



DATE DE RÉDACTION : 30 JUIN 2023

LE FONDS GÉNÉRAL

DE CARDIF LUX VIE



Une trop grande complaisance

Le premier semestre 2023 a défié les lois de la gravitation. Alors que les banques centrales ont accentué leurs politiques monétaires restrictives initiées en 2022, les fondamentaux économiques et les marchés financiers ont fait plus que

résister à la hausse des taux et aux coups de marteau des banques centrales pour faire rentrer le « génie » de l'inflation dans sa bouteille.

Nous estimons que la lutte sans relâche des banques centrales contre l'inflation aura raison de la relative bonne résistance de l'activité économique et qu'une correction des marchés devrait intervenir avant la fin de l'année.

Les faucons en pleine forme

En juin, les décisions ou les propos agressifs (hawkish) de banques centrales l'ont largement emporté avec des hausses inattendues ou plus importantes que prévues : Australie +25pb (à 4.10%) et Canada +25pb de son taux directeur à 4,75% en début de mois, Royaume-Uni (+50pb), Norvège (+50pb) et Suisse (+25pb) la semaine passée. L'accent a été systématiquement mis sur la nécessité d'assurer la stabilité des prix à moyen terme. En milieu de mois, les annonces de la Réserve fédérale américaine (Fed) -statu quo dans l'intervalle 5,00% - 5,25% (soit une hausse cumulée de 500pb depuis mars 2022) - et de la Banque centrale européenne (BCE) - hausse de 25pb à 4% du taux de refinancement - ont été conformes aux anticipations mais Jerome Powell et Christine Lagarde ont clairement indiqué que leur cycle de resserrement n'était pas terminé. Seule la Banque du Japon (BoJ) semble vouloir rester à l'écart du

resserrement de la politique monétaire généralisé dans les économies développées.

Un hasard, sans doute savamment orchestré, a fait dialoguer Andrew Bailey (BoE), Christine Lagarde, Jerome Powell et Kazuo Ueda (BoJ) le mercredi 28 juin à l'occasion du colloque organisé par la BCE à Sintra (Portugal) sur le thème de la stabilisation macroéconomique dans un environnement inflationniste volatil :

« Je ne pense pas que l'inflation reviendra à 2 % cette année ou l'année prochaine mais en 2025 » (J. Powell) ; « Nous ne voyons pas suffisamment de preuves tangibles du fait que l'inflation sous-jacente, en particulier les prix domestiques, se stabilise et diminue » (C. Lagarde) ; « Les données cumulées – en particulier sur le marché du travail et sur l'inflation, qui ont montré des signes clairs de persistance – nous ont amenés à conclure que nous devons faire un geste fort » (A. Bailey). « La banque centrale aurait de bonnes raisons de modifier sa politique monétaire si elle devenait raisonnablement sûre que l'inflation accélérerait en 2024 après une période de modération mais les incertitudes autour de ce scénario restent importantes » (K. Ueda).

L'inflation, rien que l'inflation

Après l'avoir considérée comme temporaire, subi son accélération brutale, remonté leurs taux directeurs, attendu les premiers signes d'inflexion, les banquiers centraux veulent désormais constater de visu le ralentissement de l'inflation et être certains qu'elle ne va pas ré-accélerer à brève échéance.

Nous entendons leur message et, même si nous restons convaincus que l'étonnante résistance de l'économie américaine va finir par céder la place à une croissance moins soutenue à la fin de l'année, et que la zone euro va connaître encore plusieurs trimestres de progression très

modeste du PIB, nous considérons que la baisse des taux directeurs n'est pas pour demain.

Pour commencer, le cycle de resserrement de la politique monétaire n'est pas tout à fait achevé (même si, par définition, la fin est de plus en plus proche). Par ailleurs, une inflation sous-jacente encore persistante va conduire les banques centrales à maintenir leurs taux directeurs à des niveaux restrictifs (c'est-à-dire au-dessus du taux neutre) même face à une croissance molle.

Le temps des politiques monétaires « préventives » est bel et bien révolu : l'argument du délai (généralement estimé à six mois) entre une action sur les taux directeurs et ses effets sur l'économie ne sera vraisemblablement pas utilisé pour déclencher un assouplissement avant d'être assuré du retour de l'inflation vers 2 %.

A ce titre, le ralentissement de la croissance du crédit au secteur privé dans la zone euro et le remboursement des opérations de refinancement ciblées à long terme ne seront pas les éléments déclencheurs d'un « pivot » de la politique monétaire. Depuis novembre dernier, les banques ont remboursé, par anticipation ou non, un total de 1489,1 milliards d'euros de ces TLTROs (dont 506,3 le 28 juin), un mouvement susceptible à terme de conduire les banques à durcir les conditions d'octroi de prêts (même si la liquidité excédentaire reste très abondante).

Et l'activité ? Faut-il encore la surveiller ?

Oui, bien sûr, mais en ayant conscience que, dans les prochains trimestres, les banquiers centraux suivront davantage ('disséqueront' pour reprendre le terme utilisé par Christine Lagarde) l'évolution des prix. Les toutes dernières nouvelles dans les pays de la zone euro sont d'ailleurs plutôt encourageantes avec des indices de prix à la consommation pour juin légèrement sous les attentes en Italie, Espagne et plusieurs régions allemandes. Attention toutefois, une hirondelle ne fait pas le printemps et une ou deux données ne créent pas une tendance.

Il y a quelques mois encore, les investisseurs auraient sans doute pris le prétexte de ces résultats couplés à la dégradation des enquêtes d'activité dans la zone euro pour abandonner leurs anticipations d'une poursuite de la remontée des taux directeurs.

Les résultats préliminaires des enquêtes PMI (Purchasing Manager Index) dans la zone euro ont en effet révélé un net repli de l'indice Composite de 52,8 à 50,3 (au plus bas depuis janvier), la baisse étant observée dans le secteur manufacturier et dans celui des services. Le recul de l'indice dans le secteur des services a été spectaculaire en France (de 52,5 à 48, au plus bas en 28 mois). Au même moment, la confiance des ménages français s'est redressée mais l'indice reste nettement inférieur à sa moyenne de long terme (et sous les seuils atteints durant la pandémie) et le

climat des affaires dans l'industrie est un peu meilleur qu'en mai. Le niveau des indices PMI au 2e trimestre correspond historiquement à une contraction du PIB de 0,5 % alors que dans sa dernière note de conjoncture, l'INSEE prévoit une croissance du PIB très modeste pour le reste de l'année (+0,1 %) aux 2e et 3e trimestres suivie d'une hausse de 0,2 % au 4e. La Banque de France envisage elle aussi une hausse de 0,1 % au 2e trimestre.

En Allemagne, l'indice PMI du secteur manufacturier est tombé à 41, au plus bas depuis 37 mois et l'indice des services a baissé de 57,2 à 54,1, plus bas de 3 mois. Par ailleurs, le climat des affaires mesuré par l'institut IFO a connu une baisse, particulièrement marquée pour la composante reflétant les perspectives. Les indices ont effacé toute l'amélioration observée depuis le début de l'année et les niveaux atteints en juin correspondent à une récession de l'économie allemande. Malgré cela, la Bundesbank prévoit une légère progression du PIB au 2e trimestre.

Quand la croissance est faible, il est préférable d'éviter l'inflation !

Quelles conséquences sur les principales classes d'actifs ?

Les obligations

Que dire de plus si ce n'est répéter que les banques centrales n'en savent pas plus que nous et doivent être appréhendées sur leurs actes et sur leur volonté affichée plutôt que sur leurs prévisions ou le succès potentiel de leurs actions. Ainsi, il est selon nous trop tôt pour penser à une quelconque baisse de taux ou à un revirement imminent de politique monétaire, à moins d'un évènement exogène de type géopolitique (ou sanitaire...).

En conséquence, notre positionnement sur les taux longs reste mesuré et nous considérons qu'il est encore un peu trop tôt pour se positionner plus massivement sur ces maturités longues de la courbe. En effet, les taux de référence y sont encore beaucoup plus bas que le taux de référence monétaire, ce qui crée une courbe inversée synonyme de baisse des taux et donc en désaccord avec l'action de long terme des banques centrales. Les primes de crédit y sont plus faibles que sur les maturités courtes car seuls les émetteurs de bonne qualité y sont présents, ce qui ne permet pas d'accéder à des rendements suffisants pour absorber la volatilité potentielle de telles maturités, par exemple en cas de prise de conscience des marchés du non retour en arrière des banques centrales et d'aplatissement, voire de rétablissement de la courbe sur une pente «classique». Enfin, ces positionnements sur la partie longue de la courbe sont de trois types, dont aucun n'est lié à la recherche du meilleur rapport rendement-risque :

- Un sujet réglementaire : beaucoup d'investisseurs institutionnels ont augmenté leur risque de signature durant la décennie passée pour compenser les taux très faibles du marché, tout en réduisant leur duration.

La hausse des taux, massive en relatif, mais finalement modérée d'un point de vue absolu, a entraîné une vague d'achat sur les obligations de bonne qualité et de longue maturité.

- L'inquiétude : après l'extrême volatilité des dernières années, qui s'est soldée par la chute généralisée de 2022, beaucoup d'investisseurs ou de gérants pour compte de tiers ont perdu confiance et ont vu, dans les obligations longues de bonne qualité à 3% ou 4% la garantie d'une sérénité retrouvée.
- La spéculation : après une décennie de taux bas et d'actions répétées et massives des banques centrales pour soutenir les marchés financiers, beaucoup d'opérateurs ont considéré qu'elles ne pourraient pas adopter une attitude plus restrictive et ont parié sur le biais de continuation et le biais d'optimisme. C'est oublier que les crises sont déjà survenues et sont donc déjà prises en compte, que l'inflation est le sujet numéro 1 d'une banque centrale, que cette inflation est favorable pour le désendettement public et peut donc être maintenue légèrement supérieure aux objectifs au prix d'une politique légèrement moins restrictive que nécessaire mais durant beaucoup plus longtemps, que cette inflation en Europe est en grande partie exogène et en partie compensée par les Etats, ce qui la maintient élevée et limite les effets récessionnistes.

Deux derniers points à noter en termes d'allocation et de gestion du risque :

- Si les maturités longues sont, de manière générale, relativement peu attractives à notre sens, les obligations financières, du fait de leurs besoins d'émissions importants et de la crise connue en mars dernier, peuvent offrir des primes très larges sur ces maturités et représenter une poche d'investissement significative, en particulier sur les subordonnées Tier 2. Nous nuancerons notre positionnement sur cette poche en précisant que nous n'investissons que sur les banques de réseau lisibles, souvent mutualistes, et non sur les banques d'investissement ou trop liées aux marchés financiers ou à un secteur ou une classe d'actif en particulier.
- Nous disposons, alors que les taux ont significativement rebondi, d'un positionnement de protection sur les obligations qui permettra de limiter la volatilité des portefeuilles en cas de regain de stress (notamment liée aux effets de la hausse des taux, encore peu prise en compte dans les valorisations).

Les actions

La valeur d'une action est la somme actualisée de ses revenus futurs attendus reflétant la valeur temps de l'argent et le risque inhérent à la réalisation de ces gains futurs.

La politique monétaire et la surveillance étroite du cycle des politiques monétaires sont assurément au cœur de notre processus d'observation des cycles de l'activité et du crédit. Ainsi, le stimulus fiscal déployé par les banques centrales pour combattre les dislocations dues au COVID a fourni à l'économie un coussin temporaire amortissant les actions restrictives de ces mêmes banques centrales. Il a permis de repousser les effets négatifs des politiques monétaires restrictives sur l'activité économique. De la même manière, cela n'a fait que repousser dans le temps notre positionnement défensif sur les actions.

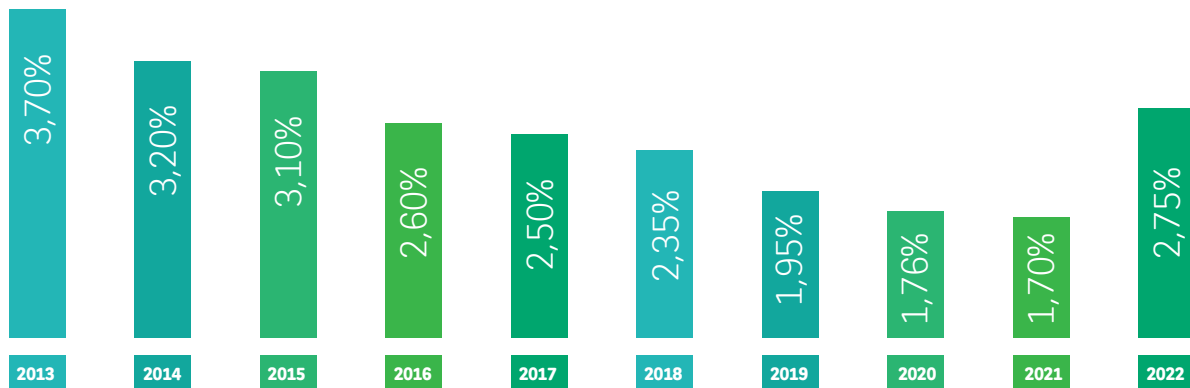
Cependant, nous gardons bien à l'esprit que les principaux facteurs de récession sont réunis: (i) une courbe des taux inversée, (ii) le changement d'une année sur l'autre des indicateurs économiques avancés (indicateurs changeant avant que l'économie ne montre des signes de changement, tels que la confiance des consommateurs, les permis de construire, les inventaires) et (iii) l'écart entre les taux des Fonds fédéraux et notre estimation du taux d'équilibre.

Nous estimons qu'une baisse du prix des actions se produira avant la fin de l'année et reste sous-pondérés sur cette classe d'actifs. Ces dernières semaines, nous avons régulièrement réduit notre exposition aux actions pour matérialiser une vue plus prudente. Les perspectives bénéficiaires ne reflètent pas le scénario le plus probable, à savoir une récession modérée résultant du resserrement monétaire entrepris par la Réserve fédérale initié en mars 2022. Les entreprises sont parvenues à maintenir leurs marges en faisant supporter les hausses de coûts à leurs clients, mais cette dynamique devrait toucher à sa fin. Enfin, la liquidité, qui a soutenu les performances des actions (très concentrées sur les valeurs technologiques), risque de devenir moins abondante

Arnaud MIROUDEL

Directeur de la Gestion d'Actifs

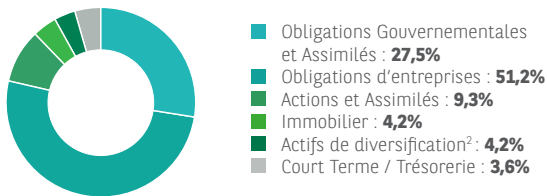
HISTORIQUE DES RENDEMENTS BRUTS DU FONDS GÉNÉRAL¹



LA GESTION DU FONDS GÉNÉRAL DE CARDIF LUX VIE AU 30/06/2023

Encours valorisé du Fonds Général : 7,3 milliards EUR.

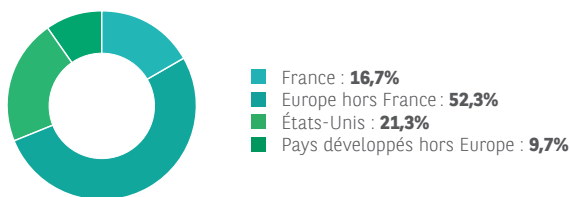
COMPOSITION DU FONDS GÉNÉRAL DE CARDIF LUX VIE



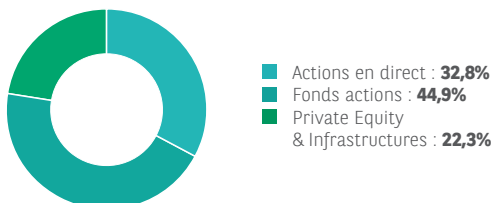
COMPOSITION DU COMPARTIMENT ACTIONS

Exposition au risque actions limitée proche de 9,3%.
La sensibilité au marché action (bêta) du portefeuille est de 7,6%.

DÉTAIL DU COMPARTIMENT ACTIONS PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE



DÉTAIL DU COMPARTIMENT ACTIONS PAR NATURE



- 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.
- Fonds de dettes émergentes, high yield et Fonds alternatifs.
- Rating médian des 3 agences Standard & Poor's, Fitch et Moody's.

COMPOSITION DU COMPARTIMENT OBLIGATAIRE

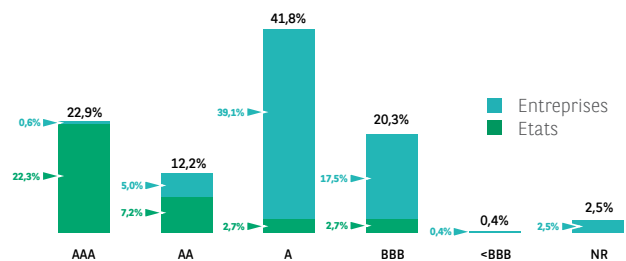
La sensibilité globale aux taux de notre portefeuille est légèrement inférieure à 5,2

DÉTAIL DU COMPARTIMENT OBLIGATAIRE PAR RATING

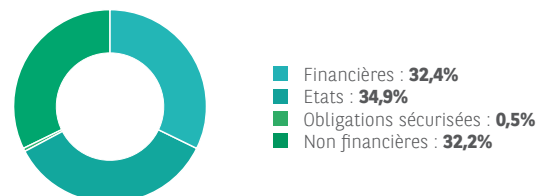
La notation du portefeuille obligataire est de très bonne qualité avec une note moyenne de « A ».

Notation³ des obligations d'Etats en portefeuille au 30/06/2023 :

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

