

# perspectives

Marchés financiers et conjoncture

Obligations: comment profiter du retour des rendements positifs pour vos placements

«Après plusieurs années de taux négatifs, les placements à taux fixe affichent de nouveau des rendements positifs. Les obligations sont une composante majeure des portefeuilles.»

Sandro Merino, Chief investment officer

# Obligations: retour des rendements positifs



**Sandro Merino**  
Chief investment officer

Chères lectrices, chers lecteurs,

Tant la reprise brutale de la demande à la fin de la pandémie que l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont déclenché une violente poussée inflationniste dans le monde entier. Pour lutter contre cette montée en flèche, les banques centrales se sont vues contraintes de relever leurs taux: après plus de dix ans de niveaux bas et parfois négatifs, ceux-ci sont redevenus positifs.

Mais cette tendance pose problème à bien des entreprises, car elle contribue à accroître les coûts. D'un autre côté, elle offre aux investisseurs des sources de revenus stables et durables. La constitution de portefeuilles permettant une diversification nette du risque par rapport aux actions redevient possible elle aussi. Avec les taux dans le vert, les obligations attirent de nouveau l'attention des investisseurs.

Dans un contexte de taux négatifs, même les obligations en francs suisses manquaient d'attractivité. Avec les taux directeurs de la BNS, qui pourraient atteindre 2% en cours d'année, les placements obligataires retrouvent leur attrait. Pour les sélectionner, certaines questions se posent: quelles sont les régions, les émetteurs, l'échéance, la solvabilité et la monnaie qu'un investisseur doit choisir? Comment élaborer judicieusement son portefeuille d'obligations?

Les obligations donnent l'embarras du choix. Avec un volume d'environ 135 000 milliards d'USD, le marché obligataire mondial est gigantesque, dépassant largement celui des actions. Le présent numéro de notre magazine «Perspectives» vous fournit de premiers repères en la matière.

Nos conseillers se réjouissent de l'intérêt que vous portez au thème des obligations et vous attendent afin de vous proposer un conseil approfondi et personnalisé.

Sincères salutations

A handwritten signature in black ink that reads "Sandro Merino". The signature is written in a cursive, slightly slanted style.

# Dans ce numéro



6

**Les obligations suisses, un facteur de diversification important malgré le contexte 2022**

3

**Éditorial**

6

**Les obligations suisses, un facteur de diversification important malgré le contexte 2022**

L'année 2022 a mis à rude épreuve la confiance dans les placements à taux fixe. Nous sommes toutefois convaincus que les obligations continueront de jouer un rôle prépondérant.

10

**Avec les obligations aussi, réfléchissez bien avant de vous engager!**

Longtemps, les obligations n'ont joué qu'un rôle secondaire pour de nombreux investisseurs privés. Avec la hausse des taux en 2022, ces titres reviennent aujourd'hui sur le devant de la scène.



10

**Avec les obligations aussi, réfléchissez bien avant de vous engager!**



20

**«Green bonds»: investir de façon responsable avec des obligations**

14

**Des rendements plus élevés grâce aux obligations en monnaie étrangère: une idée fausse?**

Après examen de différents points de vue, nous arrivons à la conclusion qu'il est pertinent d'intégrer des obligations en monnaie étrangère à un portefeuille.

20

**«Green bonds»: investir de façon responsable avec des obligations**

Pour que l'économie réussisse sa «transformation verte», il faut du capital. Parmi les instruments financiers, les «green bonds» ont le vent en poupe. Mais comment fonctionnent-elles et quels sont leurs véritables effets?

# 26

**Évolution de la mondialisation et des placements financiers dans les pays émergents**



# 32

**Bien gérer les obligations des marchés émergents**



# 26

**Évolution de la mondialisation et des placements financiers dans les pays émergents**

La sphère économique est toujours plus interconnectée. Afin d'être en phase avec le changement permanent, la mondialisation doit être reconsidérée sous un nouvel angle.

# 32

**Bien gérer les obligations des marchés émergents**

L'intégration d'obligations des marchés émergents peut contribuer judicieusement, à moyen et long termes, aux caractéristiques de risque-rendement du portefeuille.

# 36

**Placements alternatifs: la diversification paie**

Le concept de diversification remonte au IV<sup>e</sup> siècle après Jésus-Christ. Les siècles ont passé, mais la pertinence de la diversification est plus actuelle que jamais.

# 40

**Perspectives relatives aux marchés financiers**

Jusqu'à présent, notre prévision d'une évolution économique mondiale certes faible mais positive pour l'année en cours s'est vue confirmée. Le revirement des taux devrait être achevé au 2<sup>e</sup> semestre 2023. Nous tablons toujours sur une année globalement bonne pour les actions.



# Les obligations suisses, un facteur de diversification important malgré le contexte 2022

Ces dernières décennies, les obligations suisses étaient un roc dans la tempête, ayant connu très peu d'années de rendements négatifs. Pour de nombreux investisseurs privés et institutionnels, les obligations de la Confédération sont donc une composante majeure de la constitution du portefeuille, aussi bien en tant que garanties de revenus réguliers sûrs que comme facteurs de diversification fiables en temps de crise sur les marchés financiers. À ce titre, 2022 a fait figure d'exception en mettant à rude épreuve la confiance dans les placements à taux fixe. Nous sommes toutefois convaincus que les obligations continueront de jouer un rôle prépondérant.

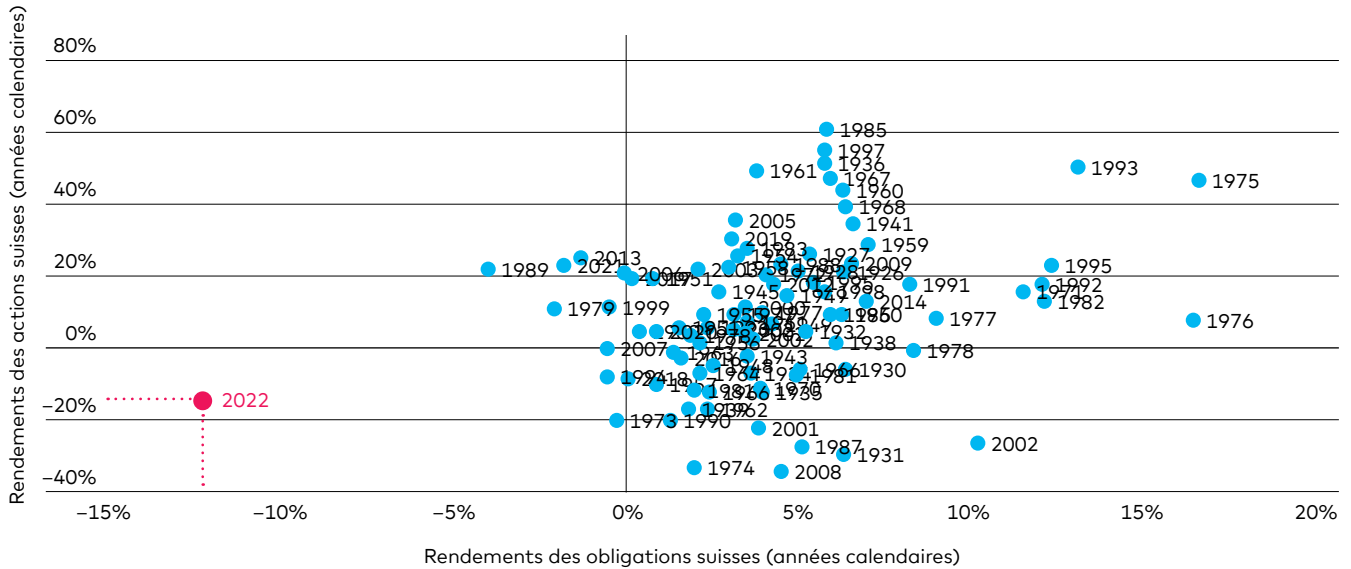
## 2022, l'exception pour les obligations suisses

Une exception est un écart par rapport à la règle en vigueur ou un cas particulier, et désigne un événement plutôt rare en temps normal. Un terme tout indiqué pour qualifier l'évolution des obligations suisses l'année dernière, qui a chuté à près de -12%. C'est la première fois depuis 1926 que ces titres affichent une performance annuelle aussi faible, comme l'illustre bien la figure 1 qui présente la performance des obligations sur l'axe des abscisses et celle des actions suisses grâce au large indice SPI sur l'axe des ordonnées. Le point rouge en bas à gauche représente 2022, année où les rendements sont tombés bien en-dessous de zéro pour les deux catégories. Avant cela, même ceux des années boursières difficiles (points sous l'axe des abscisses) ont toujours été seulement légèrement négatifs,

parfois clairement positifs, à la hauteur de la fonction de diversification de ces titres.

Même si l'année passée a pu exacerber les doutes chez de nombreux investisseurs quant aux placements obligataires, nous estimons toujours que ces derniers ont leur utilité dans un portefeuille.

**Fig. 1: rendements nominaux annuels des actions/obligations suisses (1926–2022)**



Source: Banque Cler, Pictet (rendements en %)

Si l'année écoulée constitue une exception si négative, cela est dû à plusieurs facteurs. Deux d'entre eux méritent d'être soulignés:

- 1) Le revirement fulgurant des taux des banques centrales: la forte hausse des taux d'inflation liée à la crise du coronavirus (problèmes de chaînes d'approvisionnement, etc.) et à la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine (hausse des coûts de l'énergie, des matières premières et des denrées alimentaires) a contraint celles-ci à abandonner leur politique monétaire ultra-expansionniste et à opérer rapidement un tour de vis. Alors que les États-Unis ont mis deux ans à durcir leurs mesures courant 2004, il n'a fallu que 12 mois cette fois-ci. Il en a résulté une nette hausse des rendements des placements sur le marché monétaire et des placements à taux fixe à long terme. Tandis qu'en décembre 2021, les emprunts d'État suisses à 10 ans affichaient encore des rendements à échéance négatifs, ceux-ci ont grimpé à près de 1,5% jusqu'en juin 2022. Les cours des obligations ont donc très fortement reculé.
- 2) Les rendements à échéance négatifs: si, par le passé, une rémunération courante positive permettait de compenser au moins en partie l'impact négatif de la hausse des rendements sur la performance, cela n'a pas été le cas dans le cycle actuel de hausse des taux d'intérêt. Le recul des cours des obligations s'est traduit pleinement par l'évolution de la valeur des placements à taux fixe.

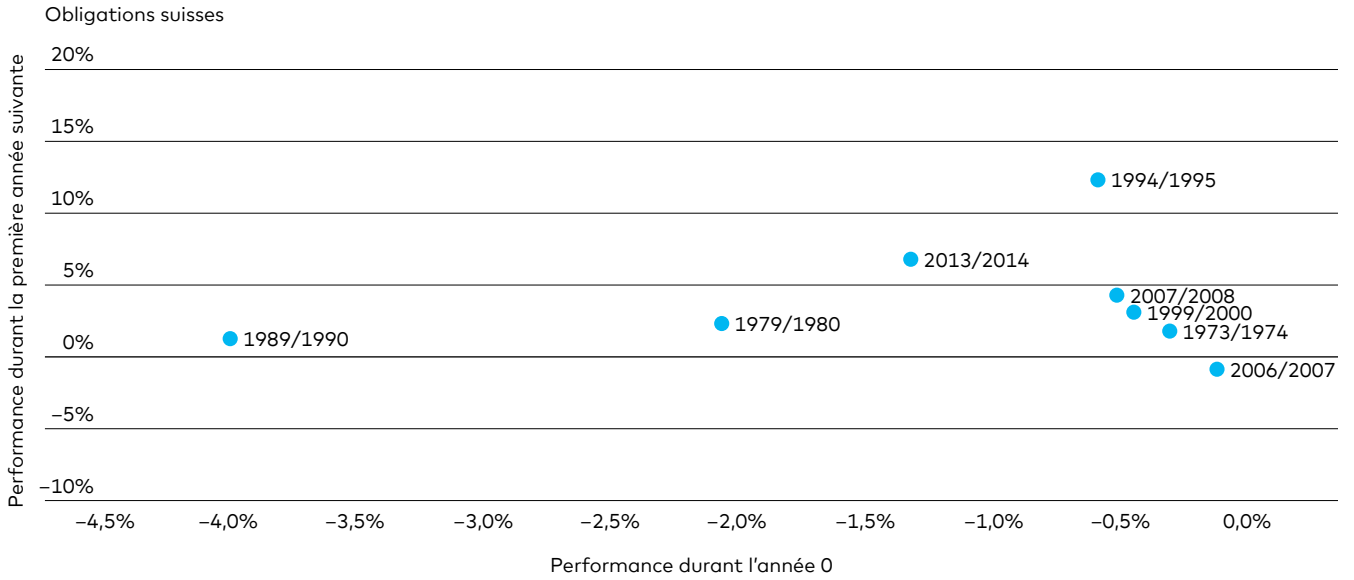
### Maintien des placements obligataires

Même si l'année passée a pu exacerber les doutes chez de nombreux investisseurs quant aux placements obligataires, nous estimons toujours que ces derniers ont leur utilité dans un portefeuille. Malgré les expériences faites en 2022, nous partons du principe que les obligations suisses continueront à jouer leur rôle de facteur de diversification dans un portefeuille mixte. De manière générale, les obligations présentant une très bonne solvabilité sont remboursées à échéance au pair, c'est-à-dire à 100%. C'est notamment le cas des emprunts d'État suisses à 10 ans, qui ont subi des baisses de cours en 2022. En ce qui concerne l'ensemble du marché des obligations suisses, nos analyses montrent en outre qu'après une année de performance négative, l'évolution de la valeur revient généralement dans le vert l'année suivante (voir fig. 2). La seule exception a été 2006/2007, années qui ont cependant affiché une performance négative extrêmement négligeable.

Nous recommandons par conséquent de ne pas réaliser les pertes (comptables) sur les obligations présentant une bonne solvabilité. Nous avons plutôt profité des rendements à échéance redevenus positifs dans le cadre de nos mandats de gestion de fortune et de nos Solutions de placement pour réduire la nette sous-pondération des obligations que nous maintenons depuis longtemps. Une décision également prise car les prévisions d'inflation restent stables pour les mois à venir malgré les récentes expériences et que nous n'anticipons pas de nouvelle hausse significative des taux d'intérêt. ■



**Fig. 2: obligations suisses: évolution négative de la valeur et performance l'année suivante (1926–2020)**



Source: Banque Cler, Bloomberg (performance en %)



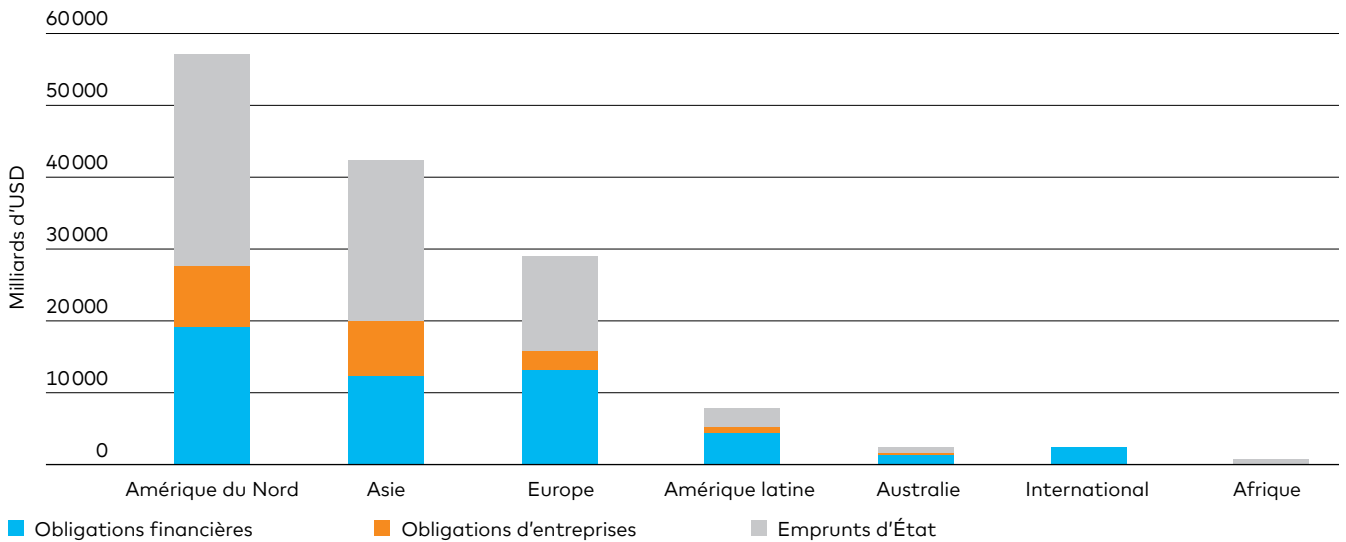
Profiter de revenus réguliers. Les obligations suisses constituent une diversification judicieuse dans un portefeuille mixte.



# Avec les obligations aussi, réfléchissez bien avant de vous engager!

Longtemps, les obligations n'ont joué qu'un rôle secondaire pour de nombreux investisseurs privés, et seuls les plus âgés se souviennent des paiements d'intérêts élevés. Avec la hausse des taux en 2022, ces titres reviennent aujourd'hui sur le devant de la scène.

Fig. 3: volume du marché obligataire mondial en 2022



Source: Banque Cler, BRI

### Obligations, de quoi parle-t-on?

Les obligations sont des prêts (aussi appelés emprunts) dans le cadre desquels des débiteurs («émetteurs») empruntent de l'argent pour une durée limitée et payent régulièrement, en contrepartie, des intérêts définis avant de rembourser la somme à l'échéance.

Autrefois, les obligations étaient des titres palpables, imprimés sur un beau papier couleur, indiquant le montant du crédit (valeur nominale), les intérêts, les conditions de paiement et le remboursement. En outre, chaque versement d'intérêts correspondait à un coupon. Détenir le titre donnait droit au remboursement à la valeur nominale, et le coupon aux versements d'intérêts. Cette titrisation a rendu les dettes négociables. Les obligations s'avèrent donc intéressantes aussi bien pour les personnes et les institutions qui souhaitent placer de l'argent que pour celles qui ont besoin de fonds.

Les émetteurs peuvent fractionner la somme: s'il leur faut 10 millions de CHF, ils peuvent vendre 10 000 obligations d'une valeur nominale de 1 000 CHF chacune à des investisseurs, qui peuvent quant à eux participer à de grands crédits avec des sommes relativement modestes.

### Le marché des obligations

Le marché obligataire mondial est vaste et comprend un large éventail d'instruments. La Banque des règlements internationaux (BRI) l'estime à quelque 136 000 milliards d'USD en 2022. Il pèse donc bien plus lourd que le marché mondial des actions, évalué à 86 000 milliards d'USD, et équivaut à environ 160 fois la performance économique annuelle de la Suisse.

Le marché obligataire est une source importante de financement pour les gouvernements, les banques, les entreprises et d'autres institutions. Près de la moitié de ces titres sont émis par des États, plus d'un tiers par des instituts financiers, et le reste par des entreprises. Sur le plan géographique, les États-Unis dominent avec plus de 40%, suivis par l'Asie et l'Europe (voir fig. 3).

Outre les obligations classiques, il existe de nombreuses variantes, qu'il faut toutefois réserver aux spécialistes. On recense par exemple des obligations dont les versements dépendent de l'inflation, de dommages relevant d'assurances, de paiements liés à la carte bancaire ou à l'achat d'une maison ou d'une voiture, d'autres qui sont des dettes devenant du capital propre ou encore qui perdent toute valeur. Ce dernier cas s'est produit lors de la crise du Credit Suisse liée à ses emprunts de rang postérieur, obligations baptisées AT1 ou «CoCo bonds».

Le marché se compose du marché primaire et du marché secondaire. Le marché primaire se concentre sur l'émission de nouvelles obligations; c'est là seulement que les émetteurs obtiennent leurs capitaux. Sur le marché secondaire, les investisseurs négocient entre eux des obligations existantes. Pour ce faire, il faut établir un cours.

## Les trois facteurs déterminants des cours obligataires: taux du marché, solvabilité, liquidité.

### Taux du marché

Pour calculer le prix d'une obligation, on met en rapport tous les paiements dus avec le taux du marché actuel. On obtient un cours parfois très différent du prix de remboursement à 100% à l'échéance. Une baisse des taux provoque une hausse des cours et inversement. Ce rapport cours/taux est essentiel pour les investisseurs.

Le taux d'intérêt à prendre en compte est déterminé par le marché, c'est-à-dire par l'offre et la demande. Si les taux d'intérêt des emprunts d'État constituent la base, la solvabilité et la liquidité jouent également un rôle déterminant.

Les taux du marché évoluant sans cesse, il existe un risque de variation des taux, qui est d'autant plus élevé que l'échéance est éloignée. En revanche, il ne s'applique pas quand l'obligation est conservée jusqu'à son échéance: on peut alors ignorer les variations de cours intermédiaires, et la valeur nominale est remboursée à l'échéance. Si une obligation doit être vendue avant, le risque peut être très élevé, comme l'a prouvé la faillite de la Silicon Valley Bank au printemps dernier, qui s'est soldée par la fermeture de l'établissement.

### Solvabilité

Lorsque l'on achète des obligations, il est essentiel de se voir rembourser l'argent prêté par l'émetteur. Plus on lui attribue cette capacité, moins il doit payer d'intérêts. Les gouvernements et leurs emprunts d'État, par exemple, sont considérés comme sûrs. En revanche, une entité affichant une solvabilité moindre se voit appliquer une majoration du taux d'intérêt, le «spread de crédit»: plus ce supplément est élevé, plus le marché estime que la solvabilité des obligations émises est faible.

Les agences de notation évaluent en permanence la qualité de crédit des États, des entreprises et des institutions, qu'ils classent en deux catégories: «catégorie d'investissement» et «catégorie spéculative», également appelée «junk bonds». En cas de détérioration de leur solvabilité, le spread de crédit et, partant, le taux exigé par le marché augmentent. Une hausse des taux entraîne une baisse des cours.

### Liquidité

La troisième composante du prix est la liquidité, c'est-à-dire la possibilité de négocier à tout moment des obligations sur le marché secondaire. Si elle est limitée, l'obligation se négocie avec une majoration du taux d'intérêt, qui fait elle aussi pression sur le cours.

### Les fonds, alternative aux placements individuels

Si vous craignez le placement minimal parfois très élevé pour certaines obligations, vous pouvez opter pour des fonds. Même avec de petites sommes, ils permettent de bénéficier des avantages d'un portefeuille, c'est-à-dire d'une diversification suffisante entre les débiteurs, les échéances et les secteurs, ainsi que d'un large choix de stratégies. Avec une qualité de débiteurs et des échéances moyennes, les fonds sont similaires aux placements individuels. Ils offrent de façon idéale la possibilité de profiter de la diversité de l'univers obligataire sans se perdre dans sa complexité. Il s'agit donc d'une composante essentielle de votre propre prévoyance, qui permet de générer des revenus et de réduire les risques dans votre portefeuille. ■



## Fonds BKB Sustainable Global Corporate Bond

Le deuxième trimestre 2023 a été marqué par le lancement du fonds BKB Sustainable Global Corporate Bond, qui investit dans des obligations d'entreprises du monde entier.

### Objectif

À long terme, il doit dépasser l'évolution de la valeur de l'indice de référence Bloomberg Global Aggregate Corporate Index®, couramment utilisé pour les obligations d'entreprises mondiales.

### Indice de référence

L'indice de référence se compose de quelque 2100 débiteurs privés et comprend au total plus de 15 500 obligations individuelles. Sur le plan géographique, elles sont majoritairement américaines (plus de 55%), mais les obligations d'entreprises de Grande-Bretagne, de France, du Canada, d'Allemagne et du Japon y occupent une place non négligeable. Si l'on observe la pondération sectorielle, on remarque l'importance des obligations du secteur financier (environ 40%). La très grande majorité des obligations pouvant faire l'objet d'investissements affiche une bonne, voire très bonne solvabilité.

### Notre processus de sélection

Tous les émetteurs figurant dans l'indice de référence doivent réussir un processus de sélection en plusieurs étapes pour pouvoir être éligibles.

- Dans un premier temps, nous éliminons ceux qui ne respectent pas les exigences de développement durable de la Banque Cler.
- Dans un deuxième temps, nous ne retenons que ceux qui ont obtenu une bonne évaluation à l'issue d'un examen par des instituts de recherche reconnus.
- Dans un troisième temps, nous vérifions la liquidité de chaque obligation. Un négoce permanent et un volume de transaction suffisant doivent être garantis pour permettre une fixation des prix correcte lors de l'achat et de la vente.

### Résultat

L'univers de placement pouvant faire l'objet d'investissements se compose en définitive d'un portefeuille d'environ 200 titres individuels pondérés différemment.



# Des rendements plus élevés grâce aux obligations en monnaie étrangère: une idée fausse?

Malgré le revirement des taux amorcé l'an passé, les rendements des emprunts d'État de la Confédération redevenus positifs restent bas en comparaison internationale. Si la promesse de rendements des obligations en monnaie étrangère est alléchante, il faut rester vigilant. Après examen de différents points de vue, nous arrivons à la conclusion qu'il est pertinent d'intégrer ces titres à un portefeuille, notamment pour les obligations d'entreprises et les obligations des marchés émergents.

## **Les risques de change entraînent une volatilité accrue...**

Comme leur nom l'indique, ces titres sont libellés en monnaie étrangère et soumis aux variations de cours, qui sont en général nettement supérieures à celles souvent modérées des obligations en monnaie locale. C'est notamment le cas pour les emprunts d'État à solvabilité élevée, comme souvent dans les pays industrialisés. Avec les fluctuations monétaires, ces placements à risque relativement faible se transforment en instruments volatils.

Choisir entre franc suisse et monnaie étrangère pour un placement obligataire, c'est choisir entre les deux bras d'une rivière, l'un promettant la sérénité d'une promenade

en bateau sur eau calme, l'autre les sensations fortes du rafting. Ce qui compte n'est pas seulement le chemin, mais aussi la destination. En somme, on cherche le placement qui aboutit à un maximum de rendements. L'expérience montre que les deux bras du cours d'eau sont parfois très éloignés l'un de l'autre, mais qu'ils finissent par converger: historiquement, les obligations en monnaie étrangère ont souvent généré à long terme des rendements similaires à ceux des obligations en francs suisses pour une évolution nettement plus volatile (voir fig. 4.1). Une observation qui confirme ainsi la théorie selon laquelle les rendements corrigés des effets de change de ces titres correspondraient à ceux des obligations en monnaie nationale.

Des rendements plus élevés grâce aux obligations en monnaie étrangère: une idée fausse?

### ... mais pas forcément un meilleur rendement à long terme...

Le taux d'intérêt nominal se compose de deux éléments: le taux d'intérêt réel et l'inflation anticipée. Dans le cas de marchés financiers parfaits et d'instruments de placement de qualité équivalente, les taux réels devraient être identiques d'un pays à l'autre, et les écarts de taux nominaux résulteraient donc uniquement des différentiels d'inflation attendus.

Concernant le taux de change, on pourrait aussi naïvement présumer qu'un même bien aurait le même prix dans tous les pays. Or une telle parité de pouvoir d'achat absolue est irréaliste, comme l'illustre le célèbre indice Big Mac de la revue «The Economist»: même si le produit fini est très comparable, le burger affiche des prix locaux convertis en francs suisses différents dans le monde entier. On utilise donc le modèle plus nuancé de la parité relative du pouvoir d'achat, selon lequel la variation des taux de change de deux monnaies dépend de l'évolution générale des prix, c'est-à-dire du différentiel d'inflation des deux pays. Les monnaies des économies à forte inflation se dévaluent davantage que celles des pays à faible inflation. L'évolution des taux de change devrait donc correspondre, à long terme, à l'évolution des différentiels d'inflation.

Pour les investissements dans des obligations en monnaie étrangère, cela signifie que la dévaluation des monnaies entraîne de nouveau une perte du rendement supplémentaire lié aux taux d'intérêt nominaux plus élevés. Même si les conditions strictes du modèle économique ne sont pas réunies dans la réalité, c'est la parité relative du pouvoir d'achat qui s'observe dans la durée. Ainsi, à long terme, les obligations en monnaie étrangère une fois converties en francs suisses ne génèrent généralement pas de meilleur rendement malgré leur rémunération nominale plus élevée.

### ... même en cas de couverture du risque de change

Outre le choix entre la promenade en bateau (obligations en francs suisses) et le parcours de rafting (obligations en monnaie étrangère), il existe une autre variante: la virée en bateau de rafting sur le bras le plus calme du même fleuve – un investissement avec couverture de change dans des obligations en monnaie étrangère. Le cours de change à terme des devises est déterminé par le différentiel de taux entre les taux d'intérêt des investissements en monnaie locale et les taux des crédits dans la monnaie étrangère choisie. Le coût du crédit inhérent à l'opération de change à terme annule l'avantage conféré par la monnaie étrangère. La plupart du temps, le rendement final est comparable à celui du placement en francs suisses. En général, les obligations en monnaie étrangère avec couverture de change ne permettent donc par conséquent pas non plus d'obtenir de rendement supplémentaire à long terme. Ainsi, le bateau de rafting (avec couverture de change) suit la trace du bateau de plaisance non pas directement, mais en faisant des détours (voir fig. 4.2).

### De l'intérêt d'intégrer des obligations en monnaie étrangère au portefeuille

Malgré des rendements similaires à long terme, il est tout à fait judicieux d'investir dans des obligations en monnaie étrangère, principalement pour la large diversification des débiteurs, la taille et la liquidité du marché, l'exploitation des différences de solvabilité ou les anomalies passagères en matière d'évaluation.

Dans le contexte mondial, le marché obligataire en francs suisses est plutôt un poids plume. Fin mars 2023, la capitalisation boursière du Swiss Bond Index AAA-BBB (SBI) s'élevait à peine à 500 milliards de CHF, soit moins de 1% de celle du Bloomberg Global Aggregate Index. Le segment des obligations d'entreprises regroupe environ 220 émetteurs avec une capitalisation boursière d'environ 130 milliards de CHF dans l'indice suisse, tandis que son pendant mondial, le Bloomberg Global Aggregate Corporate Index, en recense quelque 2100, avec plus de 11 000 milliards d'USD.



Même recette, mêmes ingrédients. Cependant, le Big Mac affiche des prix différents selon les pays. L'indice Big Mac de la revue «The Economist» illustre le rapport entre le taux de change et les prix des biens.



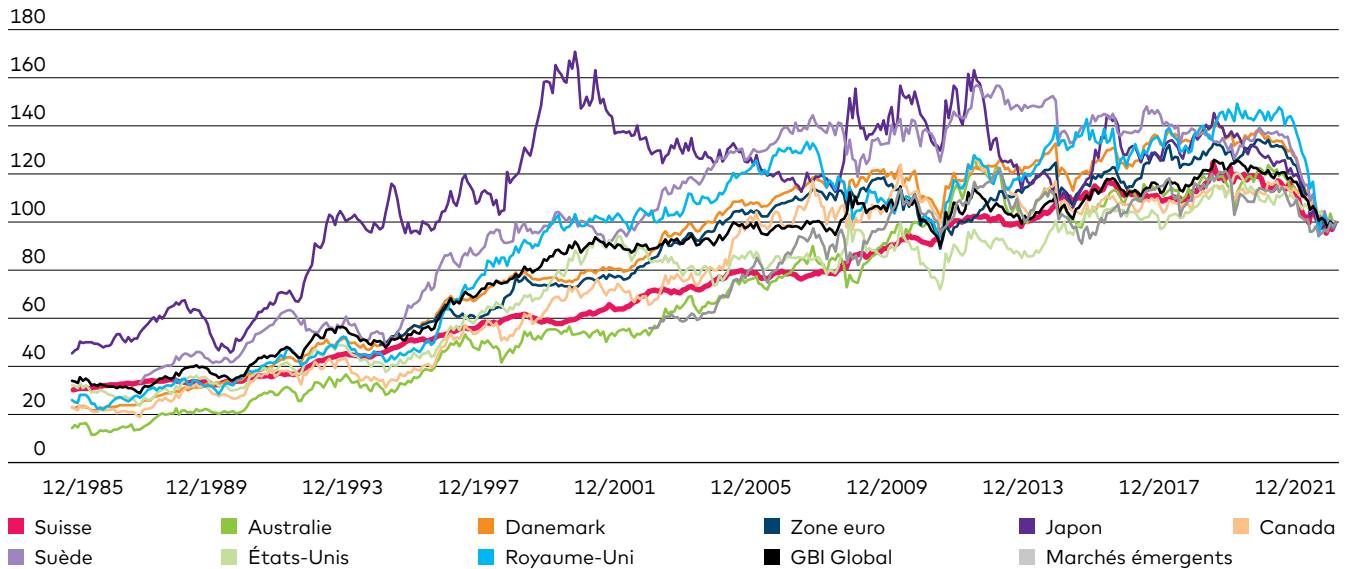


Qu'il s'agisse d'un long fleuve tranquille ou d'un voyage parsemé de rapides, les investisseurs devraient dans tous les cas garder un œil sur l'itinéraire et la destination et choisir en fonction de leur propre propension à prendre des risques.



**Fig. 4.1: indices d'emprunts d'État, convertis en francs suisses**

Indice, 31.3.2023 = 100



Source: Banque Cler, Bloomberg (ICE BofA pour les emprunts d'État suisses et JP Morgan pour les emprunts d'État des autres pays/régions). Calculs internes pour la période allant des premières disponibilités au 31.3.2023.

Figures 4.1 et 4.2: les lignes des diagrammes indiquent quel montant initial aurait dû être investi à un instant T sur l'axe des abscisses pour atteindre un montant de placement de 100 CHF au 31 mars 2023. Plus l'investissement initial est faible, mieux c'est.

Du point de vue des investisseurs suisses, il s'avère donc intéressant de profiter du grand marché mondial des obligations, notamment pour les obligations d'entreprises. Une diversification mondiale des placements offre des possibilités supplémentaires de diversification des risques mais aussi d'optimisation des rendements. Parallèlement, les critères de l'indice mondial sont nettement plus exigeants en ce qui concerne la taille de l'émission des obligations, ce qui garantit une meilleure liquidité et, partant, une meilleure négociabilité.

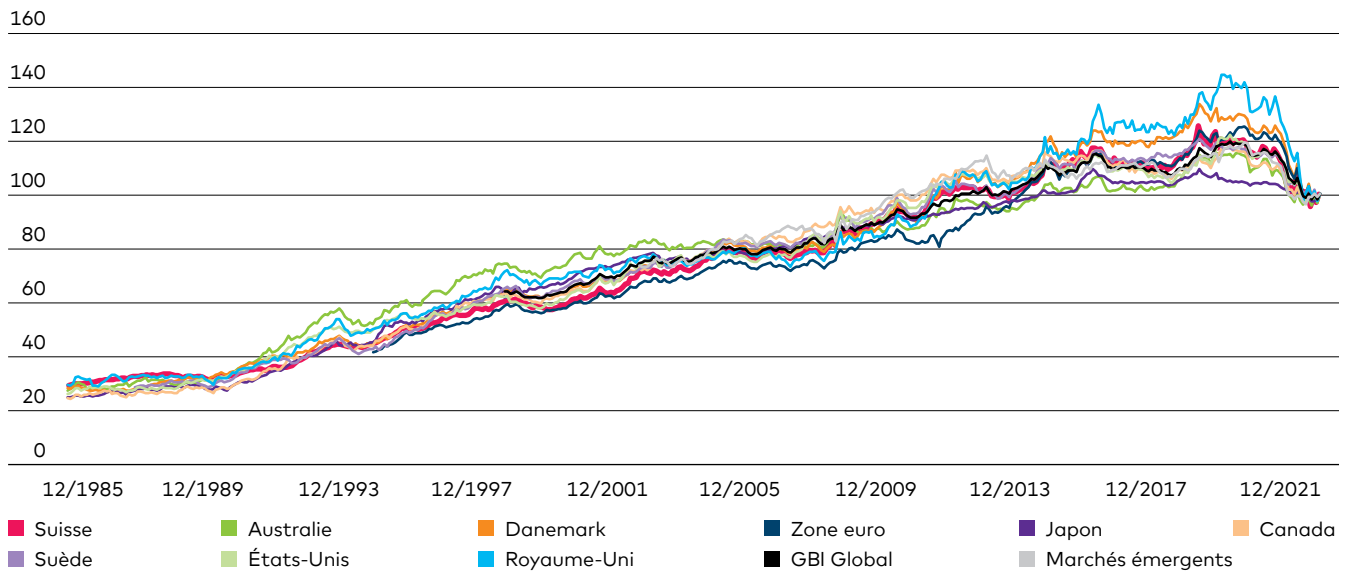
Les obligations des marchés émergents bénéficient quant à elles à long terme d'un écart de rendement relativement plus important. Sur le marché obligataire, un fort risque

de solvabilité est rémunéré par une prime de rendement supplémentaire: ces 20 dernières années, par rapport aux obligations suisses, celle des emprunts d'État des pays émergents libellés en monnaie locale dépassait en moyenne les 5,5%. Cela a permis de couvrir le risque de défaut accru, qui se traduit par une notation moyenne de BBB par rapport à la meilleure note suisse AAA.

Comme pour tous les placements, avec les obligations en monnaie étrangère, il convient de miser sur la diversification du portefeuille. Compte tenu de la complexité des risques lors de la sélection de titres et du suivi des expositions au risque de change, une gestion professionnelle est recommandée. ■

**Fig. 4.2: indices d'emprunts d'État avec couverture du risque de change en francs suisses**

Indice, 31.3.2023 = 100



Source: Banque Cler, Bloomberg (ICE BofA pour les emprunts d'État suisses et JP Morgan pour les emprunts d'État des autres pays/régions). Calculs internes, couverture (hedging) variable pour les indices de pays sur la base de taux interbancaires à 1 mois (sauf GBI Global et marchés émergents: indices avec couverture de JP Morgan), période allant des premières disponibilités au 31.3.2023.



Pour les obligations en monnaies étrangères également, un conseil professionnel et une large diversification du portefeuille sont de mise.



# «Green bonds»: investir de façon responsable avec des obligations

Pour que l'économie réussisse sa «transformation verte», il faut du capital. Parmi les instruments financiers, les obligations vertes ou «green bonds» ont le vent en poupe. Mais de quoi s'agit-il, quels sont leurs véritables effets et qu'englobent exactement les transactions? Pour répondre à ces questions et bien d'autres, prenons l'exemple de celle d'Amag Leasing SA.

Avec ses milliers de sources, la Suisse est considérée comme le château d'eau de l'Europe, ses eaux alimentant certains des plus importants fleuves d'Europe comme le Rhin, le Rhône, le Pô et le Danube. Au vu de la crise climatique qui perdure et de l'augmentation des températures locales (+1,8 °C depuis 1850), le cycle de l'eau évolue dans le pays, avec des conséquences dévastatrices sur la disponibilité de l'eau en Europe. D'ici la fin du siècle, il est probable que les glaciers en Suisse auront en grande partie fondu. Notre pays assume sa responsabilité dans la crise climatique et participe à la lutte contre celle-ci à l'échelle internationale. Pour atteindre l'objectif internationalement reconnu du «zéro émission nette d'ici 2050», la Suisse doit réduire drastiquement ses émissions actuelles de CO<sub>2</sub>, qui s'élèvent à 44 mégatonnes par an.

## Notre pays assume sa responsabilité dans la crise climatique et participe à la lutte contre celle-ci à l'échelle internationale.

En d'autres termes, l'économie helvétique doit opérer une transformation vers une forme plus respectueuse de l'environnement, ce qui nécessite des capitaux supplémentaires. Selon une étude de l'Association suisse des banquiers, des investissements de quelque 12,9 milliards de CHF par an seront requis d'ici 2050, et pourraient être en grande partie financés par le biais des banques suisses. Le marché financier helvétique joue donc un rôle central dans le processus de transformation durable. Sur le marché suisse des capitaux, un instrument financier spécifique a fait ses preuves à cet égard: l'obligation verte («green bond»).



La fonte des glaciers illustre la manière dont le cycle de l'eau évolue. Il faut drastiquement réduire les émissions de CO<sub>2</sub>.



## Obligations vertes: exemple d'Amag Leasing SA

Les obligations vertes sont des emprunts permettant à un émetteur d'obtenir des fonds sur le marché des capitaux pour les utiliser à des fins respectueuses de l'environnement, par exemple dans les transports. Pourquoi ce secteur en particulier? Celui-ci représente une part colossale des émissions de gaz à effet de serre: en 2020, elles s'élevaient à 13,4 milliards de tonnes de CO<sub>2</sub> en Suisse. Pour atteindre le «zéro émission nette d'ici 2050», il faut réduire fortement les émissions provenant des transports terrestres. C'est là que les concessionnaires automobiles comme Amag Group SA jouent un rôle de premier plan. L'activité de cette entreprise sise à Cham se répercute sur les émissions de CO<sub>2</sub> effectives sur les routes suisses. Consciente de cette responsabilité dans la transformation, Amag entend devenir le prestataire numéro un de la mobilité individuelle durable. Elle s'est fixé des objectifs ambitieux en matière de distribution de véhicules électriques et hybrides rechargeables, ce qui requiert des capitaux qu'Amag Leasing SA (Alag), une filiale d'Amag SA, a obtenus sur le marché suisse des capitaux par le biais d'une obligation verte.

Dans un premier temps, Alag a élaboré un cadre d'émission, le «Green Finance Framework», conforme aux Principes applicables aux obligations vertes (Green Bond Principles, GBP). Ces lignes directrices promeuvent le financement de la transformation durable en améliorant la transparence quant à l'utilisation des fonds de ces titres et sont respectées par la plupart des obligations vertes existantes.

Pierre angulaire de l'approche, ce cadre comprend les éléments suivants:

- 1) Utilisation des produits d'émission: la raison d'être d'une obligation verte est l'utilisation des produits d'émission pour financer des projets écologiques éligibles. Les GBP en reconnaissent plusieurs catégories: énergies renouvelables, prévention de la pollution, moyens de transports propres, etc. Alag affecte les produits d'émission aux transports propres et aux énergies renouvelables, et peut ainsi à la fois refinancer des véhicules rechargeables rendant le transport plus respectueux du climat et investir dans des installations photovoltaïques.
- 2) Processus d'évaluation et de sélection des projets: il faut définir non seulement l'évaluation des projets verts, mais aussi le suivi et la gestion des risques sociaux et environnementaux. Chez Alag, toute la procédure est assurée par un comité consultatif de développement durable.

- 3) Gestion des produits: les produits nets d'une obligation verte doivent être gérés séparément des autres actifs. Par le biais d'un processus interne formel, l'émetteur s'assure que les produits sont utilisés exclusivement pour les activités de crédit et d'investissement liées aux projets verts éligibles, conformément au cadre. Alag alloue un montant équivalent à ces produits nets au portefeuille de projets verts éligibles, et son service financier surveille les actifs et les affecte.
- 4) Reporting: la transparence concernant les retombées escomptées et observées des projets constitue la dernière partie des lignes directrices. Des informations actualisées sur l'utilisation des produits et d'autres indicateurs de performance (quantitatifs) doivent être rendus publics. Alag a publié un rapport sur l'obligation verte en 2022 et l'actualisera chaque année.

### Quels objectifs ont été atteints avec l'obligation verte d'Alag?

- 1) Alag a pu financer de nombreux projets qui soutiennent la transformation durable en Suisse.
- 2) Les investisseurs connaissent parfaitement l'impact de leur placement.
- 3) Les émissions de CO<sub>2</sub> sur les routes suisses sont réduites.
- 4) Alag a identifié un portefeuille de 11 100 contrats de leasing verts. Ceux-ci recouvrent des véhicules hybrides rechargeables d'une valeur de 124 millions de CHF et des véhicules électriques d'une valeur de 359 millions de CHF. Tous ces véhicules ont réduit les émissions de CO<sub>2</sub> sur nos routes: jusqu'à fin juin 2022, la flotte refinancée par l'obligation verte a rejeté 1934 tonnes de CO<sub>2</sub>, soit une réduction de 15 344 tonnes par rapport à la moyenne des véhicules neufs en 2021.

En résumé, une obligation verte a un effet largement positif sur le développement durable. Dans ce cadre, l'essentiel est d'allouer efficacement les fonds et de garantir clarté et transparence pour les investisseurs.

### Importance des obligations vertes sur le marché obligataire mondial

En 2007, la Banque européenne d'investissement (BEI) a émis la première obligation verte destinée à financer des projets contribuant à la préservation du climat dans les domaines des énergies renouvelables et de l'efficacité énergétique, suivie en 2008 par la Banque mondiale. Moins de deux ans plus tard, l'organisation non gouvernementale Climate Bonds Initiative a été créée pour accroître l'attractivité du marché. Celui-ci a commencé à prendre de la vitesse en 2013. Début décembre 2020, le marché des obligations vertes a franchi la barre des 1000 milliards d'USD et se rapproche désormais d'un volume d'émissions cumulé de 1800 milliards d'USD.

Cette situation reste relativement modeste si on la compare au marché obligataire mondial (env. 62 000 milliards d'USD<sup>1</sup>). Toutefois, cette croissance constante a donné un élan à la perception du marché, tant et si bien que les obligations vertes semblent en passe de devenir un produit courant et de contribuer de manière significative au financement de l'action climatique et à la réalisation des objectifs de l'Accord de Paris. À cela s'ajoute le fait qu'un nombre croissant d'entreprises reconnaissent l'attrait de trouver des investisseurs intéressés par des financements dédiés. Mais cette expansion engendre aussi des risques. Toutes les obligations «écologiques» n'offrent pas les mêmes garanties en ce qui concerne l'utilisation des produits d'émission ni la même transparence, ce qui accroît le risque de greenwashing.

Du point de vue des investisseurs, miser sur des fonds d'investissement permet de financer plusieurs projets et, partant, de s'engager sur plusieurs fronts, ainsi que d'accéder au marché mondial des obligations vertes plutôt que de se limiter à un seul de ces titres. Les investisseurs profitent en outre de la taille du fonds et de la compétence du gestionnaire de fonds, le tout avec une forte diversification et de meilleurs rendements ajustés du risque. ■

<sup>1</sup> Bloomberg Global Aggregate Index, état au 31.3.2023



## Erste Responsible Bond Global Impact Fund

Toutes les obligations vertes n'honorent pas totalement leurs propres critères en matière de développement durable ou d'impact sur l'environnement. Selon nous, mieux vaut donc mandater un gestionnaire d'actifs spécialisé. Lancé en 2015, l'Erste Responsible Bond Global Impact Fund (ISIN: AT0000A1EK55) offre une opportunité de placement intéressante pour investir dans des actifs et des projets écologiques authentiques et efficaces. Ce fonds obligataire mondial investit dans les impact bonds, à savoir exclusivement dans des green bonds, des climate-awareness bonds et des social bonds, qui, outre un bénéfice social ou environnemental élevé, doivent répondre à toutes les autres exigences de l'approche intégrée de la durabilité.





Les obligations vertes prennent de plus en plus d'importance. Le financement de projets contribuant à la préservation du climat et l'investissement dans des domaines tels que les énergies renouvelables et l'efficacité énergétique sont des instruments importants pour la réalisation des objectifs de l'Accord de Paris sur le climat.





# Évolution de la mondialisation et des placements financiers dans les pays émergents

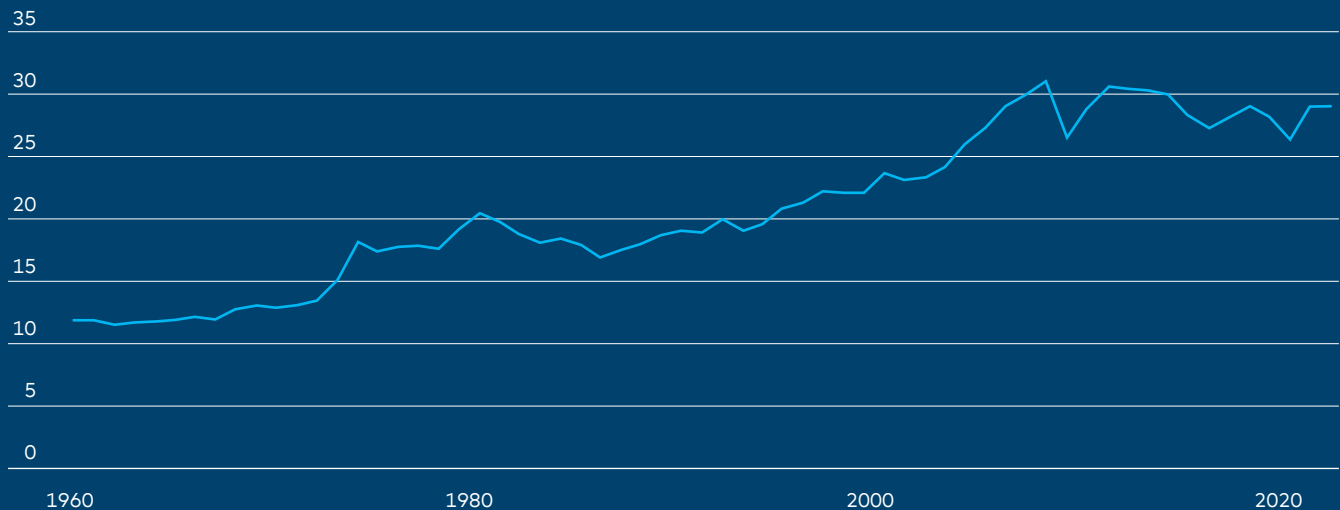
Lorsqu'en 2001, l'analyste de Goldman Sachs Jim O'Neill a introduit l'acronyme BRIC pour désigner les pays émergents du Brésil, de la Russie, de l'Inde et de la Chine, les placements financiers dans ces pays étaient très prometteurs. Il avait alors tapé dans le mille: leurs taux de croissance élevés et la mondialisation galopante attiraient d'importants investissements étrangers vers les économies des BRIC. À partir de 2003, les placements dans des actions et des obligations de pays émergents se sont révélés extrêmement fructueux. La crise financière mondiale de 2008/2009 a toutefois transformé durablement les tendances sous-jacentes. Si avant 2008, on pouvait tout simplement miser sur les BRIC, il faut aujourd'hui une discussion plus nuancée sur les opportunités et risques. La mondialisation ne va pas s'inverser, mais doit cependant être reconsidérée sous un nouvel angle afin d'être en phase avec le changement permanent.

## **Pays émergents: un terme générique peu parlant**

Les placements dans des actions et des obligations de pays émergents sont généralement effectués par le biais de fonds de placement. Des indices définissant des valeurs indicatives pour la pondération en pourcentage des pays et des régions concernés se sont donc imposés. Peu après l'invasion de l'Ukraine par la Russie, l'allocation en actions et obligations russes a été retirée de ces indices. L'indice boursier MSCI des marchés émergents est aujourd'hui dominé par la Chine, Taïwan et l'Inde, ces pays représentant ensemble environ la moitié du volume des placements. En y ajoutant les actions de Corée du Sud, du Brésil, d'Arabie saoudite, d'Afrique du Sud, du Mexique, de Thaïlande et d'Indonésie, on arrive à 90% du volume des placements. Dans notre indice obligataire, la Chine, le Brésil, le Mexique, l'Indonésie, la Malaisie et l'Afrique du Sud représentent chacun 10% environ. Viennent ensuite, avec une pondération décroissante, la Pologne, la République tchèque,

la Colombie, la Roumanie, la Hongrie, le Pérou, le Chili et la Turquie. Ainsi, plus de 90% du portefeuille obligataire est défini au niveau régional.

Il est clair que, concernant les pays cités, la notion de «pays émergents» a perdu de son sens. La complexité de la sélection et de la pondération des actions et des obligations correspondantes dans le cadre d'une constitution de portefeuille est tout simplement vertigineuse. Depuis la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine, voire avant, et la rivalité toujours plus patente entre la Chine et les États-Unis, des questions fondamentales se posent concernant les investissements dans ces deux pays. Avant d'examiner dans le détail les possibilités de placement, il convient de s'interroger sur les tendances économiques, notamment au niveau du commerce mondial, qui y rendent les placements attrayants.

**Fig. 5: part des exportations mondiales dans le PIB mondial: maintien à un niveau élevé**

Source: Banque Cler, Bloomberg, Banque mondiale (exportation de biens et services en % du PIB mondial)

### Évolution de la mondialisation

Aujourd'hui, les pays émergents mentionnés représentent plus de 40% de la performance et environ 50% de la croissance économique mondiale. Dans les premières phases de la mondialisation, les pays émergents étaient considérés comme des zones de production bon marché. La consommation des produits fabriqués dans ces régions était principalement tirée par l'exportation vers les pays développés. Avec l'explosion des revenus et l'apparition d'une nouvelle classe moyenne au fort pouvoir d'achat, les relations géographiques entre la production et la consommation ont considérablement évolué.

Selon une étude du McKinsey Global Institute (*Globalization in transition: the future of trade and value chains*, 2019), pas moins de 51% de la consommation mondiale sera assurée par les pays émergents d'ici 2030, contre 26% en 2007. Dans un monde où la consommation locale est en hausse constante dans les régions de production, la part des exportations dans la performance économique ne peut pas continuer à croître sans s'arrêter (voir fig. 5). En quelques décennies, la place industrielle chinoise est devenue un marché de consommation important. Cette tendance s'observe également dans de nombreux autres pays émergents.

Considérer la mondialisation  
comme un transfert géographique  
de postes de travail vers des pays  
à bas salaires n'est guère plus  
éclairant pour comprendre les  
nouvelles tendances.

### Fonctionnement des chaînes de valeur mondiales

Le mode d'action des chaînes de valeur mondiales évolue lui aussi. L'encadré décrit six différents archétypes de chaînes de valeur, ce qui est utile pour discuter des tendances commerciales. Trois grandes tendances se dégagent en effet.

## Tendance 1

### Baisse de l'intensité commerciale des chaînes de valeur des biens

Du milieu des années 1990 jusqu'à la crise financière globale de 2008/2009, le commerce de marchandises a progressé deux fois plus vite que la performance économique à l'échelle mondiale. Depuis, ces deux indicateurs suivent à peu près le même rythme. La part du commerce mondial de marchandises dans la performance économique mondiale est donc restée relativement stable depuis (environ 27%). Cette tendance n'implique pas une inversion de la mondialisation. Elle signifie plutôt qu'en raison de l'importance croissante des débouchés dans les pays émergents, la production sur place répond mieux à la demande locale et qu'il n'y a plus de grand excédent de production pour les exportations mondiales. Ainsi, dans les chaînes de valeur «Innovations globales» et «Transformation régionale», la part des exportations dans la performance économique globale de la région a tendance à diminuer malgré la croissance.

## Tendance 2

### Augmentation de l'intensité de connaissances des chaînes de valeur

Les technologies et les connaissances jouent un rôle croissant dans toutes les chaînes de valeur. Même dans le secteur manufacturier, la création de valeur intègre les services. Ceux-ci sont compris dans la valeur des biens et non enregistrés séparément en tant qu'exportations de services. Dans le domaine des services également, technologies et connaissances gagnent donc en importance dans la création de valeur.

## Tendance 3

### Augmentation de l'intensité commerciale des services à forte intensité de connaissances

La baisse de l'intensité des échanges de biens, en particulier dans les chaînes de valeur complexes et à forte intensité de connaissances, est contrebalancée par l'importance croissante des exportations de services. La convergence des revenus et des normes de formation entre les pays émergents et les pays industrialisés occidentaux renforce l'incitation à l'échange de services à forte intensité de connaissances.



### Implications pour les placements dans les pays émergents

Considérer la mondialisation comme un transfert géographique de postes de travail vers des pays à bas salaires n'est guère plus éclairant pour comprendre les nouvelles tendances. Le ralentissement du rythme de croissance de pays émergents comme la Chine ou l'Inde ainsi que la convergence avec les taux de croissance des États-Unis ou de l'UE ne signifient pas nécessairement que les placements dans ces pays sont devenus structurellement moins attractifs. Dans un monde déjà fortement globalisé, les chaînes de valeur évoluent et les entreprises des pays industrialisés se trouvent de plus en plus à égalité avec celles des pays émergents dans la concurrence.

En matière de placements dans ces régions, il convient de tenir compte des tendances qui se dessinent aujourd'hui. Nous attachons une grande importance à l'intégration des tendances évoquées ci-dessus en matière de pondération des pays et des secteurs dans les fonds actifs que nous recommandons.

Dans les principaux indices de référence, la Chine, Taïwan, l'Inde et la Corée du Sud sont fortement pondérés. Compte tenu des tensions géostratégiques croissantes entre les États-Unis et la Chine, mais aussi du point de vue du développement durable, il serait selon nous souhaitable que les fonds s'orientent moins rigidement vers les indices de référence ou que les indices évitent systématiquement une pondération excessive de certains pays. Il est important pour les investisseurs d'être conscients de cette problématique et d'en tenir compte dans leurs décisions de placement. ■



Des pays comme la Chine ou l'Inde ont connu un ralentissement du rythme de leur croissance. Tendances à prendre en compte lors d'un investissement sur les marchés émergents.

## Six archétypes différents de chaînes de création de valeur (étude McKinsey)

### Innovations globales

Par exemple les chaînes de valeur des secteurs automobile, informatique, électronique ou des industries chimique ou pharmaceutique. Leur conception est de plus en plus modulaire. Les composants proviennent d'un grand nombre de pays et de fabricants et nécessitent des chaînes d'approvisionnement complexes et coordonnées. La création de valeur est basée sur les connaissances, repose sur des investissements importants dans la recherche et le développement et nécessite une logistique de production internationale complexe.

### Transformation régionale

Dans ces chaînes de valeur, les matières premières sont transformées en produits de base ou intermédiaires dans le cadre de processus de production simples et séquentiels, comme la fabrication d'acier, de papier, de boissons ou de produits alimentaires peu transformés pour n'en citer que quelques-uns.

Ces chaînes de valeur ne sont pas concentrées géographiquement ni réparties dans le monde entier. Les facteurs du poids, souvent élevé, et de la durée de conservation empêchent une forte intensité des échanges. Ces produits sont en général vendus localement à la chaîne de valeur «innovations globales».

### Services à forte intensité de main-d'œuvre

Ces chaînes de valeur importantes et à forte intensité de main-d'œuvre comprennent le commerce de détail et de gros, la logistique (transport et stockage), le tourisme et la santé. Compte tenu de la nature personnelle de ces services, l'intensité des échanges est faible. Toutefois, le commerce international joue un rôle de plus en plus important dans ce domaine. Après l'agriculture, c'est cette chaîne de valeur qui emploie le plus de personnes: plus de 740 millions (23% de la main-d'œuvre mondiale), dont deux tiers dans le commerce de gros et de détail.

### Biens à forte intensité de main-d'œuvre

Par exemple les chaînes de valeur utilisées dans la fabrication de textiles, de vêtements, de chaussures, de jouets ou de meubles. La production emploie des travailleurs moins qualifiés et entraîne des coûts salariaux peu élevés en comparaison internationale. Bien que cette chaîne de valeur soit souvent considérée comme l'archétype de la mondialisation dans les pays industrialisés occidentaux, elle ne représente que 7% du commerce mondial et emploie environ 3% de la main-d'œuvre mondiale (environ 100 millions de personnes). La production de ces biens a été fortement externalisée par les pays industrialisés d'origine. La robotique, l'intelligence artificielle et les processus de fabrication automatisés pourraient encore transformer de manière significative cette chaîne de valeur à l'avenir.

### Biens à forte intensité de ressources

Il s'agit des chaînes de valeur utilisant des ressources naturelles (mines, métaux de base, énergie, agriculture). Les produits sont réorientés vers d'autres chaînes de valeur. La présence des ressources naturelles et les possibilités de transport vers d'autres chaînes de valeur déterminent la localisation de ces industries. L'agriculture emploie environ 900 millions de personnes dans le monde, contre environ 50 millions seulement pour les autres industries de la chaîne.

### Services à forte intensité de connaissances

Ces chaînes de valeur comprennent les services professionnels, l'intermédiation financière et les services informatiques. Elles dépendent d'une main-d'œuvre qualifiée et génèrent une grande valeur à partir d'actifs incorporels.

Plus de la moitié des employés ont au moins un diplôme de Bachelor. En raison des obstacles réglementaires, l'intensité des échanges est moindre que dans le secteur de la production de biens. La plupart des entreprises de ce domaine sont implantées dans des pays industrialisés et seulement 20% environ des exportations de services proviennent des pays émergents.

# Bien gérer les obligations des marchés émergents

Depuis de nombreuses années, les stratégies de placement diversifiées à l'échelle mondiale intègrent des placements dans les pays émergents. Particulièrement intéressants, ces produits promettent une contribution positive aux rendements à moyen et long termes. Mais ces derniers s'accompagnent généralement d'un risque accru. Nous sommes toutefois d'avis que les obligations des marchés émergents, par exemple, offrent une diversification pertinente dans un portefeuille obligataire. Pour quelles raisons est-il judicieux de miser sur ce type de placement et à quoi faut-il prêter attention en particulier?

## **Pays émergents – de bonnes perspectives de croissance et des taux d'endettement stables**

Le cadre économique favorable, la stabilité de la politique financière et une bonne solvabilité des débiteurs sont en général des conditions préalables importantes à l'achat d'obligations, notamment d'emprunts d'État, et d'autant plus pour les placements dans les pays émergents. Aussi, en raison des faillites d'États comme l'Argentine, les emprunts des pays émergents sont souvent perçus comme très risqués et donc peu attractifs. En effet, leur solvabilité est inférieure à celle des emprunts d'État occidentaux, même si, ces dernières années, elle est restée relativement constante, notamment pour ceux en monnaie locale, figurant dans la catégorie «investment grade» avec une notation moyenne de BBB+ selon S&P.

Alors que la plupart des pays industrialisés sont confrontés au vieillissement de leur population, à des taux de croissance faibles et à une hausse des taux d'endettement, de nombreux marchés émergents – mais pas tous – affichent

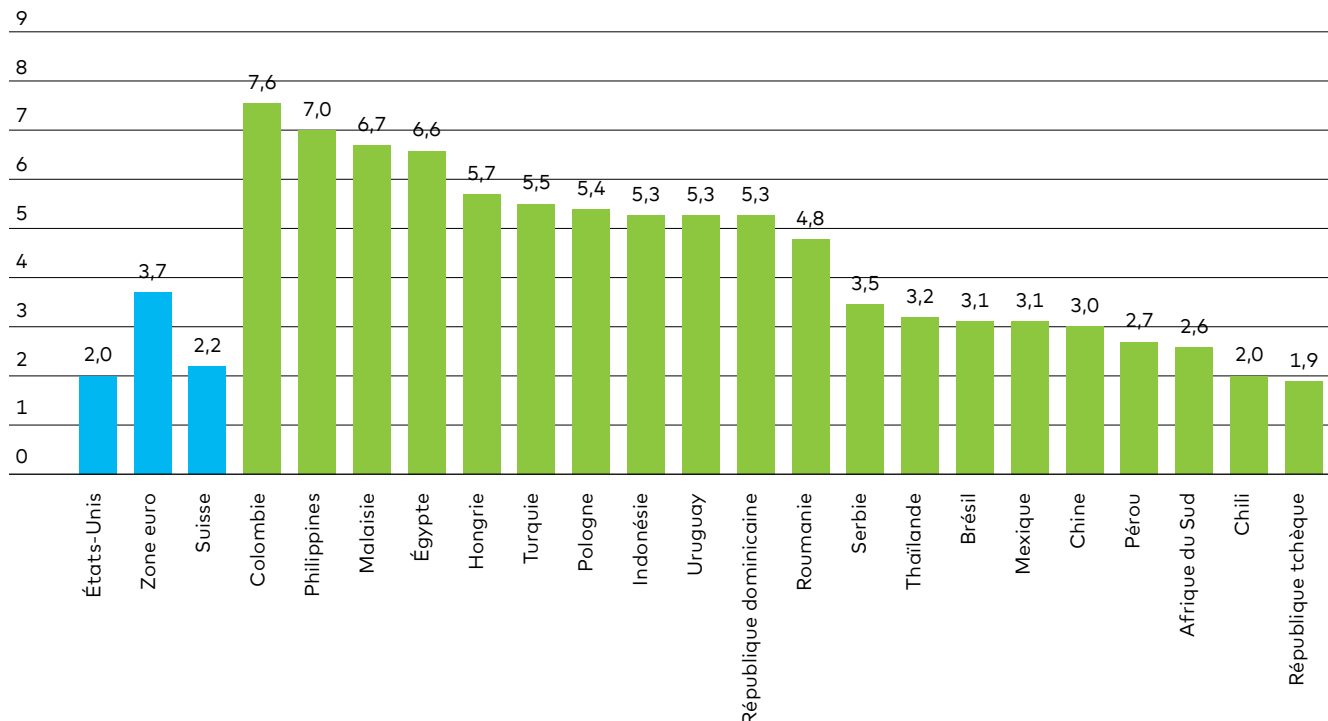
des données plus favorables. À moyen et long termes, on estime que leur potentiel de croissance dépassera celui des pays industrialisés. Les crises vécues durant 2022 (guerre de la Russie contre l'Ukraine, montée en flèche des taux d'inflation, etc.) tendent à montrer que ces prévisions ne sont pas totalement infondées, de nombreux pays émergents ayant enregistré une croissance économique nettement supérieure à celle des pays industrialisés occidentaux (cf. fig. 6).

En outre, de nombreux pays émergents ont progressé dans la lutte contre l'inflation ces dernières années. Alors qu'en 2022, certains États industrialisés ont dû faire face à des taux d'inflation à deux chiffres, ceux-ci n'ont pas dépassé les 10% dans les principaux pays émergents (Chine: 2%, Brésil: 9,3%, Afrique du Sud: 6,9%, Mexique: 7,9%, Inde: 6,7%). De même, les taux d'endettement rapportés au produit intérieur brut sont souvent inférieurs à ceux observés dans les pays industrialisés occidentaux – exception faite de la Suisse (voir fig. 7).





**Fig. 6: solide croissance économique en 2022 dans de nombreux pays émergents**



Source: Banque Cler, Bloomberg, FMI (PIB en prix constants, glissement annuel en %)

Cependant, dans ces régions aussi, l'évolution démographique est incertaine. Après de longues années de politique de l'enfant unique, la Chine se retrouve confrontée au vieillissement de sa population et à une diminution de la main-d'œuvre potentielle.

**Obligations des marchés émergents: ce qu'il faut savoir**

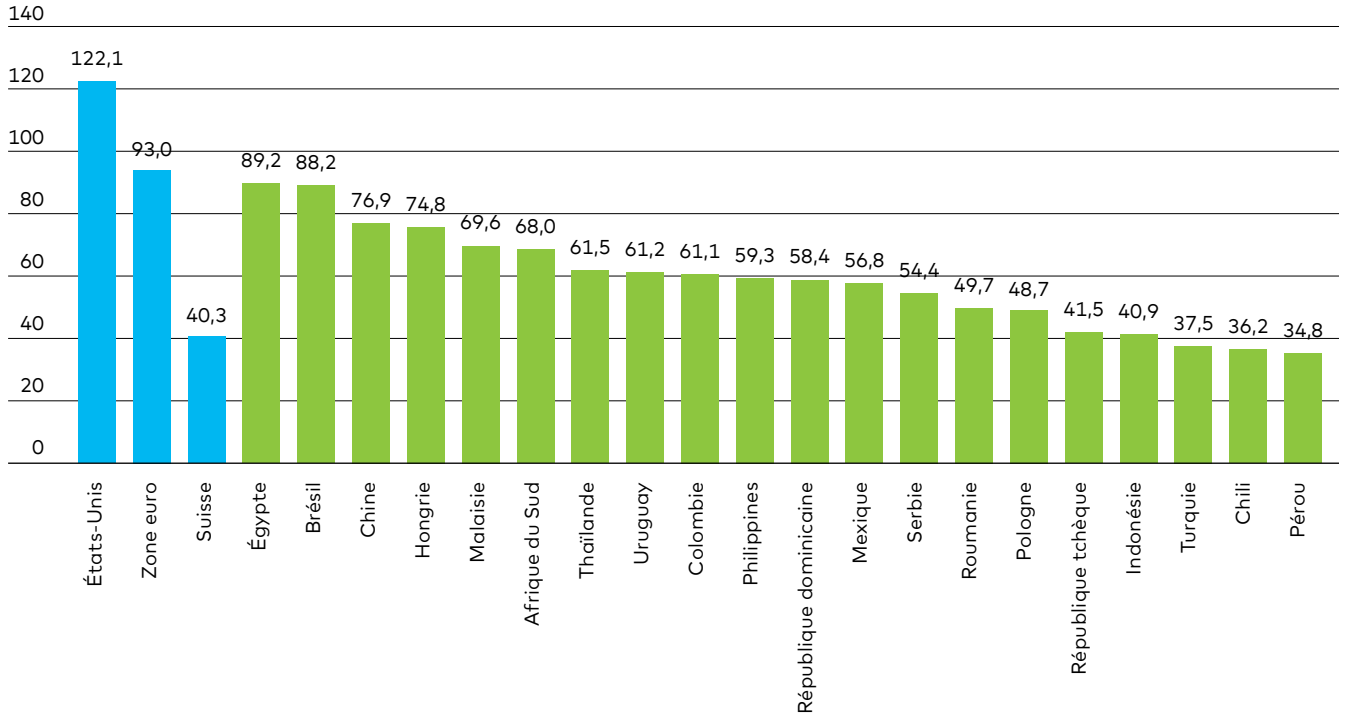
Les investisseurs qui s'intéressent aux placements dans les pays émergents doivent notamment prendre en compte les points suivants, tant pour l'achat d'actions que pour les investissements en obligations.

1) Dans le domaine des obligations des marchés émergents, on opère de manière générale une distinction entre les placements en monnaie forte («hard currency»), c'est-à-dire en USD, et locale («local currency»). Les placements en monnaie locale présentent généralement un rendement plus élevé et une durée moyenne d'immobilisation du capital plus courte (durée modifiée), et sont donc exposés à des risques de variation des taux moins importants. Fin avril, les rendements en monnaie locale étaient supérieurs à 7% pour l'indice JP Morgan GBI-EM Diversified et leur durée se

situait à tout juste 4,6 ans. À titre de comparaison, le large indice Swiss Bond Index (SBI) affichait 1,9%, avec une durée de 6,9 ans. Toutefois, en misant sur les rendements plus élevés et le risque plus faible de variations des taux dans les pays émergents, il faut prendre en considération des risques de change plus importants.

2) Les investissements dans des obligations des marchés émergents présentent eux aussi des risques cumulés. Certains indices de référence ont donc limité la pondération maximale d'un pays, d'autres non. Il faut tenir compte de ce paramètre, surtout dans le cas des emprunts d'État chinois, qui ont gagné une importance considérable dans l'univers de placement pouvant faire l'objet d'investissements. Certains indices affichent actuellement une pondération des emprunts chinois supérieure à 50%. Or cette forte pondération implique non seulement des risques cumulés accrus, mais porte également préjudice au rendement. Les emprunts d'État chinois ont un rendement inférieur à 3% et une durée supérieure à 5 ans.

**Fig. 7: comparaison des taux d'endettement de certains pays en 2022**



Source: Banque Cler, Bloomberg, FMI (dette publique brute en % du PIB)

### Notre recommandation

Nous sommes convaincus que l'intégration d'obligations des marchés émergents peut contribuer judicieusement, à moyen et long termes, aux caractéristiques de risque-rendement du portefeuille. Afin d'éviter une hausse des risques cumulés et de garantir un rendement à échéance attractif et une sensibilité aux taux d'intérêt plus faible, nous nous basons dans nos mandats de gestion de fortune sur un indice de référence en monnaies locales qui limite la pondération des différents pays à 10%. En outre, du point de vue des risques, la part des obligations des marchés émergents dans le portefeuille ne doit pas dépasser 3% et doit s'effectuer par le biais de fonds très diversifiés. Comme pour les investissements en actions, l'horizon de placement est idéalement compris entre 5 et 10 ans. ■



## Placements en fonds possibles parmi notre liste de recommandations

### Dette Asie/Pacifique en monnaie locale

Legg Mason GF plc - Western Asset Asian Opportunities (IE00B2Q1FD82)

### Dette des marchés émergents en monnaie locale

BlackRock BGF - Emerging Markets Local Currency Bond (LU0278470058)

### Dette des marchés émergents en monnaie forte

Vontobel Fund - Emerging Markets Debt (LU0926439562)

### Placements durables

Schroder International Selection Fund BlueOrchard Emerging Markets Impact Bond Fund (LU2498533053)



## Placements alternatifs: la diversification paie

«Ne pas mettre tous ses œufs dans le même panier»: ce vieil adage est tout aussi pertinent quand il s'agit de minimiser le risque de défaillance totale de vos placements. Au IV<sup>e</sup> siècle déjà, le rabbin Isaac bar Aha proposait dans le Talmud babylonien une division du patrimoine en un tiers de terres, un tiers de marchandises et un tiers d'argent liquide. Les siècles ont passé, mais la pertinence de la diversification est plus actuelle que jamais.

En 2022, alors que les actions et les obligations suisses avaient subi des pertes de valeur à deux chiffres, bon nombre d'investisseurs suisses ont regretté le manque d'hétérogénéité de leur portefeuille en fin d'année. Cette expérience montre que réfléchir à la constitution de portefeuilles est plus que jamais nécessaire et qu'un mix d'actions et d'obligations reste plus que souhaitable.

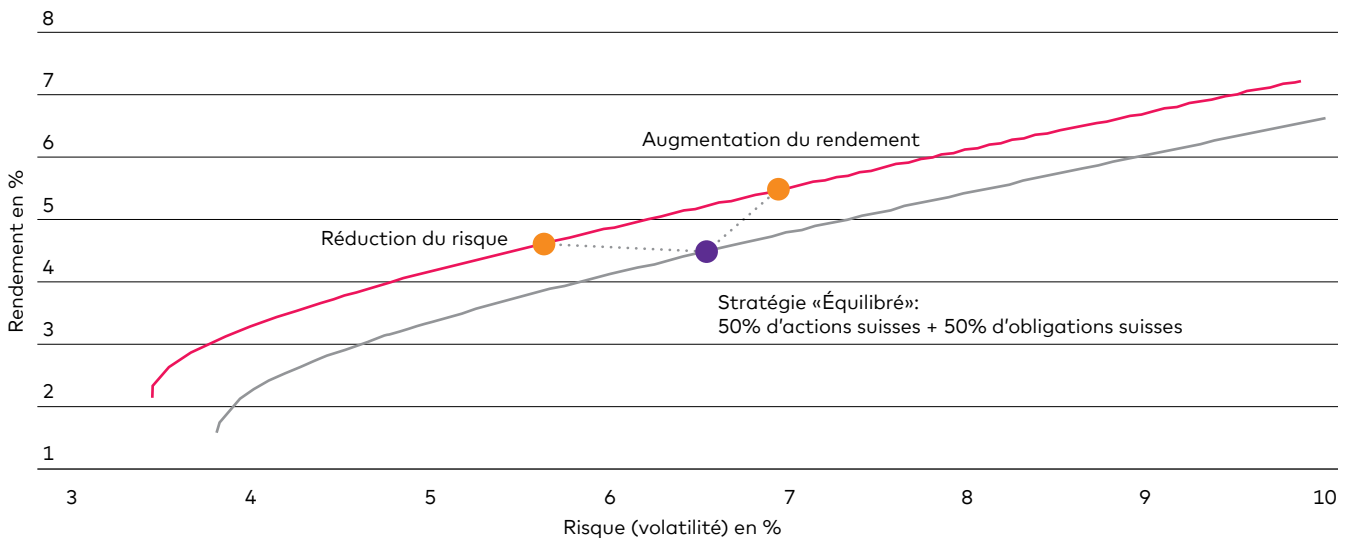
### De la magie de la diversification

Aucune boule de cristal ne permet de prédire l'avenir, et le domaine des placements ne déroge pas à la règle. Il est par conséquent impossible de répartir votre fortune en fonction d'événements futurs, par définition inconnus. La diversification permet toutefois de réduire les effets négatifs des imprévus tout en conservant une probabilité suffisamment élevée d'évolution des rendements.

La couverture d'un portefeuille coûte de l'argent, la diversification est de fait gratuite.

Dans son article scientifique intitulé «Portfolio Selection» (Sélection de portefeuille) publié dans le «Journal of Finance» en 1952, l'économiste et prix Nobel Harry M. Markowitz a expliqué qu'une diversification des placements en capitaux permettait de réduire le risque pour des perspectives de rendements constantes. Contrairement à une couverture de portefeuille qui requiert le versement d'une prime d'assurance, la diversification est de fait gratuite. Les placements alternatifs peuvent jouer un rôle non négligeable à cet égard (voir fig. 8).

Fig. 8: effet des placements alternatifs dans un portefeuille traditionnel d'actions et d'obligations



#### Explications relatives aux variantes dans le profil de risque «Équilibré»:

**Réduction du risque:** 40% d'actions + 40% d'obligations + 20% de hedge funds. Il en résulte un rendement escompté comparable pour un risque nettement plus faible.

**Augmentation du rendement:** 55% d'actions + 25% d'obligations + 20% de hedge funds. Il en résulte un rendement escompté nettement plus élevé pour un risque supplémentaire relativement faible.

Les pondérations indiquées et la sélection des catégories de placements ne doivent pas être considérées comme des recommandations. Le graphique ci-dessus illustre l'effet de l'intégration de placements alternatifs en prenant pour exemple les hedge funds. Pour plus de clarté, on se base volontairement sur une allocation importante de hedge funds. En se fondant sur une stratégie de placement simple dans le profil de risque «Équilibré», on choisit une variante qui réduit le risque et une variante qui augmente le rendement.

Source: Banque Cler, Morningstar Direct

### Investisseurs privés et diversification

Les placements alternatifs désignent des catégories de placement qui ne font pas partie des classiques que sont les actions, les obligations et les liquidités: matières premières, immobilier, hedge funds, placements sur le marché privé... Ils exploitent d'autres sources de rendement que les actions et les obligations. Étant en outre soumis à des cycles de fluctuations de valeur différents, ils ne sont donc pas – ou peu – corrélés avec les actions et les obligations.

Ces dernières constituent généralement les composantes centrales du portefeuille. Un petit nombre d'investisseurs institutionnels très professionnels et axés sur le long terme ont abandonné cette structure traditionnelle au cours des 30 dernières années. Ainsi, les désormais quelque 40 milliards d'USD de fonds de l'Université américaine de Yale fondée au XVIII<sup>e</sup> siècle ne sont plus investis qu'à hauteur d'environ un tiers dans des actions et des obligations négociées en Bourse, le reste misant sur les placements alternatifs. Selon la définition du fonds de fondation de

Yale, il s'agit de valeurs réelles, de hedge funds et de placements sur le marché privé. Chaque catégorie de placement joue un rôle bien précis au sein du portefeuille. Ensemble, elles permettent d'obtenir une meilleure structure risque-rendement.

Les milieux professionnels d'investisseurs, comme le fonds de fondation de l'Université de Yale, disposent de conditions très différentes de celles des particuliers pour constituer leurs portefeuilles. Citons notamment le volume considérable des placements, le statut d'investisseur institutionnel et l'horizon de placement nettement plus lointain, infini dans le cas des fonds de fondation, ce qui leur donne accès à des stratégies de placement très illiquides ne pouvant pas être investies par le biais des canaux de négoce habituels. Cela ne signifie toutefois pas que les investisseurs privés ne peuvent et ne doivent pas investir également dans un portefeuille composé de catégories de placement supplémentaires avec des rôles différents (voir fig. 9).

Fig. 9: répartition des rôles des catégories de placement dans nos solutions de délégation

		Autres caractéristiques							
	Catégories de placement	Perspectives de rendement	Niveau de risque	Diversification vs actions	Source de revenus	Protection contre l'inflation	Valeur refuge en temps de crise	Rend. neutres par rapport au marché	Rôle dans un portefeuille
Catégories de placement conventionnelles	Actions	élevées	élevé	–	x	x			La part d'actions est le principal point de repère pour les perspectives de rendement et de risque
	Obligations	faibles	faible	élevée	x		x		Facteur de revenus et de diversification
Catégories de placement alternatives	Fonds immobiliers Suisse (cotés en bourse)	moyennes	moyen	moyenne	x	x			Source de produits solides et de plus-values lentes mais constantes
	Énergie et métaux industriels	faibles	élevé	moyenne		x			Bouclier contre l'inflation et facteur de diversification
	Métaux précieux	faibles	moyen	élevée			x		Valeur refuge en temps de crise et facteur de diversification
	Hedge funds	moyennes	moyen	élevée				x	Source de rendement indépendante des catégories de placement conventionnelles, diversification

Ce tableau est une représentation simplifiée de la répartition des rôles des différentes catégories de placement dans le contexte du portefeuille, dans le cadre d'une allocation stratégique de la fortune à long terme. Elle peut varier en fonction des attentes et de l'horizon temporel choisi.

Source: Banque Cler

### Les hedge funds plus accessibles qu'avant

Avant la crise financière de 2008/2009, les stratégies de placement alternatives dans le domaine des hedge funds – bien réglementées, transparentes et caractérisées par leur liquidité – n'étaient quasiment pas disponibles. Depuis, l'offre s'est nettement améliorée, le cadre réglementaire ayant évolué. Auparavant, selon la directive européenne OPCVM et la législation sur les fonds ouverts au public, le recours à des dérivés n'était possible qu'à des fins de couverture. Aujourd'hui, les réformes autorisent également la mise en œuvre de stratégies de hedge funds complexes et flexibles dans une structure de fonds «habituelle», avec des fonds domiciliés en Europe continentale.

### Le choix et la combinaison sont la clé

Dans le domaine des placements alternatifs, miser sur l'investissement passif n'a pas d'intérêt. L'éventail des résultats est beaucoup plus large par rapport aux catégories de placement classiques. Les stratégies de placement se distinguent parfois très nettement par leurs caractéristiques de rendement et de risque ainsi que par la liquidité et le degré de surveillance réglementaire. En outre, accorder une grande importance au développement durable restreint considérablement le choix de placements alternatifs.

Ces facteurs déterminent si les placements alternatifs sont conformes aux exigences individuelles de chaque investisseur. De nombreuses stratégies de placement alternatives sont en outre bien plus complexes qu'un engagement dans des actions ou des obligations. Il est donc indispensable de procéder à une analyse et à une sélection minutieuses des produits. Le placement dans le portefeuille doit également être bien calibré. Pour les hedge funds, un large éventail de possibilités de mise en œuvre s'offre à vous:

- Stratégies agressives présentant un risque de perte élevé
- Fonds défensifs à faible risque, avec un objectif de rendement également faible
- Utilisation d'un seul fonds ou suivi d'une approche de portefeuille

### Notre mise en œuvre dans le cadre de mandats de gestion de fortune et de Solutions de placement

Pour les fonds de placement qui nous sont confiés, nous adoptons une approche de portefeuille qui combine des stratégies présentant différentes caractéristiques. Le potentiel de rendement est préservé, mais à un niveau de risque plus avantageux. C'est ainsi que la boucle sera bouclée: la couverture d'un portefeuille coûte de l'argent, tandis que sa diversification est de fait gratuite. ■



## Diversification et mise en œuvre à la Banque Cler

Dans le cadre de nos solutions de délégation (mandats de gestion de fortune et Solutions de placement), nous utilisons différentes catégories de placements. Selon les objectifs fixés, les solutions de délégation pour la clientèle privée en comprennent jusqu'à six, et parfois plus pour les clients institutionnels. Nous recourons à des catégories de placement alternatives comme les hedge funds en étant conscients des risques. Nous accordons une grande importance à la liquidité, à la transparence et à une bonne surveillance réglementaire.

Vous souhaitez en savoir plus? Votre conseiller se fera un plaisir de vous présenter les possibilités qui s'offrent à vous.



# Perspectives relatives aux marchés financiers

Malgré toutes les prévisions de mauvais augure, la conjoncture mondiale a affiché jusqu'à présent une belle santé. Les taux de croissance mondiaux étaient pour la plupart légèrement positifs au 1<sup>er</sup> trimestre et l'inflation a continué de baisser. Les fondamentaux économiques se sont ainsi révélés plus stables que ce que l'on craignait. Jusqu'à présent, notre prévision modérément optimiste d'une évolution économique mondiale certes faible mais positive pour l'année en cours s'est ainsi vue confirmée.

## Légère hausse des prévisions conjoncturelles pour 2023

En raison de l'hiver assez doux et d'une consommation de gaz plus économe par les entreprises et les ménages, le risque de pénurie a été progressivement écarté au cours des premiers mois de 2023. Et même si cette question devrait certainement revenir cet automne, les prévisions conjoncturelles pour l'année en cours ont été revues à la hausse. Fin avril, le consensus pour 2023 dans la zone euro se situait à un peu plus de 0,5%. Pour les États-Unis aussi, les prévisions étaient à la hausse, les spécialistes tablant sur une augmentation du PIB américain supérieure à 1%. Les perspectives pour le 2<sup>e</sup> semestre restent toutefois plutôt modérées. Comme annoncé en début d'année déjà, l'économie suisse devrait connaître une croissance de 0,6% en 2023.

## Recul de l'inflation

Les chiffres de l'inflation ont également évolué dans la direction souhaitée: les taux d'inflation globaux ont en effet baissé en raison d'effets de base et d'une nouvelle diminution des prix de l'énergie et des matières premières. En revanche, l'inflation sous-jacente (hors prix de l'énergie et des denrées alimentaires) s'est maintenue à des niveaux élevés. Les perspectives de recul de l'inflation générale, y compris de l'inflation sous-jacente, demeurent inchangées. Pour la Suisse, un taux inférieur à 2% en 2024 est réaliste.

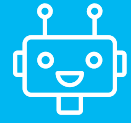
## Achèvement du revirement des taux au 2<sup>e</sup> semestre 2023

L'inflation sous-jacente durablement élevée a contraint les banques centrales à maintenir le cap d'une politique monétaire plus restrictive, mais il est fort probable que ces relèvements des taux directeurs prennent fin au 2<sup>e</sup> semestre 2023. Il se peut que les rendements des obligations augmentent encore légèrement au cours des prochains mois. Néanmoins, la stabilité des anticipations inflationnistes et la faible dynamique conjoncturelle ne vont pas dans le sens d'une nouvelle hausse significative des rendements.

## Une année bonne, en moyenne, sur le front des actions

Après un excellent début d'année des actions en janvier 2023, certaines banques se sont retrouvées en difficultés en mars et ont dû être sauvées. Or, contrairement à la crise financière de 2008/2009, il ne s'agissait pas d'une crise bancaire systémique, mais d'erreurs individuelles dans le domaine de la gestion d'entreprise et/ou de la gestion des risques des établissements financiers concernés. Malgré les turbulences sur les marchés des actions, notre évaluation pour cette catégorie de placement n'a pas changé. Nous continuons d'estimer que 2023 sera une année globalement bonne pour les actions, qui constituent une source de rendement essentielle à moyen et long termes, et qui restent une composante déterminante du portefeuille. Selon les analyses, on peut tabler sur une hausse moyenne des cours de 7% au fil des ans. Il est important à cet égard de procéder à une large diversification des placements, comme l'ont montré une fois de plus les événements liés au Credit Suisse et aux banques américaines. Nous recommandons donc d'investir dans des fonds et des ETF. ■





**Progrès technique  
et numérisation**

ETF sur le Nasdaq-100  
(IE00B53SZB19)

Fidelity Global Technology Fund,  
avec gestion active  
(LU1560650563)

# Sélection de fonds en actions qui ont su nous convaincre

**Évolution démographique**

World Healthscience Fund  
de BlackRock  
(LU0329593007)

BB Adamant Sustainable  
Healthcare Fund  
(LU1819585370)

Global Demographics Fund  
de Fidelity  
(LU0528228231)



**Développement durable, changement  
climatique et décarbonation**

Fonds en action suisses:  
BKB Sustainable Equities Switzerland  
(CH0496872323)

Énergies renouvelables:  
DNB Fund Renewable Energy  
(LU1706372593)

BNP Paribas Aqua  
(LU1165135440)



«En matière de placement, une large diversification est indispensable. Nous espérons que notre magazine <Perspectives> vous guidera également sur le thème des obligations.»

Sandro Merino, Chief investment officer



## Disclaimer

### Généralités

Conformément à la réglementation légale et prudentielle en vigueur (ainsi qu'aux directives de l'Association suisse des banquiers visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière), la Banque Cler SA a pris des dispositions organisationnelles et réglementaires en interne afin d'éviter ou de traiter de manière appropriée les conflits d'intérêts lors de l'élaboration et de la transmission des analyses financières. Dans cette perspective, la Banque Cler SA prend notamment les mesures adéquates pour garantir l'indépendance et l'objectivité des collaborateurs qui participent à l'élaboration des analyses financières, ou dont les tâches assignées ou les intérêts économiques pourraient entrer en conflit avec les intérêts des destinataires de ces analyses.

### Interdiction de certaines opérations par des collaborateurs

La Banque Cler SA s'engage à veiller à ce que ses analystes financiers ainsi que les collaborateurs impliqués dans l'élaboration des analyses financières ne concluent pas de transactions concernant des instruments financiers faisant l'objet desdites analyses, ou qui seraient liés à celles-ci, avant que les destinataires des analyses financières ou des recommandations de placement n'aient eu l'opportunité de réagir dans des délais acceptables.

### Bases et méthodes d'évaluation – sensibilité des paramètres d'évaluation

Les analyses effectuées par l'Investment Research de la Banque Cler SA dans le cadre de la recherche secondaire s'appuient sur des bases et des méthodes d'évaluation qualitatives et quantitatives reconnues. Des méthodes telles que l'actualisation du cash-flow, l'analyse du rapport cours-bénéfice ainsi que les analyses du Peer Group sont utilisées pour évaluer les entreprises et les actions. Les prévisions concernant l'évolution future d'un instrument financier sont basées sur la situation actuelle et peuvent à tout instant être modifiées. L'appréciation des paramètres pris en compte s'effectue avec le plus grand soin. Le résultat de l'analyse ne présente toutefois qu'une possibilité d'évolution parmi d'autres. Il correspond à l'hypothèse à laquelle l'Investment Research de la Banque Cler SA attribue la plus forte probabilité de réalisation au moment de l'analyse.

### Information concernant les recommandations

Sauf indication contraire, les prévisions, évaluations de valeur ou objectifs de cours contenus dans les recommandations de l'Investment Research de la Banque Cler SA n'engagent que l'auteur. Les informations boursières se rapportent à la date de publication, sauf indication contraire.

### Fiabilité des informations et de la publication

Cette publication constitue un avis non contraignant concernant la situation du marché et les instruments de placement mentionnés à la date de parution. Toutes les informations proviennent de sources accessibles au public, que la Banque Cler SA considère comme fiables sans avoir pour autant procédé elle-même à une vérification exhaustive. La Banque Cler SA ainsi que les entreprises qui lui sont apparentées ne garantissent pas leur exactitude ni leur intégralité. Cette publication tient uniquement lieu d'information. Elle ne constitue ni un conseil en placement, ni une offre ni une invitation à l'acquisition ou à la cession d'instruments financiers. Elle ne remplace en aucun cas un conseil personnalisé fourni par nos conseillers à la clientèle avant toute décision de placement ou autre. Toute action en responsabilité résultant de l'utilisation des informations fournies est exclue, notamment les actions engagées suite à des pertes, y compris des dommages indirects occasionnés par l'utilisation de cette publication ou de son contenu. La reproduction ou l'utilisation des graphiques et des textes dans d'autres médias électroniques nécessite l'autorisation expresse de la Banque Cler SA. L'utilisation de leur contenu requiert l'indication des sources et l'envoi préalable d'un exemplaire.

### MSCI ESG Research: remarque et disclaimer

Parmi les émetteurs mentionnés ou contenus dans les documents de MSCI ESG Research LLC, on peut trouver MSCI Inc., des clients et des fournisseurs de MSCI; ils peuvent aussi acquérir des recherches ou d'autres produits ou services de MSCI ESG Research. Les documents de MSCI ESG Research, y compris ceux utilisés dans des indices MSCI ESG ou d'autres produits, n'ont été déposés ni à l'United States Securities and Exchange Commission, ni auprès d'une autre autorité de surveillance, ni n'ont été approuvés par elles. MSCI ESG Research LLC ainsi que les entreprises et fournisseurs d'informations qui lui sont liés ne donnent pas de garanties en relation avec de tels documents ESG. Les documents ESG qui y sont contenus sont utilisés sous licence et ne doivent être ni utilisés, ni distribués, ni diffusés sans l'accord explicite écrit de MSCI ESG Research LLC.

### Surveillance

La Banque Cler SA est soumise à la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA), Laupenstrasse 27, 3003 Berne.

Banque Cler SA, case postale, 4002 Bâle, téléphone 0800 88 99 66, cler.ch/contact

Ces données revêtent uniquement une visée publicitaire. La Banque Cler SA ne saurait garantir leur exactitude, leur actualité et leur exhaustivité. Les présentes déclarations ne constituent ni une recommandation de placement, ni une invitation à soumettre une offre. Nous préconisons de solliciter l'avis d'un professionnel avant toute décision d'investissement. La Banque Cler SA se réserve le droit de modifier à tout moment ses offres de prestations et ses prix. Certains produits ou services peuvent faire l'objet de restrictions juridiques et n'être donc pas disponibles pour l'ensemble des clients ou personnes intéressées. L'utilisation de contenus de la présente brochure par des tiers, notamment dans leurs propres publications, requiert l'accord préalable de la Banque Cler SA.

967710.02 Clôture de la rédaction: vendredi 28 avril 2023. Modifications possibles à tout moment.  
Conception graphique et sélection d'images: Glutz Kommunikation AG, Bâle et Marketing et ventes de la Banque Cler. Imprimé sur du papier 100% recyclé.

**Nous ne faisons pas  
les gros titres. Juste  
de bonnes offres:  
obligations de  
caisse avec des  
taux attrayants.**

Vers les  
taux  
actuels:



Notre banque a été fondée il y a près de  
100 ans, et nous sommes aujourd'hui une filiale  
détenue à 100% par la Basler Kantonalbank.  
La stabilité, la sécurité et la crédibilité que  
nous incarnons ne font pas les gros titres.  
[cler.ch/obligations-de-caisse](https://cler.ch/obligations-de-caisse)

Bank  
Banque  
Banca

**CLER**