



REDAKTIONSSCHLUSS: 8. JULI 2022

DER ALLGEMEINE FONDS

VON CARDIF LUX VIE



Zentralbanken in instabilem Gleichgewicht zwischen Inflation und Rezession.

Wie so häufig in den vergangenen Jahren (Brexit, Wahl von D. Trump, Deglobalisierung, Schließung der Wirtschaft in Reaktion auf Covid usw.) wurden Optimisten eines Besseren belehrt. So gab es zwar Befürchtungen hinsichtlich des

Krieges in der Ukraine, doch nur wenige von uns dachten, dass Russland einen totalen Krieg auf europäischem Boden beginnen könnte, der an die traurigen Kapitel des 20. Jahrhunderts erinnert.

Neben der humanitären Katastrophe und den dadurch hervorgerufenen Eskalationsrisiken verstärkte diese Situation auch die seit 2021 vorhandenen Inflationsspannungen. Diese waren durch die Wiedereröffnung der westlichen Volkswirtschaften und die damit verbundenen Engpässe in den weltweiten Lieferketten ausgelöst worden.

Die Gesamtinflation in den USA und in der Eurozone beläuft sich auf mehr als 8 % und kehrt somit auf die Niveaus nach der Ölkrise Mitte der 1970er und Anfang der 1980er Jahre zurück. Abermals hatten sämtliche Wirtschafts- und Finanzakteure nicht vorhergesehen, dass auf den Angebotsschock bei Industrieerzeugnissen ein Angebotsschock bei sämtlichen Rohstoffen folgen würde.

Die Auswirkungen der Inflation unterscheiden sich natürlich je nach Wirtschaftsakteur und seiner Abhängigkeit von Gas und Rohöl. Der US-Verbraucher scheint, getragen durch den soliden Arbeitsmarkt (Arbeitslosenquote von 3,6 % und gute Entwicklung bei der Zahl der offenen Stellen), nach wie vor in Konsumlaune zu sein, denn nach seiner Einschätzung wird sein künftiges Einkommen ausreichend steigen.

Allerdings hat sich das Vertrauen der Haushalte in den vergangenen Monaten dennoch abgeschwächt, und es ist davon auszugehen, dass die erwartete Verlangsamung der Aktivität diese optimistische Sichtweise ändert. Darüber hinaus liegt die Sparquote der Amerikaner mit lediglich 5,4 % im Mai gegenüber durchschnittlich 7 % vor Covid bereits auf einem niedrigen Niveau. Dieser Überkonsum kann zweifelsohne nicht von Dauer sein.

In Europa bleibt die Sparquote über ihrem vorpandemischen Niveau, und das häufig schwächelnde Vertrauen der Haushalte hat sich noch rascher verschlechtert als in den USA, da die Löhne nicht so stark steigen und die Aussichten insbesondere aufgrund der Energiefrage weniger günstig sind.

Bei den Unternehmen wurden die Ergebnisse vorerst noch durch die vollen Auftragsbücher und eine hohe Kapazitätsauslastung gestützt, durch die ein großer Teil des Produktionskostenanstiegs weitergereicht werden kann. Mit der erwarteten Abschwächung der Nachfrage insbesondere im Konsumgüterbereich dürfte es allmählich jedoch zu einer Aushöhlung ihrer „Pricing Power“ kommen. Dies wird sich auf die Margen und somit auf die Investitionen auswirken.

Zur Bekämpfung dieses unerwartet hartnäckigen Inflationsrisikos verschärften die wichtigsten Zentralbanken mit Ausnahme der BOJ (Bank of Japan) und der PBOC (People's Bank of China) den Ton und begannen mit der Reduzierung ihrer Bilanzen und/oder mit ersten Anhebungen der Leitzinsen. Sie befürchteten eine Loslösung der Inflationserwartungen im Vergleich zu ihrem Zielwert (rund 2 % bei Fed und EZB) und die Entstehung von Zweitrundeneffekten. So nahm die Fed im ersten Halbjahr drei Anhebungen ihrer Leitzinsen vor, darunter am 15. Juni eine spektakuläre Erhöhung um 75 Bp. (erstmals seit 1994).

Der Refinanzierungssatz beträgt nun 1,75 %, und J. Powell bekräftigte in seiner jüngsten Rede auf dem Symposium von Sintra, dass sein wichtigstes Anliegen die Bekämpfung der Inflation sei, da diese das Wachstum in erheblicher Weise beeinträchtigen könne. Um an den Finanzmärkten eine weitere Panik vor einer neuerlichen Anhebung um 75 Bp. zu vermeiden, lassen die Fed-Offiziellen die Möglichkeit anklingen, dass sie nicht so weit gehen werden, wie von den Märkten erwartet wird (3,5 % Ende 2022).

In dem Bestreben, angesichts einer wachsenden Zahl immer restriktiverer EZB-Ratsmitglieder Zeit zu gewinnen, kündigte C. Lagarde für Juli ebenfalls eine erste Zinsanhebung von 25 bis 50 Bp. an. Hierauf werden in den kommenden Monaten vermutlich zwei weitere Anhebungen um 50 Bp. folgen, während die massiven Käufe im Rahmen des PEPP (Pandemic Emergency Purchasing Program) bereits gestoppt wurden, ohne jedoch die Reinvestitionen zu beenden. Die kräftige Ausweitung der Spreads von Peripherieländern wie insbesondere Italien veranlasste die EZB, als „Fragmentierungsschutz“ die Einrichtung eines Sicherheitsnetzes anzukündigen. Hierdurch soll sichergestellt werden, dass die Auswirkungen der kommenden geldpolitischen Straffung für die weniger robusten und höher verschuldeten Volkswirtschaften der Eurozone hinnehmbar sind.

Die derzeitige restriktivere Geldpolitik, die mit dem Verlust von Kaufkraft bei den Haushalten, einer Margenverringering bei den Industrieunternehmen und negativen Auswirkungen auf den Immobilienmarkt infolge des Anstiegs der langfristigen Zinssätze einhergeht, dürfte 2022 gegenüber den Erwartungen von Ende 2021 zu einer Reduzierung des weltweiten Wachstums um mindestens 3 Punkte auf rund 3 % führen. Dies bedeutet, dass die USA und die Eurozone ein Wachstum von knapp 2 % verzeichnen dürften, während die Schätzungen von einem BIP-Anstieg um rund 4 % ausgegangen waren. In China ist zudem das Risiko einer Verhängung strenger Lockdowns eingetreten. Hierdurch wurde das Wachstum zumindest im ersten Halbjahr ausgebremst. Erwartet wird nun, dass das chinesische BIP höchstens um 4 % zulegen wird – ein Wert, der ebenfalls nur die Hälfte der Prognosen von Ende 2021 darstellt.

Auch wenn das zentrale Szenario weiterhin von einer Verlangsamung der wichtigsten Regionen ausgeht, ohne dass sie in die Rezession abrutschen, müssen wir erneut die Frage stellen, wodurch dieses letztlich recht positive Szenario gefährdet werden könnte. Zweifelsohne müsste hierfür:

- Die Reduzierung der aktuell zu beobachtenden Spannungen in den Lieferketten durch eine erneut sehr restriktive Gesundheitspolitik in China gefährdet werden.

- Der Zugang zu Energie insbesondere durch eine deutliche Kürzung der Gaslieferungen nach Europa bis zum kommenden Winter noch weiter erschwert werden.
- Eine überzogene Reaktion der Zentralbanken auf diese Angebotsschocks eine deutliche Verlangsamung der Kreditvergabe auslösen, welche die Investitionen der Haushalte und Unternehmen de facto begrenzt.

Das erste Halbjahr war im Westen für ausgewogene Portfolios mit Aktien und Anleihen eines der schlechtesten der vergangenen 100 Jahre.

Denn die Korrektur an den Aktienmärkten wurde durch den Anstieg der langfristigen Zinssätze hervorgerufen, der die Bewertung der Wachstumsunternehmen, deren Anteil in den wichtigsten globalen Indizes stark zugenommen hatte, belastete. So gab der Nasdaq in Dollar gerechnet knapp 30 % ab (-23 % in Euro), während die anderen europäischen und amerikanischen Indizes zwischen 16 % und 20 % ihres Wertes verloren. Dagegen übertrafen die chinesischen und japanischen Indizes ihre westlichen Pendanten aufgrund einer weiterhin akkommodierenden Geldpolitik deutlich. Was die Sektoren anbelangt, stammen die einzigen europäischen Titel mit positiver Wertentwicklung wenig überraschend aus dem Bereich „Öl und Gas“ mit einem Plus von 12,6 %, aber auch Telekommunikationstitel konnten im Halbjahr eine neutrale Wertentwicklung erreichen. Bei den Nachzüglern verzeichneten neben den Technologietiteln mit einem Minus von 32 % auch Titel aus den Sektoren Einzelhandel und Immobilien spürbare Rückgänge von -37 % beziehungsweise -32 %. Bedingt war dies durch den erwarteten Rückgang der Margen und der Konsumlaune im Einzelhandel und den Anstieg der Zinssätze und der Baustoffpreise im Immobiliensektor.

Die risikolosen Zinssätze haben daher im Sog der stark anziehenden Inflationskennzahlen und der Verschärfung der Geldpolitik kräftig zugelegt. US-amerikanische und deutsche Anleihen mit zehn Jahren Laufzeit stiegen gegenüber Ende 2021 um 150 Bp. auf 1,34 % beziehungsweise 3,01 %, nachdem sie Mitte Juni mit mehr als 1,8 % beziehungsweise 3,5 % die höchsten Werte der vergangenen zehn Jahre erreicht hatten. Diese sehr heftige Bewegung von bisher selten zu beobachtender Höhe und Schnelligkeit ging mit einer sehr starken Verflachung und sogar Umkehrung der Zinskurven einher. Ein solches Phänomen betrachten die Marktteilnehmer häufig als Vorzeichen für einen wahrscheinlichen Eintritt in die wirtschaftliche Rezession. In Vorwegnahme der geringeren EZB-Käufe und der Verringerung der Aktivität stiegen die Kreditspreads ebenfalls deutlich: im sehr gut bewerteten Investment-Grade-Segment je nach Sektor um 40 bis 60 Bp., und bei den BBB-Emittenten um durchschnittlich 80 Bp. gegenüber Swaps.

Wenig überraschend verzeichnete das Hochzinssegment mit einem Anstieg um knapp 400 Bp. die kräftigste Ausweitung, und der durchschnittliche Spread belief sich für den Euro-Markt Ende Juni auf mehr als 750 Bp. Diese heftigen Bewegungen zogen Wertentwicklungen nach sich, die üblicherweise bei starken Korrekturen am Aktienmarkt zu beobachten sind.

Beim Allgemeinen Fonds hatten wir das Jahr sowohl hinsichtlich der Zinssensitivität als auch unserer Positionierung bei Aktien oder Schuldtiteln vorsichtig begonnen.

Von einer leichten Untergewichtung von Aktien zu Jahresbeginn waren wir im Sog der kleinen Korrekturen ganz zu Beginn des Berichtszeitraums vor dem russischen Einmarsch wieder zu einer neutralen Position gewechselt. Seitdem bevorzugten wir abgesehen von einigen taktischen Umschichtungen ein Beta von 8 % bis 9 %.

Wie in unseren vorherigen Publikationen erwähnt, waren wir im Schuldtitelsegment ebenfalls eher untergewichtet, nachdem wir über zwei Jahre hinweg bei den im historischen Vergleich nur wenig attraktiven Kreditspreads Investments am Sekundärmarkt gemieden und den Anteil der Kernländertitel (Deutschland, Niederlande, Österreich usw.) in unserem Anleihenportfolio erhöht hatten. Im ersten Halbjahr profitierten wir von der Ausweitung der Spreads und dem Anstieg der risikolosen Zinssätze, um anstelle von auf niedrigen Renditeniveaus gekauften Titeln wieder selektiv auf hoch bewertete Primäremissionen von Schuldtiteln zurückzugreifen. Gleichzeitig steigerten wir unsere Zinssensitivität schrittweise auf über 5 (gegenüber 4,75 Ende 2021) und bevorzugten hierbei die Kernländer, da die in den letzten Wochen des Halbjahres erreichten Zinsniveaus nach unserer Erwartung sowohl in den USA als auch in Europa zweifelsohne nahe an den jährlichen Höchstständen lagen.

In Anbetracht der sehr unsicheren Lage und der Auswirkungen der strafferen US-Geldpolitik auf zahlreiche fragile Länder mieden wir Schwellenländeranleihen.

Zur Diversifizierung investierten wir auf Termin in die neue Büroimmobilie „Breeam Excellent“. Neben neuen Chancen im Gesundheitssegment wird uns dieser Zukauf die Erreichung unseres Ziels von 4 % in dieser Anlageklasse bis 2024 ermöglichen. In den anderen außerbörslichen Segmenten tätigten wir keine neuen Investments.

In den kommenden Monaten könnte jede deutliche Anspannung bei den langfristigen Zinssätzen genutzt werden, um die Zinssensitivität weiter zu erhöhen. Wir erwarten jedoch, dass die langfristigen Zinssätze ab Anfang des nächsten Jahres im Einklang mit niedrigeren Inflationszahlen und weniger restriktiven Zentralbanken wieder sinken könnten.

In der Aktienkomponente werden wir aufgrund der fehlenden Berechenbarkeit und der gegenwärtigen Volatilität kleine taktische Umschichtungen im Rahmen unserer strategischen Zielallokation bevorzugen und hierbei unsere Diversifizierung weiter stärken.

Im außerbörslichen Bereich beabsichtigen wir außerhalb des Immobiliensektors Engagements in Private-Equity- oder Infrastruktur-Fonds mit einem Exposure im Thema der erneuerbaren Energien und der Energiewende. Dies bekräftigt unseren Willen, unsere Investments mit positiver Wirkung zu erhöhen.

François LUCCHINI

Directeur de la Gestion d'Actifs

WICHTIGSTE PUNKTE:



Die Zentralbanken verschärfen in ihrem Kampf gegen die Inflation den Ton

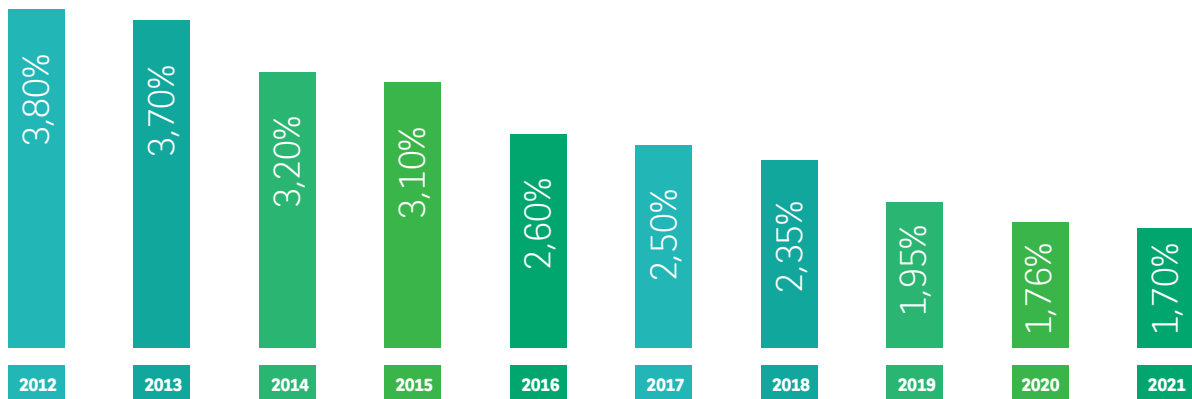


Mittlerweile wird eine eindeutige Verschlechterung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds erwartet



Die Bewertungen der riskanten Anlageklassen werden auf mittlere Sicht wieder attraktiv

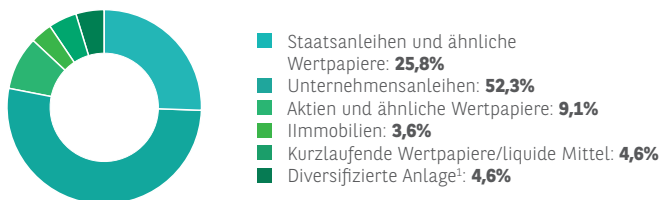
HISTORIE DER BRUTTORENDITEN DES ALLGEMEINEN FONDS



DIE VERWALTUNG DES ALLGEMEINEN FONDS VON CARDIF LUX VIE ZUM 30/06/2022

Vermögen des Allgemeinen Fonds (Börsenwert): 9,2 Milliarden EUR.

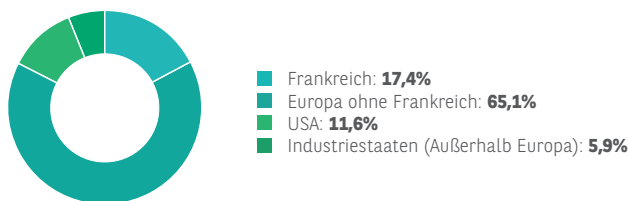
ZUSAMMENSETZUNG DES ALLGEMEINEN FONDS VON CARDIF LUX VIE



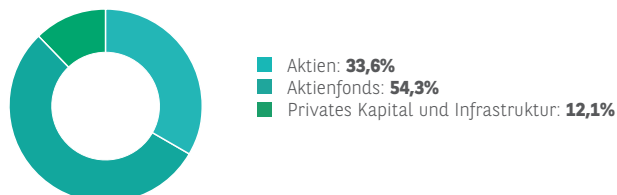
ZUSAMMENSETZUNG DES AKTIEN-TEILFONDS

Bei etwa 9,26% Aktienrisiko.

AUFGLIEDERUNG DER AKTIEN NACH GEOGRAFISCHEN ZONEN



DETAILS DES AKTIENSEKTORS VON NATUR AUS



ZUSAMMENSETZUNG DES ANLEIHEN-TEILFONDS

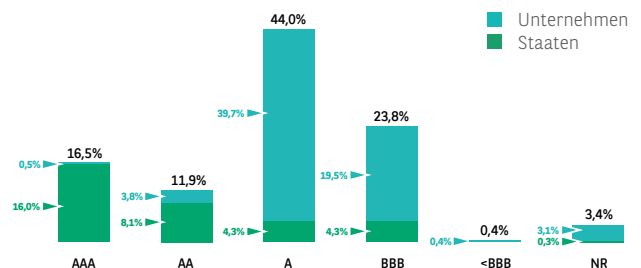
Die globale Zinssensitivität unseres Portfolios liegt in dem Bereich von 5.

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 30/06/2022:

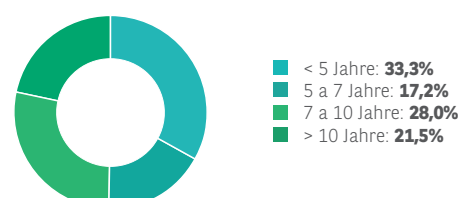
AAA: Luxemburg, Deutschland, Niederlande, USA, Europäische Agenturen
AA: Finnland, Frankreich, Belgien, Österreich
A: Slowakei, Spanien, Chile
BBB: Italien



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.