

DATE DE RÉDACTION : 6 JANVIER 2022

LE FONDS GÉNÉRAL

DE CARDIF LUX VIE



Retour de la crise sanitaire - Croissance robuste - Tensions inflationnistes et réactions des Banques Centrales.

Quand Omicron rime avec désorganisation et inflation.

Finally, the second part of the year has been quite in line with what we expected by the end of June at the time of the writing of our publication.

En effet, même si l'on peut s'attendre à ce que les chiffres de croissance mondiale soient moins robustes sur l'ensemble de l'année que ce qui avait été espéré avant le début de la 5^{ème} vague en Europe puis l'apparition du variant Omicron, la dynamique de reprise n'est pas remise en cause. Les indicateurs avancés (PMI, ISM, IFO et enquêtes de consommateurs) sont restés correctement orientés tout au long du quatrième trimestre tandis que les taux élevés de vaccination dans de nombreux pays ont permis de limiter les confinements stricts tels qu'ils avaient pu être mis en place en 2020. Les politiques de restrictions et leurs impacts sur l'économie restent toutefois très hétérogènes en fonction des pays. Il n'en demeure pas moins que les secteurs des services liés aux loisirs et au tourisme vont être touchés à nouveau sans que l'on puisse déterminer la date de fin du feuilleton Covid dont la répétition des épisodes au scénario assez similaire commence à lasser...

A l'échelle mondiale, le PIB devrait ainsi avoir rebondi de près de 6% en 2021 après -3.3% en 2020. L'ensemble des zones expérimente des croissances inédites ou au moins supérieures à leur potentiel. Celle de la Chine est attendue légèrement inférieure à 8% tandis que les PIB des Etats-Unis et de la Zone Euro devraient croître de plus de 5% (contre environ 6% anticipé en début d'année), le Japon fermant la marche des pays développés avec seulement 1.6% de croissance espérée.

En se focalisant sur la Zone Euro, on remarque de fortes disparités en fonction des spécialités sectorielles des pays, les économies espagnoles et allemandes sont attendues en retrait sensible par rapport à la moyenne via le poids du tourisme pour l'Espagne et de la construction automobile pour l'Allemagne, entravée par les difficultés d'approvisionnement en semi-conducteurs.

La baisse significative des taux de chômage dans la plupart des pays développés par rapport à la situation déprimée de 2020 sera évidemment clef pour que l'activité puisse se maintenir à un niveau élevé à moyen terme. Les créations d'emplois aux Etats-Unis, dans le sillage de la réouverture de l'économie, avec plus de 500k/mois en moyenne sur le deuxième semestre, ont permis de faire refluer le taux de chômage à 4.2% avec un taux de participation qui progresse légèrement à 61.8%.

En Zone Euro, le marché de l'emploi s'est également nettement amélioré, le taux de chômage revenant légèrement en dessous de sa cote d'avant crise. Cette situation assez favorable pour les consommateurs et les entreprises, dont les taux d'épargne et les trésoreries ont été largement soutenus par les aides directes et les plans de relance gouvernementaux, a créé un choc de demande vis-à-vis duquel les industriels peinent à répondre alors que leurs chaînes de production et d'approvisionnement sont désorganisées par le Covid. Cette situation, couplée à la forte hausse des prix des matières premières et de l'énergie (crise avec la Russie, limitation de la production et impact de la transition énergétique), a pour conséquence de projeter l'inflation à des niveaux élevés dans la plupart des zones développées (hors Chine et Japon), dépassant ceux atteints en 2008. A titre d'illustration, l'inflation « headline » est sortie à +6.8% et +4.9% sur un an en décembre respectivement aux Etats-Unis et en Zone Euro tandis que l'inflation core repasse au-dessus de 2% en Zone Euro à 2.6% et se rapproche de 5% aux Etats-Unis.

Cette remontée des chiffres d'inflation bien au-dessus des objectifs affichés par les principaux banquiers centraux, hormis en Chine et au Japon, combinée à la bonne santé relative du marché du travail ont entraîné des annonces de réduction des mesures d'assouplissements quantitatifs relancées en 2020. La BOE a ainsi été la première des grandes Banques Centrales à remonter ses taux directeurs le 16 décembre de seulement 15 bps tandis que la FED a décidé une réduction plus rapide de ses rachats d'actifs, dont la fin du programme est désormais avancée à fin mars.

En outre, il est anticipé que l'institution remonte plusieurs fois ses taux directeurs dès 2022. Le ton de Jerome Powell est resté toutefois assez prudent afin de ne pas provoquer de panique du côté des opérateurs de marché.

La BCE, de son côté, a également confirmé le 16 décembre la fin du programme PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) à fin mars 2022 tout en augmentant sa flexibilité sur les réinvestissements et le montant du programme classique de rachats jusqu'à fin 2022 dans l'optique d'éviter tout écartement massif des spreads des dettes des Etats dont les finances publiques sont les plus détériorées.

De plus, elle repousse l'idée de relever ses taux directeurs dès 2022, gardant en tête l'erreur de politique monétaire de juin 2008 et mettant en avant l'effet probablement transitoire des tensions inflationnistes dans la Zone Euro. Ailleurs dans le monde, de nombreuses autres institutions commencent à remonter leurs taux directeurs ou à se montrer plus restrictives afin de lutter contre l'inflation mais aussi pour limiter la baisse de leurs devises dans le cas de certains pays émergents comme le Brésil. Seule la Turquie de Recep Tayyip Erdogan s'est refusée à de tels mouvements, voyant sa devise se déprécier et atteindre un nouveau point bas contre le dollar.

En dépit des incertitudes sanitaires actuelles affectant certains secteurs, on peut estimer que les économies des pays développés sont maintenant en mesure de fonctionner correctement et de profiter de l'élan généré par les plans de relance et les mesures de soutien des consommateurs. Dans cet environnement, il est probable que la croissance 2022, après un démarrage difficile, puisse dépasser les 4% mondialement, avec des croissances chinoise et américaine attendues entre 4 et 5% et une expansion du PIB Zone Euro sans doute proche de 4%.

En plus du risque de survenance d'un nouveau variant non contrôlable par les vaccins, cette vision relativement optimiste pourrait être remise en cause par :

- Des tensions géopolitiques qui se feraient plus vives avec la Russie (frontière Ukrainienne et Polonaise) et la Chine (cas des Ouïghours, de Taiwan et volonté hégémonique en amont de la réélection de Xi Jinping).

- Une croissance nettement plus faible que prévue en Chine en raison de la volonté de l'Empire du Milieu de continuer à limiter l'endettement des ménages, de l'extension de la crise immobilière en lien avec des défauts du type Evergrande qui seraient non maîtrisés et de l'impact sur la consommation des ménages de la politique « zéro covid ».
- Une forte tension sur les taux longs américains, provoquée par une réduction trop rapide du bilan de la FED, mettant à mal l'immobilier outre atlantique, dont la contribution a été très positive en 2021 avec des prix ayant connu une forte progression.
- Un plus faible niveau qu'anticipé de consommation des ménages occidentaux en lien avec une baisse de leur pouvoir d'achat, impacté par la hausse de l'inflation des prix de l'énergie non compensée par les Etats et/ou un changement d'habitude de consommation relatif à une situation sanitaire toujours instable.

Au second semestre, malgré les risques géopolitiques, l'apparition du variant Omicron, les tensions inflationnistes et les discours plus restrictifs des Banquiers Centraux, les classes d'actifs risquées ont connu des performances très honorables en occident. Celles-ci ont été portées par le contexte toujours accommodant avec des taux d'intérêt réels très négatifs.

Les principaux indices actions européens et américains ont été très entourés, leurs parcours ayant été émaillés de seulement quelques corrections mineures. Ainsi, le S&P500 a gagné 27% hors dividendes (plus de 38% y compris dividendes et en euro) après avoir engrangé plus de 11% sur la deuxième partie de l'année. L'Eurostoxx 50 a également connu une performance remarquable avec près de 24% y compris dividendes sur 2021. Les évolutions des indices asiatiques (en particulier chinois) et des pays émergents ont en revanche été décevantes, le CSI 300 et le MSCI EM abandonnant plus de 2% et 5% respectivement alors que le TOPIX n'a progressé que de 10%. Les actions chinoises ont été touchées à la fois par les déboires du secteur immobilier et par la volonté affichée par le gouvernement de vouloir davantage réglementer le secteur privé (technologie, santé...). Il est à noter que les rotations sectorielles ont été fréquentes en connexion avec les mouvements sur les taux et les annonces sanitaires.

En outre, les mouvements sur les taux sans risque de part et d'autre de l'Atlantique ont été assez erratiques. Les 10 ans américains et allemands progressent sur l'année respectivement de 0.39% et 0.6% à -0.18% et 1.51% après avoir connu à quatre reprises des fluctuations à la hausse comme à la baisse de 30 à 50 bps sur l'année. Par ailleurs, les spreads des États européens les plus endettés se sont écartés contre Allemagne avec environ 25bps pour l'Italie et autour de 15 bps pour la France et l'Espagne.

A l'instar des marchés actions, les différents segments du marché du crédit se sont bien tenus bénéficiant des excès de liquidité présents chez les investisseurs et de la présence des Banques Centrales. C'est en particulier le cas du marché High Yield qui, malgré un montant record d'émissions sur le marché Euro, a vu ses spreads se resserrer en moyenne d'une trentaine de bps alors que les spreads des indices Investment Grade se sont détendus d'une dizaine de bps à un niveau proche des plus bas historiques.

De son côté, le prix du pétrole WTI a été assez volatil, évoluant entre 62\$ et 85\$ dollar le baril pour finalement s'établir à près de 77\$, affichant une progression de près de 60% par rapport à fin 2020. Pour ce qui est des autres matières premières, hors énergie, les évolutions ont été plus hétérogènes, le prix du cuivre s'adjudgeant par exemple plus de 27% tandis que celui du minerai de fer a cédé 37% affecté par le ralentissement immobilier chinois.

Enfin, le dollar s'est apprécié contre la plupart des devises importantes hormis contre Renminbi. Contre euro, la hausse a été supérieure à 7% avec un eurodollar finissant l'année sous les 1.14.

Sur le portefeuille, nous avons maintenu une stratégie prudente sur les classes d'actifs risquées tout en profitant des quelques faiblesses précitées pour reprendre des positions tactiques sur les actions ou les obligations subordonnées. En particulier, notre sensibilité aux marchés actions a été maintenue entre 8.5% et 10% ce qui a nécessité un écrêtement dans les phases où les indices revenaient sur leurs plus hauts historiques et où nous estimions que les niveaux de valorisation étaient excessifs.

S'agissant des investissements obligataires, ceux-ci se sont davantage portés sur des émissions étatiques afin de gérer notre sensibilité. Nos interventions sur le marché du crédit Investment Grade se sont limitées quasi exclusivement au marché primaire, en raison de la cherté historique des spreads, sur des noms de bonne qualité offrant des primes d'émissions, de la diversification ou nous permettant d'augmenter la part d'obligations vertes dans le portefeuille. Ces opérations ont souvent été effectuées en arbitrage de positions étatiques achetées à des rendements extrêmement faibles.

Sur les autres classes d'actifs, nous sommes globalement restés en retrait sur le second semestre. Sur la dette émergente et le High Yield, nous attendons des écartements significatifs afin d'éventuellement revenir à l'achat.

Sur l'Immobilier, plusieurs investissements sont à l'étude et devraient permettre de continuer à renforcer notre exposition via des prises de positions dans les segments du Bureau, de la Santé et des Forêts. Sur le Private Equity et l'Infrastructure, nous analysons différents fonds thématiques autour de la transition énergétique.

POINTS PRINCIPAUX À RETENIR :



Bonne tenue de l'activité en dépit de la dégradation sanitaire



L'évolution de l'inflation est au cœur des préoccupations

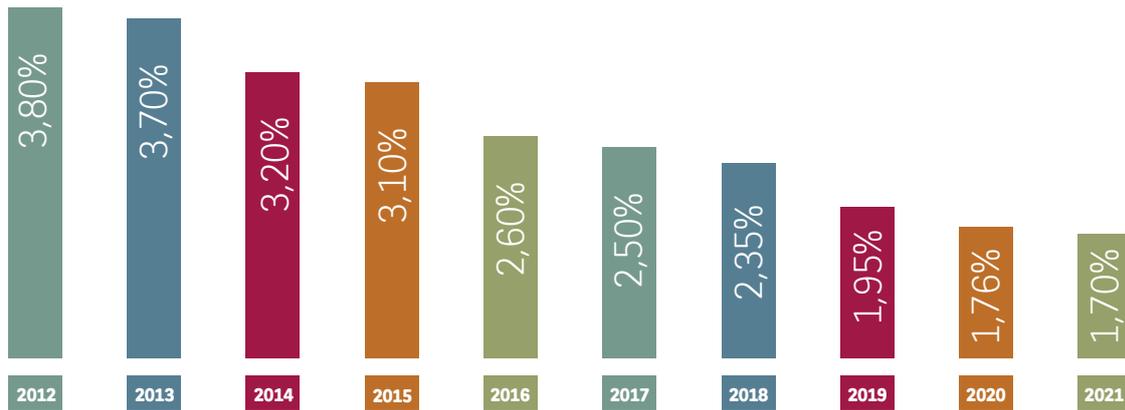


Les Banques Centrales commencent à réduire leur soutien



La valorisation des classes d'actifs risquées est bien moins attractive

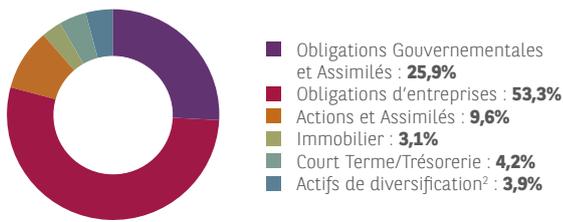
HISTORIQUE DES RENDEMENTS BRUTS DU FONDS GÉNÉRAL¹



LA GESTION DU FONDS GÉNÉRAL DE CARDIF LUX VIE AU 31/12/2021

Encours valorisé du Fonds Général : 10,1 milliards EUR.

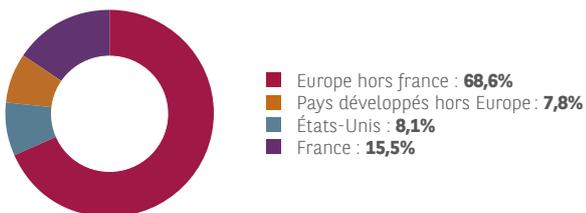
COMPOSITION DU FONDS GÉNÉRAL DE CARDIF LUX VIE



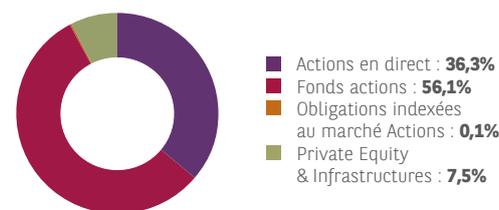
COMPOSITION DU COMPARTIMENT ACTIONS

Exposition au risque actions limitée proche de 9% (bêta).

DÉTAIL DU COMPARTIMENT ACTIONS PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE



DÉTAIL DU COMPARTIMENT ACTIONS PAR NATURE



COMPOSITION DU COMPARTIMENT OBLIGATAIRE

La sensibilité globale aux taux de notre portefeuille est proche de 4,75.

DÉTAIL DU COMPARTIMENT OBLIGATAIRE PAR RATING

La notation du portefeuille obligataire est de très bonne qualité avec une note moyenne de « A ».

Notation³ des obligations d'Etats en portefeuille au 31/12/2021 :

AAA : Luxembourg, Allemagne, Pays-Bas, USA, Agences européennes

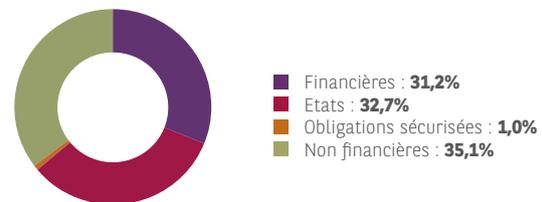
AA : Finlande, France, Belgique, Autriche

A : Slovaquie, Espagne, Chili

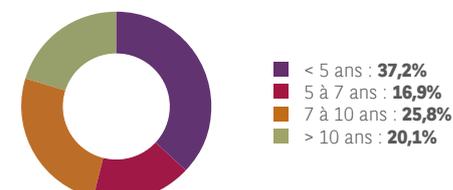
BBB : Italie, Mexique



DÉTAIL DU COMPARTIMENT OBLIGATAIRE PAR NATURE D'ÉMETTEURS



ÉCHÉANCIER DU COMPARTIMENT OBLIGATAIRE



1- Les performances présentées jusqu'à fin 2011 sont celles du Fonds Général proposé par Cardif Lux International (Actif Général de BNP Paribas Cardif). À partir de 2012, la gestion du Fonds Général est assurée directement par Cardif Lux Vie. Les rendements du passé ne constituent ni une garantie, ni une limite pour le futur. Les taux de rendement ne tiennent pas compte des frais de gestion relatifs au support d'investissement.

2- Fonds de dettes émergentes, high yield et Fonds alternatifs.

3- Rating médian des 3 agences Standard & Poor's, Fitch et Moody's.