

L'année 2022 aura été une année difficile, où le soulagement de la décrite de la Covid aura été dominé par les peurs de la guerre, par la hausse du coût de la vie, par la remontée violente des taux d'intérêt nominaux et par le compte à rebours des dérèglements environnementaux. Nous ne serons donc pas fâchés de tourner cette page, mais ne le faisons pas sans en tirer les enseignements qui s'offrent à nous.

Pour les investisseurs, les douze mois écoulés auront été particulièrement pénibles, et cela quel qu'aura été le profil des portefeuilles. Si les performances de gestion comparables d'Orcadia sont moins négatives que celles de la grande majorité de nos confrères, et cela tout en continuant à afficher une moindre volatilité – l'indicateur usuel du risque pris en matière de gestion –, il n'y a évidemment pas lieu de pavaner.

En 2022, Orcadia AM aura continué de grandir, avec la plus grande collecte de nouveaux capitaux de notre jeune existence. L'équipe s'est étoffée et la première bourse de recherche scientifique postdoctorale financée par le Fonds philanthropique Orcadia a été octroyée.

Notre succès, à nous qui ne faisons pas de publicité, s'il tient certainement aux performances de gestion, nous vous le devons aussi à vous, nos clients et amis, qui êtes nos meilleurs ambassadeurs. Nous adressons des remerciements particuliers à celles et ceux d'entre vous qui ont évoqué Orcadia AM dans leurs cercles respectifs.

Nous vous sommes reconnaissants pour votre confiance et vous souhaitons, ainsi qu'à vos proches, une heureuse et sereine année 2023 !

L'équipe d'Orcadia AM

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Les hauts taux tuent les totaux

2022, « annus horribilis » ? Il y a de quoi la qualifier ainsi, certainement. Dans notre billet d'il y a douze mois, nous écrivions « La pandémie est toujours là, la légitimité de la décision politique est mise à mal, la cohésion sociale souffre, des superpuissances bandent les muscles, la réponse au défi climatique n'est encore qu'embryonnaire » et, simultanément, que « Notre scénario pour 2022 est et reste favorable (...) ». Et avions indiqué que « Pour nous, la principale menace en termes de gestion reste une remontée forte des taux d'intérêt réels (...). Ceci serait le scénario sombre pour les marchés financiers, qu'il s'agisse d'actions ou d'obligations, comme pour l'immobilier, mais la probabilité à y attacher demeure aujourd'hui très faible. »

Or, avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie, vue à l'époque comme irrationnelle et donc improbable, c'est ce scénario sombre pour les marchés qui a été observé : - 13.8% pour l'indice mondial des actions en euro (indice MSCI World All Countries), -18.3% pour l'indice des obligations gouvernementales de la zone euro (indice Bloomberg EU Govt All Bonds Total Return) et -37.1% pour l'immobilier coté européen (indice FTSE EPRA Eurozone). Un portefeuille composé à parts égales des deux premiers indices aura donc perdu 16.1% en 2022, avant prise en compte des frais de gestion et des taxes.

Quelles surprises ?

Ce n'est pas la conjoncture qui a tellement surpris. Certes, les perspectives pour 2023 ont dû être abaissées mais la croissance économique dans la zone euro en 2022 aura été à la fois forte,

de l'ordre de 3% en termes réels, et proche de ce qui était escompté il y a douze mois. Ce ne sont pas plus les bénéficiaires des sociétés cotées qui ont fortement déçu. Ici, aussi, la prudence – mais pas la crainte – est de mise pour 2023 mais les profits ont été au rendez-vous en 2022 ! En tant que telle, la remontée de l'inflation n'est pas vraiment une surprise non plus. En témoigne l'intérêt manifesté en matière de gestion envers les obligations indexées sur l'inflation.

Où auront donc été les mauvaises surprises ? Il y a d'abord la vigueur de la remontée de l'inflation, bien plus forte qu'anticipé. Cela est dû aux sanctions et contre-sanctions liées à l'invasion russe, dans un contexte caractérisé par les effets différés de la Covid, par les mesures de soutien budgétaire, par un marché du travail tendu et par un « pouvoir de marché » exacerbé des grandes entreprises. Ensuite, il y a le tour de vis des banques centrales, bien plus prononcé qu'attendu, et qui a affecté tant les Etats-Unis que l'Europe et tant les taux à long terme qu'à court terme. Evidemment, il y a un lien entre ces deux phénomènes. C'est la peur qu'une inflation à deux chiffres ne détruise le capital confiance dont elles jouissent, et cela alors qu'elles s'étaient fourvoyées avec leur scénario d'inflation, qui a amené les autorités monétaires à un resserrement terrible, plus marqué encore qu'en 1994, année connue pour son krach obligataire. Et cela alors que, de leur propre aveu, lutter de la sorte contre l'inflation résultant d'un choc d'offre n'est pas des plus efficaces ! Et cela alors que les attentes d'inflation à moyen terme restent tout à fait sous contrôle.

Des banques centrales vraiment centrales

Les manuels de finances publiques, pour indiquer que des taux de taxation trop élevés peuvent être contre-productifs en termes de recettes totales, car conduisant à une contraction de la base imposable, reprennent fréquemment le mot de Jules Dupuit, remontant à 1844 – cela ne date pas d’hier que la fiscalité fait peur –, selon lequel « les hauts taux tuent les totaux ». Ce qui visait les taux de taxation s’applique au taux d’intérêt : des taux plus élevés compriment la valeur totale du patrimoine, quelle que soit la proportion d’actions, d’obligations et d’immobilier qui le composent ! Les banques centrales méritent bien leur nom sur les marchés financiers : les taux d’intérêt qu’elles conditionnent sont la variable centrale !

2023, entre risque et valorisation

Pour 2023, les perspectives conjoncturelles ont été sérieusement abaissées, mais sans entamer le potentiel de

croissance à moyen terme. Il en va de même pour les bénéfices des entreprises. Le paradoxe est là : les cours des actions ont fortement baissé pour cause, via le truchement des taux d’intérêt, d’une inflation plus forte, et cela alors que les bénéfices sont indexés et que l’inflation, si elle reste modérée, n’est pas néfaste, dans la durée, à l’activité. Il en résulte une attractivité accrue des niveaux de valorisation, combinée avec une normalisation, étape pénible mais salutaire, des taux d’intérêt.

Simultanément, la conscience des risques est exacerbée, et cela doit être pris en compte dans ce « concours de beauté » que sont les marchés financiers, des risques qui ont pour nom escalade géopolitique, inflation, coût de la détérioration environnementale, détérioration des finances publiques, soutenabilité des dettes privées, protectionnisme et populisme. Au moins, 2023 ne commence pas avec des attentes trop fortes !

Etienne de Callatay – etienne.decaltatay@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L’Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L’information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d’en garantir l’exactitude ou l’exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d’investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n’est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d’être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n’est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d’achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n’est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d’Orcadia Asset Management.