment Officer Credit Suisse 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 © 2023 Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales. Tous droits réservés.