



DATUM VAN SCHRIJVEN: 30 JUNI 2023

HET ALGEMEEN FONDS

VAN CARDIF LUX VIE



Te veel zelfgenoegzaamheid

De eerste helft van 2023 tartte de wetten van de zwaartekracht. Terwijl de centrale banken hun restrictieve monetaire beleid, dat in 2022 werd ingezet, hebben opgevoerd, hebben de economische fundamenteën en de financiële markten meer dan weerstand geboden tegen de renteverhogingen en de draconische maatregelen van de centrale banken om de inflatie-'geest' terug in de fles te krijgen.

Wij denken dat de niet aflatende strijd van de centrale banken tegen de inflatie zwaarder zal wegen dan de relatieve veerkracht van de economische activiteit en dat een marktcorrectie voor het einde van het jaar waarschijnlijk is.

De haviken zijn in topvorm

In juni namen de agressieve beslissingen of verklaringen (hawkish) door centrale banken de overhand, met onverwachte of groter dan verwachte renteverhogingen: Australië +25 bp (naar 4,10%) en Canada +25 bp van haar beleidsrente van 4,75% aan het begin van de maand, het VK (+50 bp), Noorwegen (+50 bp) en Zwitserland (+25 bp) vorige week. Er werd steeds op gehamerd dat prijsstabiliteit op de middellange termijn moet worden gewaarborgd. Halverwege de maand lagen de aankondigingen van de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) - een status-quo binnen de vork van 5,00% - 5,25% (d.w.z. een cumulatieve stijging van 50 bp sinds maart 2022) - en de Europese Centrale Bank (ECB) - een stijging van de herfinancieringsrente met 25 bp tot 4% - in lijn met de verwachtingen, maar Jerome Powell en Christine Lagarde gaven duidelijk aan dat hun

verkrappingscyclus nog niet voorbij was. Alleen de Bank of Japan (BoJ) lijkt niet mee te doen met de wijdverspreide verkrapping van het monetaire beleid in de ontwikkelde economieën.

Het was toeval, ongetwijfeld vakkundig georkestreerd, dat Andrew Bailey (BoE), Christine Lagarde, Jerome Powell en Kazuo Ueda (BoJ) elkaar op woensdag 28 juni ontmoetten voor een conferentie georganiseerd door de ECB in Sintra (Portugal) over het onderwerp macro-economische stabilisatie in een volatiele inflatoire omgeving:

«Ik denk niet dat de inflatie dit jaar of volgend jaar zal terugvallen naar 2%, maar wel in 2025» (J. Powell); «We zien onvoldoende harde bewijzen dat de onderliggende inflatie, met name de binnenlandse prijzen, stabiliseert en afneemt» (C. Lagarde); «De cumulatieve cijfers - met name over de arbeidsmarkt en de inflatie, die duidelijke tekenen van hardnekkigheid vertoonden - leidden ons tot de conclusie dat we krachtadige maatregelen moesten treffen» (A. Bailey). «De centrale bank zou een goede reden hebben om haar monetaire beleid te wijzigen als ze er redelijk zeker van zou worden dat de inflatie in 2024 zou versnellen na een periode van matiging, maar de onzekerheden rond dit scenario blijven groot (K. Ueda).

Inflatie, niets dan inflatie

Na het als een tijdelijk fenomeen te hebben afgedaan, de plotselinge versnelling ervan te hebben ondergaan, hun beleidsrente te hebben verhoogd en te hebben gewacht op de eerste tekenen van een terugval, willen centrale bankiers nu de visu zien dat de inflatie vertraagt, en er zeker van zijn dat de inflatie in de nabije toekomst niet opnieuw zal versnellen.

We hebben hun boodschap gehoord en hoewel we ervan overtuigd blijven dat de verbazingwekkende veerkracht van de Amerikaanse economie aan het eind van het jaar uiteindelijk zal plaatsmaken voor minder aanhoudende groei en dat de eurozone nog enkele kwartalen van zeer bescheiden bbp-groei zal kennen, geloven we niet dat de beleidsrentes op korte termijn zullen worden verlaagd.

Om te beginnen is de verkrappingscyclus van het monetaire beleid nog niet helemaal voorbij (ook al komt het einde per definitie steeds dichterbij). Bovendien zal hardnekkig hoge kerninflatie ertoe leiden dat centrale banken hun beleidsrentes op een restrictief niveau houden (d.w.z. boven het neutrale tarief), zelfs als de groei achterblijft.

De dagen van «preventief» monetair beleid zijn echt voorbij: het argument van het tijdsverloop (over het algemeen geschat op zes maanden) tussen actie op de belangrijkste rentetarieven en de effecten daarvan op de economie zal waarschijnlijk niet worden gebruikt om versoepeling in gang te zetten totdat we er zeker van zijn dat de inflatie weer richting 2% daalt.

In dit opzicht zullen de vertraging van de kredietgroei in de privésector in de eurozone en de terugbetaling van de gerichte langlopende herfinancieringsoperaties niet de aanleiding vormen voor een monetaire «pivot». Sinds november vorig jaar hebben banken in totaal €1.489,1 miljard van deze TLTRO's vervroegd terugbetaald (inclusief €506,3 miljard op 28 juni), een beweging die er uiteindelijk toe zou kunnen leiden dat banken hun kredietvoorwaarden aanscherpen (ook al blijft het liquiditeitsoverschot zeer ruim).

En de activiteit? Moeten we die nog steeds opvolgen?

Uiteraard, maar laten we niet vergeten dat centrale bankiers de komende kwartalen de prijstrends nauwlettender in de gaten zullen houden ('dissecteren', om de term van Christine Lagarde te gebruiken). Het laatste nieuws uit de landen van de eurozone is ook vrij bemoedigend, met indexcijfers van de consumentenprijzen voor juni die in Italië, Spanje en verschillende Duitse regio's iets onder de verwachtingen lagen. Maar één zwaluw maakt nog geen lente, en één of twee cijfers zorgen niet voor een trend.

Nog maar een paar maanden geleden zouden beleggers deze resultaten, in combinatie met de verslechtering van de conjunctuurenquêtes in de eurozone, ongetwijfeld hebben gebruikt als excuus om hun verwachtingen van een verdere stijging van de beleidsrentes op te bergen.

De voorlopige resultaten van de inkoopmanagersindex (PMI) voor de eurozone toonden een forse terugval van de samengestelde index van 52,8 naar 50,3 (de laagste sinds januari), met dalingen in zowel de verwerkende nijverheid

als de dienstensector. De daling van de index voor de dienstensector was spectaculair in Frankrijk (van 52,5 naar 48, het laagste niveau in 28 maanden). Tegelijkertijd heeft het vertrouwen van de Franse huishoudens zich hersteld, maar de index blijft ver onder het langetermijngemiddelde (en onder de niveaus die tijdens de pandemie werden bereikt), en het ondernemersvertrouwen in de industrie is iets beter dan in mei. Het niveau van de PMI-indexen in Q2 komt historisch gezien overeen met een krimp van het bbp met 0,5%, terwijl INSEE in zijn laatste rapport over het ondernemingsklimaat een zeer bescheiden groei van het bbp voorspelt voor de rest van het jaar (+0,1%) in Q2 en Q3, gevolgd door een stijging van 0,2% in Q4. De Banque de France voorspelt ook een stijging van 0,1% in Q2.

In Duitsland daalde de PMI voor de verwerkende industrie naar 41, het laagste niveau in 37 maanden, en de dienstenindex daalde van 57,2 naar 54,1, het laagste peil in 3 maanden. Bovendien daalde het ondernemersvertrouwen gemeten door de IFO, vooral opvallend voor het onderdeel dat de vooruitzichten weergeeft. De indexen hebben de verbetering sinds begin dit jaar weggevaagd en de niveaus die in juni werden bereikt, wijzen op een recessie in de Duitse economie. Desondanks voorspelt de Bundesbank een lichte stijging van het bbp in Q2.

.Als de groei zwak is, is het beter om inflatie te vermijden!

Wat zijn de gevolgen voor de belangrijkste activaklassen?

Obligaties

Wat kunnen we nog meer zeggen, behalve dat centrale banken niet meer weten dan wij en dat ze beoordeeld moeten worden op hun acties en uitgesproken intenties in plaats van op hun voorspellingen of het potentiële succes van hun maatregelen. Volgens ons is het dus nog te vroeg om te denken aan renteverlagingen of een nakende pivot in het monetaire beleid, tenzij er zich een exogene gebeurtenis van het geopolitieke (of gezondheids...) type voordoet.

Daarom blijft onze positionering op de langetermijnrente gematigd en vinden we het nog iets te vroeg om ons massaler te positioneren op deze lange einden van de curve. De referentierentes zijn immers nog steeds veel lager dan de monetaire referentierente, waardoor een inverse curve ontstaat die synoniem is met dalende rentes en dus niet strookt met de langetermijnacties van centrale banken. De kredietpremies zijn lager dan op korte looptijden omdat alleen emittenten van goede kwaliteit aanwezig zijn, wat betekent dat de rendementen niet hoog genoeg zijn om de potentiële volatiliteit van dergelijke looptijden op te vangen, bijvoorbeeld als de markten zich ervan bewust worden dat de centrale banken niet van plan zijn om terug te krabbelen en de curve afvlakt of zelfs opnieuw een 'klassieke' helling vertoont. Tot slot zijn er drie soorten positionering op het

lange eind van de curve, die geen van alle verband houden met het zoeken naar de beste risico-rendementsverhouding:

- **Regelgeving:** veel institutionele beleggers hebben de afgelopen tien jaar hun kredietrisico verhoogd om de zeer lage marktrente te compenseren, terwijl ze hun duration hebben verlaagd. De stijging van de rente, enorm in relatieve termen maar uiteindelijk gematigd in absolute termen, leidde tot een golf van aankopen in obligaties van goede kwaliteit met een lange looptijd.
- **Ongerustheid:** na de extreme volatiliteit van de afgelopen jaren, die uitmondde in de algemene daling van 2022, verloren veel beleggers of beheerders van derden het vertrouwen en zagen in lange obligaties van goede kwaliteit tegen 3% of 4% de garantie van nieuw gevonden rust.
- **Speculatie:** na een decennium van lage rentevoeten en herhaalde en massale acties van centrale banken om de financiële markten te ondersteunen, waren veel marktparticipanten van mening dat ze geen krappere houding konden aannemen en gokten ze op de continuation bias en de optimism bias. Hierbij wordt uit het oog verloren dat de crises al hebben plaatsgevonden en er dus al rekening mee wordt gehouden, dat inflatie nummer 1 is voor een centrale bank, dat deze inflatie gunstig is voor het terugdringen van de staatsschuld en daarom iets boven de doelstellingen kan worden gehouden ten koste van een beleid dat iets minder verkrappend is dan nodig, maar veel langer duurt, en dat deze inflatie in Europa grotendeels exogeen is en deels wordt gecompenseerd door de staten, waardoor deze hoog blijft en de recessie-effecten worden beperkt.

Twee laatste aandachtspunten met betrekking tot risicoallocatie en -beheer:

- Hoewel lange looptijden volgens ons over het algemeen relatief onaantrekkelijk zijn, kunnen financiële obligaties, vanwege hun grote uitgiftebehoeften en de crisis van afgelopen maart, zeer hoge premies bieden op deze looptijden en een belangrijk beleggingssegment inhouden, met name voor Tier 2-achtergestelde obligaties. We zullen onze positionering in dit segment nuanceren door erop te wijzen dat we alleen beleggen in duidelijke netwerkbanken, vaak onderlinge banken, en niet in investeringsbanken of banken die te nauw verbonden zijn met de financiële markten of met een bepaalde sector of activaklasse.
- In een tijd waarin de rente fors is gestegen, hebben we een beschermingspositie in obligaties die de volatiliteit van de portefeuille zal helpen beperken in het geval van hernieuwde stress (met name gekoppeld aan de effecten

van stijgende rentevoeten, die nog steeds slecht worden weerspiegeld in waarderingen).

De aandelen

De waarde van een aandeel is de verdisconteerde som van de verwachte toekomstige winsten en weerspiegelt de tijdswaarde van geld en het risico dat inherent is aan het realiseren van deze toekomstige winsten.

Monetair beleid en het nauwlettend volgen van de monetaire beleidscyclus staan zeker centraal in ons proces van de observatie van de bedrijfs- en kredietcycli. Op die manier bood de budgettaire stimulans van de centrale banken om de door de COVID veroorzaakte disruptie tegen te gaan, de economie een tijdelijke buffer tegen de verkrappende maatregelen van diezelfde centrale banken. Het heeft geholpen om de negatieve effecten van restrictief monetair beleid op de economische activiteit te compenseren. Op dezelfde manier vertraagde het alleen onze defensieve positionering in aandelen.

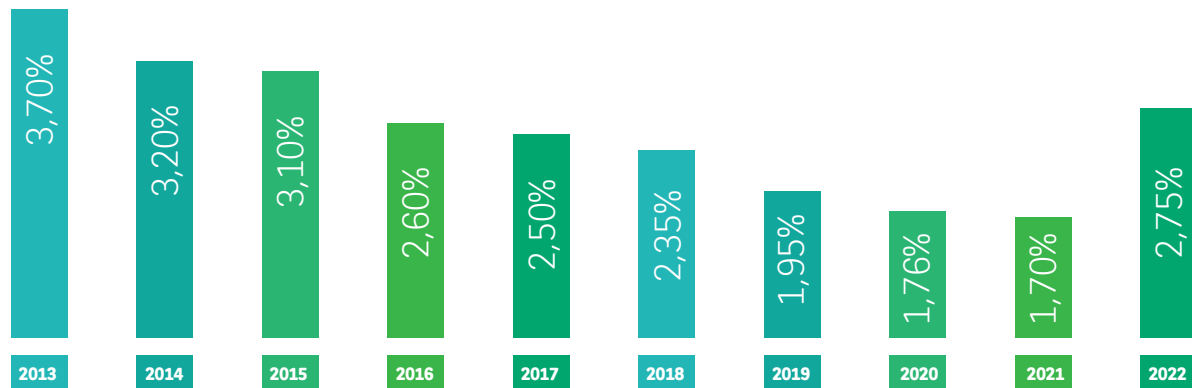
We zijn ons er echter van bewust dat alle kernelementen voor een recessie aanwezig zijn: (i) een omgekeerde rentecurve, (ii) jaar-op-jaar evoluties in voorlopende economische indicatoren (indicatoren die veranderen voordat de economie tekenen van verandering vertoont, zoals consumentenvertrouwen, bouwvergunningen, voorraden) en (iii) de kloof tussen de Federal Funds rente en onze schatting van de evenwichtsrente.

We verwachten dat de aandelenkoersen tegen het einde van het jaar zullen dalen en blijven onderwogen in deze activaklasse. In de afgelopen weken hebben we onze aandelenblootstelling regelmatig afgebouwd om onze voorzichtige visie te weerspiegelen. De winstvooruitzichten weerspiegelen niet het meest waarschijnlijke scenario, namelijk een gematigde recessie als gevolg van de monetaire verkrapping die de Federal Reserve in maart 2022 heeft ingezet. Bedrijven zijn erin geslaagd hun marges op peil te houden door prijsstijgingen door te rekenen aan hun klanten, maar aan dit momentum komt waarschijnlijk een einde. Ten slotte zal de liquiditeit, die de prestaties van aandelen (sterk geconcentreerd in technologieaandelen) heeft ondersteund, waarschijnlijk minder overvloedig worden.

Arnaud MIROUDEL

Directeur de la Gestion d'Actifs

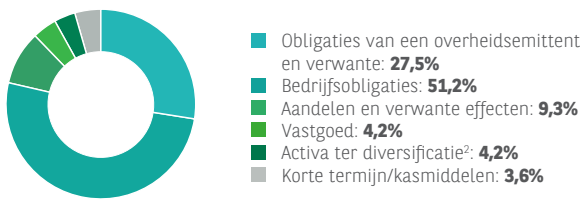
HISTORISCH OVERZICHT VAN HET BRUTORENDEMENT VAN HET ALGEMEEN FONDS¹



BEHEER VAN HET ALGEMEEN FONDS VAN CARDIF LUX VIE OP 30/06/2023

Kapitalisatie van het Algemeen Fonds (in Beurswaarde): 7,3 miljard EUR.

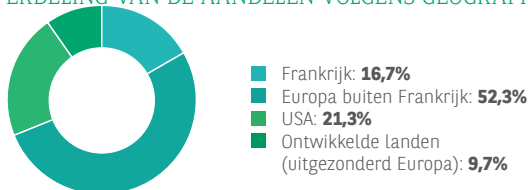
SAMENSTELLING VAN HET ALGEMEEN FONDS VAN CARDIF LUX VIE



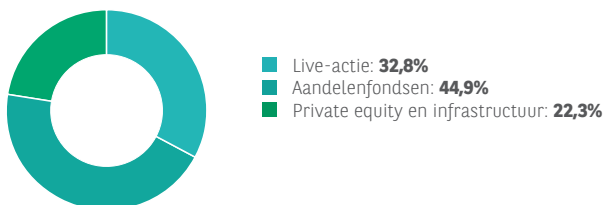
SAMENSTELLING VAN HET COMPARTIMENT AANDELEN

Blootstelling aan het aandelenrisico beperkt tot ongeveer 9,3%
De aandelenmarktgevoeligheid (bèta) van de portefeuille is 7,6%.

VERDELING VAN DE AANDELEN VOLGENS GEOGRAFISCHE REGIO



DETAILS VAN DE AANDELENSECTOR NAAR AARD



SAMENSTELLING VAN HET COMPARTIMENT OBLIGATIES

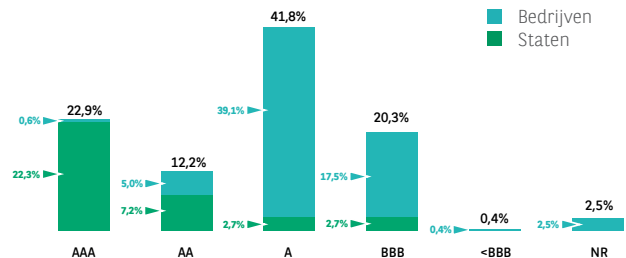
De globale blootstelling van onze portefeuille aan de rente nadert de 5,2.

VERDELING VAN HET COMPARTIMENT OBLIGATIES VOLGENS RATING

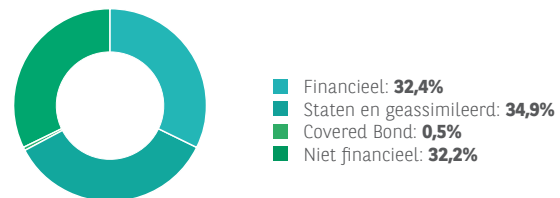
De obligatieportefeuille is van heel goede kwaliteit en heeft gemiddeld een notering "A".

Notering³ van de Staatsobligaties op 30/06/2023:

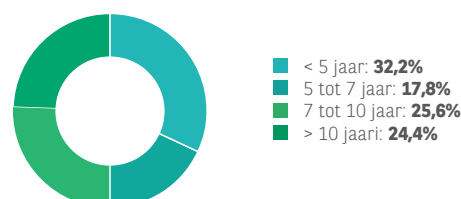
AAA: Luxemburg, Duitsland, Nederland, USA, Europese Agentschappen
AA: Finland, Frankrijk, België, Oostenrijk
A: Slowakije, Spanje, Chili
BBB: Italië



DETAIL VAN HET OBLIGATIECOMPARTIMENT VOLGENS EMITTENT



EINDDATUM VAN HET OBLIGATIECOMPARTIMENT



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