

## Rapport de Gestion au 31 mars 2022

### Revue des marchés

L'inflation est désormais l'ennemi public numéro un des investisseurs. Si les attentes pointaient vers une modération de l'inflation à l'entrée du trimestre, l'invasion de l'Ukraine aura définitivement changé la donne. La hausse du prix des matières premières est désormais la source d'un second choc inflationniste depuis la fin de la crise du Covid qui aura rappelé à l'ordre nos principaux banquiers centraux. La conséquence s'est fait rapidement sentir: une montée de la volatilité ainsi que des taux d'intérêts aura marqué un premier trimestre chahuté. Par-delà la volatilité, les actions auront connu une baisse globale sur la période, cette baisse ayant été intensément rachetée à la mi-mars.

### Évolution macroéconomique

Les conditions économiques au premier trimestre sont restées très positives en Europe et aux Etats-Unis. Du point de vue de nos indicateurs macro-économiques (indicateurs dits « nowcasters »), la croissance a su rester forte, au-dessus du potentiel de croissance de ces économies. Les restes d'une très forte stimulation fiscale explique probablement cette situation : il reste encore à ce jour une épargne importante constituée par les entreprises et les ménages au gré des paquets de mesures budgétaires de 2020 et 2021, qui devrait soutenir la situation économique globale future. Pour autant, la guerre en Ukraine et ses conséquences constituent à ce jour une force qui devrait profondément ralentir l'économie européenne en premier lieu, mais aussi l'économie mondiale.

La guerre en Ukraine est porteuse d'une double conséquence sur le plan économique : une forte progression du prix des matières premières ainsi qu'une accélération du rythme de remontée des taux d'intérêts aux Etats-Unis et en Europe. Les matières premières ont ainsi enregistré une progression sans commune mesure avec la période 1980-2022 – la longue période de désinflation dont nous sortons à présent. Si l'on proportionne la progression des matières premières aux chocs d'inflation observés sur la période, les matières ont progressé en un trimestre environ cinq fois plus que la moyenne de ces périodes pourtant porteuses de symptômes équivalents. Le choc est violent et profond, conduisant à une explosion de l'inflation là où on s'attendait à la voir reculer : l'Europe. Au sortir du trimestre, les prix italiens affichent ainsi une progression de 10% alors qu'en Allemagne, cette progression s'affiche à 7.6%.

La réponse des banquiers centraux ne s'est pas fait attendre. Si la Fed a affiché initialement une certaine prudence à l'entrée du conflit, cette prudence a laissé la place à un ton résolument plus agressif. La Fed et la BCE ne cachent désormais plus leur volonté de lutter fermement contre une inflation galopante et en passe de devenir endémique – le plus grand cauchemar de tout banquier central. Les taux d'intérêts ont connu une progression rapide sur le trimestre, avec notamment une progression des taux 10 ans américains de 80 points de base et une solide sortie des taux allemands de leurs territoires négatifs. Le 10 ans allemand a ainsi commencé le trimestre à -0.18% pour le clôturer à +0.55%, l'Ukraine constituant un pivot dans la situation globale des marchés. Des tendances déjà présentes au préalable se sont accélérées : une croissance forte en déclin, une inflation désormais conduite par l'offre et la demande ainsi qu'un changement de cap dans les politiques de taux que rien semble pouvoir faire dévier à ce jour.

### Évolution des marchés financiers

L'envolée des taux d'intérêts aura conduit à générer des performances obligataires extrêmement négatives. Les obligations d'Etat globales (couvertes pour le risque de change) auront généré une perte de 4.22%, un niveau jamais égalé depuis 2000. Les obligations de la Confédération helvétique en Francs Suisses ont ainsi généré une perte de 8.13%, inégalée depuis 1996 (données des indices SBI). Les obligations d'entreprises (crédit) ont également généré une perte sur le trimestre, mais les écarts de taux entre celles-ci ont partiellement compensé cette perte. Les obligations en Suisse de l'indice Swiss Bond Index ont ainsi enregistré une perte de 6.26%, bénéficiant d'une moindre durée et d'un portage plus attractif. Pour autant, cette vague de remontée des taux aura sévèrement coûté au monde obligataire. Une situation similaire a affecté la plupart des indices obligataires mondiaux.

Les performances du marché actions ont été globalement négatives sur le trimestre. Les actions monde (indices MSCI, performances couvertes pour le risque de change) ont reculé de 5.53%, masquant des trajectoires géographiques hétérogènes. Les actions européennes ont reculé de 8.41% quand les actions US perdaient 5.55%. Finalement, les actions émergentes ont souffert de leur exposition à la Russie et à la Chine, voyant leur valorisation perdre 7.32%. Sous cette toile de fond géographique, les styles et les secteurs ont eux aussi généré des performances disparates. Le style



« value » l'a ainsi emporté sur le style « growth » quand les secteurs de l'énergie et les financières tiraient mieux que d'autres leur épingle du jeu.

Finalement, sur le trimestre, le marché portant le plus les traces de l'invasion en Ukraine est celui des matières premières. Le prix du pétrole a connu une volatilité rarement observée, évoluant (WTI, en Dollars) entre 77 et 130 Dollars du baril. Le secteur des matières premières énergétique a progressé de 47.8% sur la période, celui des métaux industriels de 22.6% et celui de l'agriculture de 19.8%. L'inflation des matières premières touche ainsi 75% des composants du marché et devrait peser sur la consommation dans les mois à venir.

### **Perspectives**

Les perspectives de croissance restent fortes pour le prochain trimestre, alors que l'inflation elle-même devrait rester élevée. Ces deux composantes du cycle économique n'en devraient pas moins connaître une modération dans les trimestres à venir. Le cas de la croissance est le plus préoccupant : si le seul remède connu contre l'inflation reste un fort ralentissement économique orchestré par une montée des taux, ce ralentissement ne s'est pratiquement jamais clôturé sans une récession à la clef. C'est un risque significatif pour ces prochains trimestres.

En attendant, nous continuons de nous attendre à une progression du niveau des taux, même si celle-ci devrait rester plus modérée que précédemment. Les actions les plus dépendantes de leurs conditions de financement pourraient en souffrir. Cependant, la progression de l'économie nominale pourrait continuer de soutenir les résultats des entreprises à court terme.

Nous anticipons pour le moment une poursuite de la progression des matières premières pour le trimestre à venir, qui devrait alimenter la prime d'inflation qui s'est récemment formée dans les marchés.

A ce stade du choc stagflationniste, nous pensons qu'il est essentiel de combiner une exposition aux matières premières comme couverture contre l'inflation, aux obligations comme couverture contre le ralentissement ainsi qu'une exposition au cash pour diluer la volatilité des marchés à venir.

### **Évolution des valeurs de parts**

Dans l'ensemble, durant ce premier trimestre de 2022, les trois segments ont enregistré des performances négatives et ont souffert sur toutes les classes d'actifs à l'exception des matières premières et des placements alternatifs.

### **Segment A (en EUR) :**

La mise en œuvre de la gestion pour le segment A reste bien diversifiée avec toujours, d'une part, une gestion active (visée à terme à surperformer, avec un risque contrôlé, le benchmark du mandat) ; d'autre part, avec une gestion basée sur un budget de risque (recherche de contrôle des risques tout en assurant un rendement). Ce portefeuille est logiquement exposé aux fluctuations à court terme des marchés financiers, tant à la hausse qu'à la baisse, mais de manière contenue grâce à sa diversification. Par ailleurs, selon l'expérience passée de la CPIC, les détenteurs de parts du segment A ont bénéficié sur le long terme d'une croissance de la valeur de leurs parts, y compris après les chutes de marché de 2002 et de 2008.

Ce portefeuille a subi la baisse des marchés du premier trimestre. La valeur de part du segment A est passée de EUR 287.63 à EUR 277.82, soit une performance en EUR de -3.41% sur le trimestre. Sur un horizon à moyen terme de trois ans, il reste toujours en territoire positif par rapport à son objectif de rendement.

### **Segment B (en EUR) :**

La valeur de part du Segment B, portefeuille conservateur en euros, a baissé au cours du trimestre.

La valeur de part du segment B, (segment conservateur), est passée de EUR 159,53 à EUR 158,21, soit une performance en EUR de -0,83% sur le trimestre.

### **Segment C (en CHF) :**

La mise en œuvre de la gestion pour le segment C reste bien diversifiée avec toujours, d'une part, une gestion active (visée à terme à surperformer, avec un risque contrôlé, le benchmark du mandat) ; d'autre part, avec une gestion basée sur un budget de risque (recherche de contrôle des risques tout en assurant un rendement) ainsi qu'une exposition alternative comprenant immobilier et infrastructure. Ce portefeuille est logiquement exposé aux fluctuations à court terme des marchés financiers, tant à la hausse qu'à la baisse, mais de manière contenue grâce à sa diversification.

La valeur de part du segment C a baissé de CHF 133,66 à CHF 126,50, soit une performance en CHF de -5,36% sur le trimestre. Sur un horizon à moyen terme de trois ans, il reste toujours en territoire positif par rapport à son objectif de rendement.