



STAND: 6. JULI 2020

DER ALLGEMEINE FONDS

VON CARDIF LUX VIE



Beispiellos!

Mit diesem Wort wurde die aktuelle Krise gewiss am häufigsten beschrieben. Doch inwiefern eignet sich der Begriff, um das makroökonomische Umfeld im ersten Halbjahr 2020 zu veranschaulichen?

Aus gesundheitlicher Sicht ist es zunächst interessant festzustellen, dass aufgrund

der Intensivierung des Handelsaustausches und von Reisen der Bevölkerung kein Teil der Welt von der Ausbreitung des Virus verschont geblieben ist. So wurden mittlerweile 11,4 Mio. Infektionsfälle gemeldet, und es soll bereits mehr als 530.000 Todesopfer geben. Betrachtet man die jüngere Geschichte, fällt jedoch auf, dass die Hongkong-Grippe vor rund 50 Jahren mehr als 1 Mio. Menschenleben gefordert hat, ohne dass sie in den Medien große Beachtung fand oder dass es echte Kontaktbeschränkungen gegeben hat.

In nur einem Monat hat sich das schwache Wachstum in eine sehr schwere Rezession verwandelt. Die Verhängung von immer mehr Kontaktbeschränkungen hat zunächst die Produktionsketten hart getroffen und dann sehr schnell auch die Verbraucher in den betroffenen Regionen und damit deren Nachfrage. Dies hat zu einer außergewöhnlichen Korrektur der Wachstumszahlen auf der ganzen Welt geführt. Die am härtesten getroffenen Länder sind diejenigen, die strenge Kontaktbeschränkungen eingeführt haben und die gleichermaßen stark von Touristenströmen und von der internationalen Nachfrage abhängen. Laut den jüngsten Prognosen des IWF müssen wir uns letztendlich darauf einstellen, dass die Weltwirtschaft um 4% schrumpfen und das BIP der USA, Japans und der Eurozone um 6% bis 8% einbrechen

wird. Allein China könne auf ein leichtes Wachstum seiner Wirtschaft hoffen. Nimmt man die großen Länder der Eurozone unter die Lupe, dürften Frankreich und Italien die schlechtesten Ergebnisse veröffentlichen (etwa -10%). Deutschland dürfte besser abschneiden, aber dennoch einen Einbruch seines BIP um über 6% verzeichnen.

Angesichts dieses nie dagewesenen Schocks waren auch die Reaktionen der Zentralbanken außergewöhnlich. Sie überstiegen im Umfang und mit ihrer Schnelligkeit alles, was in den ersten Monaten nach dem Konkurs von Lehman Brothers angekündigt wurde. Die EZB beschloss ein zusätzliches Anleihenkaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Program, PEPP) mit einem Volumen von 870 Mrd. Euro und ergänzte damit ihre massive Unterstützung der Liquidität für die Banken über ein TLTRO III mit negativen Zinsen. Zudem hob sie im Zuge ihrer Sitzungen ihre „Forward Guidance“ deutlich an und unterstrich, dass sie bereit sei, bei Bedarf mehr zu tun, und ihre Politik akkommodierend bleiben werde, solange eine Entwicklung in Richtung ihres Inflationsziels nicht gewährleistet sei. Gleichzeitig reagierte auch die Fed schnell. Sie senkte ihren Leitzins um 1,5%, versorgte das Finanzsystem mit unbegrenzter Liquidität und eine legte ein quantitatives Lockerungsprogramm in großem Maßstab auf (inklusive der Ausweitung ihrer Käufe auf bestimmte High-Yield-Anleihen).

Parallel zu diesem geldpolitischen Aktivismus leiteten alle Staaten Unterstützungsmaßnahmen für ihre Wirtschaft ein, die mehrere Prozentpunkte vom BIP ausmachen. Die Rechnung für direkte Transfers an Unternehmen (Rekapitalisierung, Erleichterungen bei Steuern und Abgaben) und an die Bürger (Kurzarbeit, „Helikoptergeld“) sowie für staatlich garantierte Darlehen ist noch vorläufig, wird aber einen nie gesehenen Anstieg der Staatsschulden nach sich ziehen. Dabei wurden noch gar nicht alle Konjunkturprogramme vorgestellt oder genehmigt!

Eine mögliche Vergemeinschaftung europäischer Schulden. Ein von dem Duo Frankreich-Deutschland und der Europäischen Kommission angeschobener europäischer Hilfsplan großen Ausmaßes für besonders stark betroffene Länder und Sektoren wird zurzeit noch verhandelt. Er könnte jedoch in der Größenordnung von 750 Mrd. Euro liegen (500 Mrd. Euro ohne Gegenleistung und 250 Mrd. Euro in Form von Darlehen). Bei den sparsamen Ländern (Dänemark, Niederlande, Österreich und Schweden) sowie einigen östlichen Ländern, die befürchten, dass die Verteilung der Hilfen zu ihren Ungunsten ausfallen könnte, stößt der Plan allerdings auf Widerstand. Deutschland, das turnusmäßig sechs Monate den Vorsitz der Europäischen Union innehaben wird, möchte auf dem nächsten, für den 17. und 18. Juli geplanten EU-Gipfel eine historische Einigung herbeiführen. Wenn die Verhandlungen erfolgreich sind, könnte dies den Euroskeptikern der südlichen Länder auch beweisen, welchen Nutzen ein Verbleib in der Union haben kann.

Eine historische Erholung nach einem nie zuvor erlebten Einbruch? Die zuvor erwähnten Maßnahmen und die aktuelle Lockerung der strengen Kontaktbeschränkungen scheinen bezüglich der Art der Erholung in den Industrieländern hoffnungsvoll zu stimmen. Denn auch wenn die Aufhebung der Beschränkungen noch nicht überall vollzogen ist (siehe etwa die komplizierte Lage in den USA und Südamerika), erholen sich die Frühindikatoren (PMI, ISM, IFO, Michigan), die Einzelhandelsumsätze oder die Zahlen zur Schaffung neuer Arbeitsplätze auf zuweilen spektakuläre Weise. Um eine Vorstellung des Wachstumsprofils 2021 erhalten zu können (V, v, U, L oder W), müsste man jedoch zunächst wissen, wie gravierend eine eventuelle zweite Welle sein wird und wie gut es den Verantwortlichen gelingt, mit ihr umzugehen. Eines ist jedoch sicher: Solange es keinen sicheren und wirkungsvollen Impfstoff für alle gibt, wird die Geschäftstätigkeit in zahlreichen Sektoren (z. B. Freizeit oder Verkehr) nicht ihr Vorkrisenniveau erreichen können.

Extreme Marktvolatilität. Nur in wenigen Momenten der Geschichte (große Depression und Subprime-Krise) waren die Marktbewegungen derart heftig und unvorhersehbar. So erlebten die Aktienmärkte zwischen Ende Februar und Mitte März je nach Index eine Korrektur um 25% bis 40%, wobei an einzelnen Tagen Einbrüche von mehr als -10% verzeichnet wurden. Auch bei den Kreditspreads waren abrupte Schwankungen zu beobachten, die von der Illiquidität der Märkte verstärkt wurden. Dabei wurden Niveaus erreicht, die zuletzt während der Schuldenkrise der Peripherieländer verzeichnet worden waren. Die Rohstoffpreise wurden ebenfalls stark in Mitleidenschaft gezogen, und der Preis pro Barrel Rohöl lag sogar einige Stunden lang im negativen Bereich. Grund hierfür waren Glatstellungen von Futures in einem Umfeld, in dem Angebot und Vorräte die erwartete Nachfrage während des Lockdowns der größten weltweiten Volkswirtschaften bei weitem überstiegen.

Seit Ende März und der Ankündigung zahlreicher Hilfsmaßnahmen erleben wir ein spektakuläres Comeback der risikoreichen Anlageklassen. Das belegen die Wertentwicklungen der amerikanischen Indizes, die ihr bestes Quartal seit 33 Jahren verbuchen. Die Rückgänge halten

sich letztendlich in Grenzen und betreffen die Indizes mit erheblicher Gewichtung in Technologietiteln kaum. So verloren beispielsweise der Eurostoxx 50, der S&P 500 und der Topix 13,76%, 4% bzw. 9,4%, während der Nasdaq seit Jahresbeginn fast 13% zulegen!

In diesem Zeitraum war ein Rekordvolumen an Neuemissionen auf dem Markt für Unternehmensanleihen der Eurozone zu verzeichnen. Emissionen in Höhe von insgesamt 331 Mrd. Euro bis zum Halbjahresende (+52% ggü. 1. Hj. 2019) entsprechen 75% des Betrags der Emissionen für das Gesamtjahr 2019. Möglich wurde dies natürlich durch die massive Unterstützung der EZB, die den Staaten auch ermöglicht, ihre Verschuldung erheblich zu erhöhen, ohne dass dies einen Anstieg der langfristigen Zinsen nach sich zieht. Dem Beispiel der Aktien folgend weiteten sich die Spreads von Peripherieländeranleihen und Unternehmensanleihen deutlich aus, der Spread 10-jähriger italienischer Papiere verengte sich gegenüber 10-jährigen deutschen Bundesanleihen seit Mitte März um etwa 100 Bp. und die Indizes für Unternehmensanleihen machten fast zwei Drittel ihrer Ausweitung wieder gut. Nachdem die langfristigen risikolosen Zinssätze auf neue historische Tiefststände gesunken waren (10-jährige Bundesanleihen -0,86%), schlossen sie das Halbjahr mit einem Minus von etwa 20 Bp. gegenüber Ende 2019 bei -0,44%.

Welche Risiken bestehen für eine V-förmige Erholung der Weltwirtschaft?

- Eine zweite Infektionswelle in den führenden Industrieländern, die sich auf den zyklischen Konsum niederschlägt.
- Das Eintreten des Refinanzierungsrisikos der Schwellenländer, deren Schulden in den vergangenen Jahren sehr schnell angewachsen sind.
- Das Wiederaufflammen von Spannungen zwischen den USA und ihren Handelspartnern (China, EU usw.) im Zuge der amerikanischen Präsidentschaftswahlen, insbesondere da Donald Trump in den Umfragen aktuell schlecht dasteht.
- Das Scheitern der Verhandlungen für einen geordneten Ausstieg Großbritanniens aus der Europäischen Union.
- Für die Eurozone eine Blockade der Maßnahmen der EZB durch das Bundesverfassungsgericht in Karlsruhe. Dieses Szenario scheint angesichts der aktuellen Haltung der Bundesregierung und der Mitglieder der BuBa allerdings vom Tisch zu sein.
- Die Unfähigkeit der EU-Mitgliedstaaten, ein umfassendes Konjunkturprogramm aufzulegen.

Auf längere Sicht kann man davon ausgehen, dass die aktuelle Krise die Globalisierung in ihrer bisherigen Form infrage stellen wird. Das gilt vor allem für die Entwicklung des Massentourismus und für die übertriebene Verlagerung von Produktionsketten im Fertigungssektor. In jedem Fall ist anzunehmen, dass die Weltwirtschaft bestenfalls nach 2022 wieder zu ihrem Vorkrisenniveau zurückfinden wird.

Getreu unserem letzten Halbjahreskommentar (siehe „Kommentar des Fondsmanagers“ vom zweiten Halbjahr 2019) war unsere Positionierung in risikoreichen Anlageklassen Anfang 2020 zurückhaltend. So haben wir unser Exposure in

Aktien ganz zu Anfang des Jahres, noch vor dem Einsetzen der heftigen Korrekturbewegung im März reduziert. Zudem haben wir unsere Sensitivität gegenüber bestimmten zyklischen Emittenten reduziert, die wir noch im Portfolio haben, sowie gegenüber jenen mit den niedrigsten „ESG“-Ratings. Diese Verkäufe haben wir mit Käufen von Papieren der sogenannten Kernländer ausgeglichen.

Mit einer Aktiensensitivität von weniger als 8% und einem sehr begrenzten Exposure gegenüber den zyklischsten und am schlechtesten bewerteten Emittenten von Unternehmensanleihen sind wir somit aus einer eher günstigen Ausgangslage in die Krise gegangen. Auf Sektorebene hatten wir im Anleiheportfolio kein Exposure in der Automobilindustrie, im Tourismus und in Fluggesellschaften und waren in Öl und Gas mit einem Anteil von nur 0,5% des gesamten Portfolios stark untergewichtet.

Folglich waren wir im Zuge des Rückgangs der Aktienmärkte und der Ausweitung der Kreditspreads in der Lage, Arbitrage-Gelegenheiten bei Staatsanleihen zu nutzen, die wir auf sehr niedrigen Renditeniveaus gekauft hatten.

Der sehr starke Anstieg von Risikoanlagen, der seit mehreren Wochen zu beobachten ist und jeder realen, fundamentalen Grundlage entbehrt, hat uns veranlasst, bei Aktien Gewinne mitzunehmen und bei Anlagen auf dem Kreditmarkt weiterhin die am wenigsten zyklischen Unternehmen zu bevorzugen. Zudem haben wir die Verflachung der Zinskurve genutzt, um unser Exposure in variabel verzinslichen Papieren aufzustocken und unsere Käufe von Makro-Hedges gegen einen Zinsanstieg zu vervollständigen. Der Anteil unserer variabel verzinslichen Komponente (variabel verzinsliche Papiere, Makro-Hedges, Geldmarktanlagen usw.) liegt derzeit über 20%.

Bei den Anlagen zur Diversifizierung sind wir Exposures in drei Infrastruktur- bzw. Private-Equity-Fonds eingegangen, von denen einer auf den Schutz der Ozeane spezialisiert ist. Im

Immobilienbereich haben wir einige Zeichnungen ausgesetzt, um mehr Transparenz abzuwarten. Wir haben jedoch weiter in Seniorenheime in Deutschland investiert und sind ein Engagement in einem offenen Fonds für soziale Immobilien (Bildung, Gesundheit, Studentenwohnungen usw.) eingegangen.

Solange die langfristigen Zinsen der Kernländer negativ bleiben, werden wir unsere Zinssensitivität für den Rest des Jahres unter jener des Referenzindikators halten. Zudem werden wir angesichts der derzeitigen Ungewissheit eine Geldmarktkomponente von über 1% halten.

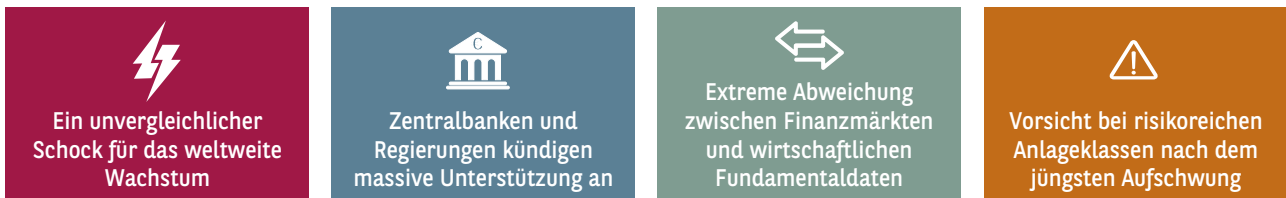
Bei Aktien liegen wir mittlerweile dicht an einer neutralen Gewichtung und werden jede heftige Abwärtsbewegung nutzen, um unser Beta erneut zu stärken. Wenn sich der Aufschwung jedoch intensivieren und die Märkte wieder dicht auf ihre Niveaus von Ende Februar bringen sollte, wären wir dann untergewichtet.

Bei den anderen Anlageklassen werden wir das aktuelle Umfeld nutzen, um Engagements in Private-Equity-Fonds auf dem Sekundärmarkt einzugehen sowie in Fonds für Privatanleihen, in die wir seit über drei Jahren nicht mehr investiert haben. Bei Immobilien evaluieren wir zurzeit Anlagen in den Bereichen Büroimmobilien in Citylage, Gesundheitswesen und sogar Hotellerie, um von einem eventuellen starken Rückgang der Bewertungen zu profitieren, die in diesem Segment zu verzeichnen sein dürften. Unser Ziel ist es, bis Ende 2021 eine Allokation von möglicherweise über 4% zu erreichen.

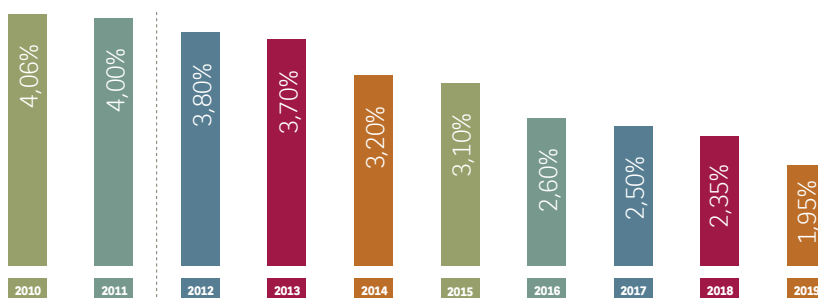
Schließlich arbeiten wir weiterhin daran, den CO₂-Fußabdruck unserer Anlagen zu reduzieren, und haben unsere Käufe von „Green Bonds“ erheblich erhöht. Zudem denken wir immer noch über die beste Art und Weise nach, eine Anlage im Bereich Wiederaufforstung umzusetzen.

François LUCCHINI
Director of Asset Management

WESENTLICHE PUNKTE:



HISTORIE DER BRUTTORENDITEN DES ALLGEMEINEN FONDS¹

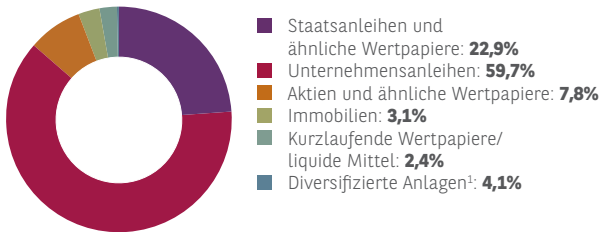


1- Die bis Ende 2011 ausgewiesenen Renditen beziehen sich auf den von Cardif Lux International angebotenen Allgemeinen Fonds (im Vermögen von BNP Paribas Cardif). Seit 2012 wird die Verwaltung des Allgemeinen Fonds direkt von Cardif Lux Vie sichergestellt. Die Angaben zu den Renditen in der Vergangenheit stellen weder eine Garantie noch eine Begrenzung für die Zukunft dar. In den Renditen sind die Kosten für die Verwaltung der Anlageinstrumente nicht berücksichtigt.

DIE VERWALTUNG DES ALLGEMEINEN FONDS VON CARDIF LUX VIE ZUM 30/06/2020

Vermögen des Allgemeinen Fonds (Börsenwert):
9.43 Milliarden EUR.

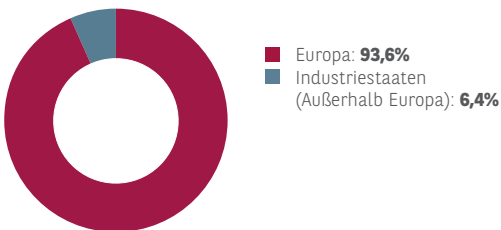
ZUSAMMENSETZUNG DES ALLGEMEINEN FONDS VON CARDIF LUX VIE



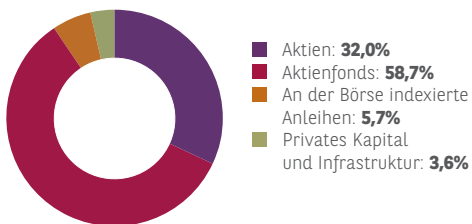
ZUSAMMENSETZUNG DES AKTIEN-TEILFONDS

Bei etwa 8% Aktienrisiko (beta).

AUFGLIEDERUNG DER AKTIEN NACH GEOGRAFISCHEN ZONEN



DETAILS DES AKTIENSEKTORS VON NATUR AUS.



ZUSAMMENSETZUNG DES ANLEIHEN-TEILFONDS

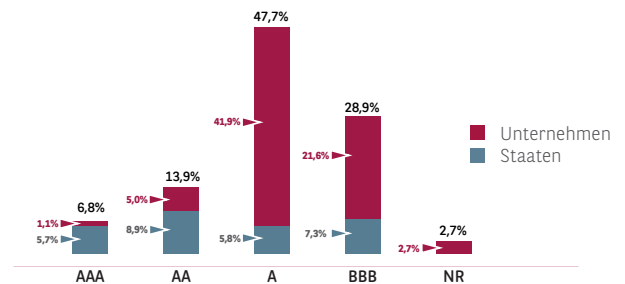
Die globale Zinssensitivität unseres Portfolios liegt in dem Bereich von 4,9.

AUFGLIEDERUNG DER ANLEIHEN NACH IHREM RATING

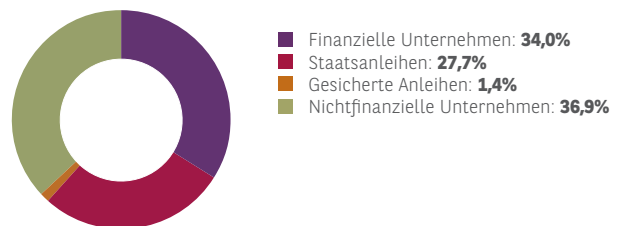
Mit einem durchschnittlichen Rating von „A“ zeichnet sich das Anleiheportfolio durch eine sehr hohe Bonität aus.

Rating² der Staatsanleihen im Portfolio zum 30/06/2020 :

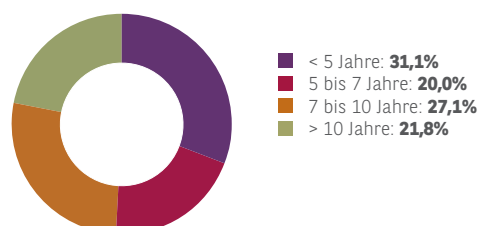
AAA : Luxemburg, Deutschland, Niederlande, Europäische Agenturen
AA : Finnland, Frankreich, Belgien, Österreich, Tschechische Republik
A : Slowakei, Polen, Spanien, Irland
BBB : Italien, Mexiko



AUFGLIEDERUNG DES ANLEIHEN-TEILFONDS NACH ART DES EMITTENTEN



FÄLLIGKEIT DES ANLEIHEN-TEILFONDS



1- Schwellenländer Anleihen, High Yield, Private Equity Fonds...
 2- Durchschnittliches Rating der drei Ratingagenturen Standard & Poor's, Fitch und Moody's.