



REDACTIE VOLTOOID OP 8 JULI 2022

HET ALGEMEEN FONDS

VAN CARDIF LUX VIE



Centrale banken tussen hamer en aambeeld: kiezen tussen inflatie of recessie.

Zoals de laatste jaren vaak het geval is geweest (brexit, de verkiezing van D Trump, deglobalisering, de lockdowns van economieën als gevolg van Covid...), moesten de optimisten het onderspit delven. De oorlog

in Oekraïne werd gevreesd, maar weinigen dachten dat Rusland een heuse oorlog op Europese bodem zou kunnen uitvechten, die zou doen denken aan de trieste uren van de 20e eeuw.

Afgezien van de aanslepende humanitaire ramp en de risico's van escalatie die deze met zich meebrengt, heeft deze situatie de inflatiedruk die al sinds 2021 aanwezig is, nog versterkt. Die was ontstaan door de heropening van de westerse economieën in combinatie met knelpunten in de wereldwijde toeleveringsketens.

De 'headline' inflatie, die in de VS en de eurozone meer dan 8% bedraagt, staat terug op het peil van na de oliecrisis in het midden van de jaren zeventig en het begin van de jaren tachtig. Weer eens hadden alle economische en financiële actoren niet voorzien dat de aanbodschock in afgewerkte producten zou worden gevolgd door een aanbodschock in alle grondstoffen.

Afhankelijk van de economische actoren en hun blootstelling aan gas en olie, heeft de inflatie een andere impact natuurlijk. De Amerikaanse consument, die profiteert van de erg krappe arbeidsmarkt (werkloosheidsgraad van 3,6% en nog steeds goed gevulde vacatures), geeft nog steeds vlot uit omdat hij denkt dat zijn toekomstig inkomen voldoende zal stijgen.

Het vertrouwen van de gezinnen is de laatste maanden echter nog verzwakt en verwacht mag worden dat de verwachte economische groeivertraging deze optimistische visie in twijfel zal trekken. Bovendien staat de spaarquote in de VS, die in mei slechts 5,4% bedroeg tegen gemiddeld 7% vóór de Covid, al op een laag niveau. Het is onwaarschijnlijk dat deze overconsumptie zal aanhouden.

In Europa ligt de spaarquote nog steeds boven het niveau van vóór Covid, en het vaak wankel vertrouwen van de gezinnen is nog sneller afgekalfd dan in de Verenigde Staten als gevolg van een zwakker herstel van hun inkomens en minder gunstige vooruitzichten, met name op energiegebied. Wat de ondernemingen betreft, werden de resultaten tot dusverre eerder ondersteund door sterke orderboekjes en het feit dat ze sterk in staat zijn om de hogere productiekosten voor een groot deel door te rekenen. Door de verwachte daling van de vraag, met name in consumptiegoederen, is het echter erg waarschijnlijk dat hun prijszettingsvermogen zal beginnen af te brokkelen, wat nefaste gevolgen zal hebben voor de marges en derhalve voor de investeringen.

Om dit inflatierisico, dat uiteindelijk duurzamer is dan aanvankelijk werd verwacht, te bestrijden, hebben de belangrijkste centrale banken, met uitzondering van de BOJ (Bank van Japan) en de PBOC (People's Bank of China), hun toon verhard. Ze beginnen dus hun balans af te bouwen en/of beginnen stilaan hun beleidsrente op te trekken. Zij vrezen dat de inflatieverwachtingen lager zullen uitvallen dan hun streefcijfer (ongeveer 2% voor de FED en de ECB) en dat zich tweederonde-effecten zullen voordoen. De FED heeft haar beleidsrente in de eerste helft van het jaar dus driemaal verhoogd, waaronder een spectaculaire verhoging met 75 basispunten (de eerste sinds 1994) op 15 juni.

De herfinancieringsrente bedraagt thans 1,75% en J. Powell heeft in zijn laatste mededeling op het symposium te Sintra herhaald dat zijn voornaamste zorg de bestrijding van de inflatie is, ook al betekent dit dat de groei fors zal worden aangetast. Om geen verdere paniek op de financiële markten uit te lokken vóór een nieuwe renteverhoging met 75 basispunten, beginnen FED-functionarissen te praten over de mogelijkheid om niet zo ver te gaan als de markten verwachten (3,5% tegen eind 2022).

C. Lagarde, in een poging tijd te winnen ten overstaan van een groeiend aantal FED-gouverneurs die de harde lijn volgen, heeft ook een eerste renteverhoging in juli van 25 tot 50 basispunten aangekondigd, die waarschijnlijk zal worden gevolgd door nog twee verhogingen met 50 basispunten in de komende maanden, terwijl het massale opkoopprogramma van obligaties in het kader van het Pandemic Emergency Purchasing Program (PEPP) al is stopgezet zonder dat de herinvesteringen eindigen. De sterke verruiming van de perifere spreads, met name in Italië, heeft de ECB ertoe aangezet een „anti-fragmentatie“-veiligheidsmechanisme in het leven te roepen, om ervoor te zorgen dat de effecten van een toekomstige monetaire verkrapting aanvaardbaar blijven voor de minder robuuste economieën van de eurozone met een hogere schuldenlast. Deze aanhoudende monetaire beperkingen, in combinatie met het verlies aan koopkracht van de huishoudens, de druk op de bedrijfsmarges en het negatieve effect van de stijgende langetermijnrente op de huizenmarkt, zullen de wereldwijde groei naar verwachting met ten minste 3 procentpunten doen afnemen tot ongeveer 3% in 2022, in vergelijking met de prognose van eind 2021. Meer in het bijzonder wordt verwacht dat de Verenigde Staten en de eurozone met zowat 2% zullen groeien, terwijl werd uitgegaan van een bbp-groei van om en bij de 4%. In China werd het geruchtmakende risico van strenge lockdown eveneens bewaarheid, waardoor de groei althans voor het eerste deel van het jaar in het gedrang komt. Het Chinese bbp zal nu naar verwachting met slechts 4% groeien, een niveau dat ook gehalveerd is ten opzichte van de verwachtingen aan het einde van 2021.

Ook al blijft het basiscenario dat de belangrijkste regio's vertragen zonder in een recessie te belanden, dan nog moeten wij ons afvragen wat dit uiteindelijk vrij gunstige scenario in gevaar zou kunnen brengen. Hierdoor is ongetwijfeld het volgende nodig:

- Dat de huidige afname van de knelpunten in de toeleveringsketen zal worden ondermijnd door een nieuw strenger gezondheidsbeleid in China.
- Dat de toegang tot energie nog moeilijker wordt gemaakt, onder meer door een bruuske stopzetting van de gasleveringen aan Europa tegen volgende winter.

- Dat een overdreven reactie van centrale bankiers op deze aanbodschokken zou leiden tot een sterke vertraging van de financieringsmogelijkheden, waardoor de investeringen van huishoudens en bedrijven de facto zouden worden afgeremd.

De eerste helft van het jaar was in het Westen een van de slechtste in de laatste honderd jaar voor portefeuilles die gespreid in aandelen en obligaties beleggen.

De correctie op de aandelenmarkten werd immers uitgelokt door de stijging van de langetermijnrente, waardoor de waardering van groeibedrijven, waarvan de weging in de belangrijkste wereldindexen sterk was gestegen, onder druk kwam te staan. De Nasdaq daalde met bijna 30% uitgedrukt in dollar (-23% in euro), terwijl andere Europese en Amerikaanse indexen tussen 16% en 20% van hun waarde verloren. Het is opmerkelijk dat de Chinese en Japanse indexen duidelijk beter presteerden dan hun westerse tegenhangers als gevolg van het aanhoudend soepele monetaire beleid. Qua sectoren waren de enige Europese aandelen die positief presteerden, niet verrassend, «Olie & Gas» met +12,6%, maar ook «Telecom» die in het semester een vlakke prestatie optekende. Als we kijken naar de underperformers, buiten technologie met -32%, vielen ook retail- en vastgoedaandelen fors terug met een correctie van respectievelijk -37% en -32%, onder invloed van de verwachte daling van de marges en de verwachte terugval van de consumptie voor de retailsector, de stijgende rentevoeten en de prijs van bouwmaterialen voor vastgoed. De risicovrije rente is dan ook sterk gestegen in het kielzog van de ontsporing van de inflatie-indexen en de verstrakking van het monetaire beleid. De Duitse en Amerikaanse 10-jarige rente is ten opzichte van eind 2021 met 150bp gestegen tot respectievelijk 1,34% en 3,01%, na medio juni een hoogtepunt van meer dan 1,8% en 3,5% te hebben bereikt en daarmee opnieuw de hoogste niveaus van de afgelopen tien jaar te hebben bereikt. Deze forse beweging, van een zelden geziene omvang en snelheid, ging gepaard met een zeer sterke afvlakking en zelfs inversie van de rentecurves. Dit laatste verschijnsel is vaak een waarschuwing aan de marktdeelnemers dat de economie waarschijnlijk in een recessie zal terechtkomen. In afwachting van de afbouw van het opkoopprogramma van de ECB en de inkrimping van de activiteit zijn ook de kredietspreads aanzienlijk verruimd: het investment grade-segment met een hoge rating is met 40 tot 60 bp opgelopen, afhankelijk van de sector, terwijl het BBB-segment zijn spreads met gemiddeld 80 basispunten zag stijgen ten opzichte van de swaps. Het is geen verrassing dat de spreads het ruimst zijn in het high yield-segment, met een stijging van bijna 400bp, waarbij de gemiddelde spread voor de euromarkt eind juni op meer dan 750bp stond. Door deze forse bewegingen hebben we prestaties gezien die normaal zijn tijdens forse correcties op de aandelenmarkten.

Wat het Algemeen Fonds betreft, zijn wij het jaar voorzichtig begonnen, zowel wat onze rentegevoeligheid als onze positionering in aandelen en bedrijfsobligaties betreft.

Nadat we aan het begin van het jaar licht onderwogen waren in aandelen, waren wij vóór de Russische inval weer neutraal geworden, na de kleine correcties aan het begin van de periode. Sindsdien behouden we een bèta tussen 8 en 9%, afgezien van een paar tactische bewegingen.

Wat bedrijfsobligaties betreft, waren we, zoals in onze vorige rapporten al werd vermeld, eveneens eerder onderwogen, na twee jaar waarin we beleggingen op de secundaire markt links hadden laten liggen, toen de kredietspreads historisch gezien erg onaantrekkelijk waren en wij het aandeel van obligaties uit de kernlanden (Duitsland, Nederland, Oostenrijk, enz.) in onze obligatieportefeuille hadden opgetrokken. In de eerste jaarhelft hebben we geprofiteerd van de verruimende spreads en de stijgende risicovrije rente om selectief opnieuw in primaire emissies van bedrijfsobligaties met een hoge rating te stappen als arbitrage voor effecten die tegen lage rendementen waren aangekocht. Tegelijkertijd hebben wij onze rentegevoeligheid geleidelijk opgetrokken tot boven de 5 (tegenover 4,75 eind 2021), ten gunste van de kernlanden, gezien onze verwachting dat de renteniveaus die in de laatste weken van het halfsjaar zijn bereikt, waarschijnlijk dicht bij de jaarlijkse hoogtepunten lagen, zowel in de VS als in Europa. Gezien de uiterst onzekere situatie en de gevolgen van de monetaire verkrapping door de VS voor veel kwetsbare landen, zijn we wegbleven uit groeilandenobligaties.

Wat de diversificatie betreft, hebben wij geïnvesteerd in een nieuw kantoorgebouw, genaamd 'Breeam Excellent'. Dankzij deze nieuwe aankoop zullen we tegen 2024, naast nieuwe opportuniteiten in het gezondheidszorgsegment, onze doelstelling van 4% in deze activaklasse behalen. In de andere, niet-beursgenoteerde segmenten hebben wij geen nieuwe investeringen gedaan.

De komende maanden zou elke significante stijging van de langetermijnrente benut kunnen worden om de rentegevoeligheid verder op te voeren, ook al verwachten wij dat de lange rente vanaf begin volgend jaar zal dalen, in overeenstemming met de lagere inflatiecijfers en de meer versoepelende centrale banken.

In aandelen zullen wij ons, gezien het gebrek aan zichtbaarheid en de huidige volatiliteit, concentreren op kleine tactische bewegingen rond onze strategische doelallocatie, terwijl wij onze diversificatie blijven versterken.

In het niet-genoteerde segment buiten vastgoed, zijn wij van plan posities te nemen in private-equity- en infrastructuurfondsen die zich richten op hernieuwbare energie en de energietransitie. Dat sluit aan bij onze wil om meer te beleggen in investeringen met positieve impact.

François LUCCHINI

Directeur de la Gestion d'Actifs

BELANGRIJKSTE PUNTEN OM TE ONTHOUDENI:



Centrale bankiers voeren strijd tegen inflatie op

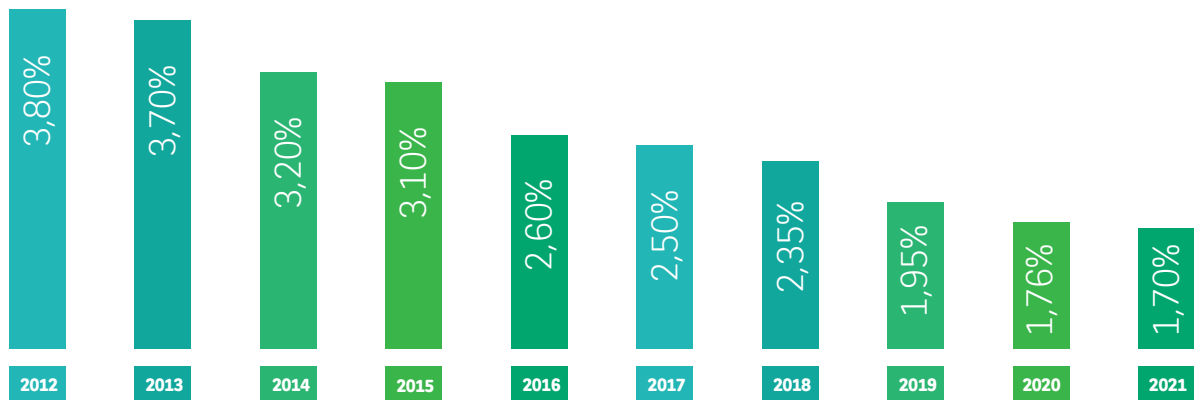


Voortaan wordt een aanzienlijke verslechtering van het macro-economische klimaat verwacht



De waarderingen van risicovolle activaklassen worden op middellange termijn weer aantrekkelijk

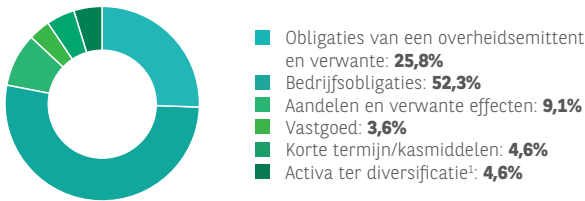
HISTORISCH OVERZICHT VAN HET BRUTORENDEMENT VAN HET ALGEMEEN FONDS



BEHEER VAN HET ALGEMEEN FONDS VAN CARDIF LUX VIE OP 30/06/2022

Kapitalisatie van het Algemeen Fonds (in Beurswaarde): 9,2 miljard EUR.

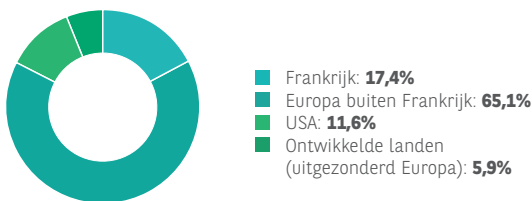
SAMENSTELLING VAN HET ALGEMEEN FONDS VAN CARDIF LUX VIE



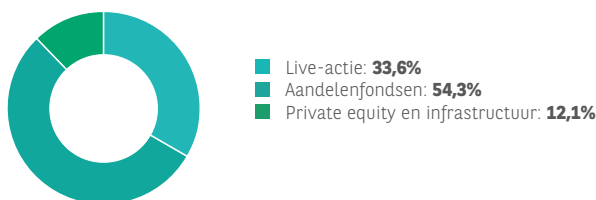
SAMENSTELLING VAN HET COMPARTIMENT AANDELEN

Blootstelling aan het aandelenrisico beperkt tot ongeveer 9,26%.

VERDELING VAN DE AANDELEN VOLGENS GEOGRAFISCHE REGIO



DETAILS VAN DE AANDELENSECTOR NAAR AARD



SAMENSTELLING VAN HET COMPARTIMENT OBLIGATIES

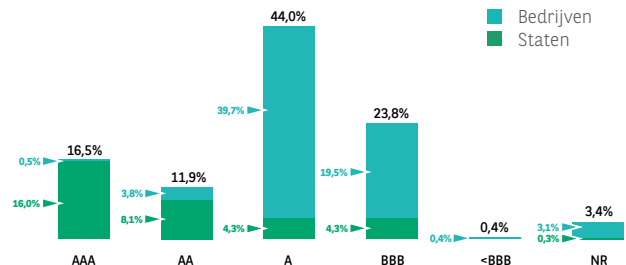
De globale blootstelling van onze portefeuille aan de rente nadert de 5.

VERDELING VAN HET COMPARTIMENT OBLIGATIES VOLGENS RATING

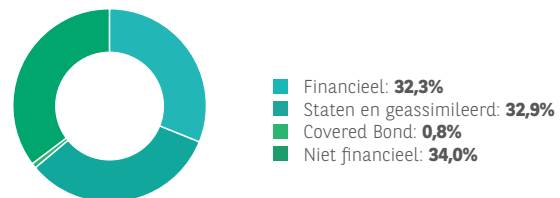
De obligatieportefeuille is van heel goede kwaliteit en heeft gemiddeld een notering "A".

Notering² van de Staatsobligaties op 30/06/2022:

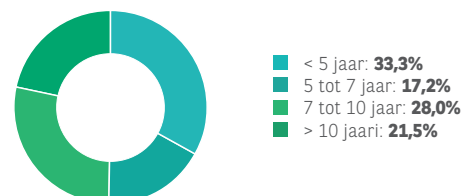
AAA: Luxemburg, Duitsland, Nederland, USA, Europese Agentschappen
AA: Finland, Frankrijk, België, Oostenrijk
A: Slowakije, Spanje, Chili
BBB: Italië



DETAIL VAN HET OBLIGATIECOMPARTIMENT VOLGENS EMITTENT



EINDDATUM VAN HET OBLIGATIECOMPARTIMENT



1- Obligaties uitgegeven door opkomende landen, high yield & alternatieve fondsen.
 2- Gemiddelde rating van de drie ratingbureaus Standard & Poor's, Fitch, Moody's.