



DATE DE RÉDACTION : 8 JUILLET 2022

LE FONDS GÉNÉRAL

DE CARDIF LUX VIE



Les Banques centrales en équilibre instable entre inflation et récession

Comme souvent depuis quelques années (Brexit, élection de D. Trump, démondialisation, fermeture des économies en réponse au Covid...), les vues optimistes ont été détrompées. Ainsi, la guerre en Ukraine était

crainte, mais peu d'entre nous pensions que la Russie pourrait mener une guerre totale sur le sol européen, rappelant les tristes heures du 20^{ème} siècle.

Au-delà de la catastrophe humanitaire en cours et des risques d'escalade que cela induit, cette situation a amplifié les tensions inflationnistes présentes depuis 2021. Celles-ci avaient été générées par la réouverture des économies occidentales conjuguée aux goulots d'étranglements dans les chaînes d'approvisionnement mondiales.

L'inflation « headline » en s'établissant à plus de 8% aux Etats-Unis et en Zone Euro, revient sur des niveaux post crise pétrolière du milieu des années 70 et du début des années 80. Encore une fois, l'ensemble des acteurs économiques et financiers n'avaient pas anticipé qu'au choc d'offre de produits manufacturés, succéderait un choc d'offre sur l'ensemble des matières premières.

Selon les agents économiques et leurs expositions au gaz et au pétrole, l'impact de l'inflation diffère évidemment. Le consommateur américain, porté par la solidité du marché du travail (taux de chômage à 3.6% et offres d'emploi toujours bien orientées), semble toujours enclin à dépenser car il estime que ses revenus futurs vont suffisamment progresser. Toutefois, la confiance des ménages s'est tout de même affaiblie ces derniers mois et l'on peut s'attendre

à ce que le ralentissement attendu de l'activité modifie cette perception optimiste. De plus, le taux d'épargne des américains, à seulement 5.4% en mai contre 7% en moyenne avant Covid, est déjà à un niveau faible. Cette surconsommation ne pourra sans doute pas durer.

En Europe, le taux d'épargne demeure supérieur à son niveau pré Covid et la confiance des ménages, souvent morose, s'est dégradée encore plus rapidement qu'aux États-Unis du fait d'une plus faible remontée de leurs revenus et de perspectives moins favorables notamment du point de vue de l'énergie.

Du côté des entreprises, les résultats ont, pour l'instant, été plutôt soutenus par des carnets de commandes étoffés et une capacité élevée à répercuter une bonne partie de la hausse des coûts de production. Toutefois, avec la diminution attendue de la demande, notamment dans les biens de consommation, il est assez probable que leur « pricing power » commence à s'éroder, ce qui aura un effet sur les marges et donc l'investissement.

Pour lutter contre ce risque inflationniste finalement plus durable qu'initialement prévu, les principales Banques Centrales, exceptées la BOJ (Bank of Japan) et la PBOC, ont durci le ton et ont commencé à réduire la taille de leur bilan et/ou à mettre en œuvre de premières hausses de taux directeurs. Leurs craintes résident dans un désancrage des anticipations d'inflation par rapport à leur cible (autour de 2% pour la FED et la BCE) et la matérialisation d'effets de second tour. La FED a ainsi effectué trois hausses de taux directeur au cours du premier semestre dont une spectaculaire de 75 bps (une première depuis 1994) le 15 juin dernier. Le taux de refinancement s'établit désormais à 1.75% et J. Powell, lors de sa dernière communication au symposium de Sintra, a réitéré que sa principale préoccupation est la lutte contre l'inflation, quitte pour cela à impacter de manière significative la croissance.

Afin de ne pas provoquer de nouvelles paniques sur les marchés financiers avant une nouvelle hausse de 75 bps, les officiels de la FED commencent à évoquer la possibilité de ne pas aller aussi loin que ce qui est anticipé par les marchés (3.5% fin 2022).

De son côté, C. Lagarde, tout en ayant cherché à gagner du temps face à un nombre croissant de gouverneurs de la BCE de plus en plus « hawkish », a également télégraphié une première hausse de taux en juillet de 25 à 50 bps, qui sera probablement suivie de deux autres hausses de 50 bps dans les prochains mois, alors que les rachats massifs dans le cadre du PEPP (Pandemic Emergency Purchasing Program) ont déjà été stoppés sans pour autant mettre fin aux réinvestissements. Le vif écartement des spreads périphériques, en particulier de l'Italie, a poussé la BCE à annoncer la mise en place d'un filet de sécurité « anti fragmentation » afin de garantir que les effets du durcissement monétaire à venir reste acceptable pour les économies les moins robustes et les plus endettées de la Zone Euro.

Ces restrictions monétaires en cours, couplées à la perte de pouvoir d'achat des ménages, aux pincements des marges des entreprises industrielles et à l'impact négatif sur le marché immobilier de la hausse des taux longs, devraient entraîner une réduction de la croissance mondiale d'au moins 3 points, à environ 3%, en 2022 par rapport à ce qui était anticipé fin 2021. Dans le détail, les États-Unis et la Zone Euro devraient afficher des croissances proches de 2% alors qu'il était estimé une progression du PIB d'environ 4%. En Chine, le risque évoqué de mise en place de confinements stricts s'est également réalisé, minant la croissance sur la première partie de l'année au moins. Désormais, il est attendu que le PIB chinois ne progresse plus que de 4%, niveau également divisé par deux par rapport aux anticipations de fin 2021.

Même si le scénario central reste que les principales zones ralentissent sans tomber en récession, nous devons à nouveau nous poser la question de ce qui pourrait remettre en cause ce scénario finalement assez favorable. Pour cela, il faudrait sans doute:

- Que la réduction des tensions sur les chaînes d'approvisionnement constatée actuellement soit remise en cause par une politique sanitaire à nouveau très restrictive en Chine.
- Que l'accès à l'énergie soit rendu encore plus difficile notamment via une coupure nette de l'approvisionnement en gaz de l'Europe d'ici l'hiver prochain.
- Qu'une réponse exagérée des banquiers centraux à ces chocs d'offre induise un net ralentissement de l'accès au crédit, limitant de facto les investissements des ménages et des entreprises.

Le premier semestre en occident a été, pour des portefeuilles équilibrés entre actions et obligations, l'un des pires de ces 100 dernières années.

En effet, la correction sur les marchés actions a été entraînée par la hausse des taux longs, pesant sur la valorisation des entreprises de croissance dont la part avait fortement augmenté au sein des principaux indices mondiaux. Le Nasdaq a ainsi abandonné près de 30% en dollar (-23% en euro) tandis que les autres indices européens et américains ont perdu entre 16% et 20% de leur valeur. Il est à noter que les indices chinois et japonais ont surperformé nettement leurs homologues occidentaux en raison de politiques monétaires toujours accommodantes. Sectoriellement, les seules valeurs européennes ayant connu des performances positives sont issues, sans surprise, du « Pétrole et Gaz » avec + 12.6% mais également des « Télécom » qui ont arraché une performance nulle sur le semestre. Du côté des sous performers, outre la technologie avec -32%, les valeurs des secteurs du commerce de détail et de l'immobilier ont également connu des baisses sensibles avec -37% et -32% respectivement, touchées par la réduction attendue des marges et la baisse de la consommation anticipée pour le « Retail », la hausse des taux et celle du prix des matériaux de construction pour l'Immobilier.

Les taux sans risque se sont donc fortement tendus dans le sillage du dérapage des indices inflations et du durcissement des politiques monétaires. Les taux allemands et américains à 10 ans ont progressé de 150 bps par rapport à fin 2021 pour atteindre 1.34% et 3.01% respectivement, après avoir touché des points hauts mi-juin à plus de 1.8% et 3.5%, revenant sur les plus hauts niveaux expérimentés ces dix dernières années. Ce très vif mouvement, d'une ampleur et d'une vitesse rarement constatées, s'est accompagné d'un aplatissement très violent, voire d'une inversion des courbes de taux. Ce dernier phénomène étant souvent un élément annonciateur pour les opérateurs de marché d'une probable entrée en récession de l'économie. En anticipation de moindres achats de la BCE et de la contraction de l'activité, les spreads de crédit se sont également tendus de manière significative : le segment « Investment Grade » très bien noté s'est écarté de 40 à 60 bps en fonction des secteurs, tandis que celui des émetteurs BBB voit ses spreads progresser en moyenne de 80 bps contre swaps. Sans surprise, c'est le segment du High Yield qui connaît les plus forts écartements avec près de 400 bps de hausse, le spread moyen pour le marché euro s'établissant à plus de 750 bps à fin juin. Ces mouvements brutaux ont eu pour conséquence la matérialisation de performances que l'on a l'habitude de connaître lors de corrections sévères sur actions.

Sur le Fonds Général, nous avons commencé l'année de façon prudente à la fois en termes de sensibilité aux taux que vis-à-vis de notre positionnement sur les actions ou le crédit.

De légèrement sous exposés actions en début d'année, nous étions repassés neutres, avant l'invasion russe, dans le sillage des petites corrections expérimentées en tout début de période. Depuis, hormis quelques mouvements tactiques, nous avons préféré maintenir un bêta compris entre 8 et 9%. Sur le crédit, comme évoqué lors de nos précédentes publications, nous étions plutôt sous exposés également, après deux années où nous avons évité d'investir sur le marché secondaire alors que les spreads de crédit étaient historiquement très peu attractifs et avons remonté la proportion de titres d'états core (Allemagne, Pays-Bas, Autriche...) de notre portefeuille obligataire. Au cours du premier semestre, nous avons profité des écartements de spreads et de la hausse des taux sans risque afin de revenir de manière sélective sur des émissions primaires de crédit bien notées en arbitrage de titres achetés sur de bas niveaux de rendement. En parallèle, nous avons remonté progressivement notre sensibilité aux taux au-dessus de 5 (contre 4.75 fin 2021) en privilégiant les états core, compte tenu de notre anticipation que les niveaux de taux atteints au cours des dernières semaines du semestre étaient sans doute proches des points hauts annuels tant aux États-Unis qu'en Europe.

Du fait de la situation très incertaine et de l'impact du durcissement monétaire américain sur de nombreux pays fragiles, nous sommes restés à l'écart de la Dette Émergente.

Sur les actifs de diversification, nous avons investi à terme dans un nouvel immeuble de bureaux labellisé « Breeam Excellent ». Ce nouvel achat nous permettra d'atteindre à horizon 2024, en plus de nouvelles opportunités dans le segment de la Santé, notre objectif de 4% sur cette classe d'actifs. Dans les autres segments du non coté, nous n'avons pas procédé à de nouveaux investissements.

Au cours des prochains mois, toute tension significative sur les taux longs pourrait être mise à profit pour remonter encore la sensibilité alors même que nous prévoyons que les taux longs pourraient rebaisser dès le début de l'année prochaine, en cohérence avec des chiffres d'inflation moins élevés et des banquiers centraux plus accommodants.

Sur les actions, compte tenu du manque de visibilité et de la volatilité actuelle, nous allons privilégier de légers mouvements tactiques autour de notre allocation stratégique cible tout en continuant à renforcer notre diversification.

Dans le non coté hors immobilier, nous envisageons de prendre des engagements dans des fonds de Private Equity ou d'Infrastructures exposés à la thématique des énergies renouvelables et de la transition énergétique, confortant notre volonté d'augmenter nos investissements à impact positif.

François LUCCHINI
Directeur de la Gestion d'Actifs

POINTS PRINCIPAUX À RETENIR :



Les Banquiers Centraux haussent le ton dans leur lutte contre l'inflation

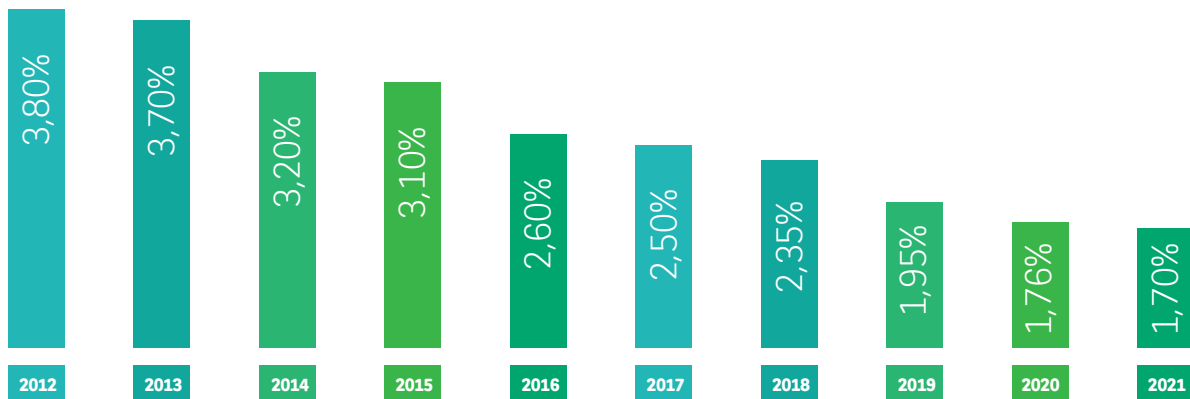


Une dégradation significative de l'environnement macro-économique est désormais anticipée



Les valorisations des classes d'actifs risquées redeviennent attractives à moyen terme

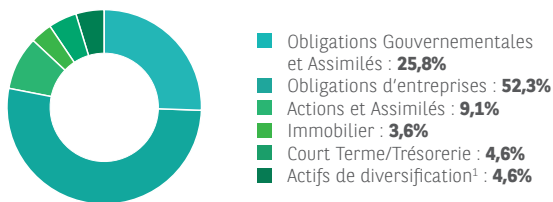
HISTORIQUE DES RENDEMENTS BRUTS DU FONDS GÉNÉRAL



LA GESTION DU FONDS GÉNÉRAL DE CARDIF LUX VIE AU 30/06/2022

Encours valorisé du Fonds Général : 9,2 milliards EUR.

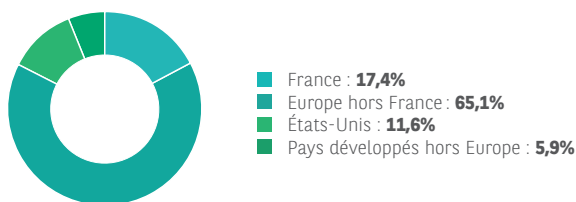
COMPOSITION DU FONDS GÉNÉRAL DE CARDIF LUX VIE



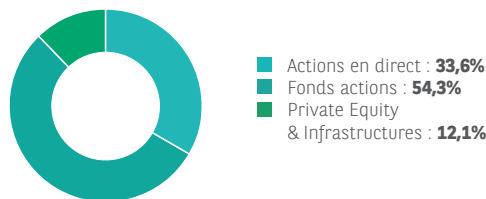
COMPOSITION DU COMPARTIMENT ACTIONS

Exposition au risque actions limitée proche de 9,26%.
La sensibilité au marché action (bêta) du portefeuille est de 8,21%

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 5

DÉTAIL DU COMPARTIMENT OBLIGATAIRE PAR RATING

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

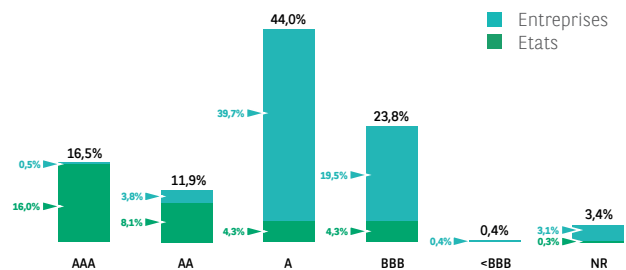
Notation² des obligations d'Etats en portefeuille au 30/06/2022 :

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

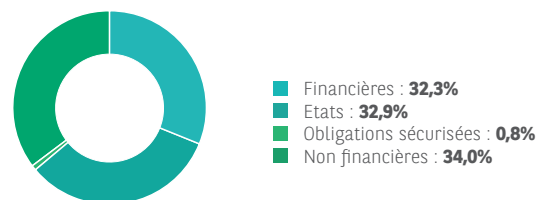
AA : Finlande, France, Belgique, Autriche

A : Slovaquie, Espagne, Chili

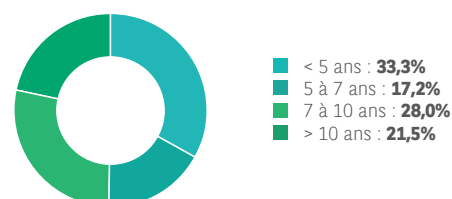
BBB : Italie



DÉTAIL DU COMPARTIMENT OBLIGATAIRE PAR NATURE D'ÉMETTEURS



ÉCHÉANCIER DU COMPARTIMENT OBLIGATAIRE



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

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