

## Billet du Président et des gestionnaires

Juillet 2022

L'invasion de l'Ukraine par la Russie, qui a dominé l'actualité du premier trimestre, a incité les investisseurs à se mettre à l'abri. Le recul considérable de l'appétence au risque de ces derniers n'a guère été surprenant, compte tenu de la crainte d'une escalade du conflit au-delà des frontières de l'Ukraine et de l'inquiétude des conséquences sur l'approvisionnement en pétrole, gaz, métaux et produits de base agricoles ainsi que sur l'inflation et l'économie. Les perspectives conjoncturelles, notamment de la zone euro, qui dépend de l'énergie russe, se sont assombries.

La réaction des marchés des actions a été inattendue : le recul subi immédiatement après l'invasion russe le 24 février a été rapidement surmonté. En effet, au cours du mois, la conviction que la guerre ne s'étendrait pas au-delà de l'Ukraine s'est progressivement imposée. Les investisseurs ont par ailleurs commencé à croire en la volonté de la Fed de s'attaquer véritablement à l'inflation. Effectivement, au 2<sup>e</sup> trimestre, la Réserve fédérale américaine a relevé son taux directeur de 75 points de base, une hausse qui n'avait plus été mise en œuvre depuis 1994. Au lieu d'apaiser la situation, cette mesure a amplifié les craintes déjà existantes. Les cours des actions et des obligations se sont effondrés et même les matières premières ne constituaient plus de valeurs refuges pour les investisseurs, à l'exception du pétrole et des produits agricoles de base. Concernant les monnaies, seul le dollar US a satisfait à sa réputation de valeur sûre.

En janvier et en février, les marchés des actions internationaux ont considérablement cédé du terrain, puis, début mars, les investisseurs ont repris confiance. Au début du deuxième trimestre, les espoirs de voir les marchés des actions poursuivre leur reprise, sont retombés en raison des relèvements de taux de la Réserve fédérale américaine jugés agressifs. L'indice MSCI All Country World a chuté de -19,2 % au cours du 1<sup>e</sup> semestre, en monnaies locales.

Les marchés obligataires affrontent avec difficulté le double défi que constituent l'augmentation de l'inflation et les hausses attendues des taux directeurs. De plus, à la fin du semestre, un fossé a commencé à se creuser dans la zone euro entre les rendements des obligations d'État des pays centraux (comme l'Allemagne) et ceux des pays plus endettés de la région d'Europe méridionale (comme l'Italie).

Sans surprise, le dollar américain s'est considérablement apprécié en tant que « valeur refuge » en période de crise, progressant de +4.7 % sur le semestre même par rapport au franc suisse, autre devise appréciée en période de conflits.

En revanche, les devises de nombreux pays européens, qui n'exportent pas de matières premières, ont été mises sous pression. Seule exception, le franc suisse, qui a atteint la parité avec l'euro, avant que la Banque nationale suisse n'intervienne sur le marché des devises pour mettre un terme à son envol.

Au 1<sup>e</sup> trimestre, les marchés des matières premières confirment leur rôle d'amortisseur des risques dans un contexte d'accélération de l'inflation. Au 2<sup>e</sup> trimestre, ils ont renvoyé une image contrastée : les prix de l'énergie et des matières premières agricoles ont grimpé, tandis que les prix du cuivre ( 20,4 %), de l'aluminium ( 30,3 %) et du nickel ( 29,5 %) ont nettement diminué.

Au 1<sup>e</sup> semestre, l'or reste stable (+6,5 % au 1<sup>e</sup> trimestre et -6.9% au 2<sup>e</sup> trimestre), freiné par l'augmentation des rendements réels (rendements nominaux minorés du taux d'inflation) suscitée par le resserrement de la politique monétaire des banques centrales. En effet, le métal jaune perd de son attrait lorsque les investisseurs flairent ailleurs la possibilité d'enregistrer des rendements supérieurs.