

Billet du Président et des gestionnaires Janvier 2023

L'ANNÉE 2022 EN RÉSUMÉ

L'année 2022, au même titre que l'année 1979, devrait désormais figurer dans les manuels d'histoire économique.

Ce fut tout d'abord l'année du retour marqué d'une inflation élevée, inattendue et persistante. Aux États-Unis, cette inflation a pu atteindre 9.1% en juin (en rythme annuel) alors que l'inflation européenne a atteint 10.6% en octobre. Du jamais vu depuis 40 ans. Plus important encore, cette inflation était perçue début 2022 comme résultant encore de goulots d'étranglement post-Covid, de nature temporaire. L'inaction des banques centrales semblait dès lors l'attitude la plus prudente, ces dernières ne souhaitant pas affecter le cycle économique. Comprenant que l'inflation reflétait désormais un excès de demande, les banquiers centraux ont soudainement changé leur fusil d'épaule.

Et c'est bien là le deuxième événement : la vitesse et l'ampleur du changement de cap de la Réserve Fédérale américaine d'abord, puis de la Banque d'Angleterre et de la Banque Centrale Européenne plus récemment. Collectivement, nos banquiers centraux se sont lancés dans une série de mesures rapides et surprenantes par leur ampleur pour tenter d'endiguer la progression de l'inflation. Ces hausses de taux, affublées du sobriquet de « jumbo hike » ont parfois pu atteindre 75 points de base. Le résultat de ces décisions ne s'est pas fait attendre : toute la structure par terme des taux d'intérêt a pris l'ascenseur, emmenée par la remontée des taux réels.

Du point de vue de l'investissement, les taux réels ont bel-et-bien joué un rôle clef, et plus important encore, la vitesse de leur remontée. Les taux réels à 10 ans sont passés de niveaux négatifs aux États-Unis (-1.08%) et en zone Euro (-1.98%) à des niveaux positifs dans les deux régions, respectivement +1.57% et +0.29%. La conséquence sur les marchés aura été flagrante : tous les actifs qui ont longtemps bénéficié de ces taux réels négatifs ont fait face à une performance négative en 2022. Les obligations ont souffert comme on ne l'avait plus observé depuis 1979, les grands indices globaux déclinant parfois jusqu'à -15%. Les obligations n'étaient cependant pas les seuls actifs à avoir précédemment profité de la baisse des taux réels : le marché des actions et surtout celui des actions dites «de croissance» a démontré sa large dépendance à ces taux bas. La remontée de taux a causé une chute des marchés actions, mais pas dans les mêmes proportions pour les actions «de valeur» (-6%) ou «de croissance» (-29%). Un chiffre permet de résumer l'ampleur de la correction : au terme de 2022, les actions «de croissance» ont effacé l'intégralité de leur surperformance sur les actions «de valeur» sur la période 2020-2022. Pour mémoire, cette surperformance, à fin 2021, s'établissait à environ +40%.

Ainsi s'achève une parenthèse de trois ans : celle de la politique de relance de 2020 pour limiter les effets des mesures de confinement. Un immense paquet fiscal avait été déployé (près de 30% du PIB pour certains pays) et financé à l'aide d'une politique monétaire ultra-accommodante. Ce paquet fiscal a finalement généré une inflation anormale qui est aujourd'hui réprimée par ces mêmes banques centrales : le serpent se mord la queue ! La question est désormais la suivante : quel sera l'ampleur des effets secondaires de ce nouveau traitement ?

2023 : PERSPECTIVES

La suite de l'histoire tient ainsi aux effets secondaires du traitement que les banquiers centraux utilisent pour éliminer l'inflation. La mécanique de leur action est d'une simplicité déconcertante : en montant les taux, on ralentit le crédit et donc l'activité économique, au point d'affecter l'emploi et déclencher une hausse du chômage. Le recul de la demande qui s'en suit met fin aux hausses de prix pratiquées par les entreprises. Ainsi, les banquiers centraux s'efforcent pour détruire l'inflation de créer du chômage : un peu, mais pas trop. Et c'est bien là que se situe le risque pour 2023 : les taux réels qui ont connu une normalisation si rapide ne peuvent-ils pas contribuer à créer une période de récession plus dommageable ? Si tel était le cas, alors la valorisation des marchés actions et du crédit seraient encore éloignées de leur point bas et l'on pourrait assister en 2023 à de nouvelles baisses.

Ça n'est pas, pour le moment, le scénario dominant. En ce début d'année, le scénario que le marché anticipe est plutôt celui d'un recul de l'inflation accompagné d'une élévation limitée du chômage : le fameux atterrissage en douceur... Dans un tel contexte, une légère surexposition aux actions et au crédit semble encore raisonnable. Restons prudents : nous sommes loin de conditions très solides, comme par exemple celles de l'année 2017.

En résumé, le scénario principal reste celui d'une récession modérée mais nécessaire et le principal risque qui lui est assorti est celui d'une récession plus marquée.

ÉVOLUTION DES VALEURS DE PARTS

Dans ces conditions financières et macro-économiques difficiles, les portefeuilles ont enregistré des performances négatives dans une mesure contenue sur l'année 2022.

Segment A (en EUR) :

La mise en œuvre de la gestion pour le segment A est diversifiée, avec d'une part une gestion active (visée à terme à surperformer, avec un risque contrôlé, le benchmark du mandat), d'autre part une gestion basée sur un budget de risque (recherche de contrôle des risques tout en assurant un rendement). Le portefeuille est exposé aux fluctuations à court terme des marchés financiers, tant à la hausse qu'à la baisse, mais de manière contrôlée grâce à une gestion active et une forte diversification.

Ce portefeuille a subi la baisse marquée des marchés et voit, à fin décembre 2022, sa valorisation passer de EUR 287.63 à 253.79, soit une performance en EUR de -11.8%.

Segment B (en EUR) :

La mise en œuvre de la gestion du segment B est focalisée sur la préservation du capital, alliant placements monétaires et gestion diversifiée conservatrice à primauté des risques. Il a joué son rôle de préservation du capital en 2022, en comparaison avec des portefeuilles conservateurs traditionnels.

La valeur de part du segment B est passée de EUR 159.53 à 155.34, soit une performance en EUR de -2.6% à fin décembre 2022.

Segment C (en CHF) :

La mise en œuvre de la gestion du segment C est comparable au segment A, avec des risques similaires, mais gérée en franc suisse. L'appréciation solide du franc suisse a engendré des pertes supplémentaires.

La valeur de part du segment C est passée de CHF 133.66 à 113.41, soit une performance en CHF de -15.2% à fin décembre 2022.

Jacques-André Schneider
Président du Conseil de Fondation