



REDACTIE AFGEROND OP 5 JULI 2021

HET ALGEMEEN FONDS

VAN CARDIF LUX VIE



V-herstel, inschikkelijke Centrale Banken, inflatie en de dreiging van nieuwe varianten.

Dankzij de snelle distributie van de vaccins in de westerse landen kende de activiteit zoals gehoopt een sterk herstel, na een eerste kwartaal dat nog gebukt ging onder het juk van min of meer strenge

lockdownmaatregelen, vooral op het oude continent. Zo wordt verwacht dat de wereldwijde groei meer dan 6% zal bedragen, na een krimp van ruim 3% in 2020. Die groei zal voornamelijk worden gerealiseerd in de Verenigde Staten en China, waar er gehoopt wordt op een ontwikkeling in het bbp van respectievelijk bijna 7% en 9%, terwijl de bbp-groei van de eurozone naar verwachting zo'n 5% zal bedragen, omdat bepaalde dienstensectoren hun activiteiten pas later weer hebben hervat.

De westerse consumenten, van wie de spaartegoeden tijdens de lockdowns flink zijn opgelopen (500 miljard euro voor de Europeanen alleen), mede dankzij de ongeziene steunmaatregelen van zowel overheden als centrale banken, spelen in dit herstel uiteraard de hoofdrol. Door die sterke vraag stellen de meeste bedrijven vast dat hun orderboekjes flink gevuld raken, wat voor spanningen zorgt in de bevoorradingsketen, vooral in de sectoren die sterk afhankelijk zijn van halfgeleiders (de auto-industrie) en grondstoffen (de bouwsector, investeringsgoederen). Die spanningen worden onvermijdelijk weerspiegeld in de productieprijsen, en ook in dienstensectoren zoals de horeca zouden de prijzen moeten stijgen.

De combinatie van die factoren en basiseffecten bij grondstoffen (op een jaar tijd is aardolie bijvoorbeeld ruim 80% duurder geworden en ijzererts 115%) veroorzaakt in de westerse landen een stijging van de inflatie tot 2% of tijdelijk zelfs daarboven. Dat is het geval in de Verenigde Staten, waar de 'headline' inflatie afgelopen juni was opgelopen tot 5%, terwijl die in de eurozone momenteel slechts 2% bedraagt. Hoewel deze cijfers in de lijn liggen van de doelstellingen van de centrale banken of zelfs flink daarboven, handhaven de centrale banken hun inschikkelijke beleid, en voeren ze aan dat deze prijsontwikkeling slechts een tijdelijk fenomeen is en dat alle gevolgen van de crisis nog niet zijn verwerkt.

De Fed, weliswaar iets meer hawkish dan verwacht, herhaalde haar boodschap van geduld, maar zou van het symposium in Jackson Hole eind augustus kunnen profiteren om een afbouw van haar activa-aankopen aan te kondigen. Het is niettemin weinig waarschijnlijk dat de Fed haar referentierente vóór eind 2022 verhoogt zonder dat de arbeidsmarkt weer haar niveau van eind 2019 heeft bereikt. De ECB streeft vooral naar de instandhouding van het status quo, met een bijzonder gestaag tempo van activa-aankopen, ook al zijn er bepaalde 'haviken' die al van oordeel zijn dat de resterende enveloppe van 350 miljard euro tot eind maart 2022 niet meer hoeft te worden gebruikt. Uiteindelijk zijn de balansen van de belangrijkste centrale banken blijven stijgen tot meer dan 77% van het bbp voor de eurozone, tegenover 36% voor de Fed en 133% voor de BoJ.

Op politiek vlak konden de recente verkiezingen in Europa (parlementsverkiezingen in Nederland en regionale verkiezingen in Frankrijk) het positieve gevoel over de Europese integratie dat werd opgewekt door het akkoord over het Europese herstelplan, dat sinds eind mei is bekrachtigd, niet aan het wankelen brengen. De volgende verkiezingen, die in de herfst in Duitsland worden georganiseerd, zullen

dit standpunt waarschijnlijk niet verstoren. De Franse verkiezingen in april blijven weliswaar een echte test voor de samenhang van de Europese Unie.

Op geopolitiek vlak is het sinds de verkiezing van Joe Biden vrij rustig. De Amerikaanse president zet weer in op een positieve verstandhouding met zijn historische partners en hanteert een diplomatieke lijn die veel duidelijker is dan die van zijn voorganger. China blijft echter de belangrijkste bron van spanning, en uit het imperialistische discours van president Xi Jinping bij de herdenking van het honderdjarig bestaan van de Chinese communistische partij blijkt in ieder geval dat het westen van de Aziatische grootmacht geen concessies hoeft te verwachten.

Voor de rest van 2021 en ongetwijfeld een groot deel van 2022 blijven de macro- en micro-economische vooruitzichten positief. Er zijn drie belangrijke factoren die echter stokken in de wielen zouden kunnen steken:

- een al te hevige reactie van de centrale banken op de reële en verwachte inflatiecijfers die onbeheerst zouden kunnen lijken: zoals eerder al gezegd, wordt dit risico als gering beschouwd, vooral in de eurozone waar er nog steeds een groot verschil is met het potentiële groeitraject (de 'output gap');
- het onvermogen van de Democratische meerderheid om snel een omvangrijk herstelplan voor infrastructuurprojecten en het terugdringen van de ongelijkheid (betere toegang tot gezondheidszorg, onderwijs en steun voor de lage lonen) door de Senaat te loodsen;
- een nieuwe golf van de pandemie die niet zou kunnen worden bestreden door nog meer vaccinaties, waardoor er weer nieuwe strenge lockdowns worden opgelegd: het risico bestaat voornamelijk in landen met een lage vaccinatiegraad (Azië, Australië, ...) en zelfs in Europa en Noord-Amerika vanaf de komende herfst. In tegenstelling tot in het begin van het jaar is er inmiddels echter voldoende industriële capaciteit om vaccins te vervaardigen, om de effecten van een nieuwe golf op de groei van de westerse economieën aanzienlijk te beperken.

Risicovolle activa hebben de 'rally' die ze eind vorig jaar hadden ingezet, voortgezet. De westerse aandelenmarkten, vooral in Europa, zijn tot medio juni vrijwel continu blijven stijgen, slechts af en toe gehinderd door een beperkte correctie (tussen -1% en -2%). Momenteel stabiliseren ze rond de onlangs bereikte hoogtepunten. Zonder dividenden vertonen de voornaamste Europese indices een stijging van gemiddeld 14%, terwijl de S&P 500 ongeveer 15% hoger noteert en de indices van Aziatische en opkomende landen aanzienlijk zwakker presteren, met een winst van slechts +7,7% voor de Topix, +6,5% voor de MSCI EM en +2,9% voor de belangrijkste Chinese index. Die verschillen weerspiegelen de sectorale samenstelling van de indices,

aangezien cyclische en waarde aandelen het beter deden dan technologie aandelen, evenals de achterstand in de vaccinatiegraad in Azië, de relatieve afkoeling van de Chinese economie en governance kwesties in de Volksrepubliek.

De kredietspreads hebben goed weerstand geboden aan de stijging van de risicoloze rente, en zijn globaal stabiel gebleven of zelfs licht gedaald voor effecten van beleggingskwaliteit (investment-grade). Voor het hoogrendende segment (High Yield), dat profiteert van het feit dat het aantal faillissementen niet is gestegen, zijn ze met ruim 60 basispunten gedaald.

In het segment van de staatsobligaties gingen de rentes de hoogte in door de stijging van de inflatieverwachtingen aan de andere kant van de Atlantische Oceaan, die de druk op de Amerikaanse langetermijnrente tot eind maart flink hadden opgevoerd. Daardoor vertoonden ook de Europese langetermijnrentevoeten een forse stijging. Vervolgens is de Amerikaanse langetermijnrente na de verklaringen van de Fed met zo'n dertig basispunten gedaald, terwijl de Europese langetermijnrente met 10 tot 15 basispunten daalden. Uiteindelijk steeg de Amerikaanse tienjaarsrente met 55 basispunten tot 1,47%, terwijl de Duitse, Italiaanse en Franse tienjaarsrente met 30 tot 45 basispunten stegen. Opvallend binnen deze rentestijging is dat de Franse tienjaarsrente in de aanloop naar de verkiezingen van 2022 ongeveer 10 basispunten afwijkt van de Duitse.

Obligaties uit opkomende markten hebben het enigszins moeilijk, door de stijging van de dollar en de inflatie en het weinig doeltreffende vaccinatiebeleid. De eurodollar was zeer volatiel en sloot 3% lager af op 1,185, na eind mei bijna 1,23 te hebben bereikt.

In de portefeuille profiteerde we van de stijging van de risicoloze rente om onze rentegevoeligheid op te voeren, door in eerste instantie te beleggen in Europese staatsobligaties (met een goede rating) en Amerikaanse staatsobligaties (die relatief gezien aantrekkelijk zijn). We bleven weg van de secundaire kredietmarkt vanwege de zwakke kredietspreads en bleven ons richten op de primaire markt om te profiteren van eventuele uitgiftepremies. Voorts zijn we arbitrages blijven doorvoeren in bepaalde kredietposities om ESG-redenen of vanwege hun relatief hoge waardering.

In het aandelensegment hebben we onze positie teruggeschroefd naarmate de markten stegen, maar behielden we wel een bèta van meer dan 8%. We zijn bovendien internationaal blijven diversifiëren, en het aandeel van onze beleggingen buiten Europa is inmiddels goed voor meer dan 10%.

Wat de andere diversificatieposities betreft, hebben we een nieuwe positie genomen in een Amerikaans private-debtfonds en hebben we onze blootstelling aan

zorgvastgoed in Duitsland licht verhoogd. Tot slot hebben we geprofiteerd van het aantrekkelijke niveau van de dollar (onder de 1,20) om onze blootstelling aan de Amerikaanse munt op te voeren tot inmiddels bijna 4%.

Zolang de spreads voor 'investment-grade' obligaties niet aanzienlijk stijgen, blijven we de rest van het jaar defensief ten aanzien van de activaklasse en zullen we de voorkeur geven aan enkele bijzonder selectieve beleggingen op de primaire markt. Ook blijven we weg van hoogrentende obligaties en obligaties uit opkomende markten zolang we geen reële correctie hebben waargenomen. In het aandelensegment, hoewel de herstelcyclus zich nog maar in de beginfase bevindt, blijven we het liefst voorzichtig met een allocatie van circa 8%. De laatste stijgingsfase lijkt ons namelijk iets te snel te zijn gegaan, en de markten zijn op dit moment historisch hoog gewaardeerd. We zouden van een aanzienlijke daling kunnen profiteren om onze blootstelling geleidelijk aan te verhogen.

In het vastgoedsegment, gezien de huidige context van onzekerheid over de toekomstige bezettingsgraad in het

kantorenssegment, streven we naar een globale blootstelling van zo'n 3%. We zullen echter de dossiers in het segment van de gezondheidszorg bestuderen, met name via ons partnerschap met rusthuizen in Duitsland.

Wat de andere diversificatieposities betreft, blijven we analyses verrichten van fondsen met een positieve impact in het domein van de energietransitie en verwachten we een eerste belegging uit te voeren in duurzaam bosbeheer. Het is overigens belangrijk om op te merken dat wij onze beleggingen met een positieve impact tijdens het eerste halfjaar verder hebben verhoogd, voornamelijk via de aankoop van groene obligaties. Dankzij onze selectiemethode die rekening houdt met ESG-criteria en onze capaciteit om te communiceren over onze blootstelling aan duurzaamheidsrisico's, kunnen wij ons Algemeen Fonds indelen als een instrument dat valt onder artikel 8 van de SFDR-verordening.

François LUCCHINI
Director of Asset Management

BELANGRIJKSTE PUNTEN OM TE ONTHOUDEN



Sterk herstel van de activiteit in de belangrijkste westerse economieën



De opmars van varianten is een reden tot bezorgdheid, maar zou moeten worden bestreden door de vaccinatiëgraad



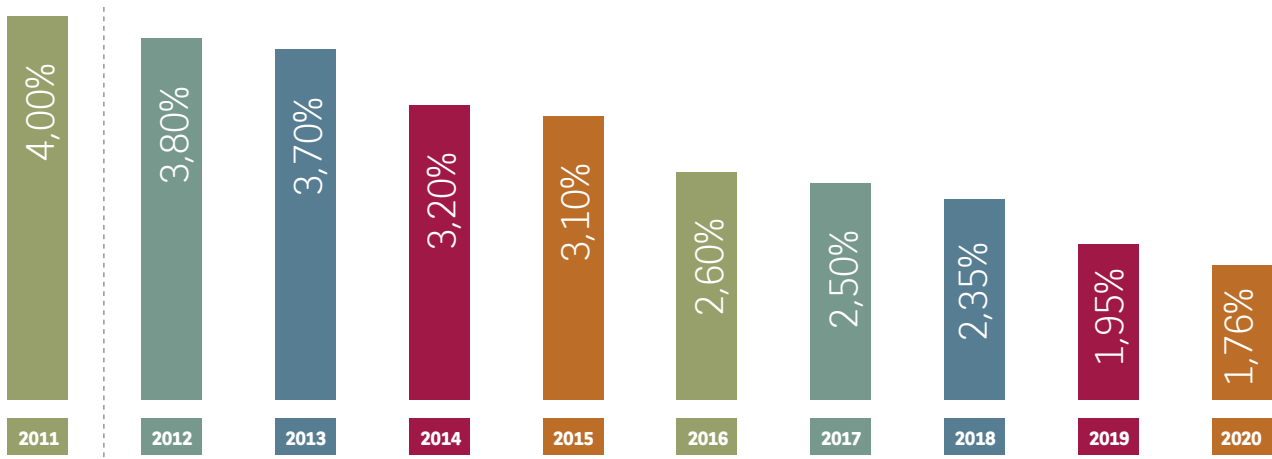
Voorzichtige positionering na de sterke stijging van risicovolle activaklassen



De centrale banken blijven steun bieden zolang de effecten van de crisis niet zijn weggeëbd

1 - Europese Verordening (EU) 2019/2088, de zogenaamde 'Sustainable Finance Disclosure' (SFDR) die nieuwe transparantieplichtingen inzake duurzaamheid introduceert: <https://cardifluxvie.com/notre-responsabilite>.

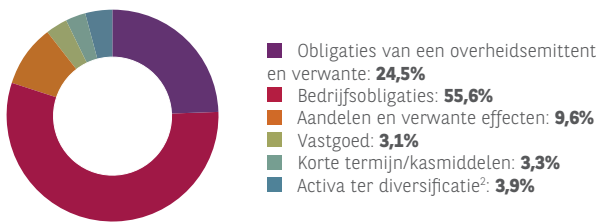
HISTORISCH OVERZICHT VAN HET BRUTORENDEMENT VAN HET ALGEMEEN FONDS¹



BEHEER VAN HET ALGEMEEN FONDS VAN CARDIF LUX VIE OP 30/06/2021

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

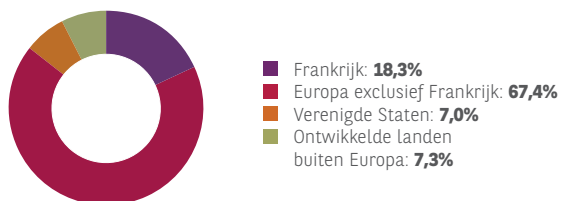
SAMENSTELLING VAN HET ALGEMEEN FONDS VAN CARDIF LUX VIE



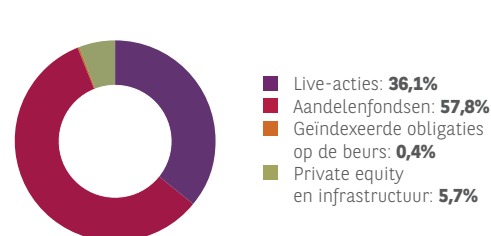
SAMENSTELLING VAN HET COMPARTIMENT AANDELEN

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

VERDELING VAN DE AANDELEN VOLGENS GEOGRAFISCHE REGIO



DETAILS VAN DE AANDELENSECTOR NAAR AARD



SAMENSTELLING VAN HET COMPARTIMENT OBLIGATIES

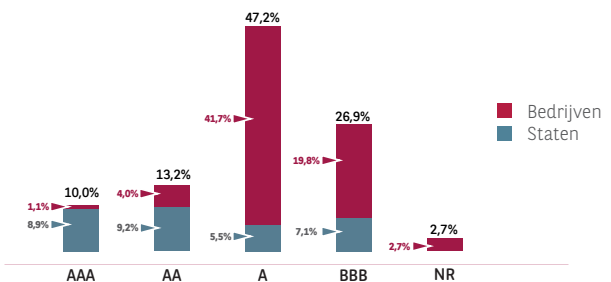
De globale blootstelling van onze portefeuille aan de rente nadert de **4,9**.

VERDELING VAN HET COMPARTIMENT OBLIGATIES VOLGENS RATING

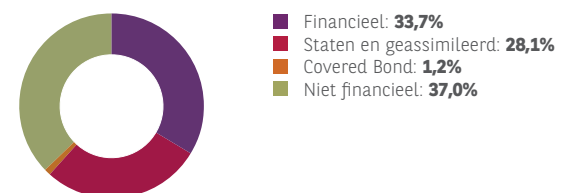
De obligatieportefeuille is van heel goede kwaliteit en heeft gemiddeld een notering "A".

Notering³ van de Staatsobligaties op 30/06/2021:

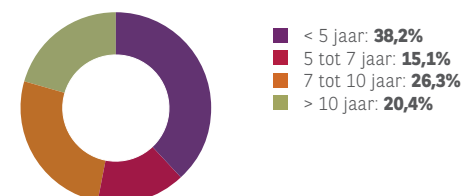
AAA: Luxemburg, Duitsland, Nederland, USA en Europese Agentschappen
AA: Finland, Frankrijk, België, Oostenrijk en Tsjechische Republiek
A: Slowakije, Spanje, Polen en Chili
BBB: Italië en Mexico



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.