



FONDS SOUVERAIN INTERGENERATIONNEL
DU LUXEMBOURG (FSIL)

N° RCS J58

RAPPORT D'ACTIVITE RELATIF AU PREMIER SEMESTRE 2022

STRUCTURE ADMINISTRATIVE ET ORGANISATIONNELLE

COMITE DE DIRECTION

Au 30 juin 2022, le comité directeur du Fonds souverain est composé des membres suivants :

- M. Nima Ahmadzadeh, Président,
- Mme Pascale Toussing, Vice-président,
- Mme Marie-Anne Ketter,
- M. Claude Kremer,
- Mme Béatrice Gilson.

Le comité directeur a tenu deux réunions au premier semestre 2022, en présence du comité d'investissement.

COMITE D'INVESTISSEMENT

Au 30 juin 2022, le comité d'investissement du Fonds souverain est composé des membres suivants :

- M. Nima Ahmadzadeh, Président du comité directeur,
- M. André Birget, membre externe,
- M. Aly Kohll, membre externe,
- Mme Jane Wilkinson, membre externe.

Le comité d'investissement a participé aux réunions du comité directeur.

CONTRATS ET COMPTABILITE

Le comité directeur a adopté les comptes financiers 2021 et le rapport d'activité 2021 du Fonds souverain dans sa réunion du 3 mars 2022.

Le comité directeur a adressé début mars 2022 les comptes financiers 2021 du Fonds souverain vérifiés par EY Luxembourg pour approbation au Conseil de gouvernement. Les comptes financiers 2021 du Fonds souverain ont été approuvés par le Conseil de gouvernement dans sa séance du 18 mars 2022. Le Conseil de gouvernement a également pris acte du rapport d'activité 2021 qui lui a été soumis pour information ensemble avec les comptes financiers 2021. En application de l'article 1^{er}, paragraphe 3, alinéa 3, de la loi du 19 décembre 2014 relative à la mise en œuvre du paquet d'avenir - première partie (2015), les comptes financiers ont été publiés le 12 avril 2022 au Recueil Electronique des Sociétés et Associations.

DOTATION BUDGETAIRE

Le Fonds souverain a reçu au cours du premier semestre la dotation budgétaire annuelle de l'Etat d'un montant de 57.401.480,29 euros. Conformément à l'article 1^{er}, paragraphe 1^{er}, alinéa 5, de la loi du 19 décembre 2014 relative à la mise en œuvre du paquet d'avenir - première partie (2015), le montant de 50 millions d'euros a été ajusté pour tenir compte des variations de l'indice des prix à la consommation national (IPCN).

MARCHES FINANCIERS AU 1^{ER} SEMESTRE 2022

En ce premier semestre 2022, la pandémie du Covid-19 était toujours d'actualité, surtout en Chine, avec des couvre-feux à Shanghai et à Pékin. L'invasion militaire de l'Ukraine par la Russie en février 2022 a créé une situation non anticipée au niveau géopolitique, avec des disruptions majeures sur les marchés de matières premières mondiales. La guerre entre la Russie et l'Ukraine a incontestablement un double effet négatif, en ce sens que la croissance du PIB mondial est freinée par la guerre et que la hausse du coût des matières premières se transforme en accélérateur de l'inflation au niveau mondial.

Or, les chiffres d'inflation sont déjà élevés dans les pays développés occidentaux. En Amérique du Nord et en Europe, l'inflation, mesurée sur les 12 derniers mois sur base des prix à la consommation, s'accélère depuis des mois et les derniers chiffres publiés sont les plus forts des quarante dernières années. Fin juin, l'inflation était de 9,1% aux Etats-Unis (contre 7% à la fin décembre 2021) et de 8,6% pour la zone euro (contre 5% à la fin décembre 2021). La flambée des prix sur un large éventail de matières premières met à mal les chaînes de production industrielles, avec un fort impact sur les consommateurs qui se voient confrontés à un choc exogène sur leurs dépenses vitales (chauffage, transport et alimentation).

La croissance du PIB mondial a été particulièrement forte en 2021. Mais le Fonds Monétaire Internationale (FMI) table sur un fort ralentissement conjoncturel au cours des deux prochaines années, à savoir sur une croissance de 3,7% (contre 4,4% lors du dernier rapport annuel) en 2022 et de 2,3% (contre 3,8%) en 2023, avec une pléthore de freins à la croissance, à savoir le conflit russo-ukrainien, la normalisation progressive des politiques monétaires par les banques centrales des pays développés, les mesures du gouvernement chinois en matière de confinement dans le cadre de la politique de « zéro-Covid ». Au niveau de l'inflation, le FMI tablait en décembre 2021 sur une décélération, à savoir 3,8% en 2022 et 3,3% en 2023. Ces attentes sont désormais bien différentes, à savoir 7,7% en 2022 (contre 7,4% il y a trois mois) et 2,9% en 2023 (contre 4,8% il y a trois mois).

Une stagflation, voire une récession mondiale sont désormais les principales craintes des marchés financiers. Les marchés financiers sont frappés depuis plus de quatre mois par une tempête de volatilité que ce soit sur les matières premières, les devises, les taux ou les actions ¹.

Marchés de taux

Depuis le 16 mars, la Réserve Fédérale américaine a relevé à trois reprises sa fourchette des taux FED Funds, à savoir de [0% - 0,25%] avant le 16 mars à [1,50% - 1,75%]. Au 30 juin 2022, sur base des contrats-futures, les marchés financiers s'attendent à un durcissement supplémentaire de la politique monétaire, entre 175 et 200 points de base, et ce jusqu'en février 2023. Pour la prochaine séance du Federal Open Market Committee (FOMC) le 27 juillet 2022, la Réserve Fédérale devrait remonter sa fourchette de 75 points de base, mais avec les derniers chiffres de l'inflation, une hausse de 15 points de base n'est pas exclue.

Les banques centrales des pays développés ont mis fin aux politiques monétaires ultra-accommodantes des dernières années, et la Banque Centrale Européenne sera la dernière à le faire au 2^e semestre 2022. Au sein de la zone euro, le taux de la facilité de dépôt auprès de la BCE est inchangé à -0,50% et ce depuis le 12 septembre 2019. Au 30 juin 2022, sur base des swaps « overnight » €STR, les marchés

¹ Toutes les données macroéconomiques et financières (à l'exception des données spécifiques au FSIL et des prévisions du FMI) proviennent de Bloomberg telles que publiées au 30 juin 2022.

financiers s'attendent à une hausse cumulée du taux de dépôt de la BCE de 175 jusqu'à 200 points de base jusqu'à la mi-2023. La première hausse de ce taux est anticipée pour la séance du 21 juillet 2022, avec des hausses supplémentaires lors des séances du 8 septembre, du 27 octobre et du 15 décembre 2022.

Au 30 juin 2022, seulement les taux monétaires inférieurs à 3 mois étaient négatifs. La courbe des taux en EUR s'est fortement déplacée vers le haut, sans se raidir de manière forte, à cause de l'accélération de l'inflation et des attentes de durcissement de la politique monétaire au sein de la zone euro. Par contre, la courbe des taux est inversée sur les maturités les plus longues, avec des niveaux de taux à 30 ans et au-delà, inférieurs à ceux des taux à 15 ans ou à 20 ans. Le taux-swap à 10 ans en EUR est remonté d'un niveau de 0,3009% le 31 décembre 2021, à un niveau de 2,1488% le 30 juin 2022, soit de presque 185,8 points de base. Le taux en EUR à 2 ans est de 1,364%, en progression de 155,4 points de base par rapport au niveau de -0,29%, au 31 décembre 2021. La courbe des taux en EUR est donc légèrement plus raide, avec un écart entre le taux à 10 ans en EUR et celui à 2 ans en EUR de 78,48 points de base, contre 65,65 points de base à la fin mars 2022.

Les taux d'intérêt en USD se sont également inscrits en hausse au cours de ce 1^{er} semestre 2022. Au 30 juin 2022, le taux en USD à 10 ans est de 2,7837%, soit en hausse de quelque 146,2 points de base par rapport au niveau de 1,3213%, au 31 décembre 2021. Finalement, le taux en USD à 2 ans est de 2,9907%, soit en hausse extrême de 225,17 points de base par rapport au niveau de 0,7390%, au 31 décembre 2021. Alors que la courbe des taux en USD est désormais fortement inversée, celle en EUR est devenue légèrement plus raide. Ceci est en fort contraste par rapport à la situation au 31 décembre 2021.

Marchés actions

Après le « bull market » de 2021, c'est l'ours qui domine l'activité boursière en 2022. Les principaux indices boursiers sont en forte baisse au 1^{er} semestre 2022. L'indice MSCI World, libellé en EUR, a perdu 13,66% en « total-return », c'est-à-dire après réinvestissement des dividendes, entre la clôture du 31 décembre 2021 et celle du 30 juin 2022. L'indice MSCI Europe, libellé en EUR, a performé en ligne avec l'indice MSCI World et affiche une moins-value « total return », après dividendes réinvestis, de 13,84% sur la même période de référence. Les indices SRI ont sous-performé les indices traditionnels et les valeurs de substance surperforment nettement les valeurs de croissance.

Les actifs du fonds

Allocation et performance

L'allocation stratégique du Fonds souverain est la suivante :

- **3% de liquidités,**
- **57% d'obligations,** de notation « *investment grade* », dont **29% libellées en EUR,** représentées par l'indice Bloomberg Euro Aggregate Total Return Index Value Unhedged EUR et **28% libellées en USD,** représentées par l'indice Bloomberg US Aggregate Total Return Index Value Unhedged USD, **avec une couverture de change** entre 90% et 100% du montant nominal de la position libellée en USD par rapport à l'EUR, et
- **40% d'actions,** dont **25% en actions des pays développés,** représentées par l'indice MSCI Daily Net Total Return World USD, libellé en EUR et **15% en actions européennes,** représentées par l'indice MSCI Daily Net Total Return Europe, libellé en EUR.

Au 30 juin 2022, la totalité de l'exposition « actions » du Fonds souverain est en ETFs, qui promeuvent des caractéristiques environnementales et/ou sociales ou qui ont pour objectif l'investissement durable, et qui sont indexés sur des indices boursiers dits « sustainable responsible investment », à savoir les

indices MSCI World SRI et MSCI Europe SRI. A la même date, l'exposition en obligations libellées en EUR, est également alignée aux critères d'investissements durables, caractéristiques environnementaux et/ou sociaux, via des fonds ayant une politique responsable SRI (Natixis et Mirova) ou des ETFs sur des indices « sustainable » ou avec prise en compte d'impacts climatiques (Amundi et les 2 iShares).

Classe d'actifs	Borne stratégique basse	Borne interne basse	Allocation actuelle	Allocation actuelle en EUR	Allocation stratégique	Borne interne haute	Borne stratégique haute
Liquidités (*)			2,77%	13.552.278	3,00%		
Obligations	47%	52%	56,43%	275.811.780	57,00%	62%	67%
<i>dont Euro Aggregate Total Return</i>			<i>28,28%</i>	<i>138.232.261</i>	<i>29,00%</i>		
<i>dont US Aggregate TR (hedged)</i>			<i>28,15%</i>	<i>137.579.519</i>	<i>28,00%</i>		
Actions	30%	35%	40,79%	199.383.477	40,00%	45%	50%
<i>dont MSCI World (Developed W.) TR</i>			<i>24,33%</i>	<i>118.940.881</i>	<i>25,00%</i>		
<i>dont MSCI Europe TR</i>			<i>16,46%</i>	<i>80.442.596</i>	<i>15,00%</i>		
Total			100,00%	488.747.535	100,00%		

(*) y compris plus-values latentes sur la couverture du risque de change EUR/USD

Au 30 juin 2022, le Fonds souverain fait état d'un actif total d'EUR 488'747'535,19 par rapport à EUR 503'306'576,88 au 31 décembre 2021 et EUR 398'056'611,46 au 31 décembre 2020.

Au premier semestre 2022, la performance du Fonds est de -13,70% en « time-weighted return » et de -13,78% en « money-weighted return ». En 2022, la performance du Fonds est inférieure à celle de l'indice de référence pondéré par le poids des classes d'actifs, à cause de la sous-performance des indices MSCI SRI par rapport aux indices MSCI non-SRI. Depuis la date du premier investissement, la performance est de 17,34% en « time-weighted » et de 13,56% en « money-weighted ».

Positions et indices de référence

Le tableau ci-après donne un aperçu des positions du Fonds, qui se composent pour l'essentiel d'ETFs et de liquidités. Il contient également des indications sur le poids des positions et la performance des indices de référence.

Classe d'actifs	Nom de l'ETF, resp. de l'OPCVM	Code ISIN	Devise	Prix/VNI par part	Actifs (en mio. devise)	Total-return			Expense ratio	Position actuelle	Poids actuel
						2020	2021	2022(*)			
Obligations Euro	iShares Euro Aggregate Bond ESG UCITS ETF	IE00B3DKXQ41	EUR	110,20	1365,47	3,81	-3,07	-12,26	16 bp	33.060.000,00	6,76%
	Natixis AM Funds - Natixis Euro Aggregate IA	LU0935223387	EUR	158.494,98	809,95	3,39	-2,98	-12,59	61 bp	37.147.990,01	7,60%
	Mirova Funds - Euro Green & Sustainable Bond Fund	LU0914734453	EUR	48.356,95	535,41	5,36	-2,67	-15,72	31 bp	18.375.641,00	3,76%
	Amundi Index Euro Agg SRI UCITS ETF	LU2182388236	EUR	44,02	742,03	n.a.	-3,09	-12,10	16 bp	37.417.000,00	7,66%
	iShares Euro Govt Bond Climate UCITS ETF	IE00BLDGH553	EUR	4,29	568,85	n.a.	-3,57	-12,06	9 bp	12.231.630,00	2,50%
	Bloomberg Euro-Aggregate Bond Index (TR EUR)					4,05	-2,85	-12,13			28,28%
Obligations US	Vanguard Total Bond Market ETF	US9219378356	USD	75,26	80688,00	-1,18	5,81	-2,57	3 bp	46.660.625,71	9,55%
	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	US4642872265	USD	101,68	81161,00	-1,45	5,80	-2,38	3 bp	48.492.941,62	9,92%
	Schwab U.S. Aggregate Bond ETF	US8085248396	USD	47,87	7510,80	-1,38	5,72	-2,39	4 bp	42.425.951,83	8,68%
	Bloomberg US Aggregate Bond Index (TR USD)					-1,32	5,78	-2,77			28,15%
Actions "Monde"	iShares MSCI World SRI UCITS ETF EUR-Acc	IE00BYX2JD69	EUR	8,30	3900,84	11,12	34,57	-16,55	20 bp	39.849.600,00	8,15%
	Amundi Index MSCI World SRI UCITS ETF DR	LU1861134382	EUR	72,83	1978,82	9,00	34,42	-16,89	18 bp	27.675.400,00	5,66%
	BNP Paribas Easy MSCI World SRI S-Series 5% Capped UCITS ETF	LU1615092217	EUR	15,70	457,29	12,97	36,24	-16,93	25 bp	18.314.319,31	3,75%
	UBS ETF - MSCI World Socially Responsible UCITS ETF	LU0629459743	EUR	107,90	2834,28	8,94	34,13	-19,37	22 bp	33.101.562,00	6,77%
	MSCI Daily Net TR World USD				6,46	30,79	-13,66			24,33%	
Actions Europe	iShares MSCI Europe SRI UCITS ETF EUR-Acc	IE00B52VJ196	EUR	53,29	3213,65	3,88	27,25	-17,77	20 bp	34.163.845,97	6,99%
	Amundi Index MSCI Europe SRI UCITS ETF DR	LU1861137484	EUR	63,40	2103,62	2,54	26,85	-18,29	18 bp	22.188.250,00	4,54%
	BNP Paribas Easy MSCI Europe SRI S-Series 5% Capped UCITS ETF	LU1753045415	EUR	24,09	1204,01	4,57	28,17	-18,48	25 bp	24.090.500,00	4,93%
	MSCI Daily Net TR Europe Euro					-3,32	25,13	-13,84			16,46%
Instruments de couverture (change à terme EUR/USD échéance juillet 2022)										376.438,02	0,08%
Liquidités										13.175.839,72	2,70%

(*) performance non annualisée sur le premier semestre 2022

Toutes les performances « Total-return » sont calculées par rapport à un investisseur dont la devise de référence est l'EUR.

Sources : Rapport TripleA, Morningstar et Bloomberg

Le Fonds souverain suit une politique de couverture systématique du risque de change EUR/USD pour au moins 90% du montant nominal de la position libellée en USD. L'EUR s'est déprécié de 7,79% contre l'USD entre le 31 décembre 2021 et le 30 juin 2022.

Obligations

À la fin du premier semestre 2022, l'indice Bloomberg Euro Aggregate Total Return Index Value Unhedged EUR affiche, pour une duration de 6,83 (ans) (contre 7,62, fin décembre 2021), un rendement jusqu'à échéance de 2,086% (contre 0,199%, fin décembre 2021). L'indice Bloomberg US Aggregate Total Return Index Value Unhedged USD affiche, pour une duration de 6,36 (ans) (contre 6,69, fin décembre 2021), un rendement jusqu'à échéance de 3,719% (contre 1,754%, fin décembre 2021).

Actions

À la fin du premier semestre 2022, le MSCI World, avec un taux de dividende de 2,27%, se paye 2,564 fois la valeur comptable des fonds propres et 16,50 fois le bénéfice net anticipé pour l'exercice social 2022 et le MSCI Europe, avec un taux de dividende de 3,726%, se paye 1,729 fois la valeur comptable des fonds propres et 14,59 fois le bénéfice net anticipé pour l'exercice social 2022.

Nima Ahmadzadeh

Président