



LE FONDS GÉNÉRAL DE CARDIF LUX VIE

DATE DE RÉDACTION : 15 JANVIER 2024



LE PIVOT DES BANQUES CENTRALES : FEU D'ARTIFICE OU FEU FOLLET ?

Avec le spectaculaire rallye de novembre et décembre, les marchés ont salué à l'unisson le pivot des banques centrales vers de futures baisses de taux comme on fête le passage à la nouvelle année en tirant

des feux d'artifice spectaculaires aux quatre coins du globe. Mais alors que ces feux sont tous tirés à minuit, il n'est pas minuit partout en même temps ! Eh bien, il en va de même pour les acteurs économiques : les marchés ont fêté 2024 allumant la mèche, bien avant les banques centrales qui ne vivent pas dans le même fuseau horaire.

Mais au-delà de ce décalage de momentum, je ne peux m'empêcher de regarder le réel : le marché du travail montre des signes de faiblesse, les résultats des entreprises sont moins bons qu'attendu, la récession est rampante ou réelle. Tous les indicateurs avancés pointent vers un fléchissement plus marqué de l'activité malgré les soutiens budgétaires massifs. Bien que l'inflation globale reflue, elle reste au-dessus des objectifs des banques centrales. Elles devraient donc maintenir une certaine prudence à court terme et ne débiter leur programme de baisse des taux courts qu'à la mi-2024. Trop tard ? Certainement plus tard que ne le pensent une partie des investisseurs; plus tard et moins fortement que nécessaire sans aucun doute. Feu follet !

L'année s'ouvre donc sur une perspective certaine, celle d'une baisse des taux directeurs des banques centrales, mais dont le timing et l'ampleur incertains pourraient générer successivement des attentes et des déceptions, sources de volatilité sur les marchés. Forts des choix de gestion payants faits en 2023, la solidité de notre fonds s'en trouve renforcée et des marges de manoeuvre supplémentaires ont été créées : elles nous serviront pour saisir les opportunités. Nous abordons donc 2024 en tenant plus que jamais notre cap, celui de la création de valeur à moyen terme pour nos assurés.

ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

Il aura donc suffi d'une étincelle, d'un rien, d'un geste pour mettre le feu aux marchés ! De bons chiffres d'inflation et une communication conciliante des banques centrales sont à l'origine de la forte baisse des taux long-terme. Le marché tient son Graal : le pivot est là, à portée de main ! Christine Lagarde a signifié à plusieurs reprises que la hausse des taux était terminée en Europe. Quant à Jerome Powell, il a lui-même parlé de baisses de taux à venir aux Etats-Unis. L'ampleur et la rapidité de ce rallye ont dû mettre les banques centrales dans l'embarras. Leurs propos plus restrictifs de ce début d'année viennent tempérer l'enthousiasme des marchés. Ce qui les retient d'agir rapidement est leur lecture qu'une détente trop importante et trop rapide des conditions financières pourrait provoquer un appel d'air prématuré à l'économie.

Aux Etats-Unis, les autorités monétaires veulent accompagner un atterrissage en douceur de l'économie. A ce jour, la probabilité d'un tel scénario est forte mais nécessite selon la Fed de la vigilance: laisser croire que le combat contre l'inflation est gagné pourrait provoquer un regain de confiance et donc, de consommation et d'investissement. Un tel rebond pourrait être mal perçu par les marchés alors que la décélération économique n'est pas assez marquée.

En Europe, l'économie est en berne depuis plusieurs trimestres, voire en récession comme c'est le cas en Allemagne. La BCE ne souhaite sans doute pas accentuer ce ralentissement mais surveille une inflation globale encore entretenue par des hausses de salaires. La vigilance est également de mise et devrait reporter toute décision de baisse des taux après la mi-2024.

Le pivot tant attendu des banques centrales américaines et européennes est là, mais tout ce dont nous pouvons témoigner jusqu'à présent, c'est d'un « faible pivot ».

Quant à l'économie chinoise, moteur de la croissance mondiale il y a encore peu de temps, elle se remet péniblement de la levée des restrictions anti-Covid draconiennes, lestée par un secteur immobilier en plein marasme.



Un contexte fortement déflationniste, de faiblesse de la croissance et de chute des prix au mètre carré dans quasiment toutes les villes du pays ont poussé les politiques à agir. Mais ils se sont cantonnés jusqu'ici à des mesures ciblées et de faible ampleur. Des choix forts devront être pris en 2024 avec des baisses de taux additionnelles et des relances budgétaires.

En somme, l'environnement global, avec une récession mondiale évitée et un repli de l'inflation est plutôt favorable aux actifs financiers. C'est ce qui a entraîné le rebond de novembre et décembre après les mois chahutés de septembre et octobre. Ces pics de volatilité pourraient cependant se reproduire en 2024 avec toujours comme élément moteur les taux d'intérêt mais aussi les résultats d'entreprises dont nous devrions avoir un premier aperçu à partir de la mi-janvier. Le niveau des marges et les perspectives d'activité seront déterminants pour la tenue des marchés actions début 2024.

STRATÉGIE OBLIGATAIRE

« *Back to basics!* » pourrait résumer notre stratégie 2023 même si cela masque de nombreuses actions de gestion.

Nous avons fortement relevé la durée de notre portefeuille à l'automne 2023 et notamment sur les pics du mois d'octobre lorsque le 10 ans allemand (Bund) tutoyait les 3%. Ces achats de souverains européens, principalement « core », se sont fortement appréciés dans le rallye de fin d'année.

Au 4e trimestre en Europe, les obligations souveraines ont plus performé que les obligations « investment grade », qui ont elles-mêmes plus performé que les obligations high yield. Les marchés achetaient mécaniquement des obligations, ce qui faisait grimper les cours et baisser les taux.

Les motivations des investisseurs pouvaient être totalement différentes et décorréelées entre elles avec pour seul point commun, peut-être, le fait que le taux absolu était significatif et que la fin d'année approchait, rappelant que le temps avait passé à ceux qui avaient préféré patienter tout au long de 2023... Beaucoup ont acheté sans forcément regarder le taux relatif par rapport à ce que les obligations pouvaient rapporter auparavant, ni en choisissant précisément le point de courbe ou la catégorie obligataire les plus rémunérateurs.

En ce début d'année, l'achat « du marché indifférencié » et dans l'urgence a pris fin et un marché primaire très abondant s'est mis en place. Très rapidement, une part significative du resserrement de fin d'année s'est évaporée, faisant refluer les performances obligataires. Les rendements ont grimpé sur tous les fronts : le Bund 10 ans allemand est passé de 1.90% à 2.30% depuis son plancher de décembre, le 10 ans américain de 3.80% à 4.10% et la prime de crédit moyenne du segment « crossover » représentant les entreprises de qualité intermédiaire a grimpé de 310 à 335 points de base. Ce sont donc au total entre 30 et 60 points de base de rendement annuel complémentaire que l'on peut obtenir en investissant en ce début d'année par rapport à la toute fin d'année dernière alors qu'au final rien n'a changé, hormis le sentiment du marché...

Ce retraçage n'est pas une alerte sur la fin de l'attrait des obligations, mais renvoie au fait que la fin d'année était excessive. Les marchés ont déjà annulé une de leurs multiples baisses de taux anticipées, les banques centrales américaines et européennes ayant alerté sur la faible probabilité de baisse de taux dès la fin du premier trimestre. Les statistiques économiques et notamment l'inflation américaine ont également tempéré les exagérations en montrant que certains secteurs continuaient d'être des relais d'inflation, notamment les loyers immobiliers.

Sur le crédit, même s'il reste cher, nous profitons tout de même du marché primaire abondant pour augmenter progressivement notre exposition en accompagnant la hausse de rendement en cours.

Pour autant, sur le marché primaire, nous sommes extrêmement sélectifs. Si ces nouvelles obligations semblent se placer très facilement, cela ne veut pas pour autant dire qu'elles sont attractives pour les investisseurs : les primes de crédit sont faibles, de 10 à 30 points de base, alors même que les rendements s'étaient resserrés de plus de 200 points de base au dernier trimestre. Très peu de bonnes affaires sont donc à réaliser actuellement puisque l'on obtient généralement moins de rendement que sur presque toute l'année 2023.

STRATÉGIE ACTIONS

Les principaux indices actions sont proches des plus hauts mais certains évoluent en trompe l'oeil. Pour le S&P500, les sept plus grandes capitalisations, les « Magnificent 7 », expliquent la quasi-totalité de la hausse.



Les 493 autres valeurs sont en moyenne en stagnation. Beaucoup de valeurs sont encore loin de leurs plus hauts. Et de l'autre côté du spectre, les petites et moyenne capitalisations ont beaucoup souffert. Le resserrement monétaire, la hausse des taux longs, la baisse de la liquidité et le durcissement des critères de crédit des banques laissent nécessairement des traces.

Nous maintenons une légère sous-pondération de notre allocation actions initiée à l'été 2023, marquant notre prudence à moyen terme sur la classe d'actif. Selon nous, 2023 a emprunté à 2024 une partie de la croissance et les marchés ont acheté des bénéfices futurs qui n'existeront pas, en espérant une détente miraculeuse qui ne se produira certainement pas.

La fébrilité des bourses en ce début janvier suggère un début de prise de recul de certains investisseurs.

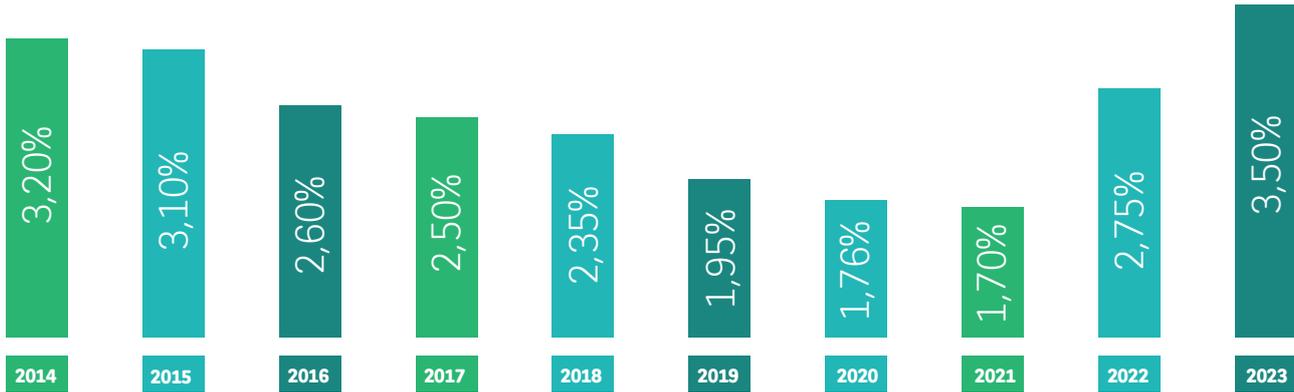
En termes de préférence géographique, nous conservons notre surexposition sur les marchés américains versus européens, en partie due à la meilleure résistance de la croissance américaine.

Enfin, toute faiblesse du marché action en 2024 pourrait être exploitée afin de renforcer notre exposition.

Arnaud MIROUDEL

Directeur de la Gestion d'Actifs

HISTORIQUE DES RENDEMENTS BRUTS DU FONDS GÉNÉRAL¹



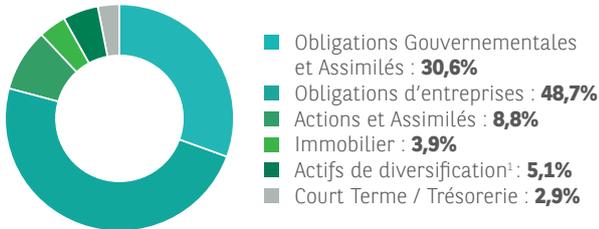
1- Les rendements du passé ne constituent ni une garantie, ni une limite pour le futur. Les taux de rendement ne tiennent pas compte des frais de gestion relatifs au support d'investissement.



LA GESTION DU FONDS GÉNÉRAL DE CARDIF LUX VIE AU 31/12/2023

Encours valorisé du Fonds Général : **7,5 milliards EUR.**

COMPOSITION DU FONDS GÉNÉRAL DE CARDIF LUX VIE

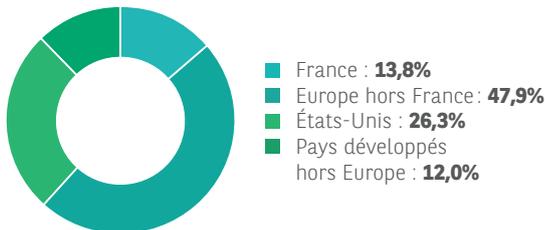


COMPOSITION DU COMPARTIMENT ACTIONS

Exposition au risque actions limitée de **8,84%**.

La sensibilité au marché action (bêta) du portefeuille est de **6,91%**.

Détail du compartiment actions par zone géographique



Détail du compartiment actions par nature



COMPOSITION DU COMPARTIMENT OBLIGATAIRE

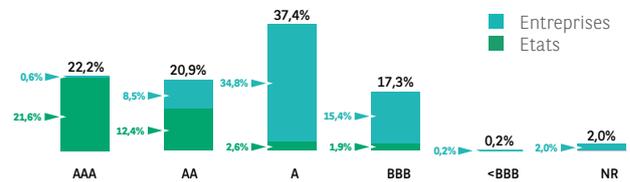
La sensibilité globale aux taux de notre portefeuille est légèrement inférieure à **5,6**.

Détail du compartiment obligataire par rating

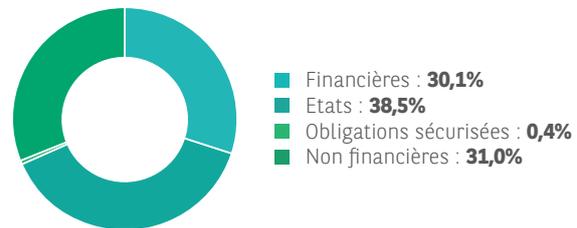
La notation du portefeuille obligataire est de très bonne qualité avec une note moyenne de « **A** ».

Notation² des obligations d'Etats en portefeuille au 31/12/2023 :

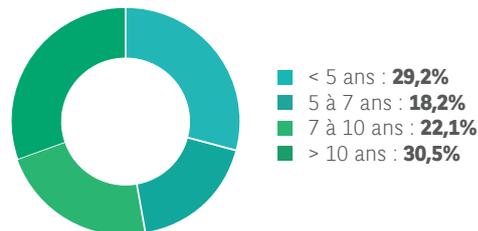
- AAA :** Luxembourg, Allemagne, Pays-Bas, USA, Agences européennes
- AA :** Finlande, France, Belgique, Autriche
- A :** Slovaquie, Espagne, Chili
- BBB :** Italie



Détail du compartiment obligataire par nature d'émetteurs



Échéancier du compartiment obligataire



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