



REDACTIE AFGEROND OP 6 JULI 2020

## HET ALGEMEEN FONDS

VAN CARDIF LUX VIE



Ongezien!

Dat woord werd bijzonder vaak gebruikt om de crisis te omschrijven die we op dit moment doormaken. Laten we eens stilstaan in welke zin dit woord van toepassing is om het macro-economische klimaat te schetsen dat we in het eerste semester hebben gezien:

Ten eerste, vanuit het standpunt van de gezondheid. We merken op dat de handel en de verplaatsingen van de bevolking steeds intenser zijn geworden. Hierdoor werd geen enkel deel van onze wereld gespaard van een virus dat zich snel heeft verspreid, en dat uiteindelijk al meer dan 11,4 miljoen mensen heeft besmet, en al meer dan 530.000 doden op zijn geweten heeft. Wanneer we teruggaan naar de recente geschiedenis, dan zien we op de eerste plaats dat ongeveer 50 jaar geleden de Hongkonggriep zowat 1 miljoen mensen heeft gedood. Er werd niet erg veel over geschreven in de media, en er werden evenmin echte lockdowns opgelegd.

Op amper één maand tijd is de zwakke groei uitgemond in een bijzonder zware recessie. Er werden verschillende lockdowns opgelegd. Dat heeft in eerste instantie een zware tol geëist voor de productieketens, en daarna werden ook de consumenten van de getroffen zones geraakt. Uiteindelijk kreeg ook de eindvraag een knauw. Hierdoor zijn de wereldwijde groeicijfers in zeer belangrijke mate neerwaarts herzien geweest. De zwaarst getroffen landen zijn degene die een strikte lockdown hebben opgelegd, en die op tegelijkertijd sterk afhankelijk zijn van toeristen en internationale vraag. Uiteindelijk mogen we, op basis van de meest recent prognoses van het IMF, ons verwachten aan een wereldwijde recessie van meer dan 4%.

De bbp-groei van de Verenigde Staten, Japan en de eurozone zal met respectievelijk 6% tot 8% dalen. Enkel China mag nog hopen op een lichte groeistijging. Wanneer we kijken naar de grote landen van de eurozone, zullen Frankrijk en Italië (rond de -10%) de slechtste resultaten bekendmaken. Duitsland zou het beter moeten doen, maar zal toch nog een bbp-krimp van 6% bekendmaken.

In het licht van deze ongeziene schok hebben de centrale banken ook op een ongezien krachtadige manier gereageerd. Ze hebben veel sneller en krachtiger gereageerd dan tijdens de eerste maanden volgens op het faillissement van Lehman Brothers. Zo heeft de ECB een bijkomend programma in het leven geroepen voor de opkoop van activa, ter waarde van 870 miljard euro. Dat heet het PEPP = Pandemic Emergency Purchase Program, dat bovenop de enorme liquiditeitssteun komt aan de banken via een TLTRO III met negatieve rentevoet. Naarmate het aantal meetings vorderde, heeft de ECB haar 'forward guidance' steeds opgetrokken. Ze verklaarde zich immers bereid om indien nodig nog meer maatregelen te nemen. Ze zou een versoepelend beleid blijven voeren zolang de inflatiedoelstellingen niet bereikt zijn. Tezelfdertijd heeft ook de FED snel ingegrepen. Ze heeft immers haar beleidsrente verlaagd met 1,5%. Ze zal onbeperkte liquiditeit stoppen in het financieel systeem, en opnieuw grootschalige QE toepassen. Zo worden de aankopen nu ook uitgebreid tot bepaalde hoogrentende obligaties.

Parallel met dit monetaire voluntarisme hebben alle overheden economische steunmaatregelen genomen, die goed zijn voor verschillende procentpunten van het bbp. Er zijn rechtstreekse transfers aan de bedrijven (herkapitalisatie, verlaging van sociale lasten en bijdragen) en aan de burgers (technische werkloosheid, 'helikoptergeld') en leningen die gegarandeerd worden door de overheden. De factuur, die niet definitief is, zal de overheidstekorten op een ongeziene manier

doen aanzwellen. En dat op een moment waarop nog niet alle herstelplannen werden aangekondigd of goedgekeurd.

Het is mogelijk dat de Europese schulden nu gemutualiseerd worden! Er wordt momenteel gesproken over een grootschalig Europees steunplan voor de meest getroffen landen en sectoren, onder impuls van de tandem Duitsland-Frankrijk en de Europese Commissie. Dat kan uitkomen rond de 750 miljard euro (500 miljard zonder tegenpartij en 250 miljard in de vorm van leningen). Dat doet echter veel commotie ontstaan bij de spaarzame landen, zoals Denemarken, Nederland, Oostenrijk en Zweden. Ook bepaalde landen in het Oosten vrezen dat de hulp niet bij hen zal terechtkomen. De doelstelling van Duitsland, dat de komende zes maanden de wisselende voorzittersstoel van de Europese Unie zal bekleden, is om een historisch akkoord in de wacht te slepen op de volgende EU-top, die is voorzien op 17 en 18 juli. Indien de onderhandelingen slagen, zal dit bovendien de eurosceptici van de zuiderse landen ervan kunnen overtuigen dat het in ieders belang is om samen te blijven.

Een ongeziene daling gevolgd door een historisch herstel? De maatregelen waarover we net spraken, en de opheffing van de lockdowns, doen het beste vermoeden voor de vorm waarin het herstel in de ontwikkelde landen zal plaatsvinden. Hoewel de lockdowns nog niet overal opgeheven zijn (denken we aan de preciaire situatie in de Verenigde Staten en in Zuid-Amerika), zijn de voorlopende indicatoren (PMI, ISM, IFO, Michigan), de kleinhandelsverkopen en het aantal nieuwe banen weliswaar soms spectaculair aan het herstellen. Om te weten welke vorm de groei in 2021 zal aannemen (V, v, U, L of W), moeten we echter wel weten hoe hard een eventuele tweede golf zal toeslaan, en in welke mate de leiders hiermee kunnen omgaan. Eén ding is echter zeker: heel wat sectoren (vrije tijd, transport, enz.) zullen niet terugkeren naar hun niveau van voor de crisis, zolang er geen veilig en doeltreffend vaccin beschikbaar is voor iedereen.

Een extreme volatiliteit op de markten! Het is maar heel zelden gebeurd (Grote Depressie en subprimecrisis) dat de bewegingen op de markt zo bruusk en onvoorspelbaar waren. De aandelenmarkten zijn tussen eind februari en medio maart met 25 tot 40% gecorrigeerd, afhankelijk van de index, en er waren enkele dagen waarop ze met meer dan -10% daalden. Ook de kredietspreads zijn bijzonder volatiel geweest, versterkt door het gebrek aan liquiditeit op de markten. Ze bereikten niveaus die we niet meer hadden gezien sinds de perifere schulden crisis. Ook de grondstoffenprijzen werden zwaar getroffen. Zo was de olieprijs gedurende enkele uren negatief, als gevolg van futuresprijzen die negatief gingen. Het aanbod en de voorraden waren ook veel groter dan de verwachte vraag, en de belangrijkste wereldeconomieën zaten volop in lockdown.

Sinds eind maart, en na de aankondiging van talrijke steunmaatregelen, zijn de risicovolle activacategorieën met vlag en wimpel gestegen wat bijvoorbeeld blijkt uit de prestaties van de Amerikaanse indices, die hun beste kwartaal in 33 jaar achter de rug hebben. Uiteindelijk is de schade beperkt gebleven. Vooral de indices met een forse weging in

technologiewaarden konden de dans ontspringen. Zo verloren de Eurostoxx 50, de S&P 500 en de Topix respectievelijk 13,76%, 4% en 9,4% terwijl de Nasdaq sinds het begin van dit jaar met bijna 13% is gestegen!

In deze periode is er een recordbedrag aan schuld papier uitgegeven op de kredietmarkt van de eurozone. Op het einde van het eerste semester bedroegen de emissies 331 miljard euro (+52%/H1 2019), wat overeenkomt met 75% van het bedrag van de emissies over het volledige jaar 2019. Dat is uiteraard mogelijk gemaakt door de enorme steunmaatregelen van de ECB. Hierdoor kunnen ook de overheden hun overheidsschulden aanzienlijk verhogen, zonder dat de lange rente per se hoeft te stijgen. Net zoals bij de aandelen zijn de spreads op perifere papier en bedrijfsobligaties aanzienlijk ingenomen. Zo is de spread op de Italiaanse 10-jarige obligatie met ongeveer 100 basispunten ingenomen tegenover de Duitse 10-jarige Bund sinds medio maart. De kredietindices hebben gemiddeld bijna twee derde van hun spreadtoename weer goedgeemaakt. De lange risicovolle rentes, die aanvankelijk nieuwe dieptepunten hadden verkend (10-jarige Bund op -0,86%), sluiten het semester af met een daling van zowat twintig basispunten ten opzichte van eind 2019, met name -0,44%.

Wat zijn de risico's die een V-vormig herstel van de wereldeconomie in het gedrang kunnen brengen?

- De uitbraak van een tweede besmettingsgolf in de ontwikkelde landen, wat de discretionaire consumptie-uitgaven kan fnuiken.
- Het ontstaan van een herfinancieringsrisico in de groei landen, waarvan de schuldgraad de afgelopen jaren bijzonder sterk is opgelopen.
- Een heropflakking van de geopolitieke spanningen tussen de Verenigde Staten en zijn handelspartners (China, EU, enz.) in het zog van de Amerikaanse presidentsverkiezingen. Donald Trump loopt ondertussen behoorlijk achter in de peilingen.
- Het feit dat het niet mogelijk is om een compromis te vinden over een ordentelijke brexit.
- Voor de eurozone, het feit dat het Grondwettelijk Hof van Karlsruhe de maatregelen van de ECB afblokt. Deze hypothese lijkt niet zo waarschijnlijk, gelet op de huidige positie van de Duitse regering en van de BUBA-leden.
- Het feit dat de landen van de Europese Unie er niet in slagen om een groot herstelplan op poten te zetten.

Op langere termijn mogen we ervan uitgaan dat deze crisis de globalisering zoals we die kennen op de helling zal zetten. We denken dan met name aan massatoerisme en de doorgedreven delokalisering van productieketens in de maakindustrie. In elk geval mogen we verwachten dat de wereldeconomie in het beste geval pas na 2022 op het niveau van voor de crisis draait.

Zoals we in onze laatste halfjaarlijkse brief al schreven, waren we aan het begin van 2020 voorzichtig gepositioneerd in risicovolle activacategorieën. Zo hebben we helemaal aan het begin van dit jaar onze aandelenpositie afgebouwd, nog voor de markten in maart zwaar corrigeerden. Bovendien hebben

we onze gevoeligheid aan bepaalde cyclische emittenten die nog in de portefeuille zaten afgebouwd. Ook degene met de laagste ESG-ratings hebben we afgebouwd. We hebben met de opbrengst van die verkopen 'core' overheidspapier gekocht.

We zijn dus in de crisis gegaan met eerder goede papieren. Onze aandelengevoeligheid bedroeg immers minder dan 8%, en we waren in zeer beperkte mate blootgesteld aan de meest cyclische bedrijfsemissanten en emittenten met de laagste ratings. Op sectorniveau waren we in het obligatieluw helemaal niet belegd in auto's, toerisme en luchtvaartmaatschappijen. We hadden een forse onderweging in olie & gas, goed voor slechts 0,5% van onze totale portefeuille.

Bijgevolg konden we, toen de aandelenmarkten corrigeerden en de kredietspreads opliepen, inspelen op kansen en het staatspapier dat we hadden gekocht tegen zeer lage rendementen arbitreren.

De bijzonder sterke stijging van risicovolle activacategorieën die we nu al verschillende weken zien, zonder reële fundamentele redenen, heeft ons ertoe aangezet om winst te nemen op aandelen. We geven nog steeds de voorkeur aan de minst cyclische bedrijven wanneer we beleggen op de kredietmarkten. Bovendien hebben we gebruik gemaakt van de afvlakking van de rentecurve om onze posities in effecten met vlottende rente op te trekken. We hebben ook onze posities in macro-afdekkingen op rentestijgingen opgetrokken. Onze variabele luik (effecten met vlottende rente, macro-afdekkingen en geldmarkt, enz.) bedraagt momenteel meer dan 20%.

Inzake de diversificatie-activa hebben we posities ingenomen in drie infrastructuur- en private equityfondsen. Een van die fondsen is gespecialiseerd in de beschermingen van de oceanen. In het vastgoed hebben wij bepaalde intekeningen opgeschort, in afwachting van meer visibiliteit.

We zijn echter wel blijven beleggen in Duitse rusthuizen, en hebben een positie ingenomen in een open-ended fonds dat gespecialiseerd is in sociaal vastgoed (onderwijs, gezondheidszorg, studentenhuisvesting, enz.).

Voor de rest van het jaar zullen wij, zolang de core lange rentes negatief blijven, een rentegevoeligheid aanhouden die lager is dan die van onze benchmark. Gelet op de huidige onzekerheid zullen wij bovendien een cashpositie van meer dan 1% aanhouden.

In het aandelenluik zitten we voortaan rond het neutrale punt. We zullen gebruik maken van forse correcties op opnieuw onze bèta te verhogen. Indien het herstel daarentegen nog verder zou gaan, en de markten opnieuw naar het niveau van eind februari zouden stijgen, dan zullen we onderwogen gaan.

Voor de overige activacategorieën zullen wij gebruik maken van de huidige context om posities te nemen in secundaire Private Equity fondsen en in private debt fondsen. In dat segment hebben wij al drie jaar geen investeringen meer gedaan. Met betrekking tot vastgoed, zijn wij momenteel investeringen aan het bekijken in kantoren in stadscentra, in gezondheidszorg en zelfs in de horeca. We willen eventueel kunnen profiteren van sterk gedaalde waarderingen die in dit segment kunnen voorkomen. Onze doelstelling is om tegen eind 2021 een allocatie te hebben van eventueel boven de 4%.

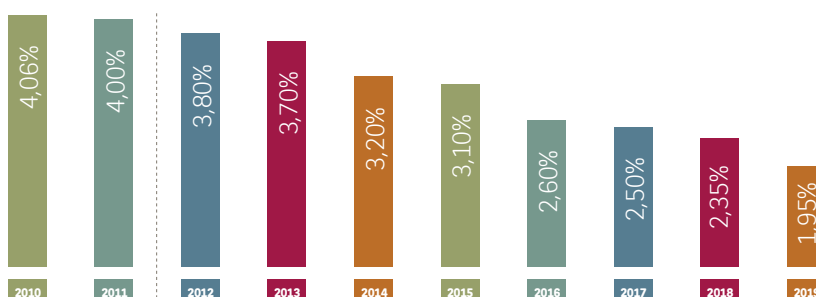
Tot slot blijven we ervoor ijveren om de koolstofafdrak van onze beleggingen te verminderen. We hebben onze aankopen van 'green bonds' dan ook sterk opgetrokken. Bovendien denken we nog steeds na over de beste manier om een investering te doen in herbebossing.

**François LUCCHINI**  
Director of Asset Management

## WAT U DIENT TE ONTHOUDEN



## HISTORISCH OVERZICHT VAN HET BRUTORENDEMENT VAN HET ALGEMEEN FONDS<sup>1</sup>

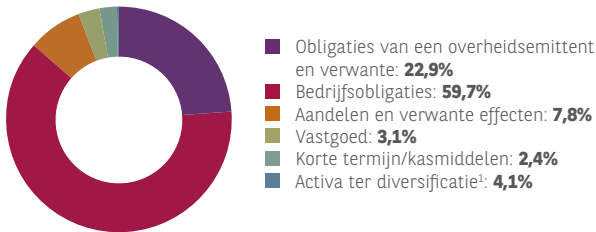


1- De tot eind 2011 vermelde prestaties hebben betrekking op het door Cardif Lux International aangeboden Algemeen Fonds (in het vermogen van BNP Paribas Cardif). Sinds 2012 wordt het beheer van het Algemeen Fonds rechtstreeks door Cardif Lux Vie gedaan. De historische gegevens met betrekking tot het 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.

## BEHEER VAN HET ALGEMEEN FONDS VAN CARDIF LUX VIE OP 30/06/2020

Kapitalisatie van het Algemeen Fonds (in Beurswaarde): 9,43 miljard EUR.

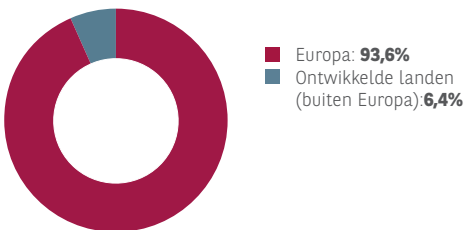
### SAMENSTELLING VAN HET ALGEMEEN FONDS VAN CARDIF LUX VIE



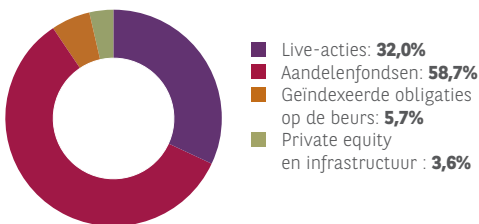
### SAMENSTELLING VAN HET COMPARTIMENT AANDELEN

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".

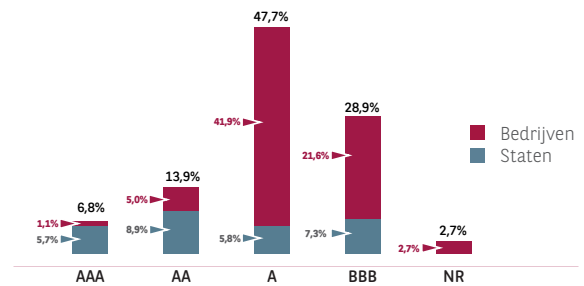
#### Notering<sup>2</sup> van de Staatsobligaties op 30/06/2020 :

**AAA:** Luxemburg, Duitsland, Nederland, Europese Agentschappen

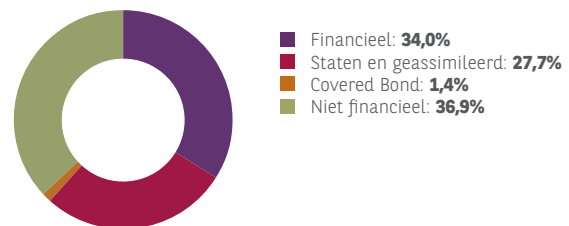
**AA:** Finland, Frankrijk, België, Oostenrijk, Tsjechische Republiek

**A:** Slowakije, Spanje, Polen

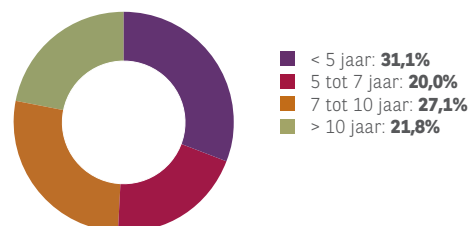
**BBB:** Italië, Mexico



### 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.