

perspectives

Marchés financiers et conjoncture

Les États-Unis contre
la Chine – lutte entre
les géants de l'économie



«Après des années de solide croissance, la Chine se trouve aujourd'hui confrontée à différents défis. Il semble de plus en plus difficile pour elle de rattraper les États-Unis sur le plan économique.»

Sandro Merino, Chief investment officer

Les États-Unis contre la Chine – lutte entre les géants de l'économie



Sandro Merino
Chief investment officer

Chères lectrices, chers lecteurs,

Pendant longtemps, il a semblé que la Chine parviendrait à rattraper les États-Unis sur le plan économique dans les années à venir. Après 30 ans de solide croissance, elle représente aujourd'hui environ 18% de l'économie mondiale et occupe la deuxième place juste derrière la locomotive américaine.

Mais si elle s'est accompagnée de nombreuses conquêtes, cette montée en flèche a également conduit à une mauvaise allocation des capitaux, comme on l'observe avec la crise de l'immobilier, qui va peser lourdement sur le futur développement de la Chine.

L'Empire du Milieu a par ailleurs acquis une importance politique considérable, et défie désormais les États-Unis dans tous les domaines. Cette rivalité avec l'Oncle Sam, la position adoptée vis-à-vis de Taïwan, l'influence exercée sur les entreprises privées, la politique d'exportation de plus en plus restrictive concernant les matières premières essentielles ainsi que d'autres aspects suscitent de nombreuses inquiétudes en Occident. En outre, l'interruption des chaînes d'approvisionnement mondiales pendant la pandémie de coronavirus a mis en exergue les fortes interdépendances économiques.

De nombreux pays ont donc commencé à réévaluer leurs relations avec la Chine. Le «de-risking», c'est-à-dire la réduction de la dépendance vis-à-vis de ce pays, semble désormais à l'ordre du jour. Parallèlement, il sera probablement plus difficile de détrôner les États-Unis de leur place de numéro un compte tenu de leur politique économique sur la scène internationale. En effet, nombre des mesures adoptées sous l'administration Biden visent à maintenir le leadership américain.

La lutte entre les deux géants ébranle également le domaine de l'investissement. Selon nous, l'attractivité des placements dans les pays émergents, et notamment en Chine, s'est affaiblie. La présente édition du magazine «Perspectives» vise à vous orienter sur les problématiques actuelles. Nos conseillères et conseillers se tiennent à votre disposition pour toute question.

Sincères salutations



Dans ce numéro



6

États-Unis: la première puissance économique maintiendra sa place dans un avenir proche



14

L'attractivité des investissements en Chine sur le déclin



20

Actions: un contexte positif grâce à la baisse des taux d'inflation américains

3

Éditorial

6

États-Unis: la première puissance économique maintiendra sa place dans un avenir proche

Récemment, les probabilités que les États-Unis restent numéro un plus longtemps que prévu ont de nouveau augmenté. Une situation due – largement – aux évolutions dans le pays et à son statut mondial.

10

Chine: le moteur de la croissance perturbé

Malgré ses taux de croissance élevés, la Chine n'est pas parvenue à combler ses lacunes par rapport aux pays industrialisés: des différences structurelles et divers obstacles pourraient prolonger sa course de rattrapage.

14

L'attractivité des investissements en Chine sur le déclin

Il y a encore quelques années, nombre d'établissements financiers considéraient les actions chinoises comme des investissements incontournables et prometteurs. Depuis, leur heure de gloire est passée.

20

Actions: un contexte positif grâce à la baisse des taux d'inflation américains

Rétrospectivement, les indices boursiers américains, mais aussi suisses, ont connu dans la majorité des cas une évolution positive lors des phases de recul de l'inflation.

24

Obligations: le niveau des taux d'intérêt offre de belles opportunités aux investisseurs



28

La sélection de fonds: à la recherche d'une aiguille dans une botte de foin

24

Obligations: le niveau des taux d'intérêt offre de belles opportunités aux investisseurs

Maintenant que les taux directeurs ont atteint leur pic dans le cycle actuel, c'est une bonne occasion d'intégrer des emprunts d'entreprises au portefeuille.

28

La sélection de fonds: à la recherche d'une aiguille dans une botte de foin

Pour les placements diversifiés à l'échelle mondiale, il convient de tenir compte des spécificités des marchés financiers régionaux. Alors que, sur des marchés efficients tels que les États-Unis, l'investissement passif est privilégié, la gestion active est un atout pour les marchés qui le sont moins.

34

Perspectives relatives aux marchés financiers

Pour 2024 également, nous tablons sur une dynamique conjoncturelle faible mais légèrement positive et sur une année globalement satisfaisante pour les placements. Nous recommandons une stratégie de placement très diversifiée.



États-Unis: la première puissance économique maintiendra sa place dans un avenir proche

Si l'économie chinoise a sensiblement gagné en importance ces 30 dernières années, les États-Unis restent numéro un (en valeur nominale), et les probabilités qu'ils conservent cette place plus longtemps que prévu ont de nouveau augmenté. Une situation due non seulement aux problèmes internes actuels que traverse la Chine et aux frictions géopolitiques croissantes entre cette dernière et les pays industrialisés, mais aussi – largement – aux évolutions aux États-Unis et à leur statut mondial.

À la fin de la Seconde Guerre mondiale, la fonction de monnaie d'ancrage du dollar américain dans le régime de Bretton Woods a joué un rôle essentiel dans son accession au rang de devise de référence internationale. Aujourd'hui, le billet vert est incontournable dans le commerce international de biens et de services. Ces deux dernières années, il a même gagné en importance en tant que moyen de paiement international, au détriment de l'euro: sa part dans les paiements internationaux via Swift (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) est passée de près de 40% en juillet 2021 à plus de 46% en juillet 2023, celle de l'euro de plus de 38% à un peu plus de 24%. Ce recul de l'euro pourrait être lié à la guerre de la Russie contre l'Ukraine ainsi qu'aux sanctions imposées à Moscou et à ses exportations d'énergie et de matières premières. Quelles qu'en soient les causes, il nous semble intéressant de noter que le yuan n'en a pas réellement profité, ce qui n'en fait donc pas une alternative au dollar américain. Sa part dans les paiements internationaux via Swift a évolué de quelque 2% à un peu plus de 3% (fig. 1). Côté réserves de devises mondiales également, le dollar américain conserve sa première place, avec près de 60% (fig. 2).

Dans ce cadre, la confiance dans une devise est déterminante. Elle s'appuie sur les contextes politique et juridique de la zone monétaire concernée, sur une convertibilité illimitée des monnaies, sur la libre circulation des capitaux,

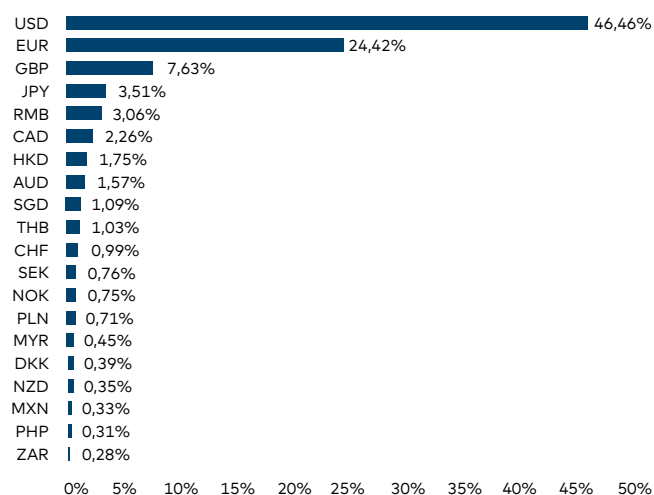
sur la garantie des droits de propriété, etc. Ces éléments constituent l'atout décisif du dollar américain, surtout par rapport à la monnaie chinoise – un atout aux avantages géostratégiques et économiques pour les États-Unis.

Importance capitale de l'économie intérieure américaine

La structure économique des États-Unis présente un statut particulier à certains égards, comme la part élevée de la consommation privée en pourcentage du PIB: elle se situe toujours aux alentours de 70% aux États-Unis là où, dans les autres pays industrialisés, elle dépasse 50%, voire 60% dans des cas isolés. La situation sur le marché du travail et, partant, l'évolution de la consommation privée qui en découle jouent donc un rôle crucial pour la conjoncture américaine. Au cours de l'année, ces facteurs ont considérablement soutenu le PIB et contribué à éviter une récession dans le pays.

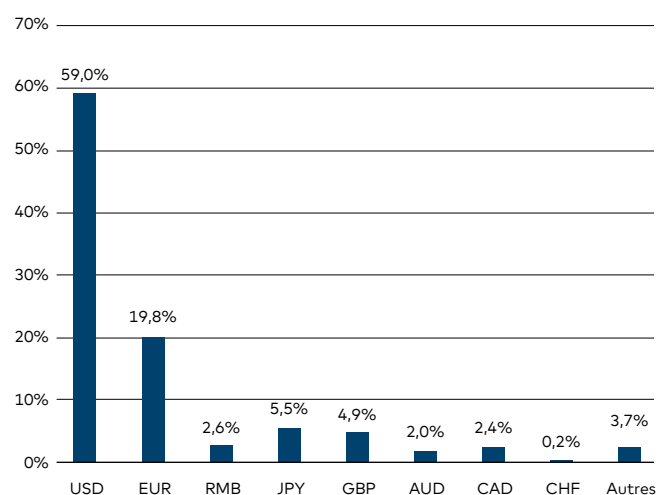
La part des investissements est toutefois relativement faible. En effet, en 2021, elle se montait à 20% de la performance économique globale américaine, contre quelque 40% en Chine conformément au modèle économique actuel. Sur ce plan, les États-Unis doivent faire face à des infrastructures parfois vétustes et s'efforcent donc de préparer celles-ci ainsi que leur économie aux défis à venir, aussi bien dans le cadre de la concurrence entre systèmes que de la lutte contre le changement climatique qui avance.

Fig. 1: hausse de la part du dollar américain dans le trafic des paiements (juillet 2023)



Source: Swift, RMB Tracker août 2023, Banque Cler, fondé sur la valeur, en %

Fig. 2: maintien de la première position du dollar américain dans les réserves de devises mondiales officielles



Source: Banque Cler, FMI, en %, T1/2023

Investissements majeurs dans les infrastructures

Jusqu'à présent, le gouvernement du président américain Joe Biden s'est distingué par ses programmes d'investissement d'envergure dans les infrastructures, une politique budgétaire expansionniste surnommée «Bidenomics». Si cette appellation est d'abord née dans les rangs républicains avec une connotation négative, le président lui-même l'emploie aujourd'hui, insistant sur la volonté de renforcer l'industrie nationale et de soutenir les franges de la population qui ont été «oubliées» dernièrement. Alors que l'ancien gouvernement républicain tentait majoritairement de stimuler l'investissement et donc la productivité par des baisses d'impôts sur les entreprises, son successeur cherche à promouvoir directement les investissements grâce à des fonds publics.

Les principaux programmes d'investissement sont l'«Infrastructure Investment and Jobs Act», le «Chips and Science Act» et l'«Inflation Reduction Act», aux noms en partie révélateurs: ainsi, le premier prévoit des investissements d'environ 1200 milliards d'USD sur dix ans dans les infrastructures nationales. Il s'agit notamment de dépenses déjà définies pour la rénovation des routes et des ponts (110 milliards), du réseau ferroviaire (66 milliards), du système d'alimentation en énergie (65 milliards), de la couverture à haut débit (65 milliards) et de l'approvisionnement en eau (55 milliards), ainsi que d'autres projets de moindre ampleur. Une obligation qui incombait aux États-Unis depuis longtemps, puisqu'ils ont investi relativement peu dans les infrastructures physiques par rapport aux autres pays ces dernières années. Outre la stabilité de la consommation privée, le pays doit proba-

blement la solidité de l'évolution de son PIB au cours des derniers trimestres à de tels programmes d'investissement.

Ce n'est pas un hasard si les marchés des actions et des obligations américains dominent les indices mondiaux.

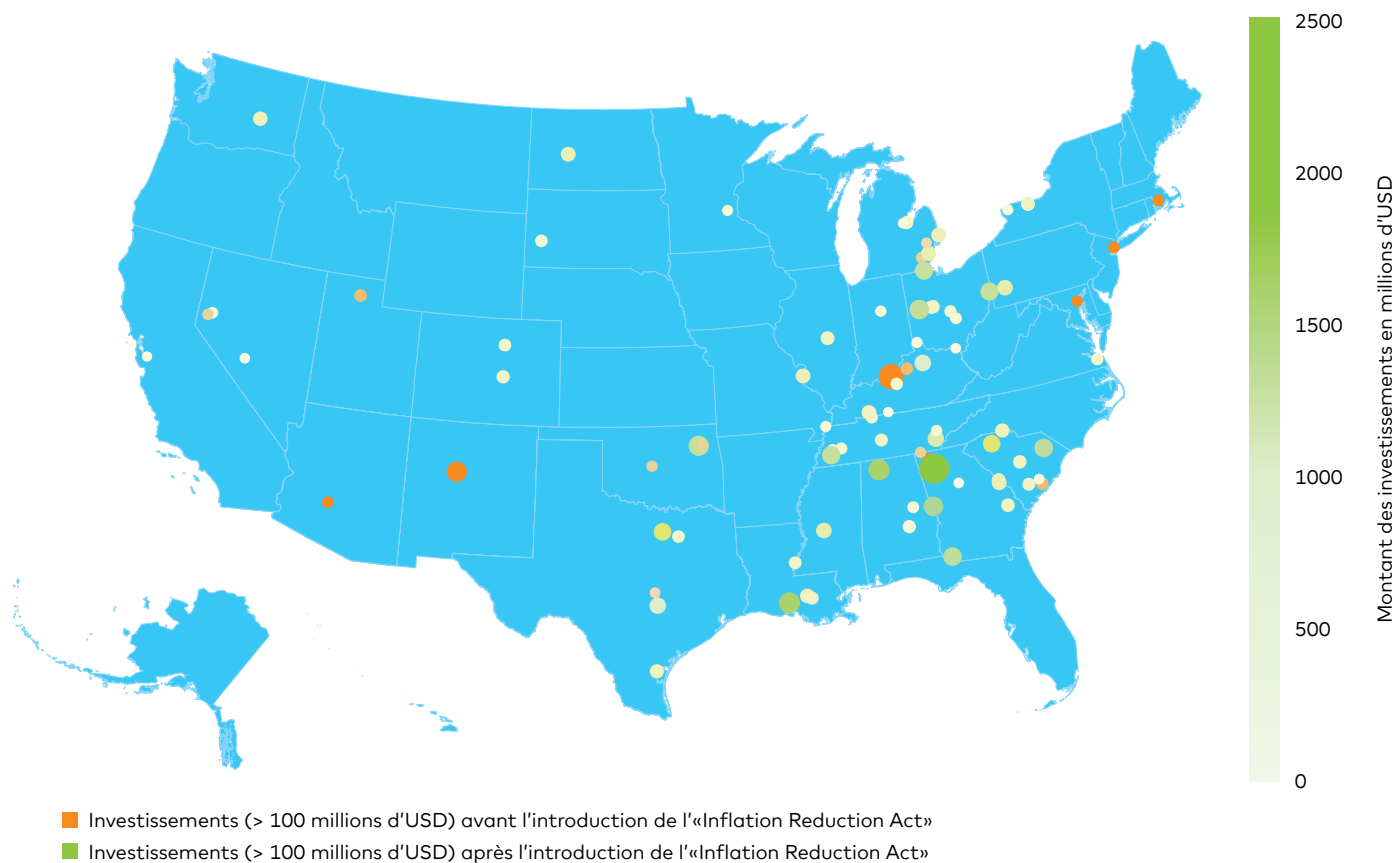
Quant à l'«Inflation Reduction Act», il ne prévoit pas – contre toute attente – de lutter contre l'inflation, mais encourage les investissements dans les énergies renouvelables. Les dépenses, subventions ou avantages fiscaux publics sont censés produire un effet d'attraction et stimuler ainsi des investissements privés supplémentaires. Le gouvernement se concentre ici sur des secteurs qu'une absence d'intervention de l'État priverait de la présence de certains acteurs privés, ce qui serait dommageable à long terme pour l'économie américaine. Selon le gouvernement américain, depuis le lancement de ce programme en août 2022, des projets dépassant les 110 milliards d'USD ont été annoncés dans le secteur privé. Les investissements concernent majoritairement les technologies liées aux batteries, à l'énergie solaire, aux parcs éoliens et aux véhicules électriques (au total 46 milliards d'USD). D'après la figure 3, grâce à l'«Inflation Reduction Act», le nombre d'investissements privés importants dans ces secteurs a fortement augmenté durant l'année suivant le lancement du programme.



Avec le programme conjoncturel initié par le président Joe Biden, le terme «Bidenomics» s'est imposé. La relance de l'économie nationale devrait donner un coup de fouet aux titres américains.



Fig. 3: hausse des investissements dans les énergies durables grâce à l'«Inflation Reduction Act»



Source: Banque Cler, US Department of Energy

Lui aussi adopté en août 2022, le «Chips and Science Act» poursuit des objectifs similaires grâce à des incitations fiscales et à l'investissement, en mettant toutefois principalement l'accent sur le développement de l'industrie nationale des semi-conducteurs.

Les titres américains incontournables dans les portefeuilles

Ce n'est pas un hasard si les marchés des actions et des obligations américains dominent les indices mondiaux. Les fonds alloués par l'actuel gouvernement pour promouvoir l'investissement privé, moderniser les infrastructures et renforcer l'économie nationale devraient permettre aux États-Unis de conserver encore un certain temps leur place de leader économique. Les titres américains sont donc incontournables dans tout portefeuille largement diversifié. ■



Conseil

Au vu de la transparence et de l'efficacité élevées du marché financier américain, il est difficile pour les gestionnaires de fonds actifs de superformer à moyen et long termes les larges indices du marché. Dans le cadre de la gestion de fortune, nous misons donc sur des fonds alignés sur un indice et des ETF pour couvrir le marché des actions américain, par exemple UBS ETF plc – MSCI USA Socially Responsible UCITS ETF (IE00BJXT3C94), durable, et iShares MSCI North America UCITS ETF (IE00B14X4M10), pour les placements conventionnels.



Chine: le moteur de la croissance perturbé

Depuis plus de 30 ans, la Chine a le privilège d'enregistrer des taux de croissance élevés. Pour autant, elle n'est pas parvenue à combler ses lacunes par rapport aux pays industrialisés: des différences structurelles et divers obstacles pourraient prolonger sa course de rattrapage. En effet, celle-ci est susceptible d'être ralentie par les défis internes au pays et par la stratégie de «de-risking» reflétant l'évolution de la perception des États occidentaux à son égard.

L'essor économique de la Chine est spectaculaire: en 1990, elle représentait 1,6% de la performance économique mondiale, une part qui a plus que décuplé pour atteindre 18%, permettant au pays de passer de la onzième à la deuxième place, derrière les États-Unis. La Chine a de plus en plus assumé le rôle de locomotive conjoncturelle de la croissance économique mondiale, réalisant généralement plus d'un tiers de la croissance annuelle réelle mondiale ces 15 dernières années.

Une puissance qui n'a pas encore rejoint la cour des pays industrialisés

Malgré cette évolution fulgurante, l'économie chinoise présente encore de nettes différences structurelles avec les États-Unis et d'autres grands pays industrialisés. À 53%, la part de la valeur ajoutée du secteur des services est bien inférieure à celle des États-Unis, mais dans le même temps, les secteurs de l'industrie et de l'agriculture pèsent plus lourd que ceux des économies développées. La part de la population urbaine chinoise est passée de 18% dans les années 1970 à 64%, moins qu'aux États-Unis (83%) et dans les autres pays industrialisés. Avec 12 720 USD (valeur nominale, Banque mondiale), le PIB par habitant de la Chine en 2022 se situe à peu près au niveau de la moyenne mondiale, mais nettement en deçà de celui des États-Unis (76 399 USD). Exceptionnelle, la propension à épargner de la population chinoise s'est récemment chiffrée à 35%, ce qui se traduit par un taux

de consommation faible et, partant, un taux d'investissement élevé. En Chine, moins de 40% du PIB est consacré à la consommation privée, contre près de 70% aux États-Unis, et la part des investissements est deux fois plus élevée (plus de 40%). Cette part élevée, en particulier, ne devrait pas être tenable à long terme. Ainsi, on constate aujourd'hui déjà que les investissements sont peu rentables, qu'il s'agisse de placements immobiliers hors normes (voir encadré) ou des projets de la nouvelle route de la soie. L'objectif annoncé par le gouvernement chinois est donc de stimuler la consommation privée afin de rattraper le retard sur les pays industrialisés.

Obstacles à la poursuite du développement internes au pays

Le déclin et le vieillissement de la population constituent un défi majeur pour la croissance chinoise. À cela s'ajoute le nombre de naissances de garçons toujours plus élevé que celui des filles (111,8 pour 100, dernièrement). La part de la population en âge de travailler (20-64 ans) devrait tomber de 64% à 55% en 2050 et même à 46% en 2100, des prévisions inférieures à celles des États-Unis. Contrairement à ceux-ci, la Chine n'est pas une terre d'immigration, son solde migratoire étant négatif depuis des décennies. Malgré le vieillissement de la population, le taux de chômage des jeunes dépassait 20% à la mi-2023, ce qui peut freiner la productivité.

Outre les aspects démographiques, les divergences économiques et sociales sont des facteurs explosifs: les territoires de minorités ethniques peu intégrés culturellement, telles que les Ouïghours et les Tibétains, accusent un retard par rapport au niveau de développement national. Les contestations sont réprimées, la sécurité et le contrôle de l'État semblant plus importants que la croissance économique et la prospérité.

Changement de perception de la Chine par les pays occidentaux

Compte tenu des tensions commerciales et géopolitiques grandissantes entre la Chine et les États-Unis, les autres pays s'alignant sur l'Occident considèrent eux aussi désormais la forte interdépendance de leurs échanges avec l'Empire du Milieu comme un facteur de risque. La stabilité des chaînes d'approvisionnement est donc à l'étude, en particulier chez les entreprises de divers pays industrialisés occidentaux.

Bien des constats suggèrent une prise de distance par rapport à l'économie chinoise, et des analyses montrent que la volonté d'investir en Chine diminue: un nombre croissant d'entreprises européennes, britanniques, américaines et japonaises envisagent d'y renoncer dans les années à venir – une thèse soutenue par l'évolution récente de l'investissement direct étranger (IDE) en Chine. D'après les chiffres de l'administration d'État des changes (SAFE), les IDE se sont élevés au total à 4,9 milliards d'USD au deuxième trimestre 2023, un recul significatif de 87% par rapport à l'année précédente et le plus fort depuis un quart de siècle.

Bien des constats suggèrent une prise de distance par rapport à l'économie chinoise.

Sur ce plan, Dell évolue de façon fulgurante. Le troisième fabricant d'ordinateurs au monde n'entend plus utiliser de puces fabriquées en Chine d'ici 2024 et a indiqué à ses fournisseurs qu'il renoncerait à l'avenir aux composants produits majoritairement en Chine. Il n'est pas surprenant que l'impact soit le plus palpable dans les secteurs sensibles sur le plan géopolitique. Ainsi, les investissements annuels d'entreprises américaines dans le secteur des technologies de l'information et de la communication (TIC) en Chine sont passés de plus de 4 milliards d'USD en 2016 à un peu plus de 2 milliards en 2019, puis à quelques centaines de millions en 2020. Dans le secteur des semi-conducteurs, la part de la Chine dans les IDE mondiaux est passée de 48% en 2018 à 1% en 2022, contre 0 à 37% pour celle des États-Unis et 10 à 38% pour la part totale de l'Inde, de Singapour et de la Malaisie.



Des villes fantômes en Chine. En 2017 déjà, le nombre d'unités d'habitation inoccupées était de 65 millions.

Après des années d'évolution pour devenir l'«atelier du monde» et particulièrement depuis son adhésion à l'OMC en 2001, la Chine connaît une tendance inverse. Selon divers spécialistes, il sera difficile de prendre ses distances en raison de l'interdépendance économique. Plutôt que

des changements à court et moyen termes, il s'agit de mouvements visibles à long terme. Une stratégie reflétée par le langage employé: tandis que les pays occidentaux ont d'abord parlé de «découplage», l'heure est à présent au «de-risking», c'est-à-dire à la diversification. ■



Marché immobilier chinois: entre villes fantômes et prix exorbitants

La Chine compte actuellement 125 grandes villes de plus d'un million d'habitants, les plus célèbres et les plus grandes étant Shanghai, Beijing, Shenzhen, Guangzhou, Chengdu, Tianjin et Wuhan, d'autres comme Qingdao, Shantou ou Jining étant bien moins connues alors qu'elles sont plus peuplées que certaines métropoles européennes. Leur principale marque de fabrique: une pléthore de gratte-ciels. Si ceux-ci ont été érigés comme signes de prospérité, aujourd'hui, la façade s'effondre, littéralement. En raison d'une planification et de mesures incitatives inadéquates, le pays regorge de villes quasiment désertes: en 2017, 65 millions d'unités d'habitation étaient inoccupées.

Une explosion des prix provoquée par une forte demande

Depuis que le gouvernement chinois l'a autorisée, la propriété privée est devenue l'expression de l'ascension sociale. Dans le même temps, l'immobilier est devenu un objet de spéculation. Associée aux programmes conjoncturels nationaux, la demande a provoqué une véritable explosion des prix: ainsi, le prix d'un appartement de 60 m² à Beijing a été multiplié par 32, soit une flambée de 25 000 CHF en l'an 2000 à 800 000 CHF en 2023. Mais actuellement, le secteur des nouvelles

constructions s'est considérablement essoufflé. De nombreux promoteurs immobiliers sont en faillite ou très fragilisés, ayant souvent construit, sans tenir compte des besoins, à grand renfort de fonds de tiers anormalement élevés. Mi-2023, Evergrande et Country Garden, deux géants dans le pays, avaient accumulé une dette totale colossale d'environ 450 milliards de CHF.

La bulle immobilière pourrait freiner la croissance de la Chine

Pour endiguer ce surendettement généralisé, les autorités chinoises ont pris des mesures visant à assainir et remettre sur les rails les bilans des groupes immobiliers en difficulté. Par la suite, non seulement les grands groupes Evergrande et Country Garden se sont retrouvés en situation d'insolvabilité, mais un certain nombre d'entreprises immobilières moins connues ont également souffert. Un problème pour la Chine, car le secteur de la construction et de l'immobilier représente près d'un quart de son produit national total. Face à l'incertitude, consommateurs et entreprises pourraient se montrer plus prudents. Un ralentissement généralisé de la croissance chinoise pourrait alors avoir des conséquences négatives sur la croissance dans le reste du monde.

L'attractivité des investissements en Chine sur le déclin

Après des années de croissance, le pays communiste se heurte à divers problèmes, notamment en raison de sa position de plus en plus agressive (Hong Kong/Taïwan), face à laquelle les critiques se multiplient dans les États occidentaux. Tant la pandémie de coronavirus que l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont par ailleurs exposé au grand jour la dépendance économique de l'Europe vis-à-vis de la Chine. Une situation qui n'est pas sans conséquences: il y a encore quelques années, nombre d'établissements financiers voyaient les actions chinoises comme des investissements opportuns et prometteurs. Depuis, leur heure de gloire est passée. Les investisseurs essaient donc de réorienter leurs placements dans les pays émergents.





Depuis 1990, l'économie chinoise a été le modèle même de l'essor économique fulgurant des pays émergents et des avantages réciproques du commerce et de la mondialisation. Cependant, l'espoir que la hausse du niveau de vie entraîne l'ouverture ou la libéralisation de ce régime autoritaire à parti unique ne s'est pas réalisé. Le changement par le commerce (doctrine allemande du «Wandel durch Handel») a toutefois eu lieu plutôt en Occident, en se traduisant par une plus grande acceptation des attitudes politiques autoritaires et des dirigeants ne respectant pas la démocratie, la revendication absolue du pouvoir par le parti communiste chinois n'ayant jamais été remise en cause. Si la première guerre froide entre les États-Unis et la Russie laissait planer la menace d'un anéantissement nucléaire mutuel, une seconde entre les États-Unis et la Chine risque – en cas d'escalade – de provoquer un déclin financier dans les deux camps.

Croissance chinoise: un net ralentissement depuis la crise financière et un impact faible de la nouvelle route de la soie

La croissance économique de la Chine s'est fortement ralentie depuis la crise bancaire mondiale de 2008/2009, remettant donc en question son modèle en la matière, qui s'appuyait sur les investissements dans les infrastructures, l'immobilier et la hausse des exportations. La nouvelle route de la soie ne change guère la donne. En référence à la route de la soie historique, l'«Initiative la Ceinture et la Route», de son nom officiel, désigne des projets de construction et d'extension de réseaux de commerce et d'infrastructures intercontinentaux entre la République populaire de Chine et de très nombreux pays d'Afrique, d'Asie, d'Amérique latine et d'Europe. Pour les financer, la Chine utilise également par des voies détournées les réserves monétaires de sa banque centrale qui ont été transférées dans des fonds souverains, les «banques parallèles». En recourant directement à des fonds de tiers ou en investissant dans les fonds propres des entreprises, la Chine accroît encore l'ampleur et l'impact de ce potentiel d'investissement public. Avec plus de 1300 milliards d'USD en actifs gérés, la China Investment Corporation est le principal fonds souverain chinois. Il détient des parts dans d'autres fonds de placement publics plus restreints, comme le Fonds de la Route de la soie d'environ 40 milliards d'USD, spécifiquement alloué à la mise en œuvre de projets dans le cadre de la nouvelle route de la soie.

L'opacité de l'octroi de crédits en Chine, fréquente dans le cadre des projets de la nouvelle route de la soie, notamment en Afrique, est problématique. Lorsque le FMI accorde des remises de dettes ou des facilités à des pays comme la Zambie ou le Kenya, la Chine n'est souvent pas concernée par les concessions proposées. Si des engagements de rembourser opaques conclus vis-à-vis de la Chine continuent d'être honorés en priorité par ces pays, il arrive même que les crédits du FMI financent indirectement le remboursement de ceux de la Chine, là où les pays occidentaux renoncent à une partie de leurs créances. Les organisations de créanciers, comme le Club de Paris, coordonnent les démarches des bailleurs de fonds afin d'éviter la prise unilatérale d'avantages par certains pays. L'influence exercée par la Chine sur l'octroi non transparent de crédits aux pays riches en ressources ou situés sur des routes commerciales stratégiques favorise un surendettement potentiel et, partant, des crises économiques dans ces régions.

Avec plus de 1300 milliards d'USD en actifs gérés, la China Investment Corporation est le principal fonds souverain chinois.

Les amortissements élevés, une menace pour la stabilité financière de la Chine

Cependant, les risques qui pèsent sur la stabilité financière de la Chine s'accroissent également au vu du volume des crédits supposément accordés dans le cadre de la nouvelle route de la soie, qui s'élèverait à 1000 milliards d'USD pour une centaine de pays selon un article de la revue «Foreign Affairs¹». Mais visiblement, tous les investissements ne franchissent clairement pas le seuil de rentabilité et nombre de financements de projets courent le risque d'un amortissement désastreux. L'exemple du port de Hambantota au Sri Lanka illustre les conséquences possibles pour les emprunteurs: avec le retard pris par le pays dans les paiements à la Chine en 2017, cette dernière a imposé un contrat de bail sur 99 ans portant sur le port afin de garantir le crédit octroyé. La diplomatie dite «du carnet de chèques» chinoise ancre ainsi son influence sur les infrastructures sensibles et la technologie occidentale.



La nouvelle route de la soie, aussi connue sous le nom d'«Initiative la Ceinture et la Route», est un gigantesque projet d'infrastructure lancé par la Chine. Son but est de relier la Chine, le Moyen-Orient, l'Afrique et d'autres parties du monde par le biais de routes commerciales. La Mongolie joue un rôle important en tant que pays de transit, car elle bénéficie d'une situation géographique favorable entre la Chine et la Russie et permet le transport de marchandises et de matières premières par voie terrestre vers l'Europe.



Le développement économique dans des régimes autoritaires

Comme l'explique Adam S. Posen, président du prestigieux Peterson Institute for International Economics, dans la revue spécialisée «Foreign Affairs²», le développement économique dans des régimes autoritaires semble suivre un schéma prévisible. Après une phase initiale de croissance alimentée par les dépenses publiques et les investissements étrangers, une économie en forte croissance se met en place, soutenue par des entreprises qui restent à l'écart des conflits politiques – «pas de politique, pas de problèmes». Une fois que la réussite économique a permis au cercle dirigeant autocratique, généralement restreint, de recueillir suffisamment de soutien de la part de la population, l'économie commence à subir des interventions de plus

en plus arbitraires visant à imposer les intérêts politiques et progressivement économiques de l'autocratie. L'intensité croissante de ces interventions déstabilise de plus en plus les ménages et les entreprises, qui préfèrent les actifs liquides aux nouveaux investissements illiquides, soumis aux décisions arbitraires du gouvernement. Il en résulte un déclin de la croissance économique ainsi qu'une hausse des flux de capitaux vers l'étranger. La liste des entreprises évincées par des allégations de corruption ou d'autres prétextes est longue. Les divergences d'opinion politique ou une simple critique de la bureaucratie étatique peuvent déjà leur être fatales: le fondateur d'Alibaba, Jack Ma, est probablement l'entrepreneur chinois le plus célèbre à avoir connu ce sort.

¹ M. Bennon, F. Fukuyama, «China's road to ruin», Foreign Affairs septembre/octobre 2023

² A.S. Posen, «The end of China's economic miracle», Foreign Affairs septembre/octobre 2023

Les sanctions douanières américaines et la guerre en Ukraine, des facteurs de tension dans les relations avec l'Occident

Si la Chine a riposté à l'identique aux sanctions douanières imposées en 2018 par l'ancien président américain Donald Trump, cette guerre douanière a marqué pour elle le début d'une détérioration des relations politiques et économiques avec les pays industrialisés occidentaux. L'administration Biden a maintenu ces barrières douanières, et l'opinion publique américaine perçoit la Chine comme un concurrent, voire un adversaire hostile pour le pays. Ensuite, l'apparition de la pandémie et les dysfonctionnements des chaînes d'approvisionnement mondiales critiques ont mis en exergue la dépendance économique des États-Unis vis-à-vis de la Chine.

La rivalité entre les États-Unis et la Chine devient criante sur les questions en suspens de l'indépendance de Taïwan et des revendications de l'Empire du Milieu concernant la mer de Chine méridionale (fig. 4), et constitue un défi à la domination gagnée par les États-Unis dans le Pacifique pendant la Seconde Guerre mondiale. La doctrine américaine exposée en juin 1954 par le président américain Dwight D. Eisenhower en s'exclamant «We have got to keep the Pacific as an American Lake» reste largement d'actualité. Les deux puissances sont donc sur la voie d'une collision stratégique dans le secteur sud de la Chine dans le Pacifique.

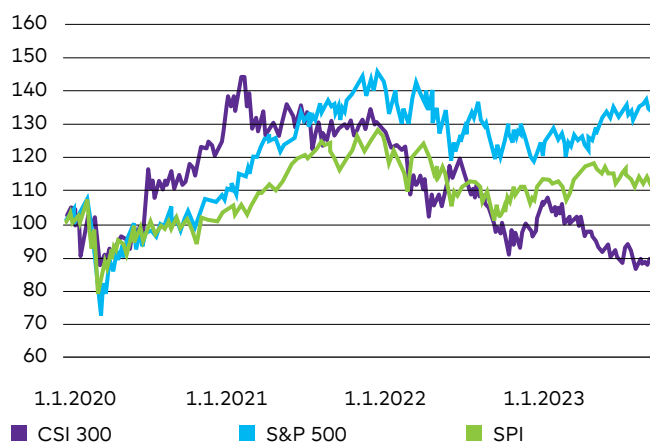
Fig. 4: revendications territoriales contestées de la Chine dans la mer de Chine méridionale (ligne en neuf traits)



Source: https://www.un.org/depts/los/clcs_new/submissions_files/mysvnm33_09/chn_2009re_mys_vnm_e.pdf



L'ancien président Donald Trump a mis en place une série de sanctions douanières contre la Chine au cours de son mandat. Celles-ci s'inscrivaient dans le cadre du conflit commercial persistant entre les États-Unis et la Chine.

Fig. 5: les actions chinoises à la traîne

Source: Banque Cler, Bloomberg, indice Total Return en CHF, 1.1.2020 = 100

Le monde au bord d'une nouvelle guerre froide?

Aujourd'hui, nul ne sait encore dans quelle mesure cette rivalité géostratégique affectera également la coopération économique et pourrait dégénérer en une nouvelle guerre froide, mais l'orage approche. Du premier essai nucléaire connu de l'Union soviétique en 1949 à la chute du mur de Berlin en 1989, l'ombre d'une destruction nucléaire mutuelle planait lors de la première guerre froide entre États-Unis et Union soviétique. La question de savoir si la dissuasion nucléaire a permis d'éviter la guerre ou si l'humanité a simplement eu la chance d'échapper à l'anéantissement atomique fait débat chez les historiens. L'escalade d'une seconde guerre froide entre les États-Unis et la Chine pourrait entraîner un profond revers économique de part et d'autre.

La volonté de la Chine de placer Taïwan sous la domination du Parti communiste affecte également les relations économiques: pour atteindre cet objectif principal, les dirigeants chinois n'excluent pas explicitement le recours à la force militaire. En outre, la visite de Vladimir Poutine à Beijing quelques jours seulement avant l'invasion de l'Ukraine n'a pas apaisé les rapports entre la Chine et l'Occident. Lors de celle-ci, les deux pays ont souligné leur «partenariat stratégique sans limite». La Chine ne s'attendait pas non plus à ce que l'«opération militaire spéciale» russe se solde par un tel échec et débouche sur plusieurs années de guerre.

Toutes ces évolutions pèsent lourdement sur les relations politiques et économiques des États-Unis et de l'Europe avec la Chine. Consciente de sa dépendance, l'UE s'efforce d'insister sur la recherche d'un équilibre entre les intérêts, tout en tâchant de diversifier davantage ses relations commerciales. Son expérience avec la Russie a de nouveau illustré combien la bonne intention d'une recherche de l'apaisement et le sens du compromis peuvent conduire à la ruine économique.

Quelles sont les conséquences de ces relations tendues avec la Chine pour les investisseurs?

Le schéma de développement décrit ci-dessus s'observe également sur le marché des actions chinois. De début 2020 au 30 septembre 2023, l'indice chinois des actions CSI 300, qui regroupe les 300 plus grandes entreprises cotées des bourses de Shenzhen ou de Shanghai, a évolué différemment par rapport aux marchés des actions américain et suisse (fig. 5). Bien entendu, une divergence de développement sur les marchés des actions régionaux s'explique rarement par des facteurs isolés, mais depuis 2020, la position plus idéologique des dirigeants chinois a sans aucun doute gagné en importance dans l'évolution des marchés financiers nationaux.

Dans la perspective plus restreinte du choix d'une stratégie de placement, il était presque impossible de se prémunir contre les scénarios négatifs qui se dessinaient pendant la première guerre froide. De même, il est très difficile de protéger une stratégie de placement contre une inversion brutale et hostile de la mondialisation. Les parts de marché et les investissements des entreprises occidentales sur le marché chinois et ses infrastructures de production locales sont tout simplement trop importants.

Toutefois, il est temps de se demander si des placements directs supplémentaires en Chine et dans d'autres pays émergents n'accentueraient pas inutilement le risque déjà présent. Si la diversification la plus large possible via les marchés des actions et des obligations du monde entier est judicieuse en théorie, elle entraîne aussi une accumulation du risque substantiel d'escalade des tensions géostratégiques dans le portefeuille.

Ces réflexions corroborent notre allocation prudente – et donc très mesurée – dans les actions et obligations des pays émergents. En raison de la pondération habituelle selon la capitalisation du marché, les fonds se concentrent en grande partie sur la Chine, la Corée du Sud et Taïwan, cœur géographique de l'escalade redoutée des tensions économiques voire, dans le pire des cas, militaires. ■



Actions: un contexte positif grâce à la baisse des taux d'inflation américains

Il y a un peu plus d'un an à peine, la hausse des taux d'inflation faisait les gros titres dans les médias. Si on craignait de ne plus pouvoir maîtriser le déchaînement du phénomène, aujourd'hui, nous savons que ces appréhensions étaient exagérées. Rétrospectivement, les indices boursiers américains, mais aussi suisses, ont connu dans la majorité des cas une évolution positive lors des phases de recul de l'inflation.

À l'heure actuelle, le pic du cycle inflationniste actuel est dépassé. Même si les signes n'indiquent pas encore une détente totale des prix, la tendance des taux d'inflation est à la baisse. Cette évolution du contexte macroéconomique doit aussi être prise en compte dans les placements en actions. Nos recherches en 2022 montrent que les indices d'actions réalisent une performance positive en période de stabilité des taux d'inflation, et des analyses à plus long terme des marchés des actions suisse et américain ont confirmé que des taux de renchérissement de 2% constituent un contexte idéal pour celles-ci. Nous avons maintenant analysé l'évolution des cours des actions suivant les périodes de forte inflation en cherchant à déterminer sur quels rendements tabler une fois le pic du

renchérissement atteint. La figure 6 montre les résultats aux États-Unis, qui s'appliquent de manière similaire au marché suisse des actions. La période étudiée commence le 31 janvier 1972 et couvre environ 50 ans.

La figure présente les différents régimes d'inflation et l'évolution des prix à la consommation américains (ligne bleue). Les lignes verticales vertes présentent les taux d'inflation les plus élevés et les lignes orange les taux d'inflation les plus faibles au cours de chaque cycle. Les valeurs supérieures indiquent les performances après le pic de l'inflation (p. ex. +23% au milieu des années 1970) et les valeurs inférieures les performances après le creux de l'inflation (p. ex. -5% à partir du 31 janvier 1972).

Un marché des actions américain majoritairement dans le vert après avoir franchi le pic de l'inflation

Après avoir dépassé le pic de l'inflation, le large marché américain des actions a connu une évolution positive – à deux exceptions près dans le cadre des cycles observés: l'éclatement de la bulle technologique de 2000 à 2003 et la crise financière mondiale de 2008/2009, ni l'une ni l'autre ne pouvant s'expliquer par des cycles conjoncturels «normaux» ou par des évolutions économiques. La bulle technologique était plutôt liée à une énorme exagération des évaluations. Le «cash burn rate», c'est-à-dire l'érosion des liquidités, était à l'époque le label de qualité d'une action. Les ratios cours/bénéfice ou cours/valeur comptable semblaient obsolètes. Avec la crise financière, le système financier était au bord de l'effondrement, avec des conséquences imprévisibles pour les économies nationales et les marchés financiers.

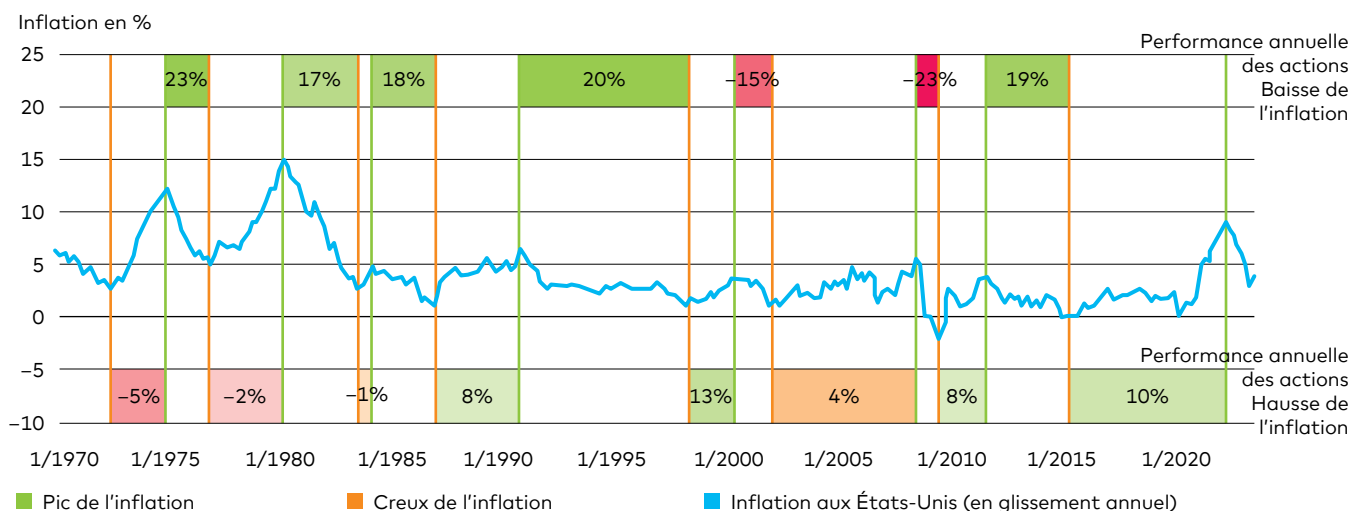
Les résultats positifs de notre étude pour les autres périodes sont peu surprenants. Les périodes de taux d'inflation très élevés provoquent une grande incertitude chez les entreprises et les consommateurs. Dans un tel contexte, les prix ne remplissent plus leur fonction centrale de signal de pénuries. Pour les investissements comme la consommation, les décisions sont prises dans un climat d'imprévisibilité accrue. Dans cet environnement, le risque qu'il ne soit plus possible d'utiliser efficacement les moyens disponibles est très important. Le maintien de la stabilité de la valeur monétaire est donc la principale mission des banques centrales. Rien d'étonnant à ce que la BNS, la Fed, la BCE et autres visent souvent des taux de hausse des prix autour de 2% ou moins.



La baisse de l'inflation n'a pas seulement un impact sur le pouvoir d'achat via le budget de nos ménages, mais aussi sur une évolution majoritairement positive des cours des actions – comme aux États-Unis, par exemple.



Fig. 6: cycles d'inflation américains et performance du MSCI USA (chiffres annuels) jusqu'au début du cycle suivant



Source: Banque Cler, Bloomberg

Pourquoi la baisse des taux d'inflation est-elle généralement positive pour les investisseurs?

Voir que le taux d'inflation a franchi le pic d'un cycle après une nette hausse des prix est une bonne nouvelle tant pour les entreprises et les ménages que pour les investisseurs. Outre une allocation du capital la plus judicieuse possible, du moins en théorie, une stabilité des prix élevée entraîne en règle générale aussi des conditions de financement avantageuses pour les crédits d'investissement, les crédits

à la consommation et les hypothèques et, en fin de compte, la demande privée, ce qui finit par se répercuter sur les perspectives conjoncturelles.

Les taux d'inflation en baisse n'empêcheront pas à l'avenir les périodes de très fortes fluctuations des cours sur les marchés des actions. Toutefois, à moyen et long termes, des taux d'inflation compris entre 1 et 3% constituent des conditions favorables aux investissements en actions. ■



La Banque nationale suisse (BNS) est responsable de la stabilité des prix en Suisse.

Obligations: le niveau des taux d'intérêt offre de belles opportunités aux investisseurs

Ces deux dernières années, les banques centrales ont concentré toute leur attention sur la lutte contre l'inflation. Maintenant que les taux directeurs ont atteint leur pic dans le cycle actuel, c'est une bonne occasion d'intégrer des emprunts d'entreprises au portefeuille.

Après la crise financière, les taux directeurs étaient à leur plus bas dans de nombreux pays, en raison des abaissements de taux opérés par d'importantes banques centrales et de leurs principaux programmes de rachat d'emprunts d'État et d'entreprises. Conformément à la théorie monétariste, l'augmentation fulgurante de la masse monétaire aurait dû entraîner une hausse de l'inflation, mais contre toute attente, elle n'a pas eu cet effet dans un premier temps. La baisse de la vitesse de circulation de l'argent avait partiellement neutralisé le rapport de causalité simple de l'équation quantitative. Ce n'est qu'après le début de la pandémie de coronavirus que les taux d'inflation ont augmenté dans le monde, atteignant des sommets en milieu et fin d'année 2022 aux États-Unis, dans la zone euro et en Suisse en raison de la guerre de la Russie contre l'Ukraine. En réaction à la poussée inflationniste, les principales banques centrales ont en peu de temps fortement relevé leurs taux directeurs.

Suisse: variations de prix en différé

La hausse des taux directeurs a porté ses fruits. Depuis le pic de la dynamique inflationniste, les taux de renchérissement ont nettement baissé. En Suisse, le taux d'inflation de 1,7% en septembre était inférieur à la barre des 2%, l'objectif de politique monétaire défini par la Banque nationale suisse (BNS). Du point de vue des consommateurs suisses, ce recul s'explique surtout par un renchérissement plus faible des biens et services importés. Il faut noter en outre que le panier de la ménagère

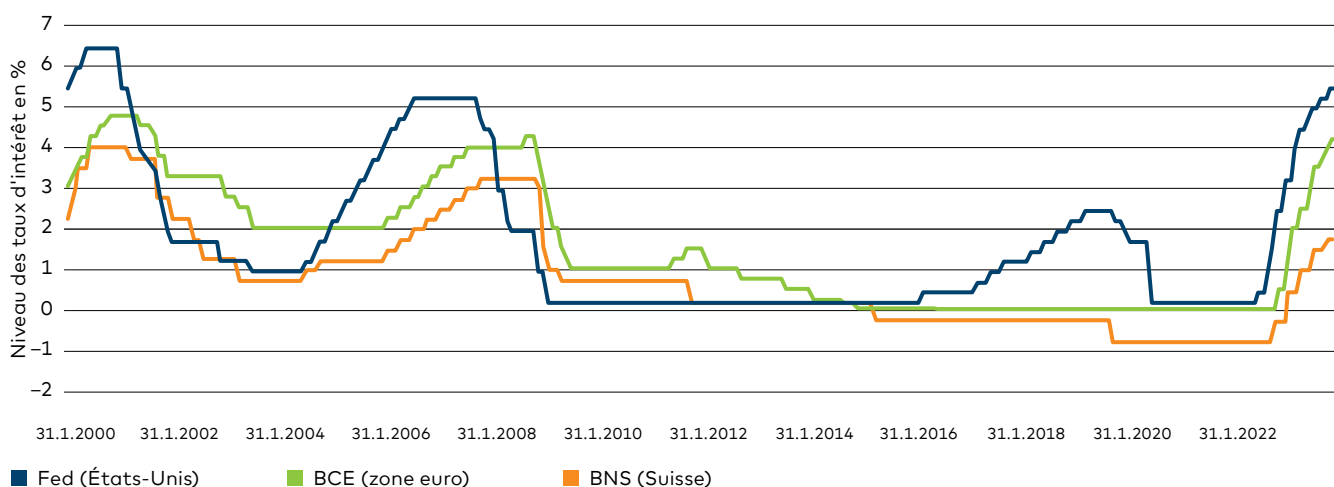
helvétique comprend des produits et services dont les prix sont administrés. Ainsi, les variations de prix ont une incidence différée sur celui-ci, entraînant une distorsion de la dynamique de prix «perçue» par les consommateurs.

Depuis le pic de la dynamique inflationniste, les taux de renchérissement ont nettement baissé.

En septembre 2023, les taux de renchérissement aux États-Unis et dans la zone euro dépassaient encore nettement les objectifs visés par leurs banques centrales respectives. Il n'est donc guère surprenant que le taux directeur de la BNS soit actuellement inférieur à ceux de la BCE et de la Fed (voir fig. 7).

Nous partons du principe que ce cycle de hausse des taux relativement strict touche à sa fin. D'une part, les banques centrales devraient pour l'instant attendre les répercussions de la hausse des taux sur l'économie. Sinon, la faiblesse de la dynamique conjoncturelle risque d'être asphyxiée par la poursuite des relèvements. D'autre part, les banques centrales ont pour mission de contrer, si nécessaire, une nouvelle flambée de l'inflation.

Fig. 7: les banques centrales ont fortement et rapidement relevé leurs taux directeurs



Source: Banque Cler, Bloomberg

Comment la BNS peut encore lutter contre l'inflation

La BNS peut actuellement contrer une inflation importée en intervenant sur le marché des devises, par exemple en essayant de prévenir une dépréciation du franc suisse en vendant des dollars américains ou des euros. Un franc fort permet de stabiliser le prix des biens en provenance de l'étranger. Ces deux dernières années, cet effet a contribué à atténuer sensiblement la crainte du spectre inflationniste en Suisse par rapport aux États-Unis et à l'Europe. Un instrument à manier néanmoins avec discernement: en effet, selon le contexte politico-économique des États-Unis ou de la zone euro, cette mesure est tantôt tolérée, tantôt qualifiée de «guerre des monnaies» et donc passible de sanctions.

Nous partons du principe que la tendance à la baisse des taux d'inflation se poursuivra. En Suisse, ils pourraient toutefois encore dépasser temporairement les 2% au cours des prochains mois. Ainsi, la hausse du taux d'intérêt hypothécaire de référence permettra aux bailleurs d'augmenter légèrement les loyers. Ceux-ci étant pondérés d'environ un quart dans le panier de la ménagère suisse, leur relèvement se répercute en conséquence sur le taux d'inflation.

Des rendements obligataires proches de leur zénith

Grâce à la stabilité des prix attendue en Suisse en 2024, les rendements des emprunts d'État suisses à 10 ans se situent actuellement à un niveau satisfaisant. Ils pourraient remonter légèrement du fait des prévisions d'inflation prises en compte. Nous estimons en revanche que le taux directeur de la BNS devrait se maintenir à son niveau actuel.

De l'autre côté de l'Atlantique, les hausses de taux semblent également avoir atteint le bout de course. La forte dynamique des prix s'est sans cesse affaiblie, sans pour autant que la conjoncture américaine ne perde trop de son élan. Les perspectives d'investissement dans les

obligations américaines sont globalement positives: les chiffres peu élevés de l'inflation et la croissance économique certes faible mais stable laissent présager un maintien des taux d'intérêt, voire une légère baisse. En ce qui concerne les placements, il convient toutefois de savoir sur quel segment on souhaite s'engager.

La forte dynamique des prix s'est sans cesse affaiblie, sans pour autant que la conjoncture américaine ne perde trop de son élan.

Les emprunts d'entreprises affichant une bonne solvabilité: un ajout pertinent

Alors que les entreprises du segment à haut rendement (high yield) ressentent déjà les conséquences de la hausse des coûts de refinancement, les relèvements de taux observés ne semblent guère impressionner les entreprises présentant une bonne solvabilité (investment grade), qui ont profité de la faiblesse des taux d'intérêt des dernières années pour se financer à long terme et à moindres frais. Du fait de leur matelas de liquidités, certaines sont même en partie des bénéficiaires nettes et profitent de la hausse des taux d'intérêt. La capacité de résistance de ces entreprises est donc nettement supérieure, ce que l'on pourrait clairement observer en cas de détérioration de la conjoncture américaine. Si l'économie venait à connaître un fléchissement, il convient de noter que, grâce aux hausses de taux des deux dernières années passées, on disposerait d'une marge suffisante pour abaisser les taux directeurs. Étant donné que le recul des taux a un impact positif sur les prix des obligations, les voyants sont au vert pour les rendements à moyen terme sur le marché obligataire. ■



Intégrer les emprunts d'entreprises et exclure les obligations chinoises

Dans le cadre d'un portefeuille obligataire, nous recommandons d'intégrer des emprunts d'entreprises affichant une bonne solvabilité. Pour ce faire, nos mandats de gestion de fortune et nos Solutions de placement misent sur le fonds BKB Sustainable Global Corporate Bonds: il investit dans des emprunts d'entreprises mondiales émis par des débiteurs présentant une solvabilité élevée (investment grade). Ce fonds se compose à 60% d'obligations en USD et est fortement

axé sur le marché obligataire américain. Actuellement, nous excluons les investissements dans des obligations chinoises. Outre les perspectives conjoncturelles qui s'essouffent actuellement, les principes de bonne gouvernance jouent selon nous en leur défaveur, notamment la protection comparativement faible des créanciers ou les exigences moindres en matière d'obligations de publication des émetteurs.



Lorsque Thomas Jordan, président de la BNS, annonce des décisions en matière de taux d'intérêt, celles-ci sont souvent d'une grande importance pour l'économie et le marché financier.





La sélection de fonds: à la recherche d'une aiguille dans une botte de foin

L'une des premières étapes les plus importantes du processus de placement est la définition de la stratégie de placement, qui détermine en grande partie le succès à long terme. C'est après seulement qu'a lieu la sélection des titres et fonds, une phase à ne pas sous-estimer, car elle concrétise la stratégie de placement. Pour les placements diversifiés à l'échelle mondiale, il convient de tenir compte des spécificités des marchés financiers régionaux. Alors que, sur des marchés efficients tels que les États-Unis, l'investissement passif est privilégié, la gestion active est un atout pour les marchés qui le sont moins.

Plus les fonds sont bien choisis, plus ils ont de chances d'atteindre rapidement l'objectif défini dans la stratégie de placement, voire même de le dépasser. Une mauvaise sélection des fonds coûte surtout à long terme: avec un volume d'investissement de 100 000 CHF, un rendement tombé de 5% à 4,5% par an en raison d'une mauvaise sélection de fonds n'a guère de répercussions à court terme (diminution du rendement sur un an d'env. 500 CHF), mais sur 20 ans, l'effet des intérêts composés génère un revenu nettement inférieur (diminution d'env. 25 000 CHF).

**La sélection de fonds constitue
un élément important
du processus de placement.**

**Il est impossible de trouver un fonds répondant
à tous les besoins**

Selon Morningstar, en septembre 2023, on comptait environ 36 200 fonds différents rien qu'en Europe, avec plus de 163 000 classes de parts avec différentes facettes (voir

encadré). L'offre de fonds et de stratégies est aussi variée que les besoins des investisseurs. Les particuliers ont en général des horizons temporels plus courts que les clients institutionnels, ce qui accroît les exigences en matière de liquidités et réduit leur propension au risque. De même, leurs portefeuilles sont généralement plus petits, ce qui complique l'accès à certaines catégories de placement, sur le marché privé, par exemple. Mais tous les particuliers ne partagent pas les mêmes desiderata, comme la préférence pour les placements durables. Il s'avère donc très difficile de trouver le bon produit dans un immense univers de fonds. Il n'existe pas de solutions uniformes capables de satisfaire simultanément toutes les exigences individuelles. Une analyse minutieuse des besoins et une recherche ciblée de produits adaptés sont donc indispensables.

**La performance à long terme d'un fonds dépend
de sa qualité**

La croissance constante du secteur des fonds rend toujours plus difficile de séparer le bon grain de l'ivraie. Le but n'est pas de trouver le fonds qui a été le meilleur par le passé, mais plutôt de rechercher le fonds le plus adapté au domaine d'intervention, capable de se démarquer du-

blement et nettement de la concurrence. Une sélection parmi une vaste offre ne se limite toutefois pas à une analyse des rendements passés. Le processus d'évaluation systématique se divise essentiellement en deux étapes: l'analyse quantitative puis l'analyse qualitative. Dans un premier temps, une présélection est effectuée à l'aide

d'une évaluation des performances historiques afin de se prononcer sur les caractéristiques de rendement et de risque des fonds. On veille en outre à ce que le volume de fonds soit suffisant pour réduire au maximum le risque de liquidation de fonds. Ensuite, les caractéristiques qualitatives sont étudiées, notamment sur les critères suivants:

Personnes

La qualité du processus de placement repose sur l'efficacité des personnes qui le développent et l'appliquent. Un certain nombre d'aspects importants doivent être pris en considération. L'équipe de placement dispose-t-elle par exemple de suffisamment de connaissances techniques, d'expérience et de détails pour le mettre en œuvre?

La stratégie dépend-elle trop du jugement d'une seule personne?

Philosophie

La philosophie de placement désigne les facteurs déterminants pour la performance et le degré de confiance du gestionnaire en sa capacité à exploiter efficacement ces sources de rendement.

Elle doit être cohérente et stable.

Processus

Il est intéressant de comprendre comment les décisions de placement sont prises. Deux aspects importants sont la reproductibilité du processus et sa conformité avec la philosophie de placement.

Portefeuille

La constitution du portefeuille reflète la manière dont les positions de placement sont mises en œuvre dans celui-ci. Le processus d'allocation doit être clairement défini et appliqué de façon cohérente. Il faut se demander quels instruments (actions, obligations, options, futures, etc.) sont utilisés et si le gestionnaire dispose des compétences et de l'expérience requises pour s'en servir.

L'évaluation de la qualité de l'approche de placement aide à comprendre comment les résultats sont obtenus et comment tirer des conclusions pertinentes sur l'avenir à partir des performances passées. Un fonds de placement présente par ailleurs de nombreuses caractéristiques peu importantes à première vue qui peuvent avoir une incidence positive ou négative sur le rendement à long terme.



Des fonds de placement aux multiples facettes

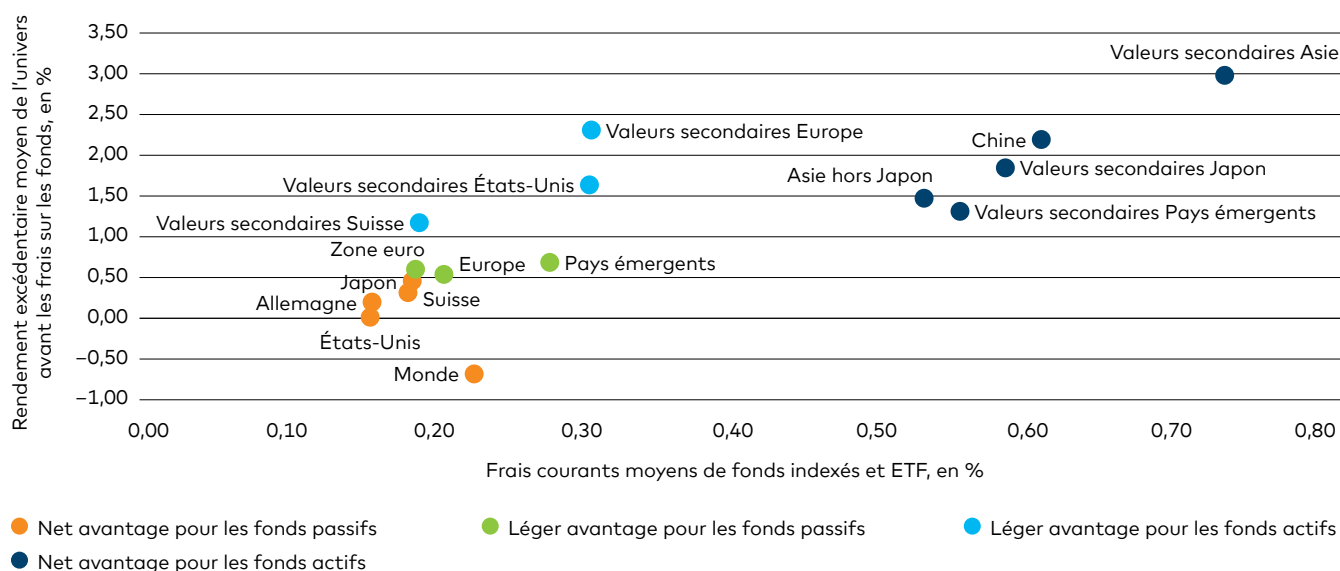
- Fonds répartis dans différentes catégories de placements (actions, obligations, etc.) et sous-catégories (secteurs, qualité de crédit, etc.)
- Style de placement actif, réplcation passive de l'indice ou caractéristiques intermédiaires
- Sélection discrétionnaire des titres ou approche quantitative basée sur des règles
- Structure de fonds traditionnelle (y compris fonds indiciels) ou fonds négociés en bourse (ETF)
- Pas de prise en compte des aspects liés au développement durable, application rigoureuse des critères ESG ou caractéristiques intermédiaires
- Fonds régionaux, nationaux ou thématiques
- À distribution ou à capitalisation
- Domicile du fonds en Suisse, au Luxembourg ou en Irlande



Il existe d'innombrables fonds dans le monde entier, c'est pourquoi il est essentiel de les sélectionner avec soin. En effet, la qualité d'un fonds et la composition d'un portefeuille individuel déterminent le succès à long terme d'un placement.



Fig. 8: attractivité relative des fonds en actions gérés activement par rapport à des produits passifs concurrents comparables



La figure présente le rendement excédentaire annuel moyen (sur 10 ans, avant les frais courants liés aux fonds) par rapport au benchmark des fonds disponibles sur le marché européen pour les principales régions et pays des actions. Les frais moyens liés aux fonds pour les produits passifs (fonds indiciels et ETF) y figurent également. Plus un point se trouve en haut et à droite, plus le choix d'une stratégie active en vaut la peine.

Source: Banque Cler, MorningstarDirect™



La gestion active des fonds des pays émergents et de la Chine s'avère pertinente

Contrairement à ceux des pays industrialisés, les marchés des actions des pays émergents sont en règle générale moins efficaces, notamment en Chine. Cela s'explique en partie par l'hétérogénéité de la structure du marché. Les gestionnaires de fonds actifs ont par conséquent davantage de possibilités d'exploiter les inefficacités du marché. Ces dernières années, la majorité des fonds à gestion active dans ces pays ont par conséquent réalisé des rendements supplémentaires par rapport au benchmark.

Les détails qui font la différence

Il faut commencer par la capitalisation: si celle-ci n'a pas lieu automatiquement, les rendements s'en trouvent considérablement diminués, l'effet des intérêts composés ne se déployant pas pleinement. Un domicile de fonds défavorable peut également jouer un rôle important, car en fonction de celui-ci, les revenus de dividendes générés sont soumis à différents impôts à la source. Le domicile, la structure ou la monnaie du fonds peuvent en outre influencer sur le montant des taxes et des frais de transaction. De manière générale, le remplacement trop fréquent de fonds génère des frais inutiles.

L'adéquation du style de placement en fonds, une question complexe

Le Vanguard 500 Index Fund, le premier fonds indiciel ouvert au public, a été lancé aux États-Unis en 1976. Il a donné le coup d'envoi à la montée en puissance de produits de placement passifs bon marché, ainsi qu'aux débats qui durent désormais depuis plus de 40 ans opposant gestions active et passive du capital. En 2019, le «Financial Analyst Journal» a publié un récapitulatif des articles des dernières décennies sur le sujet: alors que les études plus anciennes privilégient nettement les fonds de réplication d'indices, les études plus récentes sont plus mitigées. Nous pensons nous aussi qu'une approche nuancée est pertinente, soit parce qu'un benchmarking juste n'est pas possible en fonction de la stratégie de placement, soit parce que la structure du marché et de l'offre de produits ne permet pas de formuler une préférence claire.

Une approche nuancée avec l'exemple des fonds en actions

La règle d'or: plus un marché est hétérogène et peu efficace et plus nous évoluons dans une niche, moins les produits indexés rapportent. Comme le montre la figure 8, pour de nombreux marchés des actions du monde industrialisé, le fonds moyen en valeurs standard géré activement réalise des performances relativement plus faibles que le fonds en valeurs secondaires correspondant, tandis qu'il existe des fonds indiciels et des ETF très avantageux. Cela ne signifie pas pour autant qu'aucune stratégie active ne doive être envisagée. Les données montrent toutefois que les fonds passifs sont plus indiqués avec des valeurs standard. Il en va autrement des fonds à valeurs secondaires ou des fonds axés sur les investissements sur des marchés plus hétérogènes (comme l'Asie ou les pays émergents), où il y a plus de possibilités de tirer parti des inefficacités des marchés. Comme les produits passifs sont en moyenne plus onéreux dans ces segments, leur avantage au niveau du coût s'en trouve fortement réduit. ■



Sélection de fonds à la Banque Cler

Dans le cadre de nos solutions de délégation (mandats de gestion de fortune et Solutions de placement) ainsi que des entretiens de conseil à la clientèle, nous nous efforçons d'adopter un point de vue nuancé. Notre réflexion doit toujours être considérée à la lumière des objectifs de placement de notre clientèle et des différents champs d'action.

Vous souhaitez savoir si un ajustement de la sélection des fonds dans votre portefeuille est nécessaire?

Votre conseillère ou votre conseiller se fera un plaisir de vous présenter les possibilités qui s'offrent à vous.

cler.ch/demander-conseil





Perspectives relatives aux marchés financiers

Malgré les incertitudes marquées au début de l'année boursière 2023, notre évaluation modérément optimiste en matière d'évolution économique s'est vue confirmée au fil des mois. Il est cependant trop tôt pour crier victoire et envisager une image nettement plus positive en 2024, les défis mondiaux et les questions en suspens restant trop nombreux. Pour 2024 également, nous tablons donc sur une dynamique conjoncturelle faible mais légèrement positive et sur une année globalement satisfaisante pour les placements.

Aujourd'hui, l'évaluation de l'évolution conjoncturelle mondiale se fonde nécessairement sur la Chine, en plus des États-Unis et de l'UE. Avec une part de 18% du PIB nominal mondial et une forte interdépendance avec le commerce international, l'affaiblissement de la dynamique de croissance dans l'Empire du Milieu a également une incidence négative sur celle de l'économie mondiale. Si l'économie chinoise a progressé en moyenne de plus de 8% par an entre 2000 et 2022, les prévisions moyennes actuelles laissent entrevoir une croissance réelle inférieure à 5%. Les risques liés au vieillissement de la population et à un modèle économique restant fortement tributaire de l'investissement malgré des projets pour y remédier pourraient eux-mêmes anéantir ces espoirs. Au vu de ce contexte et de la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine, qui dure depuis près de deux ans, il n'est guère étonnant que les prévisions pour 2024 divergent non seulement pour l'économie mondiale, mais aussi pour les différentes régions.

Pour illustrer notre propos, nous avons évalué les prévisions disponibles dans le système d'information Bloomberg concernant la croissance économique et les taux d'inflation. Ces résultats (état fin octobre 2023) étayaient notre hypothèse d'une dynamique conjoncturelle faible, bien que légèrement positive en 2024.

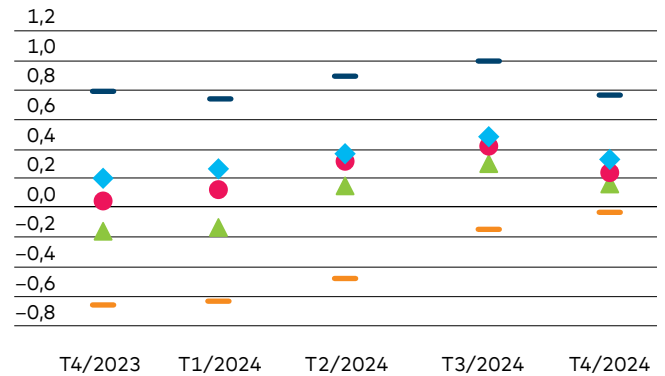
Si l'on prend comme scénario de base la médiane des prévisions (basée sur les valeurs disponibles fin octobre 2023), la médiane des prévisions de consensus correspond au taux de croissance du PIB réel (en glissement annuel, en %).

- Pour les États-Unis à +1,0%
(fourchette: de -0,1% à +3,1%)
- Pour la zone euro à +0,8%
(fourchette: de -0,7% à +1,5%)
- Pour la Suisse à +1,1%
(fourchette: de +0,6% à +2,1%)

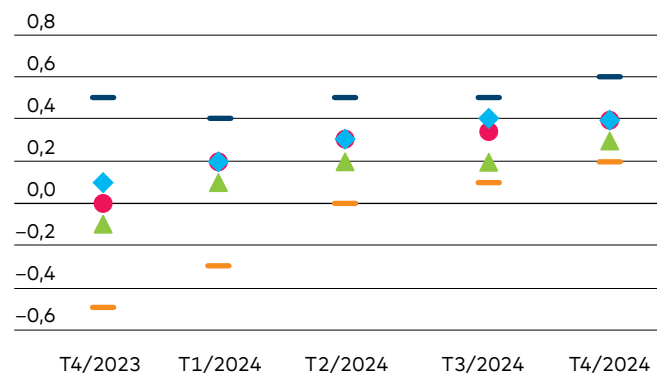
L'évolution du PIB américain au premier trimestre 2024 sera certainement scrutée à la loupe par les marchés financiers, mais les attentes en matière de performance économique pour cette période sont très modérées. Avec le risque de croissance négative par rapport au quatrième trimestre 2023, une récession technique (taux de croissance négatifs durant deux trimestres consécutifs) aux États-Unis n'est pas à exclure (voir fig. 9).

Fig. 9: prévisions en matière de croissance pour les États-Unis, la zone euro et la Suisse

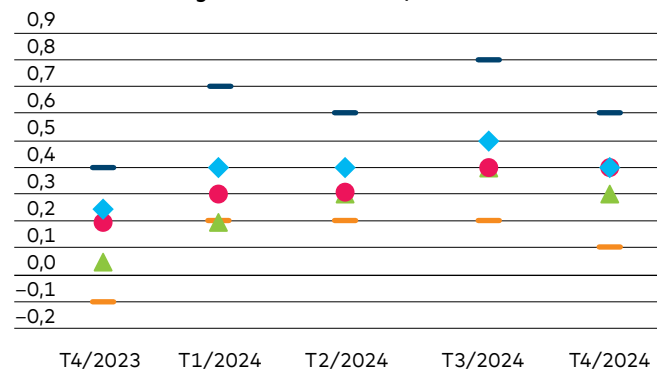
PIB des États-Unis en glissement trimestriel, en %



PIB de la zone euro en glissement trimestriel, en %



PIB de la Suisse en glissement trimestriel, en %



■ Min. ■ 1^{er} quantile ■ Médiane ■ 3^e quantile ■ Max.

Source: Banque Cler, Bloomberg
(par rapport au trimestre précédent, non annualisé)

En ce qui concerne l'inflation, les prévisions laissent entrevoir un nouvel apaisement pour les prix dans le courant de l'année. La tendance à la baisse des taux d'inflation devrait se poursuivre (fig. 10). Ils seraient en moyenne inférieurs à 3% pour les États-Unis et la zone euro et à 2% pour la Suisse en 2024. Les objectifs de la Fed et de la BCE en la matière ne seraient certes pas encore totalement atteints, mais les taux d'inflation devraient se rapprocher de l'objectif de 2% vers la fin de l'année. Des incertitudes subsistent, par exemple en ce qui concerne l'évolution des prix de l'énergie.

Actions

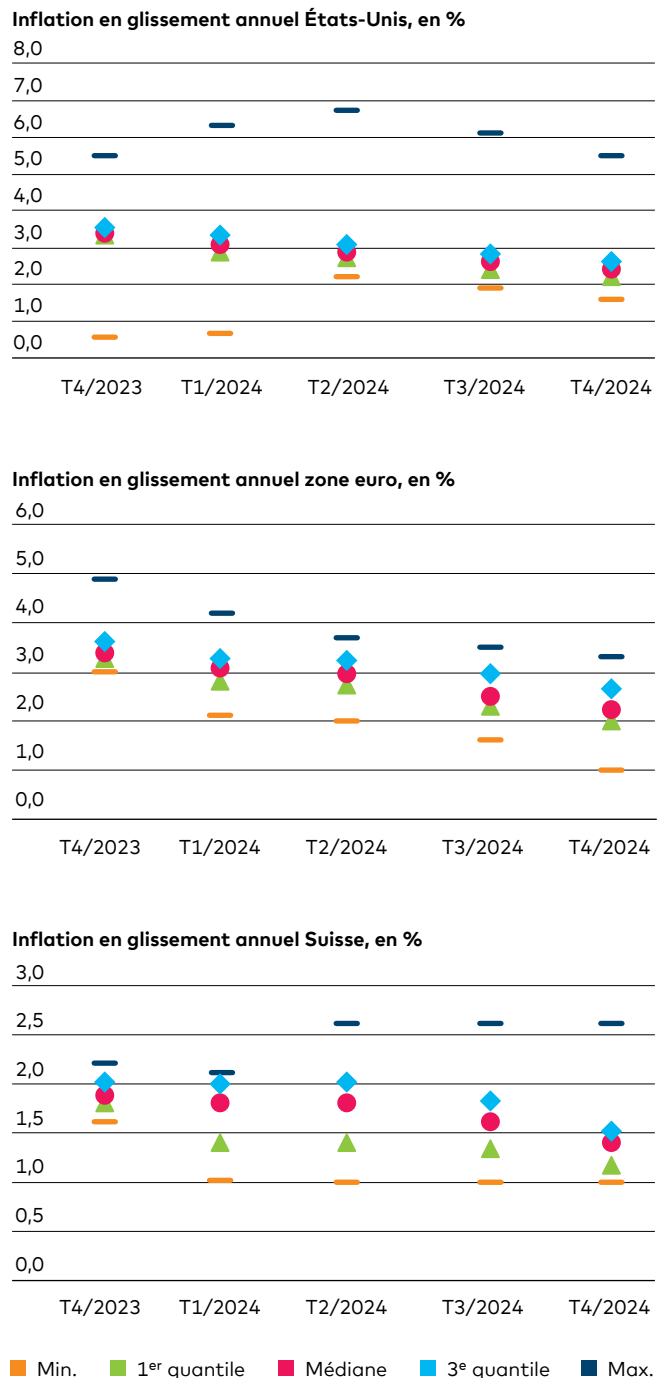
Sur les marchés financiers, on peut tabler sur une année satisfaisante du moins en moyenne pour les actions en 2024, ce qui implique une hausse des cours des actions d'env. 7%. L'optimisme est renforcé par la probabilité croissante d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine, l'évolution certes faible mais positive de l'économie mondiale, les taux d'inflation en recul et la fin du cycle de relèvement des taux directeurs des banques centrales. En revanche, outre les tensions géopolitiques, la hausse des évaluations invite à la prudence. Il s'agira ici de savoir si les attentes optimistes en matière de rendement pour les actions seront satisfaites. Nous conservons les thèmes de placement à long terme (voir les fonds selon l'approche du meilleur de la classe de notre liste de recommandations ainsi que nos propres produits de fonds).

Obligations

Les taux directeurs ont selon toute probabilité atteint leur plus haut. Il importe peu qu'une banque centrale soit à nouveau obligée d'opérer un tour de vis. Par conséquent, nous tablons juste sur une légère hausse des rendements des obligations. Dans le contexte actuel, il est donc judicieux d'ajouter au portefeuille d'obligations des emprunts d'entreprises par le biais d'un investissement en fonds, par exemple.

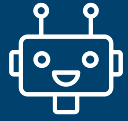
Nous recommandons une stratégie de placement très diversifiée. En 2024 aussi, les fonds en actions restent un pilier de la constitution des portefeuilles. Malgré toutes les crises dans le passé, ils ont toujours été les principaux moteurs de rendement, et même des effondrements de cours parfois très marqués n'y ont rien changé. Les actions devraient rester à la hauteur de leur réputation de garantie de rendement dans les années à venir. ■

Fig. 10: prévisions en matière d'inflation pour les États-Unis, la zone euro et la Suisse



Source: Banque Cler, Bloomberg

Progrès technologique et numérisation



La numérisation et l'intelligence artificielle font désormais partie intégrante de notre quotidien.

Investissez dans le progrès technologique avec un ETF sur le NASDAQ-100 (IE00B53SZB19) ou le Global Technology Fund à gestion active de Fidelity (LU1560650563).

Sélection: fonds selon l'approche du meilleur de la classe et nos produits de fonds

Évolution démographique



L'évolution démographique est un défi pour le monde entier, mais offre aussi des opportunités d'investissement dans les secteurs de la santé, des activités pharmaceutiques et de la «silver economy».

Investissez dans le World Health-science Fund de BlackRock (LU0329593007), le fonds Bellevue Sustainable Healthcare (LU1819585370) et le Sustainable Demographics Fund de Fidelity (LU0528228231).

Développement durable



Nous sommes convaincus qu'investir dans le développement durable permet d'obtenir à moyen et long termes des résultats aussi satisfaisants qu'avec les placements conventionnels. Ces dernières années, nous avons donc lancé nos propres fonds, où notre approche en matière de développement durable est appliquée à la lettre.

Investissez dans nos Solutions de placement largement diversifiées et dans le fonds en actions suisse BKB Sustainable – Equities Switzerland (CH0496872323).

En outre, le fonds BKB Physical Gold Fairtrade Max Havelaar (CH1185050486) constitue à notre avis un complément pertinent à un portefeuille durable.

«En matière de placements, il est indispensable de tenir compte des évolutions géopolitiques. Nous recommandons de réduire la part des pays émergents dans les fonds en actions et obligations, et de faire preuve d'un regard critique.»

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 régulatrices 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 conseillères et 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 27 octobre 2023. Modifications possibles à tout moment.
Conception graphique et sélection d'images: Glutz Kommunikation AG. Imprimé sur du papier 100% recyclé.

Diversifiez votre opinion. Chaque lundi.

Faites confiance à nos analyses approfondies pour vous forger une opinion. Chaque semaine, Sandro Merino, notre Chief investment officer, présente des aperçus et des commentaires exclusifs sur l'actualité des marchés financiers. Abonnez-vous à notre Newsletter et obtenez de précieuses informations pour optimiser de manière ciblée votre portefeuille: cler.ch/newsletter

S'abonner
à la Newsletter.



Bank
Banque
Banca

CLER