



REDACTIE AFGEROND OP 6 JANUARI 2021

HET ALGEMEEN FONDS

VAN CARDIF LUX VIE



Een vaccin, een deal en een nieuwe president onder de kerstboom.

Het eindejaar brachten we vooral door in de hoop op een betere gezondheidstoestand. We wachten ook op de ontknopning van de politieke soaps. Beleggers sloten het jaar dus redelijk opgelucht af, dankzij betere vooruitzichten op middellange termijn.

Hoewel het aantal besmettingen de laatste tijd sterk is toegenomen, zoals werd gevreesd in de meeste westerse landen, werd bevestigd dat er verschillende vaccins op de markt zouden komen op korte termijn. Hierdoor zien we opnieuw licht schijnen aan het einde van de tunnel en mogen we een aanzienlijke verbetering verwachten op het vlak van menselijke contacten voor het tweede halfjaar van 2021. Dat zou ertoe leiden dat de wereldeconomie het langverwachte herstel kan inzetten. Dat is te danken aan het opheffen van de lockdowns die aan het eind van het tweede kwartaal van 2020 werden opgelegd. In de tussentijd zal het erg belangrijk zijn om de ongeziene steunmaatregelen te behouden die in de loop van vorig jaar werden genomen. Dit om te vermijden dat het macro- en micro-economische klimaat verder verslechtert. Ondertussen zitten talrijke sectoren (toerisme, vrije tijd, transport, handel, enz.) nog steeds met de vingers te draaien of draaien ze op veel lagere toeren.

De balans over 2020 van de groeipercentages is zonder veel verrassing erg negatief in de meeste ontwikkelde landen, waar de gevolgen van de pandemie sterk uiteenlopend waren. Dat hing af van de manier waarop de crisis beheerd werd, en ook van het belang van de zwaarst getroffen

sectoren. Zo is China een van de weinige landen die in 2020 een economische groei kunnen voorleggen. Het land groeide met zowat 2% terwijl de wereldeconomie met meer dan -3,5% zal krimpen. In de eurozone zou de daling van het bbp bijna -7% kunnen bedragen (met Duitsland op -5/-6%, Frankrijk en Italië tussen -9% en -10%), terwijl de terugval in Japan ongeveer -5% zou bedragen en "slechts" -3,6% in de Verenigde Staten (door minder strenge beperkende maatregelen dan in de eurozone). Aan de andere kant van het Kanaal zal de economie van het Verenigd Koninkrijk naar verwachting harder worden getroffen, vanwege de zeer ernstige gezondheidssituatie en de onzekerheden in verband met Brexit.

Het brexitakkoord dat op 24 december werd bereikt, is naast de bemoedigende nieuwe vaccins een positieve stap voorwaarts in de laatste dagen van 2020. Hoewel over het kader voor de toekomstige betrekkingen tussen de EU en het Verenigd Koninkrijk in de dienstensector (met name de financiële diensten) nog moet worden onderhandeld, garandeert het Verdrag een belastingvrije en quotavrije handel in goederen zolang deze voldoen aan de "passende oorsprongsregels" en heeft het een compromis mogelijk gemaakt over de netelige kwestie van de visserij.

Ook de uiteindelijk ruime verkiezing van Joe Biden tot president van de Verenigde Staten werd druk opgevolgd en becommentarieerd aan het einde van het jaar. Dit resultaat voldeed, in tegenstelling tot de vorige presidentsverkiezingen, aan de verwachtingen en leidde, ondanks de wanhopige pogingen van Donald Trump om de verkiezingen te betwisten, niet tot definitieve botsingen tussen aanhangers van beide Amerika's. Wanneer we kijken naar het Congres, bleef het Huis van Afgevaardigden in handen van de Democraten, terwijl de senaatverkiezingen in Georgia (op 5 januari) de Senaat ook in handen van de verkozen president deed komen. Dit zou de nieuwe regering

in staat moeten stellen een aantal van de tijdens de verkiezingscampagne beloofde maatregelen door te voeren, met name via massale investeringen in infrastructuur om de energietransitie te stimuleren. In afwachting van de uitrol van een groter herstelplan zijn de Democraten en Republikeinen het eens geworden over nieuwe steun ten bedrage van 900 miljard dollar, waardoor het mogelijk is om te elfder ure een nieuwe "shutdown" van een deel van de Amerikaanse regering te voorkomen. Bovendien konden er zo rechtstreeks uitkeringen worden uitbetaald aan kleine ondernemingen en huishoudens waarvan de werkloosheidsuitkering eind december was afgelopen.

In deze nog steeds zeer sombere context zal de kracht van de opleving na de pandemie ongetwijfeld afhangen van het vermogen van de belangrijkste leiders in de wereld om grootschalige herstelplannen uit te voeren. Zo kan men voorkomen dat het verlies van potentiële groei die een dergelijke crisis had kunnen veroorzaken, onomkeerbaar wordt (onderinvesteringen in materiële en immateriële zaken, verminderde tewerkstelling van jongeren, groeiende ongelijkheden, enz.) Vanuit dit oogpunt zullen de centrale bankiers zeker een voortrekkersrol blijven spelen door hun kwantitatieve steunmaatregelen uit te breiden als bescherming tegen de ongeziene toename van de schuldenlast van bedrijven en vooral van de overheden. Ter illustratie: de overheidstekorten in de eurozone zullen naar verwachting in 2020 bijna 10% bedragen en in 2021 met nog eens 7% toenemen, wat leidt tot een spectaculaire stijging van de schuld/bbp-ratio met meer dan 20 procentpunten tot ongeveer 106%. Aangezien de opkoopprogramma's van activa tot ten minste 2022 duren, zullen de balansen van de belangrijkste centrale banken (FED, ECB, BoJ en BoE) aanzienlijk aanzwellen tot een niveau dat sinds de naoorlogse periode niet meer is gezien. De balans van de ECB zou zo tegen eind 2021 67% van het bbp van de eurozone kunnen bereiken (bijna €8.000 miljard), terwijl die van de FED tot 40% zou kunnen oplopen. Bovendien zullen sommige centrale banken, als de inflatie weer dicht bij het streefcijfer komt, wachten tot de inflatie ruimschoots wordt overschreden alvorens hun huidige beleid ter discussie te stellen (zie de Fed versus de symmetrie van het streefcijfer van 2%).

2021 moet dus het jaar van het herstel worden, op voorwaarde dat de vaccinatiecampagnes snel genoeg zijn om de hele wereldeconomie vanaf de tweede helft van het jaar weer open te stellen. Het is best mogelijk dat in 2021 de intensiteit van dit herstel zeer heterogeen zal zijn en zal afhangen van de sectorspecialisatie van de landen en hun vaccinatiebeleid (of gewoon van hun toegang tot de verschillende vaccins). Zonder verdere grote tegenslagen wordt dus verwacht dat de landen die het meest te lijden hebben gehad, sterker zullen herstellen, maar pas vanaf eind 2022 weer op het niveau van voor de crisis zullen kunnen komen. Frankrijk zou met 5% moeten groeien en de Verenigde Staten met 4%.

Politiek gezien zou het nieuwe jaar na de Amerikaanse Senaatsverkiezingen van 5 januari veel rustiger moeten zijn, ook al zouden de parlementsverkiezingen in Nederland in maart en de federale verkiezingen in Duitsland in het derde kwartaal van 2021 de recente vooruitgang op het gebied van de Europese opbouw na de stemming over het herstelplan op de helling kunnen zetten. Aan de andere kant zou de meer gematigde houding van Joe Biden, met name ten opzichte van zijn Europese partners, het mogelijk moeten maken om de handelsoorlogen van de afgelopen jaren te vermijden.

Ondanks de verslechterende gezondheidssituatie en de daaruit voortvloeiende nieuwe lockdownmaatregelen in de meeste ontwikkelde landen, zijn risicovolle activaklassen op slechtouwen genomen door de verhoopde doeltreffendheid van de vaccins (Pfizer/Bio-N-Tech, Moderna en meer recent dat van Astra Zeneca/Oxford). Na een grote tegenslag eind oktober in de aanloop naar de Amerikaanse verkiezingen wisten de aandelenmarkten zich sterk te herpakken en konden ze door de bovenkant van de vork breken waarin ze sinds begin juni hadden gehandeld. De Europese indices zijn er dus nagenoeg in geslaagd hun verliezen weg te werken, waarbij de Eurostoxx 50 met slechts 2,3% is gedaald, inclusief dividenden, na in het eerste kwartaal met meer dan 25% te zijn gecorrigeerd. Maar de grote winnaars waren, weinig verrassend, de Amerikaanse indices, aangevuurd door de technologieaandelen en in het bijzonder de FANGMAN (+Tesla). De Nasdaq en de S&P 500 hebben daarmee hun in februari 2020 bereikte records ruimschoots overtroffen en zijn in de loop van het jaar met respectievelijk ongeveer 43% en 17% (in dollars) gestegen. De Chinese indices (+26,4% voor de CSI 300) en Japanse indices (+8,9% voor de Topix) presteerden ook uitmuntend. De opkomende markten hebben ook geprofiteerd van de aandelenstijgingen, waarbij de MSCI Emerging Markets Index in 2020 met bijna 19% is gestegen.

Op de Europese obligatiemarkten hebben massale activa-aankopen van de centrale banken, in combinatie met de nog steeds zeer lage inflatieverwachtingen en de extreem hoge cashniveaus bij de meeste beleggers, ertoe bijgedragen dat de overheidsrente op een historisch laag niveau is gebleven en dat de investment grade en high yield kredietsspreads zijn ingenomen. De Duitse 10-jarige rente sloot het jaar af op bijna -0,6%, op -0,57%, nadat ze de afgelopen zes maanden in een nauwe bandbreedte van 20bp had bewogen rond de -0,5%. Zo daalde ze met bijna 0,4% ten opzichte van eind 2019. De perifere spreads zijn ook aanzienlijk afgenomen ten opzichte van Duitsland, waarbij de Italiaanse en Spaanse 10-jarige rentevoeten het jaar afsloten op respectievelijk 0,54% en 0,04%, terwijl de Portugese 10-jarige rente afklokte op 0% na kortstondig negatief terrein te hebben verkend. In deze situatie bleven de kredietsspreads dalen, ondanks de recordbedragen aan obligatie-uitgiftes en de verslechterende fundamentals

(hogere schulden en wanbetalingspercentages). Ze sloten het jaar gemiddeld af op hetzelfde niveau als eind 2019 voor "investment grade"-emittenten en slechts licht hoger voor de segmenten hoogrentende en achtergestelde obligaties. Andere activaklassen zoals groeilandenobligaties profiteerden ook van de daling van de risicovrije rente (Amerikaanse 10-jarige rente op 0,92% tegenover 1,92% eind 2019), de sterke depreciatie van de dollar ten opzichte van de belangrijkste ontwikkelde valuta's (EUR/USD +8,9% tot 1,2225) en de opleving van de grondstofprijzen (WTI-olieprijs steeg boven de 45 dollar per vat).

In de portefeuille waren wij, nadat wij in de eerste helft van het jaar erg aanzienlijke transacties hadden uitgevoerd, minder actief, hoewel de onzekerheid door de politiek en gezondheidstoestand ons er niet toe heeft aangezet ons aandeel in risicovolle activa te verhogen doordat hun waardering was opgelopen.

Onze bedoeling was om een aandelenblootstelling van bijna 8% aan te houden, terwijl we tactische beslissingen hebben genomen om de blootstelling op te trekken of afdekkingen te nemen wanneer we vonden dat de marktbevingen overdreven waren.

In de obligatiemarkten zijn wij selectief blijven beleggen op de primaire kredietmarkt om onze diversificatie te vergroten en waar mogelijk een premie te incasseren ten opzichte van de secundaire markt, met name op emissies zonder rating of emissies in euro van Amerikaanse bedrijven. Onze rentegevoeligheid, die wij beheren via de aan- of verkoop van 'core' overheidsobligaties, was gedaald aan het eind van de periode en kwam uit in de buurt van 4,7.

Wat betreft de diversificatie hebben we drie extra investeringen gedaan in secundaire private-equityfondsen om in te spelen op de macro-economische omgeving en een goede diversificatie te hebben.

In de infrastructuur hebben we een investering in duurzame energie gedaan om directer te kunnen participeren in de energietransitie.

In vastgoed hebben we geïnvesteerd in een open-ended sociaal gericht fonds (onderwijs, gezondheid...).

Bovendien hebben wij, gezien de aanzienlijke inname van de spreads in de afgelopen maanden, er de voorkeur aan gegeven onze blootstelling aan hoogrentende en groeilandenobligaties niet te verhogen.

Ten slotte bedraagt onze cashpositie, door het gebrek aan beleggingskansen in de laatste maand van het jaar, ongeveer 5%. In de tweede helft van 2020 schommelde deze tussen de 3 en 4%.

Begin dit jaar rekenen we op de heropening van de primaire kredietmarkt om onze beleggingen in dit segment weer aan te vatten. We geven daarbij de voorkeur aan emittenten met een hoge rating die weinig cyclisch zijn. Wij zullen van elke aanzienlijke stijging van de risicovrije rente gebruik maken om onze rentegevoeligheid geleidelijk te verhogen. Wij zullen profiteren van de zwakke dollar en een mogelijke stijging van de Amerikaanse langetermijnrente om onze blootstelling aan de Amerikaanse munt via obligaties in dollars licht op te trekken.

Bovendien zullen we in geval van een correctie op de aandelenmarkten opnieuw overwogen worden in deze activaklasse, vanwege de relatieve aantrekkelijkheid ervan. We zullen daarbij ook geografisch en/of qua stijlen blijven diversifiëren.

Tevens kunnen we onze blootstelling aan hoogrentende obligaties, groeilandenobligaties en achtergestelde obligaties verhogen in het geval dat er grote spreadverschillen zouden ontstaan. We blijven echter weg van perifere obligaties.

Zoals al vele jaren het geval is, brengen we nog eens in herinnering dat al onze beleggingen worden geselecteerd vanuit het oogpunt van ESG-criteria. In 2021 zullen we onze beleggingen in duurzame obligaties verhogen en blijven zoeken naar projecten met een positieve impact die financieel zinvol zijn.

François LUCCHINI
Director of Asset Management

BELANGRIJKSTE PUNTEN OM TE ONTHOUDEN



Ondanks de vooruitgang op het vlak van de vaccins blijft de gezondheidssituatie op korte termijn zorgwekkend



De stimulusplannen zullen massaal moeten zijn om de verwachte opleving tot stand te brengen

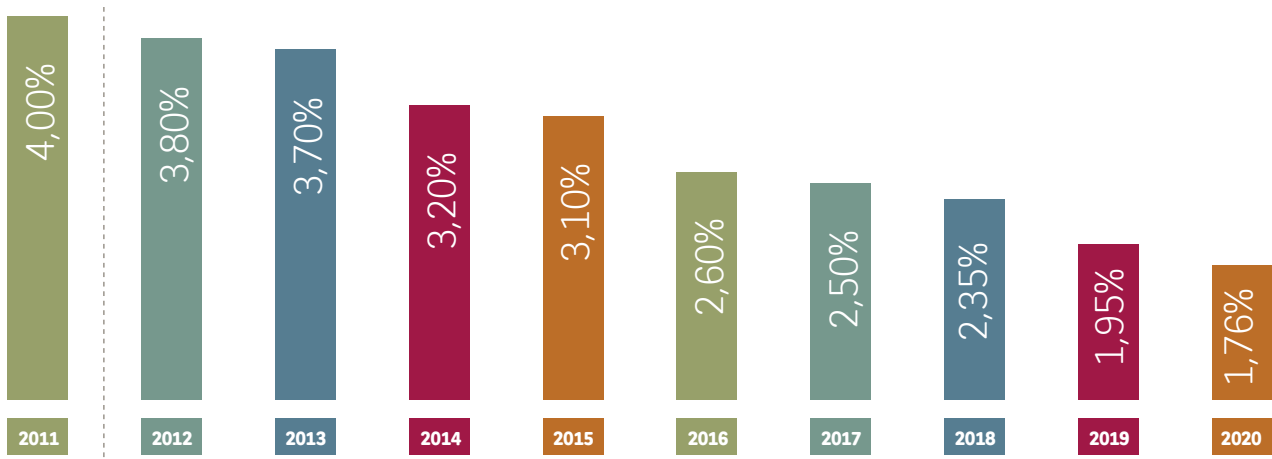


Het fiscaal en monetair beleid zal op middellange termijn zeer versoepelend blijven



In 2021 mogen we ons verwachten aan minder politieke turbulentie

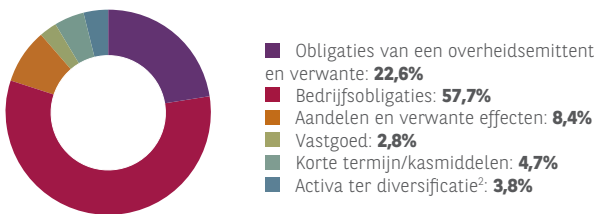
HISTORISCH OVERZICHT VAN HET BRUTORENDEMENT VAN HET ALGEMEEN FONDS¹



BEHEER VAN HET ALGEMEEN FONDS VAN CARDIF LUX VIE OP 31/12/2020

Kapitalisatie van het Algemeen Fonds (in Beurswaarde): 9,9 miljard EUR.

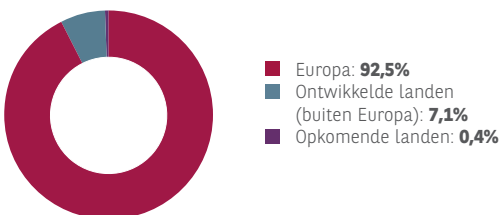
SAMENSTELLING VAN HET ALGEMEEN FONDS VAN CARDIF LUX VIE



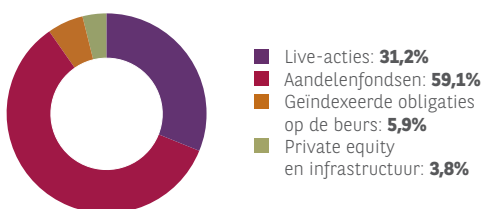
SAMENSTELLING VAN HET COMPARTIMENT AANDELEN

Blootstelling aan het aandelenrisico beperkt tot ongeveer 8,5% (beta).

VERDELING VAN DE AANDELEN VOLGENS GEOGRAFISCHE REGIO



DETAILS VAN DE AANDELENSECTOR NAAR AARD



SAMENSTELLING VAN HET COMPARTIMENT OBLIGATIES

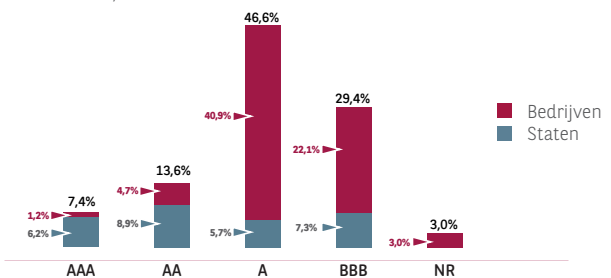
De globale blootstelling van onze portefeuille aan de rente nadert de **4,7**.

VERDELING VAN HET COMPARTIMENT OBLIGATIES VOLGENS RATING

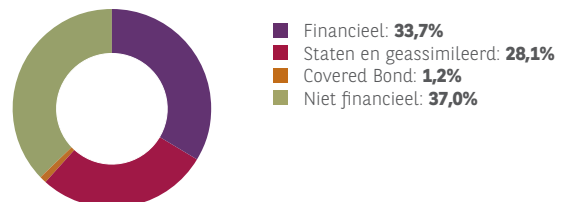
De obligatieportefeuille is van heel goede kwaliteit en heeft gemiddeld een notering "A".

Notering³ van de Staatsobligaties op 31/12/2020 :

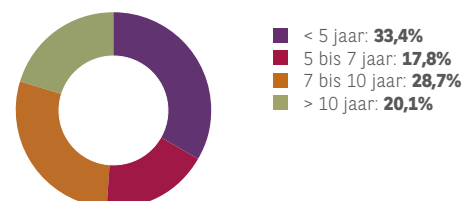
AAA : Luxemburg, Duitsland, Nederland en Europese Agentschappen
AA : Finland, Frankrijk, België en Tsjechische Republiek
A : Slowakije, Spanje en Polen
BBB : Italië, Mexico en Chili



DETAIL VAN HET OBLIGATIECOMPARTIMENT VOLGENS EMITTENT



EINDDATUM VAN HET OBLIGATIECOMPARTIMENT



- De tot eind 2011 vermelde prestaties hebben betrekking op het door Cardif Lux International aangeboden Algemeen Fonds (in het vermogen van BNP Paribas Cardif). Sinds 2012 wordt het beheer van het Algemeen Fonds rechtstreeks door Cardif Lux Vie gedaan. De historische gegevens met betrekking tot het rendement zijn noch een garantie noch een beperking voor de toekomst. In het rendement zijn de kosten voor het beheer van de beleggingsinstrumenten niet verrekend.
- Obligaties uitgegeven door opkomende landen, high yield & alternatieve fondsen.
- Gemiddelde rating van de drie ratingbureaus Standard & Poor's, Fitch, Moody's.