

2024: 10 thema's in de schijnwerpers

**Candriam
Outlook 2024**



2024

Marketing communicatie



Inhoud- sopgave.

Introductie

Kroniek van een voorspelde recessie 04

Centrale banken

**"Monetair beleid : Hoge tarieven...
maar voor hoe lang?"** 08

Tarieven

**In een land vol mogelijkheden...
kies zorgvuldig** 12

Aandelen

**Kunnen aandelen zelfs zonder
harde landing dalen?** 18

Overheidsschuld

**Moeten we ons zorgen maken
over de houdbaarheid van de
staatsschuld in de eurozone?** 24



Energietransitie
**Energietransitie Onrust:
Structureel of cyclisch?** **30**

Onroerend Goed
Vastgoed - een voorjaarsdooi? **36**

Opkomende markten
**Ontmoet de nieuwe rijzende
sterren in het sterrenstelsel van
opkomende markten** **42**

Gezondheidszorg
**Zal de gezondheidszorg volgend jaar
de verwachte defensieve rol spelen?** **48**

Amerikaanse verkiezingen
**Verenigde Staten: Wat kunnen we
verwachten in het verkiezingsjaar?** **54**

Beleggingsallocatie
**Welke gediversifieerde portefeuille
voor 2024?** **60**

Conclusie
Investeren met overtuiging **64**

Kroniek van een voorspelde recessie



Nicolas Forest

Chief Investment Officer

Ook dit jaar bieden de financiële markten een boeiend perspectief, vol uitdagingen.

Geopolitieke spanningen en economische onzekerheden blijven een grote invloed uitoefenen op de wereldwijde markten. Daar komen nog de niet minder kritische uitdagingen van klimaatverandering en verlies van biodiversiteit bij. Deze uitdagingen zijn urgenter dan ooit, voor 2024 en voor de generaties die komen. Deze kwesties zijn nauw met elkaar verbonden en vereisen de aandacht en gezamenlijke actie van beleggers, bedrijven en overheden.

In deze volatiele omstandigheden is een grondig begrip van de onderliggende factoren die de wereldeconomie vormen, belangrijker dan ooit om overtuigende beleggingsopportunities te identificeren. Bovendien, in een verkiezingsjaar met veel obstakels, waarin de populistische verleiding helaas weer op de voorgrond zal staan, is het volgens ons de beste manier om waarde te creëren voor onze beleggers en tegelijkertijd te werken aan een duurzamere toekomst. Dit is een noodzaak in een steeds onzekerdere wereld en ons engagement ten opzichte van onze cliënten.



Van jaar tot jaar: de wereldeconomie in overlevingsmodus

2023 heeft veel Cassandra's en financiële wetten tegengesproken die we als onveranderlijk beschouwden. Ondanks een monetaire verkrapping van ongekende snelheid en omvang, een omgekeerde rentecurve en een bankcrisis, heeft de meest voorspelde recessie in de geschiedenis... niet plaatsgevonden. De afgelopen twaalf maanden zijn echter bijzonder tumultueus en uitdagend geweest voor convulsieve markten, die heen en weer geslingerd werden van geopolitieke conflicten naar economische onzekerheden, met inbegrip van bewegingen van centrale banken die meer werden gevolgd dan die van Taylor Swift.

In feite is de volatiliteit op de obligatiemarkten teruggekeerd. En zoals vaak het geval is, is de verrassing daar waar hij het minst werd verwacht: als we een positieve groei en een vertraging van de inflatie verwachtten, dwingt eerlijkheid ons toe te erkennen dat de kracht van de Amerikaanse economie ons verraste: de koopkracht van huishoudens bleek veel sterker dan verwacht, ondersteund door loonstijgingen en een comfortabel spaarpotje, opgeblazen sinds de Covid-crisis..

Een jaar later, nu het cyclus verder gevorderd is en de financiële omstandigheden zijn verstrakt, klopt het spook van de recessie weer aan de deur, en het lijkt belangrijker dan ooit om de investeringsperspectieven te bekijken in het licht van het nieuwe obligatieparadigma. Op het moment van het opbouwen van de toewijzingen, behandelen we deze uitdaging en de gevolgen ervan door middel van een reeks van tien vragen waarop onze experts hun antwoorden en overtuigingen zullen geven, gedurende de hele maand december. Hier is een overzicht.

Een nieuw obligatieparadigma

"Higher for long?" Hoewel de centrale banken tot nu toe hun best hebben gedaan om de inflatie te beteugelen, is dit de vraag die velen van ons, ikzelf inbegrepen, voorop stellen. Zullen ze in 2024 minder restrictief zijn? In een omgeving waarin de rentetarieven op obligaties weer aantrekkelijk zijn geworden, is het dan ook het moment om de duration te verhogen en te blijven inzetten op de kredietmarkt, die meer dan één verrast heeft door zijn veerkracht?

Op dezelfde manier heeft de renteverhoging de dynamiek van de overheidsschuld beïnvloed. In een omgeving van afgenomen groei en reductie van de aankoopprogramma's door de centrale banken, zou de vraag naar de houdbaarheid van de schuld zich in 2024 opnieuw kunnen stellen? Het heeft ook gevolgen gehad voor de vastgoedmarkten, met een daling van de bouw en de verkoop. Hoewel de prijsdaling tot nu toe beperkt is gebleven, moeten we ons dan zorgen maken over een versnelling of is het juist een geweldige kans om te herpositioneren?

In het *theater* van de aandelenmarkten: meerdere tijden, meerdere plaatsen... meerdere acties

Ondanks de hoge reële rentestanden hebben de aandelenindices goed stand gehouden. Dit is echter een misleidende stijging, gekenmerkt door een sterke selectiviteit in het voordeel van de Amerikaanse mega-kapitalisaties en een discontering van de kleine en middelgrote kapitalisaties. Welke sectoren en regio's moeten we dan morgen vooropstellen?

Zullen defensieve groeiaandelen, nadat ze in 2023 zijn afgestraft door de stijgende rente, weer wat van hun glans terugkrijgen en in 2024 beter presteren? Deze bedrijven, met name in de gezondheidszorgsector, die zijn afgewaardeerd ondanks een solide balans en een laag schuldniveau, zullen ze opnieuw profiteren van de demografische ontwikkeling en hun sterke innovatievermogen?

En wat te denken van de sector van hernieuwbare energie, die wordt geteisterd door de renteverhoging, de stijging van de grondstofprijzen en een lagere winstgevendheid? De gevolgen van de klimaatverandering zijn onmiskenbaar en herinneren ons eraan dat de energietransitie noodzakelijk is, zelfs als deze op korte termijn voor uitdagingen staat. De investeringen zijn nog steeds onvoldoende om de klimaatneutraliteitsdoelstellingen te bereiken. De thema's zullen vandaag en morgen onvermijdelijk zijn, maar welke plaats moeten we eraan geven en welke tactiek moeten we toepassen?

Ten slotte, wat te denken van het groeimodel van China? Is het op zijn einde, en bevindt het land zich aan de vooravond van een Japanisering van zijn economie? Bieden andere opkomende economieën een groei- en innovatiepotentieel dat in staat is met het Midden-Keizerrijk te concurreren? Wat zijn de alternatieven?

2024, een jaar van verkiezingen en uitdagingen

Naast de Europese verkiezingen, waar veel op het spel staat – niet in de laatste plaats de absoluut cruciale kwestie van de energietransitie – zullen alle ogen in de herfst gericht zijn op de Verenigde Staten. Ondanks een gevoel van déjà vu, hoe zouden deze verkiezingen ons scenario kunnen beïnvloeden?

Uiteindelijk, in een instabiel geopolitiek klimaat en een kwetsbare economie waar de snelheid van de informatie primeert, zullen beleggers aan de lippen hangen van politieke en economische actoren en zullen ze hun signalen blijven interpreteren om hun portefeuilles te bouwen: moeten we altijd obligaties boven aandelen verkiezen?

Een zekerheid: een arbeidsmarkt die nog steeds krap blijft, zou een scenario van sterkere inflatie ondersteunen en dus mogelijke nieuwe monetaire restricties. De terugkeer van een Trump 1.2 op de stoel van het Oval Office zou de spanningen met Peking opnieuw aanwakkeren. Ten slotte zou een escalatie in het Midden-Oosten of buiten de Oekraïense grenzen de kaarten van de economische scenario's omgooien.

Gelukkig zijn we niet immuun voor goed (of minder slecht) nieuws: een ommekeer van de grote geldschieters zou het langverwachte "draaipunt" markeren en de meest risicovolle beleggingsklassen ondersteunen. Een massaal steunpakket in China zou ook zeer gewaardeerd worden, vooral in Europa. Ten slotte – en zelfs als het op dit moment een vrome wens lijkt – zou het einde van het Russisch-Oekraïense conflict het geopolitieke risico in Europa aanzienlijk verminderen.

Op deze positieve noot wensen alle beleggingsteams van Candriam en ikzelf u het allerbeste voor een voorspoedig 2024. Samen blijven we volledig toegewijd om met u samen te werken om de uitdagingen en kansen aan te gaan die ons te wachten staan.

Geniet van het lezen!





Monetair beleid : Hoge tarieven... maar voor hoe lang?

Naar een "normalere"
rentecurve.



Florence Pisani, PhD

Global Head of
Economic Research



Emile Gagna

Economist

In juni zei Fed-voorzitter Jerome Powell: "Er is nog werk aan de winkel om de inflatie terug te brengen naar 2%." Een paar weken later echode zijn Europese ambtgenoot Christine Lagarde: "We kunnen nog geen overwinning claimen." Ondanks de aanhoudende daling van de inflatie is de boodschap die herhaald wordt door de centrale banken aan beide zijden van de Atlantische Oceaan, gedurende vele maanden nauwelijks veranderd: de rentetarieven zullen 'langdurig' hoog blijven. Hoewel de centrale bankiers hun toon niet echt hebben gewijzigd, hebben marktoperatoren zojuist hun verwachtingen voor rentetarieven sterk naar beneden bijgesteld: ze verwachten nu renteverlagingen aan beide zijden van de Atlantische Oceaan vanaf het begin van de lente. Op de langere termijn blijven ze echter zeer voorzichtig en denken ze dat de beleidsrentetarieven eind 2027 iets onder de 4% zullen liggen in de Verenigde Staten en iets boven de 2,5% in de eurozone. Zijn deze verwachtingen redelijk?

De recente monetaire geschiedenis als leidraad...

Voordat ze onlangs hun verwachtingen bijstelden, leken de markten blindelings vertrouwen te hebben in de toezeggingen van centrale bankiers. Toch herinnert de monetaire geschiedenis er regelmatig aan dat centrale bankiers redelijkerwijs geen beloften kunnen doen die verder gaan dan enkele maanden. Toen de Federal Reserve in augustus 2003 beloofde om gedurende een "aanzienlijke" periode een accommoderend monetair beleid te blijven voeren, vroegen velen zich af wat de termijn van deze belofte was: ging het om enkele maanden, meerdere kwartalen, of zelfs jaren? Vijf maanden later werden deze woorden handig uit de monetaire beleidsverklaring geschrapt om de markten voor te bereiden op de volgende renteverhoging... die uiteindelijk eind juni 2004 plaatsvond. De "aanzienlijke periode" duurde dus "slechts" tien maanden. De belofte in maart 2009 om de rente laag te houden gedurende een 'uitgebreide periode' zou daarentegen aanzienlijk langer zijn, maar de klap veroorzaakt door de Grote Financiële Crisis was, zoals men zich moet herinneren, van ongekende omvang. In augustus 2011 werd de 'uitgebreide periode' verlengd 'ten minste tot halverwege 2013' en vervolgens 'tot halverwege 2015'. De Fed

zou uiteindelijk pas in januari 2016 haar rentetarieven verhogen. De centrale bank had deze keer haar rente dus laag gehouden gedurende...zeven jaar. Dit korte overzicht laat zien dat de periode die wordt geassocieerd met de kwalificaties "aanzienlijk", "uitgebreid" of "lang" op zijn zachtst gezegd variabel is. Het veiligste voor centrale banken is overigens om tamelijk vage voorwaardelijke beloften te doen, zoals die aan het einde van augustus werden gedaan door de voorzitter van de ECB: de centrale bank zal haar tarieven hoog houden "zo lang als nodig"!

Het verankeren van inflatieverwachtingen

Het ontcijferen van de toezeggingen van centrale banken om zo enkele kwartalen vooruit te kijken naar het toekomstige monetaire beleid is dan ook zinloos. Het is beter om je af te vragen onder welke omstandigheden centrale banken hun monetaire beleid zouden kunnen versoepelen. Hun doel vandaag is om de inflatie terug te brengen naar hun streefcijfer van 2%, wat zowel in Europa als in de Verenigde Staten betekent dat de arbeidsmarkt moet versoepelen. Tenzij er een schok is die de economieën in een recessie doet belanden, betekent dit dat de groei gedurende één of twee jaar onder het potentiële niveau moet blijven. Niemand weet natuurlijk precies wat dit potentiële groeitempo is, maar om centrale banken een minder restrictief monetair beleid te laten overwegen, moet het groeitempo waarschijnlijk onder de 1,5% in de Verenigde Staten in 2024 liggen en onder de 0,5% in de eurozone. Wanneer aan deze voorwaarde is voldaan, zou het monetaire beleid minder "restrictief" kunnen worden. Maar nogmaals, het beoordelen van het "normale" niveau van de rentetarieven van centrale banken is verre van eenvoudig. Dit niveau varieert in de tijd en is met name afhankelijk van de inflatieverwachtingen van economische actoren. De mate van beperking die gepaard gaat met een nominale rente van 4% is niet hetzelfde als de verwachte inflatie voor de komende jaren 2% is... of 4%! Als centrale banken er daadwerkelijk in slagen de inflatie terug te brengen naar hun streefcijfer, lijkt een nominale korte rente van ongeveer 3,5% in de Verenigde Staten niet onredelijk; in Europa is het waarschijnlijk dichterbij 2,5%. Vanuit dat perspectief lijkt de neerwaartse bijstelling van de marktverwachtingen sinds begin november in de goede richting te gaan, hoewel de marktdeelnemers het risico negeren dat er binnen enkele jaren een recessie kan optreden.

Het afbouwen van de balansen

Er is nog een laatste argument dat pleit voor lagere kortetermijnrente op de middellange termijn. Sinds de "Grote Financiële Crisis" hebben de balansen van centrale banken een zeer speciale rol gespeeld in het monetaire beleid: zowel de Federal Reserve als de ECB hebben gebruik gemaakt van kwantitatieve versoepelingsmaatregelen die hebben geleid tot een explosie van de omvang van hun balansen, van minder dan 1 biljoen (in nationale valuta's) begin 2005 tot bijna 9 biljoen begin 2022. Elk op hun eigen tempo proberen ze nu hun balansen te verkleinen. De economische situatie rechtvaardigt niet langer de implementatie van onconventionele beleidsmaatregelen. Het politieke argument is ook niet zonder belang: als centrale banken verliezen kunnen lijden en kunnen opereren met negatief eigen vermogen, zou een lichter gemaakte balans van gisteren tegen hoge prijzen gekochte effecten hun terugkeer naar winstgevendheid vergemakkelijken. Dit zou de centrale banken ook helpen om hun onafhankelijkheid te herbevestigen. In het geval van de ECB is ook de juridische kant belangrijk: het vonnis uit 2018 van het Hof van Justitie van de Europese Unie over de rechtmatigheid van het PSPP (Public Sector Purchase Programme) benadrukt de tijdelijke aard van kwantitatieve versoepelingsprogramma's, wat de ECB niet verplicht om de omvang van haar effectenportefeuille te verkleinen, maar haar op zijn minst dwingt om uit te leggen hoe dit haar helpt haar doelstelling van prijsstabiliteit te bereiken... Wat de reden ook is, de voortzetting van de afbouw van de balansen van centrale banken – soms aangeduid als "kwantitatieve verkrapping" – zal de termijnpremies doen stijgen en zal lagere korte rentetarieven vereisen. Over het geheel genomen zal het afbouwen van de balansen een normalisatie van het monetaire beleid weerspiegelen: na jarenlang vlak of zelfs omgekeerd te zijn geweest, zal de rentecurve eindelijk een normaal profiel kunnen aannemen!





In een land vol mogelijkheden... kies zorgvuldig.



Philippe Noyard

Global Head of Fixed Income



Charudatta Shende

Head of Client Portfolio
Management - Fixed Income

"Samengestelde rente is het achtste wereldwonder", zei Albert Einstein. In de afgelopen tien jaar konden beleggers in vastrentende waarden dit wonder niet volledig ervaren, omdat historisch lage en zelfs negatieve opbrengsten de kracht van samengestelde rente verduisterden.

Gelukkig is sinds halverwege 2022 de yield opnieuw gestegen, waarbij rentetarieven stevig in positief gebied zijn verankerd en beleggers een kans van meerdere decennia en aantrekkelijke instappunten bieden. Wereldwijde staats- en bedrijfsobligaties bieden rendementen die voor het laatst zijn gezien in 2011.

Maar om echt te profiteren, zullen beleggers hun ogen moeten open houden. Hoewel externe zorgen zijn afgenomen, krijgen specifieke en idiosyncratische risico's steeds meer aandacht binnen vastrentende activaklassen.

Mogelijkheden genoeg?

De rendementen op de geldmarkten die nu rond de 4% liggen¹, maken het parkeren van contanten aantrekkelijk en geven investeerders de tijd om te zoeken naar beleggingsmogelijkheden. Investeerders kunnen ook in deze laagrisico activaklasse beleggen om de volatiliteit van hun obligatieportefeuilles te beheren.

Euro **Investment Grade krediet** stelt investeerders nu in staat om zeer interessante rendementen van 4.3%² of meer vast te leggen, met een buitengewoon vlakke looptijdcurve. Investeerders kunnen historisch hoge rendementsniveaus vastleggen over een langere periode in een relatief hoogwaardige activaklasse, terwijl de aandelenmarkten terugkeren naar hun meer traditionele rol van lagere dividendrendementen en hogere volatiliteit.

De wereldwijde markten voor **hoogrentende obligaties** laten ook een heel ander scenario zien, met aantrekkelijke coupons van meer dan 8%³, tegenover nauwelijks 4% twee jaar geleden. En de kwaliteit van de markt voor hoogrentende obligaties is aanzienlijk verbeterd sinds deze percentages voor het laatst werden gezien, in 2011 (met Euro HY⁴ die nu voor 75% uit BB's bestaat, tegen slechts 50% in 2011, en US HY⁵ die nu voor 50% uit bestaat, tegen 35%).

Het gedeelte met een hogere kwaliteit van de wereldwijde hoogrentende obligaties met een BB-rating levert nu ruim boven de 5% op.

Overheidsobligaties springen eruit. Investeerders zullen waarschijnlijk niet vergeten dat bijna de hele Duitse staatscurve slechts twee jaar geleden negatief was. De short-kant van de Europese safe-haven levert nu ongeveer 3,6%⁶, terwijl zijn Amerikaanse tegenhanger op maar liefst 5,3%⁷, staat, met een laag spreadrisico en zonder kredietrisico.

Staatsobligaties van opkomende landen lopen voorop met coupons van meer dan 8,7%⁸. Een niet te verwaarlozen deel van de markt bestaat uit mogelijk ondergewaardeerde schulderstructureringsverhalen (landen die dicht met schuldeisers overeenkomsten staan), waarvan we schatten dat ze gemiddeld een rendement van meer dan 12% hebben.

Risico's: Van macro naar micro.

Terwijl de vastrentende markten bijzonder uitnodigend aanvoelen, geloven we dat het essentieel zal zijn om **idiosyncratische risico's te identificeren**. Rendementen zijn misschien terug, maar obligatierendementen blijven asymmetrisch. Bij gebrek aan steun van de centrale banken zijn de marktwaarden van bedrijfs- en staatsobligaties opnieuw afhankelijk van fundamentele factoren. Obligatiemarkten die recentelijk werden aangestuurd door centrale banken, worden nu meer beïnvloed door economische gegevens, balansen en bedrijfsmodellen. Hierbij komt nog het steeds groeiende belang van milieu-, sociale en bestuurlijke factoren steeds belangrijker worden voor het kredietrisico.

Bedrijven komen terecht in een omgeving waarin de kosten van de schuldendienst aanzienlijk zijn gestegen. Overigens zijn wij van mening dat de huidige spreadniveaus in Euro Investment grade (145 bps²) en Global high yield (420 bps³) deze risico's niet nauwkeurig weerspiegelen. Binnen het high yield segment verwachten we ook dat de spreads ongeveer 500 basispunten zullen toenemen (maar met een aanzienlijke volatiliteit in 2024) en dat het aantal wanbetalingen matig zal stijgen naar meer dan 5%.

Digitalisering, automatisering en kunstmatige intelligentietrends hebben een sterke invloed op bedrijfsactiviteiten. Het aanpassingsvermogen van de emittent zal van cruciaal zijn. Het lijkt voor de hand te liggen dat grote bedrijven met sterk gediversifieerde activiteiten die niet gericht zijn op de eindconsument veel minder blootgesteld zijn aan een economische vertraging. De nieuwe



"Samengestelde rente is het achtste wereldwonder." Ben je klaar voor hogere tarieven?

omgeving is gunstig voor bedrijven met een lage hefboomwerking en zichtbare kasstromen. Bepaalde emittenten zullen gevoeliger zijn voor terugbetalingschema's en onder druk staan om te herfinancieren tegen hogere tarieven. Hoewel het Investment Grade-segment als geheel waarschijnlijk niet zal worden beïnvloed door een "maturity wall", kan de high yield-sector een herfinancieringsdrempel kunnen tegenkomen in 2025 en 2026.

Op dezelfde manier zullen soevereine emittenten steeds afhankelijker worden van hun economische en schuldprofielen, en zullen specifieke risico's ook essentieel zijn in deze sector. Fiscaal beleid en politieke risico's zullen terugkeren naar de voorgrond. De markten besteden inderdaad meer aandacht aan begrotingen en aan de impact van hogere rentevoeten op de houdbaarheid van de schuld. In het verleden werd vooral onderscheid gemaakt tussen kern- en perifere markten, maar we verwachten een heel andere toekomst. Neem bijvoorbeeld het voorbeeld van Portugal - na zijn fiscale hervormingen worden zijn obligaties nu verhandeld tegen lagere spreads dan die van Frankrijk. We verwachten ook een aanzienlijke volatiliteit in een jaar waarin verschillende grote landen naar de stembus gaan, met algemene verkiezingen in de VS, het VK, India en Indonesië.

Een toenemend aantal opkomende landen zal zeker hulp nodig hebben van het IMF, dat waarschijnlijk zijn hulp zal baseren op fundamentele factoren en politieke wil. Sommige landen, zoals Ghana, Zambia en Sri Lanka, zijn al ver gevorderd in hun herstructurering, terwijl andere kwetsbare landen dat niet zijn.

Duurzaamheidsmaatstaven zijn nu essentieel bij het beoordelen van de soevereine kredietwaardigheid, omdat klimaatverandering een wezenlijke invloed heeft op economieën. Zo heeft India, een sterk groeiverhaal, toch te maken met de gevolgen van vervuiling. Scholen en overheidsinstellingen waren onlangs gedurende enkele dagen gesloten in bepaalde steden, en de langetermijneffecten op de gezondheid zijn al merkbaar. Deze elementen zullen op de lange termijn van invloed zijn op het algehele schuldprofiel van een land.

**Hogere rente kan je
portefeuille maken of breken.
Wees een Einstein.
Reken maar uit.**



Investeren: Haast je.... Langzaam

De vastrentende markten bieden nu een overvloed aan rendementskansen.

Het belang van 'carry' in obligaties is niet alleen inkomen, maar ook de sterke buffer die het biedt tegen ongunstige marktomstandigheden. Als de spreads voor een bepaald vastrentend segment groter worden, kan de 'carry' beleggers beschermen door de daling van de marktwaarde gedeeltelijk te compenseren. Het nieuwe rentelandschap – of zullen we zeggen, de terugkeer van een normaal rentelandschap – **begunstigt een gediversifieerde allocatie van vastrentende waarden**, waarbij elk segment zowel inkomsten genereert als een specifieke rol vervult in de portefeuille.

Om deze kansen te benutten, moeten beleggers de **risico's rond individuele emittenten begrijpen en analyseren**. Deze obligatiemarkt vereist een zorgvuldige selectie van emittenten en emissies om een voor risico gecorrigeerd rendement te behalen. Rigoureuus en gedisciplineerd bottom-up onderzoek zal meer dan ooit nodig zijn voor zowel overheids- als bedrijfsemittenten, om de kredietwaardigheid te peilen en inzicht te krijgen in de specifieke risico's van elke emissie.

Het opnemen van ESG-analyses in vastrentende markten is een eerste vereiste om een volledig begrip te ontwikkelen van de houdbaarheid van schulden, die in de toekomst een essentieel onderdeel zullen vormen van obligatieportefeuilles.

Einsteins observatie ging verder: *"samengestelde interest is het achtste wereldwonder. **Wie het begrijpt, verdient het... Wie het niet begrijpt, betaalt het...***

1 - €ster: 3,902% per 24.11.2023 - Bron: Bloomberg

2 - ICE BofA Euro Corporate Index per 24.11.2023 - Bron: Bloomberg

3 - ICE BofA Global High Yield Index per 24.11.2023 - Bron: Bloomberg

4 - ICE BofA Euro High Yield Index per 24.11.2023 - Bron: Bloomberg

5 - ICE BofA US High Yield Index per 24.11.2023 - Bron: Bloomberg

6 - Duitse 12-maands rente, per 24.11.2023 - Bron: Bloomberg

7 - Amerikaanse 12-maandsrente per 24.11.2023 - Bron: Bloomberg

8 - JPM EMBI Global Diversified Index per 24.11.2023 - Bron: Bloomberg



Kunnen aandelen zelfs zonder harde landing dalen?



Thibaut Dorlet

CFA, Senior Multi-Asset Fund
Manager

Niettegenstaande het ontbreken van een recessie, was 2023 een goed jaar voor aandelenindices. Toch verliep hun stijging ongelijk, met sterke selectiviteit onder mega-caps in de Verenigde Staten en tegenvallende prestaties door kleine en middelgrote caps die getroffen werden door de historische stijging van de rentetarieven.

Voor 2024 gaan we uit van een voortgezette zachte landing voor de ontwikkelde economieën en stabilisatie van de Chinese economie. Maar kunnen we het risico op een daling van de aandelenmarkten uitsluiten?

Een uitdaging in een context van hoge reële rentetarieven

Hoge reële obligatierendementen zijn traditioneel ongunstig voor de expansie van koers-winstverhoudingen. Toch was het een stijging van de waarderingen die de aandelenmarkten in 2023 een impuls gaf, te midden van een sterker dan verwachte economische groei.

In 2024, verwachten we dat de groei zal vertragen en de inflatie zal blijven dalen, wat neerwaartse druk zal uitoefenen op de reële rente en een gunstig klimaat zou moeten creëren voor de waarderingen van de aandelenmarkt. Echter, gezien de reeds verwachte renteniveaus waarop de aandelenwaarderingen anticiperen, denken wij dat deze steun relatief zwak of onbestaande zal zijn.

US 12 month Forward P/E vs Real Yields
6 month change



Source: Bloomberg, November 2023.
Past performance of a given financial instrument or index or an investment service or strategy, or simulations of past performance, or forecasts of future performance do not predict future returns.

Een uitdaging in een context van hoge reële rentetarieven

Hoge reële obligatierendementen zijn traditioneel ongunstig voor de expansie van koers-winstverhoudingen. Toch was het een stijging van de waarderingen die de aandelenmarkten in 2023 een impuls gaf, te midden van een sterker dan verwachte economische groei.

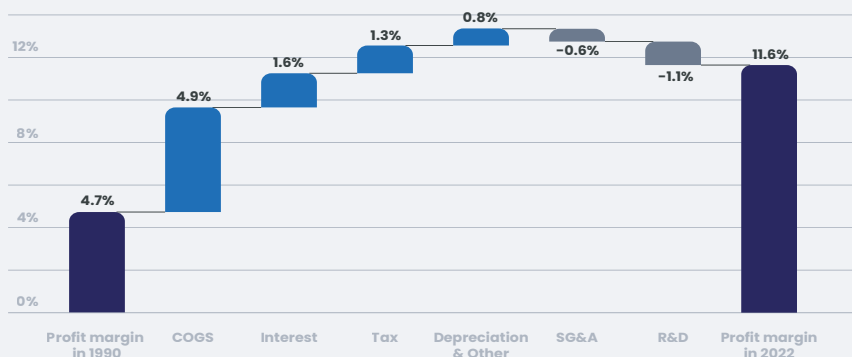
In 2024, verwachten we dat de groei zal vertragen en de inflatie zal blijven dalen, wat neerwaartse druk zal uitoefenen op de reële rente en een gunstig klimaat zou moeten creëren voor de waarderingen van de aandelenmarkt. Echter, gezien de reeds verwachte renteniveaus waarop de aandelenwaarderingen anticiperen, denken wij dat deze steun relatief zwak of onbestaande zal zijn.

Gezien deze neerwaartse risico's voor de huidige winstverwachtingen blijven we voorzichtig over het vermogen van de winstgroei om de aandelenmarkten in 2024 sterk te ondersteunen.

Bovendien is goed nieuws al verdisconteerd in waarderingen.

Hoewel we dus geen "harde landing" (scherpe recessie) verwachten, lijkt het scenario van een horizontale aandelenmarkt ons het meest waarschijnlijk, met een beperkt opwaarts potentieel.

Drivers of S&P500 profit margin expansion since 1990

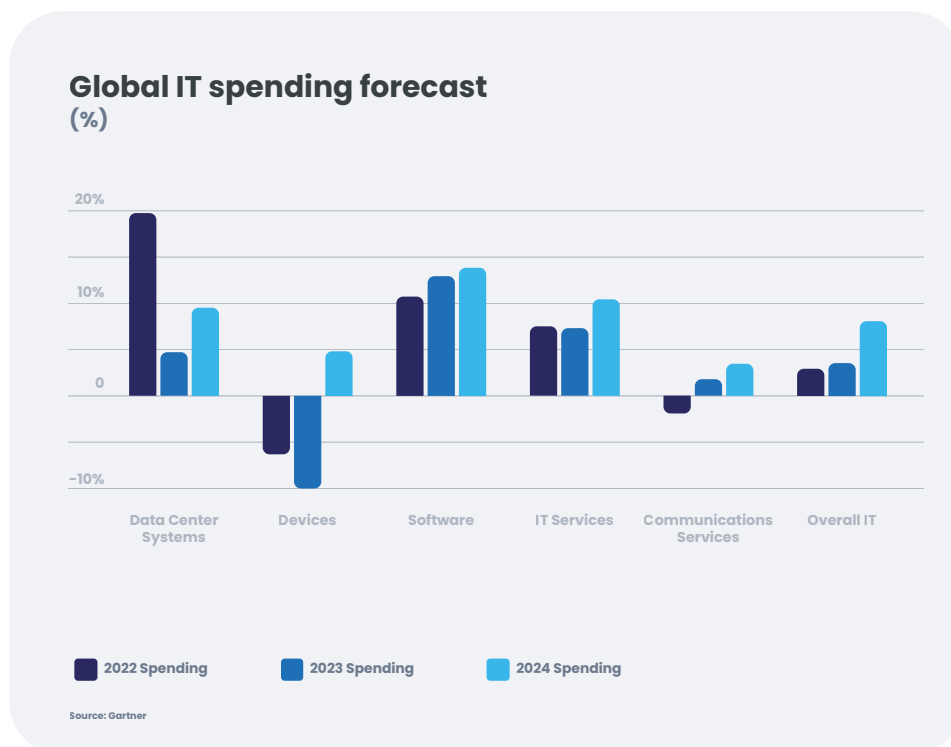


Source: Goldman Sachs
(COGS: Cost of Goods Sold; SG&A: Selling, General and Administrative Expenses; R&D: Research & Development)

Welke regio's en sectoren verdienen de voorkeur in 2024?

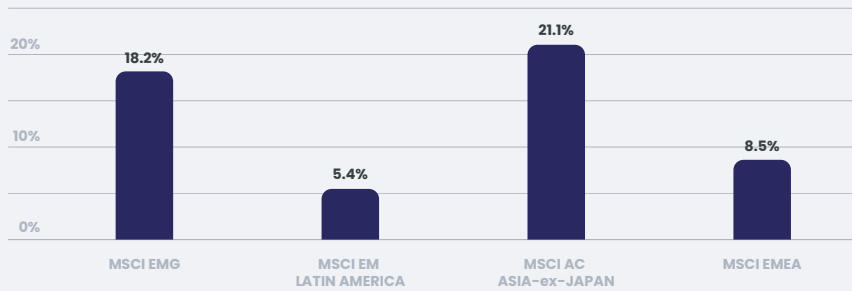
Hoewel het de aandelenmarkt als geheel ontbreekt aan katalysatoren, zijn er nog steeds enkele aantrekkelijke thema's en sectoren.

In de Verenigde Staten zouden **technologieaandelen** moeten blijven outperformen, gebruikmakend van hun innovatievermogen, met name door de monetisatie van cloud- en AI-diensten (+10%¹ van de investeringen volgend jaar). Sterke balansen en lage schuldniveaus maken de sector nog veerkrachtiger bij een economische neergang. Waarderingen lijken redelijk gezien de verwachte langetermijngroei van de sector.



In opkomende markten zien we kansen in **Latijns-Amerika**, die naar verwachting blijft profiteren van de verplaatsing van de Amerikaanse industrie ("Nearshoring") te midden van veerkrachtige grondstoffenprijzen. Bescheiden verwachtingen in termen van winstgroei, gematigde waarderingen en een ondersteunend centrale bankomgeving zouden de markten in de regio moeten ondersteunen, vooral Brazilië, dat bezig is met fiscale hervormingen.

EPS Growth changes 2024 - Emerging Equities

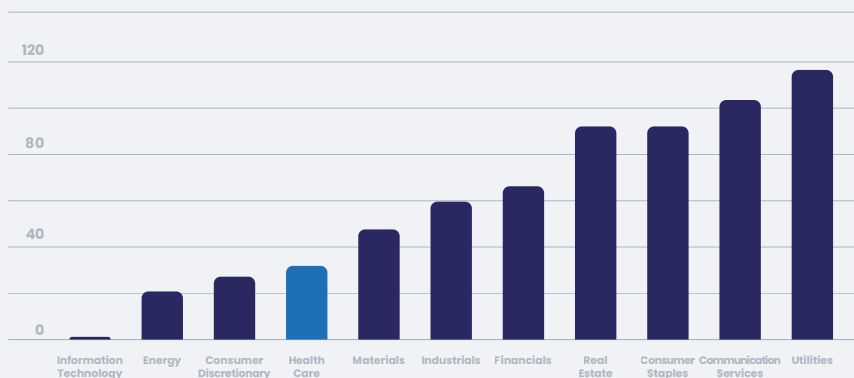


Source: Datastream, November 2023

In Europa blijft de economische situatie somberder, met een zwakke groei en geen zichtbare katalysator in de komende maanden (aanhoudende volatiliteit van de energieprijzen, hoge basisrente, Duitsland dat zichzelf opnieuw moet uitvinden). Daarom geven we de voorkeur aan bedrijven die het best gepositioneerd zijn om hun marges te verdedigen, sterke balansen hebben en kunnen profiteren van een rentedaling in 2024, zoals aandelen in de gezondheidszorg en consumentengoederen.

- **Aandelen in de gezondheidszorg**, met uitzondering van bepaalde emittenten zoals Novo Nordisk², hebben in 2023 grotendeels ondermaats gepresteerd. Ze zouden een defensieve rol moeten spelen in 2024, waarbij hun vermogen tot innovatie de marges ondersteunt, terwijl hun bedrijfsactiviteiten lijken genormaliseerd te zijn na de pandemie. Ze profiteren van goede zichtbaarheid op de vooruitgang van hun kasstroom zonder belangrijke octrooiverlopen vóór het einde van het decennium, en met de mogelijkheid om positief verrast te worden door de komst van nieuw ontwikkelde medicijnen. Het lage niveau van schulden in de sector is ook een voordeel in een omgeving met hoge rentetarieven.

Net Debt to Equity European Equities (%)



Source: Bloomberg, November 2023

- **Basisconsumptiegoederen** hebben een aanzienlijk prijszettingsvermogen, waardoor ze hoge marges kunnen behouden en een goed zicht hebben op hun activiteiten. De waardering van de sector is aanzienlijk aangepast door de stijging van de rente in 2023 en zou moeten profiteren van een gunstiger klimaat in 2024. Ten slotte betekent het defensieve karakter van de sector dat hij het beter kan doen in een economische vertraging.

Kortom, 2023 was een goed jaar voor aandelen, zij het met een hoge mate van spreiding. In onze veronderstelling van een aanhoudende zachte landing van de ontwikkelde economieën in 2024, lijkt het scenario van een horizontale aandelenmarkt het meest waarschijnlijk, met een beperkt opwaarts potentieel. We zien ook relatief weinig neerwaarts potentieel, gezien de manoeuvreerruimte die centrale banken weer hebben opgebouwd. De stressvolle episode rond de Amerikaanse banken in maart toonde ons dat de Fed nog steeds paraat staat als het nodig is.

We geven de voorkeur aan het vermijden van sterk gefinancierde aandelen en kiezen voor bedrijven die veerkracht en zichtbaarheid bieden in deze vertragende omgeving.

In de Verenigde Staten zouden technologieaandelen groei moeten blijven genereren, hoewel het moeilijk zal zijn om de omvang van de outperformance van 2023 te evenaren. In Europa geven we de voorkeur aan defensieve aandelen van hoge kwaliteit.

1 - Bron Gartner - voorspelling IT-uitgaven 2024 ex-communicatiediensten

2 - Het aandeel is aanwezig in bepaalde portefeuilles die worden beheerd door Candriam.



Moeten we ons zorgen maken over de houdbaarheid van de staatsschuld in de eurozone?



Emile Gagna

Economist



Sylvain De Bus

Deputy Head of Global Bonds

Geconfronteerd met een reeks schokken (pandemieën en stijgende energieprijzen) hebben regeringen hun tekorten laten oplopen om de economische en sociale gevolgen te beperken. De "koste wat het kost"-aanpak om de inkomens tijdens de pandemie op peil te houden, is gevolgd door de "koste wat het kost"-aanpak om de koopkracht te beschermen ondanks de stijgende energieprijzen. Hoewel lage werkloosheidscijfers het succes van dit beleid illustreren, geeft de stijging van de staatsschuld een idee van de kosten: tussen 2019 en 2023 stijgt deze ratio met 6 punten van het bbp in Duitsland, met 8 punten in België, met 9 punten in Spanje en Italië... en met meer dan 12 punten in Frankrijk! Toch weerspiegelt deze stijging van de schuld niet volledig de ophoping van tekorten.

De kosten van "wat er ook voor nodig is" verlicht door inflatie

Vergelijking (2) in onderstaande kader laat zien dat de schuldenlast niet alleen toeneemt met het primaire tekort (d.w.z. het tekort exclusief rentelasten), maar ook met het verschil tussen de gemiddelde rente op de schuld (i) en de nominale groei (g). Dit effect, dat gewoonlijk het "sneeuwbaaleffect" wordt genoemd - het verhoogt de schuldenlast wanneer de $i-g$ spread positief is - heeft deze keer de stijging van de schuldenlast afgezwakt (de $i-g$ spread is negatief). Tussen 2020 en vandaag profiteerden overheden van een gunstige periode waarin nominale groei boven de gemiddelde rente heeft geholpen om de rekening van 'wat er ook nodig is' te verlichten (grafiek a). Het hoeft niet te verbazen dat dit effect optrad in een tijd waarin de rentetarieven waartegen overheden schulden aangingen sterk stegen. Met een gemiddelde looptijd van ongeveer acht jaar wordt slechts een fractie van de schuld verlengd tegen marktrente: een stijging van deze rente wordt daarom slechts zeer geleidelijk doorberekend in de gemiddelde kosten van de schuld. Het effect van stijgende prijzen (en dus nominale groei) op de schuldenlast is daarentegen onmiddellijk! Maar de tijd dringt...

De berekening van de schuld

De schuldvergelijking wordt eenvoudigweg geschreven :

$$D_t = (1 + i_t)D_{t-1} - P_t \quad (1)$$

met D_t schuld op datum t; i_t gemiddelde nominale rente betaald in t; P_t primair saldo (d.w.z. saldo exclusief rentebetalingen) op datum t: als het positief is, is dit een primair overschot en vermindert het bedrag ervan de schuld.

Door (1) te delen door het BBP voor periode t, kunnen we aantonen dat :

$$d_t - d_{t-1} = p_t + \frac{i_t - g_t}{(1 + g_t)} d_{t-1} \quad (2)$$

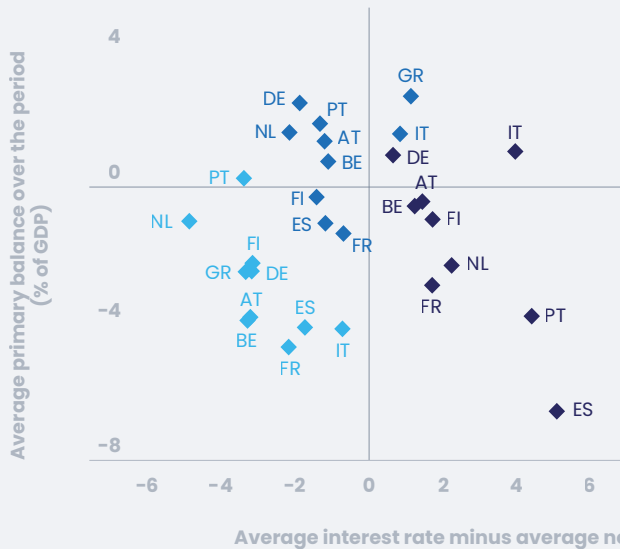
met g , nominale bbp-groei; p , primair saldo als percentage van het bbp en d , overheidsschuld als percentage van het bbp.

Een minder gunstige rekenkundigereken-som

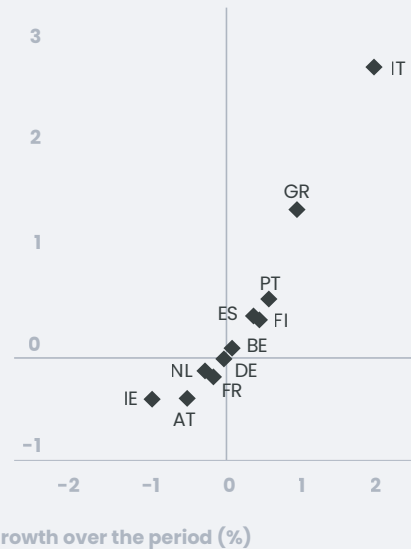
Met de stijgende schuldenlast en primaire tekorten die nog steeds hoog zijn in vergelijking met 2019, gaan overheden de komende jaren een minder gunstige positie in. Terwijl de gemiddelde schuldenlast zal blijven stijgen, zullen de dalende inflatie en zwakke groeivoorzichten niet helpen. Op middellange termijn hebben Europese regeringen geen keuze: als ze willen voorkomen dat hun schuldenlast uit de hand loopt, moeten ze hun primaire begrotingssaldo weer in evenwicht brengen (grafiek b). Voor Italië is de vergelijking nog ingewikkelder: met een hoge schuldenlast, hoge rentetarieven en relatief zwakke groei zal het land op lange termijn primaire overschotten moeten genereren.

Interest rate differential – growth and primary balance by period

a. 2008–2023



b. medium term



■ 2009–2014 ■ 2015–2019 ■ 2020–2023

Sources: LSEG Datastream, Candriam

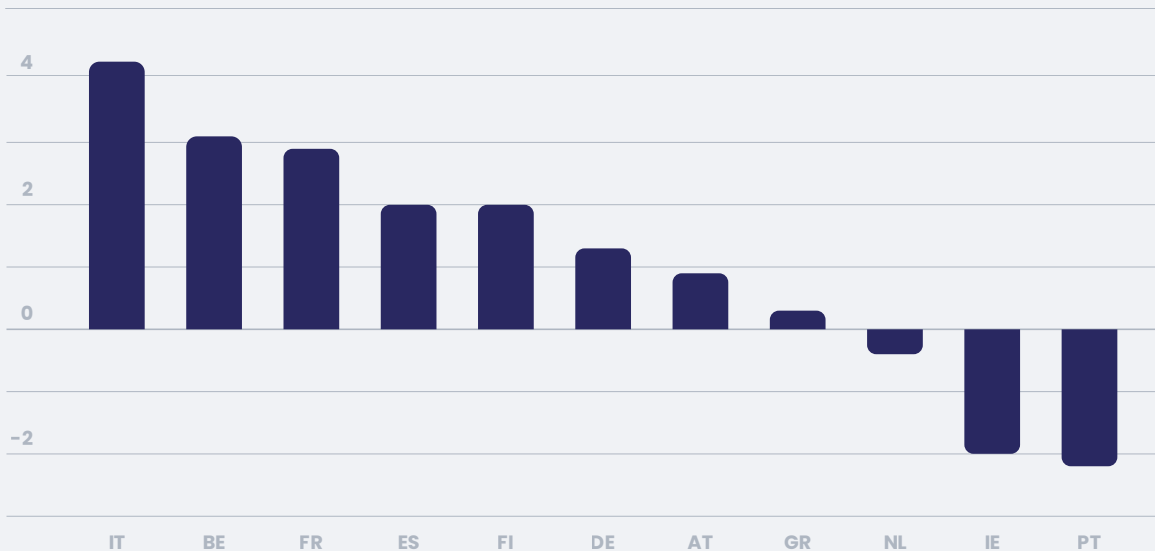
Tot slot zullen de komende jaren voor ten minste drie landen aanzienlijke inspanningen nodig zijn: Frankrijk, België en Italië moeten hun primaire tekorten met respectievelijk 3, 3,5 en 4 punten van het bbp verminderen. Deze landen hebben echter lang niet dezelfde staat van dienst: sinds de oprichting van de eurozone in 1999 heeft Italië slechts vijf jaar een primair tekort gehad (in 2009 en sinds de pandemie), terwijl Frankrijk slechts vijf jaar primaire overschotten – waarvan sommige bescheiden! -- heeft gehad.

Nieuwe uitgavenbehoeften

Het is des te meer nodig om de begrotingen opnieuw in evenwicht te brengen, aangezien er nieuwe financieringsbehoeften aan de horizon gloren. De oorlog die voor de deur van Europa plaatsvindt en, meer in het algemeen, de toenemende geopolitieke risico's leiden ertoe dat veel regeringen hun defensie-uitgaven willen verhogen. De vergrijzing van de bevolking brengt ook steeds meer kosten met zich mee voor onze samenlevingen (gezondheid, pensioenen, enz.). En last but

Primary balance rebalancing effort needed to stabilize debt to GDP over the medium term (in % of GDP)

Effort (+) / Margin (-)



Sources: LSEG Datastream, Candriam

not least vereist de energietransitie grote investeringeninspanningen, waarvan een deel door de publieke sector zal moeten worden gedragen. De Europese Commissie schat dat het behalen van haar doelstellingen (*Fit for 55* in het bijzonder) de Europese Unie €620 miljard per jaar extra zal kosten. Als de publieke sector 40% van de kosten op zich neemt, zullen de overheidsuitgaven in tien jaar tijd 1,5 BBP-punt hoger uitvallen!

Welke rol voor de centrale bank?

Tegen deze achtergrond maakt het einde van de opkoopprogramma's van de ECB - en zelfs het afbouwen van haar balans - de fiscale vergelijking nog iets ingewikkelder: terwijl de centrale bank in de afgelopen jaren een aanzienlijk deel

van de staatsemissies heeft geabsorbeerd, zal de private sector nu de kastanjes uit het vuur moeten halen. Het is daarom essentieel om te voorkomen dat we de dynamiek van het begin van de jaren 2010 opnieuw meemaken. In dit opzicht lijkt de centrale bank vandaag de dag beter in staat om te voorkomen dat twijfels over de solvabiliteit van een land tot paniek leiden! In het kader van haar PEPP¹ kan ze voorlopig, zoals in de zomer van 2022, nog steeds herbeleggen in de effecten van een land dat onder buitensporige marktdruk staat. Ten slotte kan de ECB, op voorwaarde dat de overheidsschuld van het betrokken land als duurzaam wordt beschouwd, een laatste instrument activeren (*Transmission Protection Instrument*) en ingrijpen op de secundaire markt.

"The times they are a-Changin'"

Buitengewone maatregelen ter ondersteuning van de begroting, die door de Europese Commissie zijn goedgekeurd, hebben de schok van Covid en de effecten van de energiecrisis aanzienlijk verzacht. De fiscale marges van sommige landen in de eurozone zijn echter aanzienlijk verkleind. Toegegeven, de versterking van het toezicht op de banksector – in het bijzonder de verhoging van de kapitaalvereisten – vermindert het risico dat een vicieuze cirkel ontstaat waarin zorgen over de solvabiliteit van banken en overheden elkaar voeden. Toegegeven, de gemiddelde kosten van schulden zullen de komende jaren gematigd blijven, omdat overheden vóór de pandemie over het algemeen profiteerden van de lage rente om de looptijd van hun schulden te verlengen. Het volume aan staatsschuld dat door de private sector moet worden geabsorbeerd, zal in 2024 niettemin hoog zijn (iets meer dan 1.200 miljard aan bruto emissies). Tegen de achtergrond van hoge rentetarieven, een ongunstig groeipotentieel en grote investeringsbehoeften kan de geloofwaardigheid van de regeringen op begrotingsgebied op de proef worden gesteld.

Voor degenen die er het slechtst aan toe zijn (zie bovenstaande grafiek), moet het een prioriteit zijn om hun budgetten weer op een duurzaam pad te brengen. Maar het herstel van het evenwicht moet geleidelijk gebeuren: nu er nieuwe begrotingsregels worden besproken, is het belangrijk om de staatsschuldencrisis van 2011 niet te vergeten...

¹ - Pandemisch noodhulpprogramma



Energietransitie Onrust: Structureel of cyclisch?



Alix Chosson

Lead ESG Analyst for
Environmental Research
& Investments



Nicolas Cleris

Senior Credit Analyst



Nicolas Rutsaert

Senior Equity Analyst



**Marouane
Bouchriha**

CFA, Senior Fund Manager,
Thematic Global Equities

Stijgende tarieven, veranderende regelgeving, schommelende en snel veranderende inputkosten – Investerings in schone energie zijn nog nooit zo hoog geweest en nog nooit zo uitgedaagd als in 2023.

Hoewel de markten de hele sector met het inflatoire badwater lijken weg te gooien, is het tijd om de structurele verschuivingen te scheiden van hobbels die onvermijdelijk ontstaan wanneer industrieën opschalen ... en die waarschijnlijk zullen afnemen.

De transitie gaat door

Ondanks oorlogen, verstoringen in de aanvoer, inflatie en geopolitieke onzekerheid, blijft schone energie bovenaan de agenda staan voor de meeste overheden – denk maar aan het aantal deelnemers aan de recente COP28 in Dubai. Niet allen blijft klimaatverandering de grootste mondiale uitdaging van deze eeuw, maar de noodzaak van een daadkrachtig klimaatbeleid zal alleen maar toenemen naarmate de tijd dringt om actie te ondernemen.

We hebben (nog) geen vertraging gezien in het tempo van de energietransitie. Integendeel, het Internationaal Energieagentschap (IEA) voorspelt opnieuw een recordjaar, met naar schatting 440GW aan nieuwe toevoegingen van hernieuwbare capaciteit in 2023, meer dan 100GW meer dan de toevoegingen in 2022. Dit ondanks stijgende kosten op de meeste gebieden. De elektrificatie van personenauto's vindt plaats in een tempo dat volgens het IEA dicht in de buurt komt van het tempo dat nodig is voor het zeer ambitieuze Net Zero-scenario. Eén op de vijf auto's die in 2022 werden verkocht, was elektrisch, tegenover slechts één op de vijftwintig slechts twee jaar eerder¹.

Toch waren de financiële markten in 2023 niet erg ondersteunend voor schone technologieën, en al helemaal niet voor hernieuwbare energie. Na enkele jaren van sterke prestaties die werden aangedreven door een sterke ondersteuning van de regelgeving, heeft de sector nu te kampen met macro-economische, geopolitieke en sectorspecifieke tegenwind.

Zal de ruimte voor schone energie voldoen aan het wereldwijde doel van het Parijse Akkoord om de capaciteit van hernieuwbare energieën tegen 2030 te verdrievoudigen? Simpel gezegd dat zal afhangen van de mogelijkheden van overheden om langetermijninvesteringen te handhaven in de veranderende economische omgeving.

Winstgevendheid? Het is ingewikkeld.

Na enkele jaren van verbetering zijn de economische vooruitzichten voor hernieuwbare energiebronnen voor het grootste deel van 2023 verslechterd. De Levelized Cost of Energy (LCOE)² voor de breed gedefinieerde schone energiesector steeg tussen 2020 en 2023 met zo'n 15% tot 25%³, zelfs inclusief enkele segmenten waar de kosten zelfs daalden. Nieuwbouw van fossiele energie blijft aanzienlijk duurder en heeft zelf te lijden onder de druk op de inputkosten van gas en steenkool in 2022.

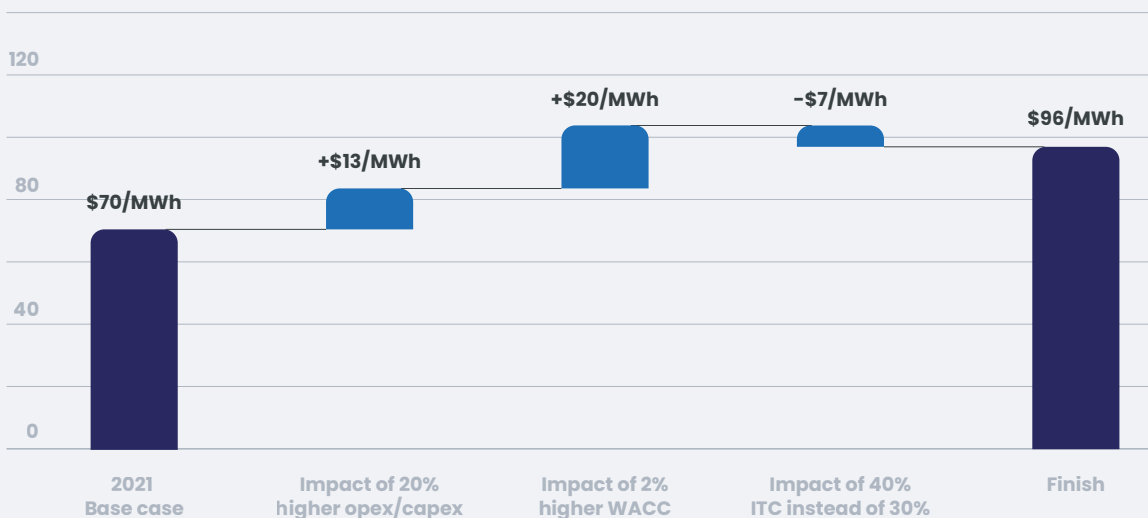
De winstgevendheid van de hernieuwbare energiesector is heterogeen, zowel per technologie als per regio - meer beïnvloed door politiek dan door geografie. Maar een hogere LCOE betekent niet altijd een lagere winstgevendheid, aangezien hogere stroomprijzen hebben bijgedragen aan de geïnstalleerde basis van bestaande opwekkingsinstallaties van hernieuwbare energie.⁴

Stijgende rentetarieven zijn duidelijk een structurele verandering. Toch was, ondanks de sterke stijging van de rentetarieven en de hoge kapitaaluitgaven in deze sector, de kost van kapitaal slechts deels verantwoordelijk voor de verslechtering van de economische vooruitzichten voor hernieuwbare energie in 2023. De LCOE was al verslechterd vóór de renteverhoging als gevolg van stijgende inputkosten. (Kijk voor aanwijzingen eens naar een staalprijsgrafiek.) Of je nu gelooft dat de algemene inflatie een hobbel is of een structurele trend, hopelijk is de dramatische verstoring en onderdrukking van de aanvoer van de afgelopen twee jaar niet de nieuwe norm voor toekomstige stijgingen van de inputkosten. De inputkosten in het vierde kwartaal van 2023 worden al minder pijnlijk vergeleken met de scherpe stijging van 2022 en het begin van 2023.

Offshore Wind Cost Change – 2023E

\$25/MWh real award price increase needed to offset higher input costs and WACC, net of better ITC

Impact of higher costs, WACC and ITC on required real'23 award price to maintain 250bp IRR-WACC spread in US



Source: BNP Paribas

Hernieuwbare energie blijft concurrerend. Maar niet alle schone technologieën zijn gelijk.

Ondanks de stijging van de tarieven en de schommelingen in de inputkosten gedurende de afgelopen kwartalen, blijven hernieuwbare energiebronnen zeer concurrerend op basis van de LCOE, en we verwachten dat dit minstens tot 2030 zal voortduren, zowel door technologische verbeteringen als ondersteunende regelgeving zoals de Inflation Reduction Act in de VS.

Echter, de verschillende technologieën en veel onderdelen van de waardeketen van hernieuwbare energie hebben verschillende niveaus van veerkracht getoond ten opzichte van veranderende economische omstandigheden. **De technologische positionering, de mate van integratie en de omvang zijn allemaal cruciaal.**

Kijk verder dan de gemiddelden. Zoals bij elke volwassen wordende industrie, zijn er leiders en achterblijvers. Sommige schone energieoplossingen groeien wat sneller dan andere, zoals zonne-PV (fotovoltaïsch) en elektrische voertuigen (EV's), vanwege de technologie en kostendalingen. Onder de zwakke punten vallen onvoldoende investeringen in energienetwerken en offshore windprojecten. Zonder opnieuw ontworpen netwerken wordt een deel van de hernieuwbare wind- en zonne-energie 'afgesneden', dat wil zeggen simpelweg verspild omdat het de eindgebruikers niet kan bereiken. En laten we niet vergeten dat de helft van de groei uit China komt - dus kijk verder dan de 'hoofdlijn' groeicijfers..

Het algehele groeipotentieel is sterk. Het verdubbelen van de efficiëntie en het verdrievoudigen van hernieuwbare energiebronnen zijn noodzakelijke voorwaarden voor het scenario van 1,5°C dat in lijn is met Parijs. Een groot deel van het waarderingdebat en de vragen draait om de orderportefeuille en welke technologieën de overhand zullen hebben. Maar zoals bij elke nieuwe technologie - van spoorwegen tot dot-coms - kunnen hoge groeivoorzichten leiden tot overinvestering en overcapaciteit. Investeerders zouden deze technologieën en bedrijfsmodellen moeten analyseren met diepgaande traditionele analyses en de nadruk moeten leggen op voortdurende concurrentievoordelen, winstgevendheid, voorspelbare regelgevingsomgevingen en financieringscondities. Projecten genereren meestal aanvankelijke kasstromen, maar sommige bedrijven en aandelen binnen de sector worden bijna constant geconfronteerd met de noodzaak om kapitaal op te halen om de verwachte groei die in waarderingen is ingebed, te handhaven - een probleem als de sector uit de gratie raakt.

Regelgeving blijft de belangrijkste structurele trend.

Op dit moment dekken de meeste hernieuwbare energieprojecten ruimschoots hun kapitaalkosten⁵. Maar met alle factoren die meespelen, kan het beeld snel veranderen als een caleidoscoop. Regulatie moet voorspelbaar zijn als privésectorinvesteringen succesvol willen zijn.

Europa en de VS houden verkiezingen in 2024 waarin prominente kandidaten voorstanders zijn van fossiele brandstoffen. Europa zou ook een minder klimaatgerichte koers kunnen gaan varen. Ook geopolitiek zal een beslissende rol spelen. Hoe zullen Europa en de VS reageren op de prominente rol van China in de toeleveringsketens van schone technologieën? Hoe zullen de 'bron-in-de-VS'-bepalingen van de IRA van invloed zijn op de markt? Zal Europa meer nadruk leggen op 'groen protectionisme'?

Het doel van de autoriteiten is om onze economieën te decarboniseren en tegelijkertijd energievoorzieningszekerheid te waarborgen tegen een betaalbare kostprijs voor burgers. Dit 'energie-trilemma' wordt des te uitdagender wanneer energieprijzen hoog zijn, zoals blijkt uit recente overheidsgetreuzel bij onsuccesvolle veilingen van hernieuwbare energie. De complexiteit zal toenemen naarmate het gebruik van hernieuwbare energie toeneemt en mogelijk botst met de huidige gecentraliseerde 'merit order-gebaseerde' werking van Europese energiemarkten.

Hernieuwbare energieën zijn een versnellende structurele trend. De snelheid van deze versnelling, evenals de veerkracht en winstgevendheid van hernieuwbare energie, zijn afhankelijk van leiderschap. Overheden moeten vastberaden toewerken naar de energietransitie. Ze moeten zich tegelijkertijd aanpassen aan een moeilijker macro-economisch klimaat en de toenemende urgentie van klimaatverandering. Geopolitiek zal waarschijnlijk een belangrijke nieuwe factor worden in deze structurele energiedriehoek, aangezien schone technologieën een nieuw terrein worden voor handelsstrategieën en een machtsvertoon.

1 - International Energy Agency, World Energy Outlook 2023, Oktober 2023

2 - Om de opwekkingstechnologieën op een vergelijkbare basis te plaatsen, kijken we naar de Levelized Cost of Energy (LCOE) - waarbij hernieuwbare energie natuurlijk vooraf kapitaalkosten met verschillende onderhoudsniveaus heeft, terwijl fossiele energie vooraf kapitaal en doorlopende jaarlijkse brandstofkosten vereist.

3 - International Energy Agency, Renewable Energy Market Update, juni 2023

4 - De recente kostenvergelijking tussen hernieuwbare en thermische elektriciteitsopwekking is vrijwel nutteloos voor langetermijnvoorspellingen, aangezien de energiecrisis van 2022 in Europa ervoor heeft gezorgd dat de kosten voor thermische opwekking in 2023 sterk zijn gestegen en in 2023 zijn gedaald, maar de kosten voor thermische opwekking blijven boven de langetermijngemiddelden.

5 - Op basis van recente veilingprijzen dekt de verwachte interne opbrengstvoet (IRR) voor alle onshore wind- en zonneprojecten volgens Bernstein de gewogen gemiddelde kapitaalkosten (WACC), behalve voor de Spaanse onshore windveiling van november 2022, die doorging op het hoogtepunt van de staalprijzen. Het Internationaal Energieagentschap is optimistisch over de groei van hernieuwbare energie, deels omdat er een aanzienlijke bestaande productiecapaciteit in zonne-energie is. Zo wordt er aangenomen dat sommige Chinese fabrikanten van zonne-energie op amper 25 % van hun capaciteit werken.



Vastgoed - een voorjaarsdooi?



Lucie Hamadache

CFA, Credit Analyst



Simon Martin

Chief Investment Strategist
& Head of Research, Tristan
Capital Partners



René Clerix

CFA, Senior Institutional
Portfolio Manager – Equity

Vastgoedmarkten en -beleggers hebben zich het grootste deel van 2023 'bevroren' gevoeld. Vastgoedwaarderingen staan onder druk en herfinanciering is moeilijker geworden. Maar onder het ijs hebben beleggers en beheerders zich gepositioneerd voor een warmer seizoen.

Vastgoed onder druk

Nu de volumes kelderen door de snelle stijging van de rentetarieven, hebben de transactieaantallen in Europa moeite om 20% van hun pre-pandemische niveau te bereiken.¹ Omdat de markt geen prijsinformatie heeft, hebben taxateurs en schatters de afgelopen 18 maanden grotendeels vastgehouden aan schattingen van vastgoedprijzen op basis van rentewijzigingen. De omvang en volatiliteit van de kredietkosten hebben ertoe geleid dat in de meeste sectoren de kapitaliserendementen aanzienlijk zijn gestegen, waardoor de taxatiewaarden zijn gedaald. De omvang van de afwaarderingen is enigszins verminderd door de relatieve kracht van de verhuurmarkten en door indexeringsregelingen die de netto operationele inkomsten feitelijk hebben verhoogd.

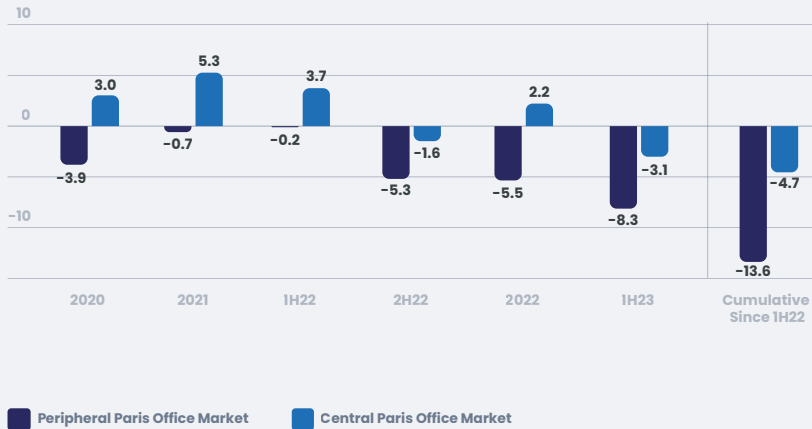
Hoewel de prijzen op de hele markt zijn gedaald, verschilt de omvang per subsegment. Sommige segmenten bevinden zich op een dieptepunt, terwijl andere waarschijnlijk verdere prijsdalingen zullen zien.

Volgens Savills bedroegen de brutohuurrendementen voor hoogwaardige kantoren in het centrum van Europese steden ongeveer 4,5% voor de eerste helft van 2023, een stijging van 86 basispunten ten opzichte van het voorgaande jaar.

De recente kantorenmarkt in Groot-Parijs heeft een tweedeling vertoond, waarbij de waarderingen in Centraal-Parijs met ongeveer één tot twee cijfers zijn gedaald, terwijl de perifere regio's sinds medio 2022 een daling met ongeveer twee tot drie cijfers hebben gezien, zij het vanaf verschillende basisniveaus. De gemiddelde netto-aanvangsrendementen bereikten 6,5% in la Défense, terwijl de beste gebouwen in het zakendistrict van Centraal Parijs gemiddelde huurrendementen van ongeveer 3% hadden.

¹ - Real Capital Analytics.

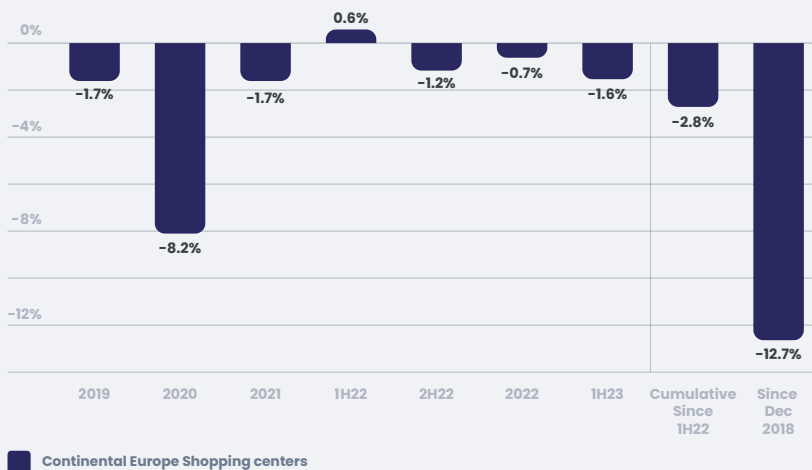
Paris in Two Parts: The Office Markets



Source: Candriam Analysis

Retailverhuurders in Europa hebben te maken gehad met grotere waardedalingen dan de meeste andere segmenten. Sinds de eerste helft van 2022 zijn de waarderingen van hoogwaardige winkelcentra op het Europese vasteland slechts met ongeveer -3% gedaald, terwijl ze sinds 2018 met ongeveer -15% zijn gedaald en nu vanaf HI 2023 een netto-aanvangsrendement van ongeveer 5,5% bieden.

European Shopping Centres: Valuation Declines Slowing



Source: Candriam Analysis

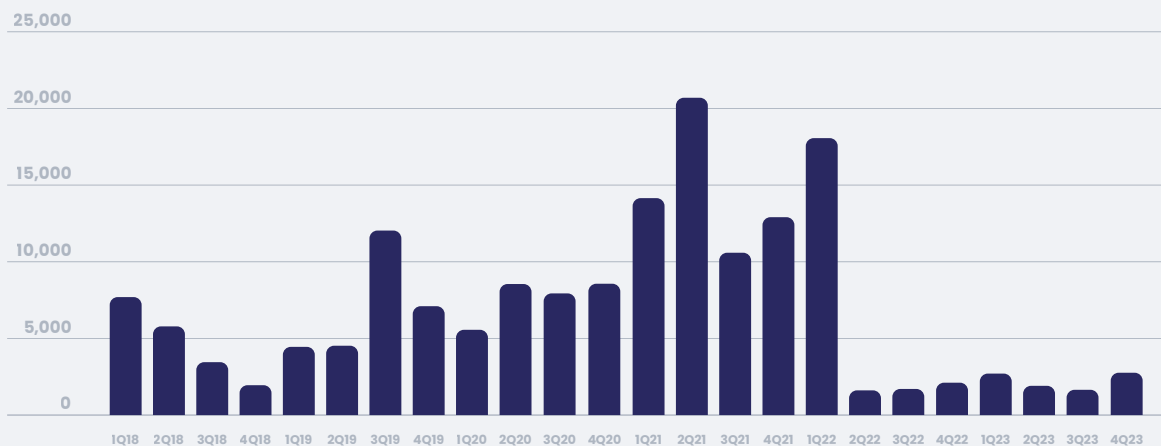
Herfinancieringsbehoeften zijn hoog, maar kredietverstrekkers zijn terughoudend

Een gevolg van het trage tempo van transacties is een sterke toename van het aantal herfinancieringen. Degenen die herfinanciering nodig hebben, hebben zich vooral tot particuliere kapitaalbronnen gewend. De appetijt voor bankleningen is drastisch afgenomen, terwijl veranderingen in bankregelgeving hun tol eisen. Emittenten hebben gereageerd op het gebrek aan belangstelling voor senior ongedekte leningen door banken zekerheid te bieden.

Wat betreft publiek verhandelde schulden voor herfinancieringen, was de markt voor senior obligaties sinds het tweede kwartaal van 2022 vrijwel gesloten voor de meeste vastgoedemittenten, zoals blijkt uit de grafiek. We hebben onlangs enkele 'groene scheuten' gezien - een paar grote emittenten zoals Covivio en Unibail-Rodamco-Westfield zijn teruggekeerd naar de primaire markt, waarbij beleggers veel interesse tonen voor deze nieuwe emissies.

Met zulke grote herfinancieringsbehoeften is de prioriteit verschoven naar kasbehoud, waaronder dividendverlagingen, het uitstellen van opvragen van hybride schulden en het afstoten van activa

Real Estate Public Issuance has Dried Up EUR senior unsecured debt issuance in euro millions



Source: Bloomberg

Fundamentals – Gericht op de lange termijn

Langetermijnfactoren ondersteunen de operationele prestaties van de sector. De huren in Europa beginnen te stijgen en de leegstand daalt. Voor managers met de beste ruimte, zoals sterke 'groene' kenmerken, goede voorzieningen en een goede locatie, is de vraag van gebruikers groot en stijgend. Indexeringsclausules in huurovereenkomsten en een lage leegstand in gebouwen van hoge kwaliteit hebben de huren ondersteund en in sommige sectoren hebben we een aanzienlijke inkomensgroei gezien. Dit heeft de impact van hogere kapitalisatieverhoudingen verminderd en de waarderingen van onroerend goed beginnen zich te stabiliseren.

De fundamentals van de **Duitse woningmarkt** zijn op hun sterkste punt sinds decennia - een verrassing voor sommigen. Europa's grootste markt (in termen van investeringen) heeft te maken met de grootste discrepantie tussen vraag en aanbod in minstens een generatie. Vraag het de huurders die op zoek zijn naar een woning; zij hebben te maken met ultralage leegstand. Het lagere aanbod, dat nog verder wordt beperkt door zowel hogere bouw- als financieringskosten, is onvoldoende om tegemoet te komen aan de toegenomen vraag als gevolg van sterke demografische trends, waardoor de 'kloof' in de Duitse huizenmarkt groter wordt.

Kantoorruimte is verstoord door de work-from-home trend, waarbij huurders op zoek zijn naar duurzame gebouwen en over het algemeen 'betere vierkante meters'. Deze vlucht naar kwaliteit heeft ertoe geleid dat eersteklas activa veerkrachtiger zijn dan secundaire activa.

Logistieke activa blijven genieten van een sterke vraag, zij het dat deze normaliseert na de pandemiegolf. Het gebrek aan geschikte locaties, de moeilijkheid om bouwvergunningen te krijgen, de groei van e-commerce en de onshoring-trend in de toeleveringsketens zullen de groei op de langere termijn blijven aanwakkeren.

Winkelcentra hebben, samen met andere fysieke winkels, al lang te lijden onder e-commerce, gevolgd door de pandemie. Waarderingen werden verlaagd nog voordat de rente begon te stijgen. Fundamentele Europese winkelcentra profiteren van het herstel na de pandemie en met hogere huurrendementen dan andere segmenten zijn ze minder gevoelig voor hogere rentetarieven (zolang de operationele prestaties aanhouden).

Kapitaalmarkten

Nu de kapitaalstructuren onder druk staan, zien vastgoedinvesteerders die over kapitaal beschikken een kans. Een handvol belangrijke spelers heeft kapitaal opgehaald, dus er is aanzienlijke financiering beschikbaar voor investeringen in een reeks vastgoedsegmenten. Verder overwegen sommige eigenaren van onroerend goed met een grotere risicobereidheid om terug te keren naar sommige subsectoren die tijdens de laatste fase van de opgaande cyclus een hoge leverage hadden, met name in Duitsland en Zweden, en we zien nu al aanzienlijke herkapitalisatiemogelijkheden.

De verstandigste vastgoedbedrijven profiteerden van de lage rente om hun looptijdprofielen tegen zeer lage kosten te verlengen. In het nieuwe renteklimaat is de aandacht verschoven naar de netto leverage en rentedekkingsratio's.

Dit zou zich kunnen vertalen in kansen voor verschillende beleggingscategorieën. De aandelenmarkten hebben vastgoedbedrijven zwaar benadeeld, waardoor sommige bedrijven met een lagere schuldgraad en/of langere looptijden aantrekkelijk zijn. Des te beter als bedrijven een gezonde bedrijfsvoering hebben met een vrije kasstroom.

Bij beursgenoteerde schuld zouden rendementen van 5%-6% in combinatie met meer gebruikelijke emissieniveaus van 2024 een cruciaal jaar kunnen maken, vooral als de rente stabiliseert en transacties weer aantrekken. Dit soort omgeving zou emittenten van hoge kwaliteit met gezonde balansen en goede operationele prestaties moeten bevoordelen.

We zien een kans voor privékapitaal, vooral als de vastgoedwaarden dicht bij hun bodem liggen. Het gecombineerde effect van rentetarieven en spreads heeft het potentiële rendement op senior gedekte leningen verhoogd tot 'aandelenachtig'. Het komt zelden voor dat Europese particuliere schuldbeleggers zo goed worden betaald en dat ze zo'n open speelveld hebben om op te werken. Deze markt is niet langer ijskoud.

Conclusie

Hoewel de vastgoedmarkt nog steeds 'bevroren' lijkt nu we de winter ingaan, houden de belangrijkste spelers geen winterslaap. De sector biedt kansen voor risicobewuste deelnemers. Kapitaalverstrekkers en beleggers kunnen nu de onzekerheid en volatiliteit van de afgelopen twee jaar in hun voordeel gebruiken, mits ze hun huiswerk doen.

Is 2024 het jaar waarin de 'vriescou' overgaat in de 'dooi'?



Ontmoet de nieuwe rijzende sterren in het sterrenstelsel van opkomende markten



Paulo Salazar

Head of Emerging
Markets Equity



Kroum Sourov

Lead ESG Analyst, ESG
Sovereign Research



Vivek Dhawan

CFA, Portfolio Manager,
Emerging Markets Equity



**Alfred
Sandeman**

Analyst, ESG Sovereign
Research



In een landschap dat voortdurend in beweging is en gekenmerkt wordt door geopolitieke spanningen, klimaatverandering en een wereldwijde economische heroriëntatie, tekent zich een duidelijke megatrend af. De groei verschuift geleidelijk naar ontwikkelingslanden buiten China, een verschuiving die nog wordt versterkt door demografische voordelen en een veranderende mondiale economische structuur. Terwijl geopolitieke breuklijnen nearshoring in de hand werken, staan sommige ontwikkelingslanden voor uitdagingen omdat hun ooit voordelige demografie nu risico's met zich meebrengt door de vergrijzing. De transformerende impact van klimaatverandering en AI-gestuurde automatisering maakt de wereldwijde economische vergelijking nog ingewikkelder.

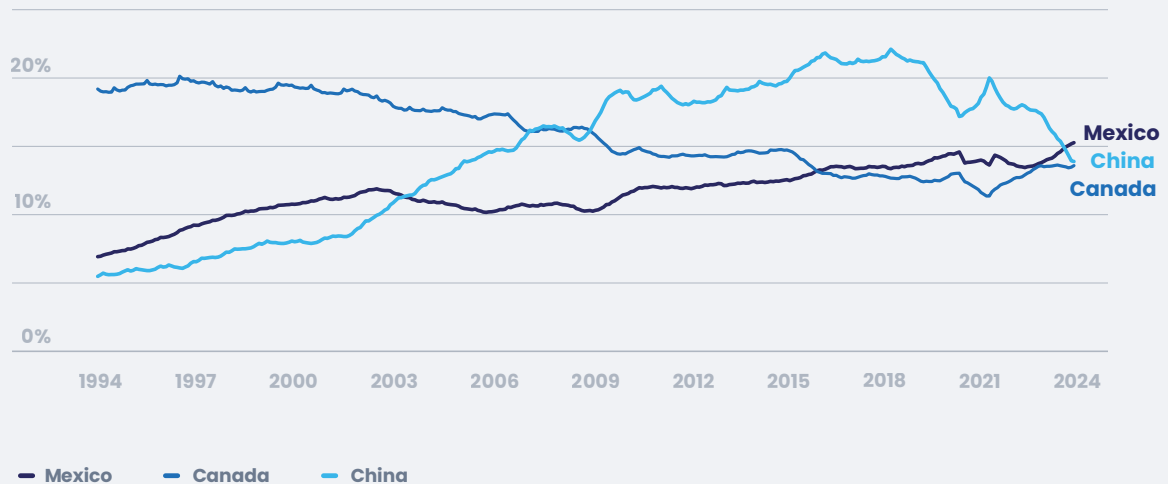
De kaarten van de wereldhandel worden opnieuw geschud

De jaren '90 waren getuige van de opkomst van de moderne technologische revolutie, die leidde tot de outsourcing en offshoring van productie naar landen met goedkopere arbeidskrachten en soepelere milieunormen. Het herschikken van toeleveringsketens of "China plus één"-strategieën creëert kansen voor veel andere ontwikkelingslanden, vooral in Mexico, India en Zuidoost-Azië, waar internationale bedrijven zijn begonnen te investeren in alternatieve toeleveringsketens.

Mexico is als vroege winnaar uit de bus gekomen gezien de geografische nabijheid van de VS en is nu al de grootste handelspartner van de VS. In Azië zorgen inspanningen om de toeleveringsketen te diversifiëren voor groei voor productie- en exportgerichte bedrijven in **India** - in sectoren zoals de farmaceutische, biotechnologische en elektronica-industrie.

Mexico has become the US's largest trading partner

As a % of US total Imports



Source: Candriam, BNEF, December 2023

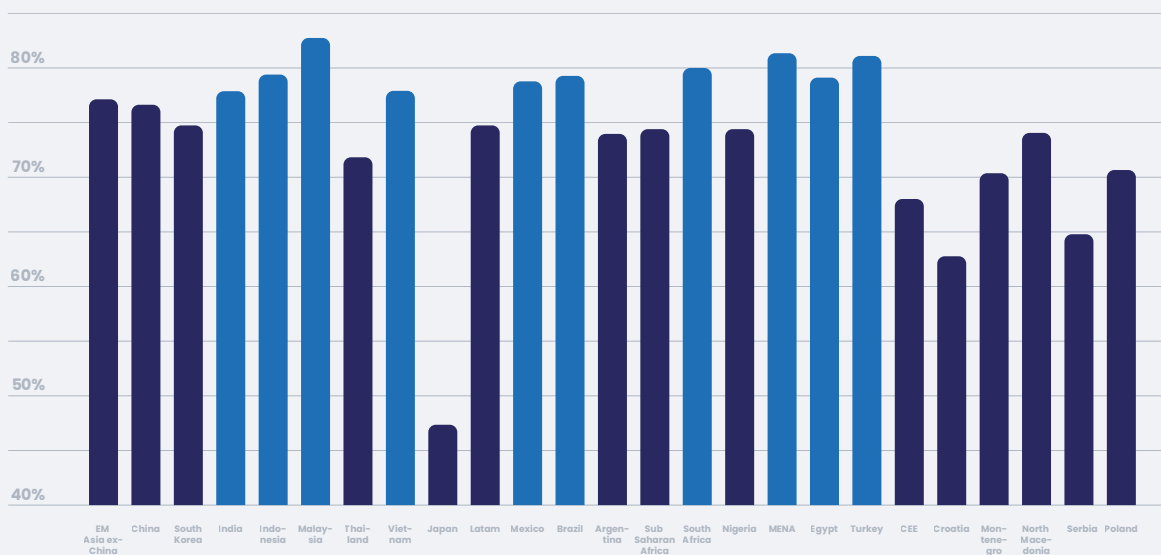
Als we kijken naar het potentieel van elk land om te profiteren van de nieuwe gedecarboniseerde wereldeconomie, moeten we rekening houden met de bevolkingsdynamiek en het vermogen van het land om actief deel te nemen aan de transformatie en nieuwe bronnen van binnenlandse en lokale vraag te benutten.

Demografische dividenden neigen in het voordeel van nieuwe leiders in opkomende markten

PChina heeft vele jaren geprofiteerd van een aanzienlijk percentage werkende mensen in zijn bevolking, maar ondergaat nu een demografische verschuiving naar een vergrijzende bevolking naarmate het land zich ontwikkelt. Om een duidelijker perspectief te krijgen, moeten we rekening houden met verschillende

factoren die de toekomstige groei van de vraag beïnvloeden. Ons duurzaamheidsmodel voor soevereine staten biedt extra inzicht in de groeivoorzichten van elke regio en elk land. Aanpassingen aan de cijfers voor de bevolking in de werkende leeftijd zijn nodig om rekening te houden met arbeidsmarktomstandigheden, waaronder de samenstelling van het geslacht, de arbeidsparticipatie, sectorale profielen en arbeidsomstandigheden. Bovendien strekt de invloed van gezondheidszorgstelsels zich uit tot mensen boven de beroepsbevolking en zeer jonge mensen. Bovendien moet bij de beoordeling van het potentieel rekening worden gehouden met de kwaliteit en de beschikbaarheid van onderwijs. Landen zoals **India, Indonesië en Maleisië** staan op basis van deze maatstaf gunstiger gepositioneerd voor de toekomst.

Population-driven potential Population ages 15-64 (% of total population)



Source: The World Bank, Candriam Sovereign Sustainability Framework

Nieuwe allianties in energietransitie openen groeimogelijkheden voor opkomende markten buiten China

De wereld evolueert naar nieuwe technologieën die de elektrificatie van de wereldeconomie aandrijven, met de nadruk op batterijtechnologie en halfgeleiders. Kritische mineralen zoals lithium, nikkel, kobalt, grafiet en mangaan, essentieel voor EV-batterijen, hebben geconcentreerde toeleveringsketens die voornamelijk worden gedomineerd door Australië en China. Geopolitieke overwegingen en beleid in de VS en de EU zijn erop gericht om de afhankelijkheid van buitenlandse toeleveringsketens te verminderen.

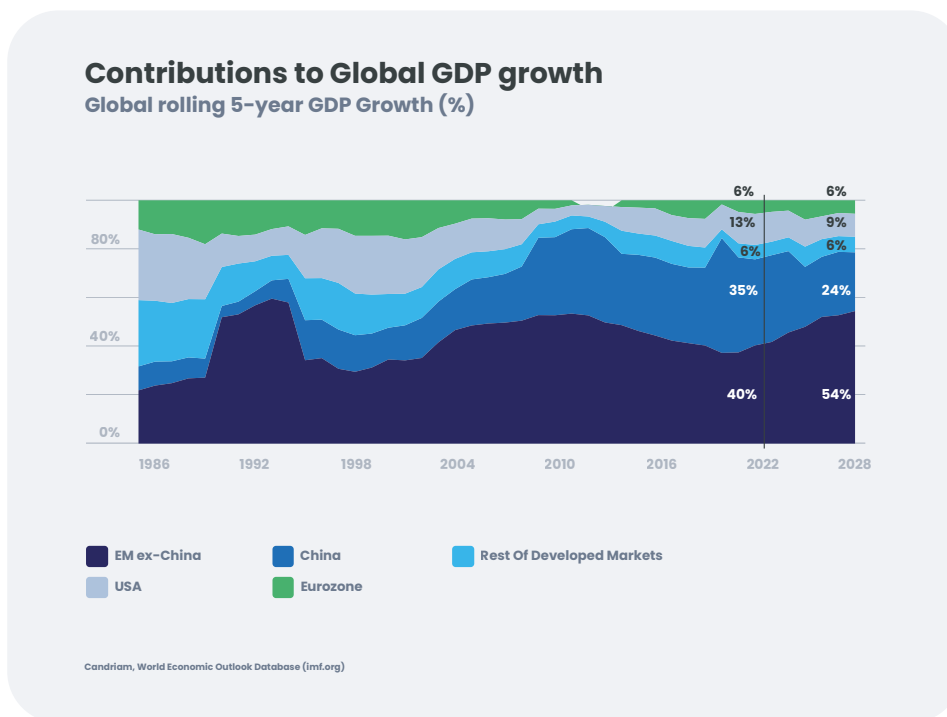
Wat betreft mijnbouw kan diversificatie plaatsvinden, met name in grafiek, waar Europa en Brazilië aanzienlijke reserves hebben. Verbeterde geologische onderzoeken in opkomende markten zijn cruciaal, samen met vooruitgang in recyclagetechnologie. Momenteel domineert China de productie van batterijcellen, maar Korea en Japan spelen stroomafwaarts een belangrijke rol. Met ondersteunend beleid en geopolitieke verschuivingen zullen andere ontwikkelingslanden mogelijk een inhaalslag maken.

De energietransitie tussen de EU en de VS sluit aan bij partnerlanden buiten China en biedt groeimogelijkheden voor andere ontwikkelingslanden. Wetten zoals de EU Critical Materials Act en de US Inflation Reduction Act leggen de basis voor mogelijkheden voor energietransitie in landen als Korea, Indonesië en Latijns-Amerika.

Regio's van opkomende markten ex China die centraal staan in de waardeketen van AI-technologie

De wereldwijde toeleveringsketen van halfgeleiders wordt gedomineerd door **Taiwan en Zuid-Korea**, regio's die sterk vertegenwoordigd zijn in opkomende

markten ex-China. Een nader onderzoek van de rijke AI-waardeketen in ontwikkelingslanden onthult hun centrale rol in het leveren van de essentiële infrastructuur voor de wereldwijde AI-goudkoorts, van hotspots voor de productie van halfgeleiders en hardware in Azië tot de opkomst van innovatieve technologieën zoals High Bandwidth Memory en chip-op-wafer-op-substraat. Als gevolg hiervan lijken deze regio's de belangrijkste aanjagers van structurele en technologische ontwikkelingen in de hele toeleveringsketen van AI, wat voor de komende jaren een aanzienlijke groei kan betekenen.



Kortom, de beleggingskansen in opkomende markten reiken veel verder dan China en bevinden zich op een cruciaal moment. **Een gunstige demografische dynamiek, positieve geopolitieke verschuivingen en kansen in de energietransitie en toeleveringsketens van halfgeleiders kunnen deze markten in staat stellen om de wereldwijde groei duurzaam te leiden.** Het mag geen verrassing heten dat opkomende markten zoals China de komende jaren naar verwachting de grootste aanjager van wereldwijde groei zullen zijn. De uitvoering en verwezenlijking van deze groeikansen zal bepalend zijn voor hun rol als belangrijke bijdragers aan de wereldwijde economische expansie. Terwijl de wereld naar hen kijkt, moeten deze markten de gelegenheid te baat nemen om de weg te vinden naar duurzame en robuuste groei in het steeds veranderende mondiale economische landschap.

1 - Europese Wet Kritieke Grondstoffen, https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/green-deal-industrial-plan/european-critical-raw-materials-act_en

2 - Wet op de inflatievermindering, CHIPS wakkeren boom in de bouw aan met Intel, TSM en Samsung als belangrijkste spelers Investor's Business Daily, <https://www.investors.com/news/inflation-reduction-act-chips-fuel-construction-boom-with-intel-tsm-and-samsung-key-players/>

3 - EU en Republiek Korea - Groen partnerschap, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_2816



Zal de gezondheidszorg volgend jaar de verwachte defensieve rol spelen?



Rudi Van den Eynde

Head of Thematic Global Equity



Antoine Hamoir

CFA, Senior Fund Manager / Senior
Equity Analyst Health Care & Consumer



De gezondheidszorgsector is weliswaar niet in zo'n goede vorm als aan het einde van de pandemie, maar vertoont veerkracht met veelbelovende indicatoren, op een moment dat de economie mogelijk begint te haperen.

2023: een teleurstellende sector buiten adem

De gezondheidszorgsector wordt doorgaans gezien als defensief en als een sector die gestaag en stabiel groeit. Toch stelde de sector teleur in 2023, ondanks de vele problemen waarmee de wereld te kampen heeft, van inflatie en economische vertraging tot oorlog. Daar zijn verschillende redenen voor:

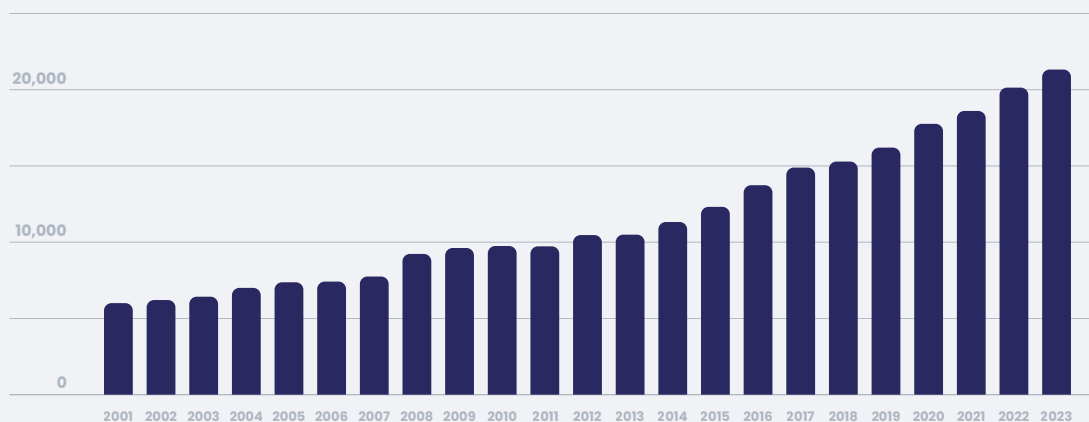
- De sterke focus van beleggers op kunstmatige intelligentie en technologie in het algemeen heeft de meeste andere sectoren dit jaar uit de schijnwerpers gehouden.
- De ondermaatse prestaties van small- en midcaps troffen de innovatieve biotechnologiesector hard.
- Tot slot heeft de voorraadafbouw door klanten van biowetenschappelijke bedrijven (biofabricage, biomedisch onderzoek) sommige bedrijven ook getroffen, en de post-pandemische omgeving heeft duidelijk die bedrijven gestraft die hun verkoop konden verhogen op basis van hun blootstelling aan vaccins, direct of indirect, en nu te maken hebben met moeilijke vergelijkingen.

Hoe zal 2024 eruit zien?

Veel tegenwind verdwijnt, omdat zowel de vergelijkingsbasis van de COVID-pandemie in 2024 gemakkelijker wordt als veel biowetenschappelijke bedrijven aangeven dat de voorraadafbouw bij hun klanten afvlakt en orders weer binnenkomen.

Bovendien maken de ondermaatse prestaties als gevolg van de macro-economische achtergrond de huidige waarderingen tot een aantrekkelijke opportuniteit. De koers-winstverhouding van de farmaceutische subsector van 15 wijst op onderwaardering en ligt onder het langetermijngemiddelde¹. Dit wordt vooral bijzonder interessant als u bedenkt dat fundamentele factoren, zoals innovatie, intact blijven. Met name de biotech- en gezondheidszorgsectoren hebben een robuuste toewijding aan innovatie laten zien, wat wordt geïllustreerd door de gestage groei van het aantal geneesmiddelen in de ontwikkelingspijplijn. Van 5.995 in 2001 is dit aantal gestegen tot een indrukwekkende 21.292 in 2023. Bovendien weerspiegelt het goedkeuringspercentage van de FDA dit momentum, met alleen al in 2023 ten minste 60 nieuwe geneesmiddelen – een aanzienlijke stijging ten opzichte van de 39-53 goedkeuringen in de voorgaande vier jaar (meest recente gegevens per 8 december 2023)².

Total R&D pipeline size by year, 2001-2023



Source: Pharmaprojects, January 2023

Andere positieve ontwikkelingen maken de diagnose gunstiger:

- Een hardhandig optreden van de Chinese overheid tegen corruptie in het ecosysteem van ziekenhuizen had ook negatieve gevolgen voor sommige bedrijven die in China actief zijn, aangezien ziekenhuizen bevroren werden en alle bestellingen van nieuwe apparatuur en zelfs verbruiksgoederen beperkten terwijl ze het onderzoek lieten passeren. Opnieuw wordt verwacht dat deze negatieve impact aan het begin van 2024 weer zal omslaan in een positieve impuls (inhaalbestellingen).

- Een groot positief punt (in ieder geval voor de gezondheidszorg) komt voort uit ons economische scenario: tekenen van een vertraging zijn al zichtbaar in veel regio's, zoals China en sommige Europese landen, maar we verwachten ook dat de Amerikaanse economie in 2024 een langzamer ritme zal aannemen omdat de hoge rente blijft doorbijten. De inflatie is al aan het afnemen en we verwachten dat deze "normalisering" zal doorgaan, met het vooruitzicht op renteverlagingen door de FED in 2024 en ook langlopende rentetarieven die zullen dalen. De combinatie van tragere groei met lagere tarieven is een zeer aantrekkelijke macromix voor de gezondheidszorg, omdat de gezondheidszorg veel minder afhankelijk is van economische omstandigheden dan andere sectoren - de vraag naar behandelingen is er altijd, ongeacht de economische omstandigheden. Lagere rentetarieven zullen het beleggerssentiment ten aanzien van nog niet winstgevende, maar wel innovatieve biotechnologiebedrijven ten goede komen.

De temperatuur zal naar verwachting boven de 40 graden stijgen voor de geneesmiddelen categorie GLP-1. Obesitas, een wereldwijd gezondheidsprobleem, trof meer dan 40%³ van de volwassenen in de VS in 2020 en zal naar verwachting stijgen tot 50% in 2035. De gevolgen van obesitas zijn ernstig en leiden tot een groot aantal gerelateerde uitgaven voor gezondheidszorg. De geschiedenis van geneesmiddelen tegen zwaarlijvigheid wordt gekenmerkt door veiligheidsproblemen en het van de markt halen van geneesmiddelen, wat heeft geleid tot scepsis over de therapeutische opties, terwijl benaderingen op basis van aanpassingen in de levensstijl vaak onvoldoende blijken te zijn voor blijvend gewichtsverlies. De eerste therapeutische opties hadden te kampen met off-target effecten, lage receptorspecificiteit, vervangende dopamineactivatie die leidde tot verslaving en gedragsmatige bijwerkingen. Na 100 jaar van mislukkingen markeert de goedkeuring van een nieuwe klasse geneesmiddelen gericht op glucagon-like peptide-1 (GLP-1) een paradigmaverschuiving, waarbij voor het eerst in de geschiedenis redelijk verdraagbare, effectieve behandelingen voor gewichtsverlies worden geboden, nadat ze hun nut hebben bewezen als diabetesmedicijnen. Vergoeding, gedreven door positieve uitkomsten over co-morbiditeiten, krijgt steun van commerciële en overheidsbetalers. De focus op veiligheid en tastbare eindpunten, zoals cardiovasculaire voorvallen en mortaliteit, bepaalt het klinische en regelgevende landschap, waarbij GLP-1 therapieën tot nu toe hun effectiviteit hebben bewezen.

De sector kan te maken krijgen met een aantal hardnekkige infecties

Sommige subsectoren binnen de gezondheidszorg hebben echter geleden, omdat beleggers vrezen dat er minder vraag zal zijn naar cardiovasculaire apparaten of orthopedische implantaten, omdat mensen gezonder zullen zijn. Wij geloven dat GLP-1 medicijnen effectief zijn en een grote vooruitgang betekenen in de behandeling van obesitas, maar tegelijkertijd lijkt de neergang van medische technologiebedrijven overdreven omdat cardiovasculaire en andere problemen meerdere oorzaken hebben en ook het resultaat zijn van tientallen jaren overgewicht. Daarom zien we dit als een koopkans voor de getroffen MedTech-bedrijven. Bovendien komen zwaarlijvige patiënten niet in aanmerking voor sommige specifieke operaties en een verschuiving naar een minder extreme Body Mass Index (BMI) zou het voor deze patiënten mogelijk kunnen maken om in aanmerking te komen voor bijvoorbeeld een kunstheup. Als u de details van de uitkomststudie van Novo Nordisk bekijkt, ziet u dat de gezondheidsvoordelen minder uitgesproken waren voor patiënten in de VS, om redenen die nog onduidelijk zijn, maar die misschien verband houden met de zeer hoge BMI's bij aanvang van de studie – nogmaals, de veronderstelling dat hart- en vaatziekten en andere aandoeningen zouden verdwijnen, zoals sommige aandelenreacties doen geloven, lijkt overdreven.

Zijn Amerikaanse verkiezingen goed voor het sociale welzijn?

Met de presidentsverkiezingen in het verschiet in de VS (en enkele zetels in het Congres die voor herverkiezing in aanmerking komen) bestaat het risico op negatieve commentaren op de kostenkant van de gezondheidszorg – uiteraard een relevant onderwerp. We denken dat het deze keer anders zal zijn, omdat gezondheidszorg deze keer niet het slagveld lijkt te zijn. De verkiezingen gaan meer over internationale handel, veiligheid en brede sociale en maatschappelijke kwesties, vandaar dat we minder bang zijn voor negatieve retoriek tijdens deze verkiezingen.

Dat betekent niet dat er geen aandacht is voor de kosten van de gezondheidszorg in het algemeen.

In 2022 ondertekende president Biden de Inflation Reduction Act, die bepalingen bevat voor Medicare. Onder deze wet kunnen de Centers for Medicare & Medicaid Services (CMS) nu onderhandelen over de prijzen van medicijnen. CMS selecteert de geneesmiddelen met de hoogste totale uitgaven uit de top 50 van in aanmerking komende single-source geneesmiddelen. De cumulatieve lijst zal beginnen met 10 geneesmiddelen van Deel D (thuis toegediend) in 2026, 15 van Deel D in 2027, 15 van zowel Deel B (toegediend in het ziekenhuis) als Deel D in 2028 en 20 van beide in 2029.

De onderhandelbare geneesmiddelen zijn merkgeneesmiddelen of biologische geneesmiddelen zonder generieke geneesmiddelen/biosimilars, die pas in aanmerking komen nadat ze 9-13 jaar op de markt zijn, afhankelijk van het type geneesmiddel. Het is de moeite waard om op te merken dat geneesmiddelen sowieso te maken hebben met verlies van exclusiviteit (LOE) of patent kliffen, vandaar dat de bescherming van 12 jaar voor biologische geneesmiddelen in het plan-Biden in ieder geval dicht in de buurt komt van de effectieve octrooibeschermt na het begin van de commercialisering die een nieuw geneesmiddel de facto geniet. Uiteindelijk is de impact van het plan dus vrij beperkt.

Verder specificeert de IRA ook factoren die leiden tot uitsluiting van prijsonderhandelingen, zoals weesgeneesmiddelen, geneesmiddelen waarvoor

generieke geneesmiddelen/biosimilars beschikbaar zijn of geneesmiddelen van kleine biotechnologiebedrijven.

De precieze impact van het plan blijft onzeker door verschillende factoren, waaronder onduidelijkheden in de onderhandelingstaal en lopende rechtszaken tegen farmaceutische bedrijven. Gezien de naderende presidentsverkiezingen is zelfs de uitvoering van dit plan in 2026 verre van zeker.

Nu het jaar 2024 van start gaat met nog steeds veel onzekerheid, zullen beleggers in de gezondheidszorgsector opnieuw onderscheidingsvermogen en diepgaande analyse moeten betrachten bij hun aandelenselectie en portefeuilleconstructie. We zijn ervan overtuigd dat innovatie en bedrijven die de volgende doorbraak in de ontwikkeling van geneesmiddelen creëren de beste bescherming bieden tegen politieke inmenging. In de VS zal innovatie altijd beloond worden en het plan van Joe Biden beschermt innovatie inderdaad door pas goedgekeurde medicijnen gedurende een aanzienlijke periode uit te sluiten van prijsonderhandelingen, wat zichtbaarheid geeft aan de oorspronkelijke en innoverende bedrijven.

Wij denken dat de gezondheidszorgsector in 2024 veerkrachtiger zal zijn. Maar hoe het er ook uitziet, wij zullen er zijn om u te ondersteunen en uw portefeuilles te laten profiteren van deze kansen. Ik wens u een gezond 2024!

1 - Bron: Bloomberg, Gemiddelde 2018-2022, index: MSCI Wereld Farmaceutische Producten

2 - Nieuwe medicijnen bij FDA: Nieuwe moleculaire entiteiten en nieuwe therapeutische biologische producten van CDER, FDA, <https://www.fda.gov/drugs/development-approval-process-drugs/new-drugs-fda-cders-new-molecular-entities-and-new-therapeutic-biological-products> en Biologische goedkeuringen per jaar, FDA, <https://www.fda.gov/vaccines-blood-biologics/development-approval-process-cber/biological-approvals-year>

3 - Lobstein, T., Brinsden, H., & Neveux, M. (2022). Atlas overgewicht in de wereld 2022 "Obesitas-exceptionalisme: Deze keer is het anders. Framing the Opportunity and Challenges for a New Era of Obesity Treatment" (september 2023) door BMO Capital Markets.



Verenigde Staten: Wat kunnen we verwachten in het verkiezingsjaar?



Nicolas Forest

Chief Investment Officer



Emile Gagna

Economist



**Florence Pisani,
PhD**

Global Head of
Economic Research



Nadège Dufossé

CFA, Global Head of
Multi-Asset

Op 5 november 2024 worden de Amerikaanse presidentsverkiezingen gehouden. Het zal ongetwijfeld het middelpunt van de marktaandacht zijn volgend jaar. Een nieuwe confrontatie tussen Biden en Trump lijkt op dit moment het meest waarschijnlijk. De finish is echter nog ver weg en andere scenario's zijn nog mogelijk. Maar zelfs als het duel tussen Biden en Trump zich zou herhalen, zouden de gevolgen voor de financiële markten deze keer heel anders kunnen zijn. Wat kunnen we leren van historische observaties van marktgedrag in een verkiezingsjaar? Welke gevolgen kunnen deze verkiezingen hebben voor de Amerikaanse economie? Zal de volatiliteit op de aandelenmarkt toenemen? Wordt de twijfel over de houdbaarheid van de Amerikaanse staatsschuld groter?

"It's the economy, stupid" ... echt?

Bijna een jaar voor de presidentsverkiezingen blijft de groei dynamisch, op 15 december staat de S&P 500 op recordhoogte, de desinflatiebeweging is in volle gang, de werkloosheidscijfers naderen recordlaagtes, de kloof tussen de hoogste en laagste lonen is kleiner geworden en de herindustrialisatie beweging is gaande! De economische resultaten van de regering-Biden zijn daarom vleidend... vooral vergeleken met de verwachtingen van de meeste waarnemers. Eind 2022 geloofden velen van hen inderdaad dat het aanscherpen van het Federal Reserve-beleid de Amerikaanse economie alleen maar in een recessie kon duwen...was dat niet de enige manier om de inflatie omlaag te krijgen?

Maar wedden dat dit record Biden in staat zal stellen de herverkiezing te winnen, zou misschien te ver gaan. Het gevoel van veel Amerikaanse huishoudens is waarschijnlijk niet zo gunstig als de indicatoren suggereren: terwijl de inflatie afneemt, zijn de prijzen aanzienlijk hoger dan voor de pandemie (+25% voor voedsel, +20% voor nieuwe auto's en zelfs +35% voor tweedehands auto's). Stijgende rentetarieven, voor zowel consumentenkrediet als hypotheek, kunnen ook een negatieve invloed hebben op deze perceptie, doordat ze het budget van huishoudens en de betaalbaarheid van huizen onder druk zetten. Ten slotte is het in een extreem gepolariseerde politieke context verre van zeker dat deze verkiezingen alleen op basis van de economie en de aandelenmarkt zullen worden beslist!

Hoe gedragen markten zich in een verkiezingsjaar?

Hoewel het moeilijk is om lessen te trekken uit eerdere episodes, biedt het historische gedrag van de aandelenmarkt tijdens verkiezingsjaren enkele inzichten. De volatiliteit is meestal hoger dan normaal en de prestaties van de aandelenmarkt zijn over het algemeen iets minder dan 'normaal'. De beperking van deze studies is natuurlijk de kleine steekproefgrootte en het feit dat ernstige recessies het rendement in sommige verkiezingsjaren aanzienlijk kunnen beïnvloeden. Deze onderzoeken onthullen echter wel een aantal lessen: sinds 1984 is de gemiddelde verkiezingsjaarprestatie van aandelen positief, maar zwakker dan in andere jaren.¹ Deze prestaties worden ondersteund door de groei van de bedrijfswinsten, die over het algemeen profiteren van gunstige economische omstandigheden in de aanloop naar verkiezingen, terwijl de risicopremie ook de neiging heeft om te stijgen. Deze toegenomen prestaties en de stijging van de volatiliteit kunnen worden verklaard door de toenemende onzekerheid rond het economische beleid in verkiezingsjaren. Vanaf de zomer heeft de index voor "economische beleidsonzekerheid" de neiging om te stijgen... en daalt pas weer als de resultaten bekend zijn.

Een beperkt fiscaal beleid

De markten zullen letten op de fiscale keuzes van de kandidaten. Hoewel de agenda's nog onduidelijk zijn, heeft D. Trump beloofd om "zijn" belastingverlagingen te verlengen: ze werden besloten in 2017, maar zullen aflopen in 2025. Volgens de CRFB², zouden de kosten voor de begroting over een periode van tien jaar ongeveer 3,3 biljoen dollar bedragen (3,8 biljoen dollar als de stijging van de rentebetalingen wordt meegerekend). Als alle andere factoren gelijk blijven, zou dit het tekort met meer dan een vol procentpunt van het bbp verhogen en de staatsschuld opdrijven tot 125% van het bbp in 2033, vergeleken met 115% als het beleid ongewijzigd blijft (d.w.z. als de belastingverlagingen mogen aflopen).

De financiering van deze belastingverlagingen, zoals aangekondigd door voormalig president Trump, met een verhoging van 10% van de tarieven op alle Amerikaanse import zou op papier over een periode van tien jaar \$2,5 biljoen kunnen opleveren voor de begroting. Dit cijfer zou echter waarschijnlijk worden verlaagd door een krimp van de import en een daling van de groei.

Zullen de verkiezingen voor de aandelenmarkten waarschijnlijk meer een sectorale dan een macro-economische kwestie zijn.



Bovenal zou een dergelijke toename de wereldeconomie op het pad zetten naar een grootschalige handelsoorlog! Het opnieuw in evenwicht brengen van de begroting door te bezuinigen op niet-defensiegerelateerde, discretionaire uitgaven, zoals voormalig president Trump ook voorstelt, is een illusie. Dergelijke uitgaven vertegenwoordigen vandaag amper 3% van het bbp, en ze met meer dan 30% verminderen is onrealistisch.

Moody's herhaalde onlangs de risico's van de fiscale situatie van het land en plaatste de AAA-rating op negatief. Hoe zullen de obligatiemarkten reageren op de voortdurende stijging van de schuldenlast en een mogelijke verlaging van de Amerikaanse rating? Het vertrouwen van beleggers in het vermogen van de overheid om haar schuld te beheren is in de loop van de jaren gestaag afgenomen: de Amerikaanse CDS is al gedaald van 10 basispunten in 2021 naar meer dan 50 basispunten eind november (eerder in 2023 was dit meer dan 70 basispunten ten tijde van de impasse rond het schuldenplafond afgelopen voorjaar).³ Beleggers zullen een goede reden hebben om weer op te krabbelen...

Sectorale in plaats van macro-economische uitdagingen

Nu de budgettaire speelruimte beperkter is, zullen de verkiezingen voor de aandelenmarkten waarschijnlijk meer een sectorale dan een macro-economische kwestie zijn. En toch wijzen de lijnen die de kandidaten trekken voor de markten in radicaal tegenovergestelde richtingen. J. Biden heeft bijvoorbeeld een koolstofarme elektriciteitssector beloofd tegen 2025 en koolstofneutraliteit tegen 2050. De vorige Trump-regering trok zich terug uit de Overeenkomst van Parijs en schrapte verschillende wetten en regels op het gebied van milieubescherming. Het is een veilige gok dat deze richting zal worden voortgezet als er een tweede presidentschap van Trump komt. Ook de toekomst van de ACA (Affordable Care Act) zou ernstig in gevaar kunnen komen als D. Trump wordt verkozen. De voorstellen van de kandidaten om kunstmatige intelligentie te reguleren zouden ook van invloed kunnen zijn op de markten. De aard van de presidentiële meerderheid zal echter net zo belangrijk zijn als de gekozen kandidaat. Geen van beide mannen zal als president in staat zijn om zijn beloften na te komen, tenzij zijn partij een meerderheid in het Congres wint.

Monetair beleid onder druk...

De kwestie van de onafhankelijkheid van de Federal Reserve kan de markten ook zorgen baren. D. Trump heeft de centrale bank vaak aangevallen, soms in gewelddadige bewoordingen -- in 2019 noemde hij voorzitter J. Powell, een "domkop" -- en probeerde hij Judy Shelton te benoemen, een felle criticus van de instelling en een fervent voorstander van een terugkeer naar de goudstandaard. Als D. Trump wordt verkozen, zou J. Shelton wel eens bij de Fed kunnen komen (mits de Senaat haar natuurlijk niet opnieuw tegenwerkt), of zelfs de Fed kunnen leiden in plaats van J. Powell, wiens termijn als voorzitter in januari 2026 afloopt. Terugkomen op de onafhankelijkheid van de centrale bank - of er zelfs maar naar hinten - nog voordat de herinnering aan de recente inflatie-episode is vervaagd, zou gevaarlijk zijn.

Naar stijgende aandelenrisicopremies en volatiliteit...

De programma's van D. Trump en J. Biden zullen de Amerikaanse economie dus op heel verschillende paden zetten. Zolang geen enkele kandidaat zich onderscheidt, is het een veilige gok dat de onzekerheid op de aandelenmarkten zal wegeen en de volatiliteit zal aanwakkeren. Hoewel het verleden niet altijd een "goede" leidraad is, moeten we niet vergeten dat Biden bij de verkiezingen van 2020 7 miljoen stemmen meer kreeg dan zijn tegenstander, maar door de kronkels van het Amerikaanse kiescollegesysteem kwam de verkiezing neer op minder dan 100.000 stemmen, in een handvol staten! Het ergste voor de markten zou natuurlijk zijn als de onzekerheid niet zou verdwijnen op 5 november 2024...



1 - Candriam-analyse, Bloomberg-gegevens

2 - Committee for a Responsible Federal Budget, een non-profitorganisatie

3 - Bron: Bloomberg. Gegevens per 2 mei en 30 november



Welke gediversifieerde portefeuille voor 2024?



Nadège Dufossé

CFA, Global Head of Multi-Asset

Op zoek naar een 'nieuw' normaal

De komst van de pandemie in 2020 heeft de mindset van investeerders veranderd. De opeenvolgende schokken van Covid en de energiecrisis introduceerden extreme punten in economische en financiële gegevens. Dit geluid begint te vervagen, zoals bij elk golfverschijnsel. Het jaar 2023 werd gekenmerkt door ongelijke economische prestaties en gemengde bedrijfsresultaten. Terwijl het jaar positief eindigt voor obligaties en aandelen, maar wordt beïnvloed door een hoog niveau van prestatieverschillen en aanzienlijk idiosyncratisch risico, rijst de vraag: welke portefeuille moeten we opbouwen voor 2024?

2024 zou meer zichtbaarheid moeten brengen voor beleggers

Betere zichtbaarheid of betere leesbaarheid? Waarschijnlijk allebei. Sommige economische cijfers keren eindelijk terug naar 'vertrouwd' terrein. De inflatie is afgenomen en zal snel dalen tot onder de 3% in zowel de Verenigde Staten als de Eurozone, waardoor inflatie niet langer het voornaamste zorgpunt blijft voor beleggers. Volgens de prognoses van het IMF zou het verschil in economische groei tussen landen ook aanzienlijk moeten afnemen tegen 2024/2025, nadat de schokken zijn geabsorbeerd. Hetzelfde geldt voor het monetaire beleid: we zijn aan het einde van de monetaire verkrappingscyclus, waarbij de centrale banken geslaagd zijn in hun missie en hun manoeuvreerruimte hebben hersteld. De centrale vraag voor beleggers is verschoven van de vraag of er renteverlagingen komen naar de vraag wanneer deze zullen plaatsvinden.

Het sentiment en de positionering van beleggers zijn veel positiever dan aan het begin van het jaar en daarin ligt de belangrijkste vraag voor 2024: in hoeverre is deze schijnbaar meer voorspelbare en duidelijkere omgeving nu geaccepteerd?

Structurele veranderingen in rentetarieven veranderen evenwicht in portefeuille

De ommekeer van de Amerikaanse en Europese centrale banken zal waarschijnlijk volgend jaar plaatsvinden, maar in ons centrale scenario verwachten we geen grote renteverlagingen. We zijn nu heel dicht bij onze Amerikaanse en Duitse rentestreefcijfers voor 2024. De inflatie is snel gedaald, maar de inflatieverwachtingen voor de middellange termijn (5-10 jaar) zijn in de Verenigde Staten verankerd op 3%, een niveau dat overeenkomt met het gemiddelde in de periode 1998-2008.¹ Het aanhouden van een hogere rente verandert de balans van een gediversifieerde portefeuille, waarbij beleggers een breder scala aan activa hebben die een positief reëel rendement bieden.

Nu het jaar ten einde loopt, lijken beleggers, gezien de verwachte rendementen op aandelen en obligaties, weinig motivatie te hebben om het risiconiveau in hun portefeuilles te verhogen. Naar onze mening zijn de verwachte rendementen op de aandelenmarkten onvoldoende om het risico van teleurstelling over de economische groei en geopolitieke risico's te dekken. 2024 is immers een jaar

waarin de helft van de wereldbevolking naar de stembus gaat! Aan de obligatiekant biedt de carry beleggers rendement.

Onze streefportefeuille voor 2024 geeft daarom de voorkeur aan obligaties boven aandelen, met een langere duration, nu de Amerikaanse en Europese centrale banken tijdens hun laatste vergadering in december hebben bevestigd dat ze hun koers zullen wijzigen. In obligaties beleggen we in staatsschulden (ook in dollars, met valuta-afdekking). Wij geven ook de voorkeur aan kwaliteitsvolle obligaties (*investment grade*) in euro's en dollars. Schuldpapier van opkomende markten biedt ten slotte aantrekkelijke rendementen in zowel dollars als lokale valuta's en zou goed moeten presteren in een wereld van zwakkere maar positieve groei en een zwakkere dollar.

Selectief beleggen in aandelen

Nu 2023 ten einde loopt, komen de aandelenmarkten opnieuw in een voor hen gunstig “goudlokje”-scenario². Op basis van het huidige niveau van de belangrijkste indices verwachten we een eencijferig rendement, ondersteund door een lage maar positieve winstgroei en dividendrendementen ([zie artikel over aandelen](#)). Als gevolg daarvan zien we aandelenmarkten zonder grote trend en met een beperkt opwaarts of neerwaarts potentieel. In het geval van een economische teleurstelling of een exogene schok zouden centrale banken nu veel gemakkelijker kunnen ingrijpen dan vorig jaar.

Hoewel de markt als geheel volgens ons een katalysator lijkt te missen, geloven we niettemin dat ze **voor bepaalde thema's aantrekkelijkere kansen biedt**. Dit is het geval voor defensieve bedrijven van hoge kwaliteit in de sectoren **gezondheidszorg en niet-cyclische consumptiegoederen**. Deze sectoren hebben in 2023 grotendeels ondermaats gepresteerd, deels afgestraft door de stijging van de rente en door de veel sterker dan verwachte groei in de Verenigde Staten in 2023. In 2024 bieden deze bedrijven het dubbele voordeel van een lagere gevoeligheid voor veranderingen in de economische cyclus en relatief aantrekkelijke waarderingen. We blijven ook positief over bedrijven in de technologiesector **die profiteren van het AI-thema**. Hun beursprestaties worden ondersteund door een superieure winstgroei, die volgend jaar zou moeten aanhouden, terwijl het renteklimaat geen belemmering zou moeten zijn voor hun waardering. Tot slot vinden we kansen in aandelen die hebben geleden onder soms gedwongen en willekeurige verkopen. Dit is het geval voor de **kleinste kapitalisaties in Europa en de Verenigde Staten**. Een duurzame opleving zal echter afhangen van de vraag of de bedrijvigheid goed blijft.

"Voorspellingen zijn moeilijk, vooral als ze over de toekomst gaan". En als... we het mis hadden?

Is onze allocatie bestand tegen de verschillende mogelijke scenario's? Als de angst voor een recessie weer de kop opsteekt, zouden staatsobligaties het goed moeten doen en een gedeeltelijke afdekking vormen tegen het risicovollere deel van de portefeuille (met name aandelen). De correlatie tussen de twee activaklassen, obligaties en aandelen, zal waarschijnlijk weer negatief worden in een omgeving waar de inflatie genormaliseerd is. Andere activa kunnen de daling van aandelen opvangen: goud, de yen en alternatieve strategieën zouden in deze omgeving goed moeten presteren.

Een opleving van de inflatie zou over het geheel genomen het slechtste scenario zijn voor een gediversifieerde portefeuille, met een neerwaarts risico voor zowel obligaties als aandelen, zoals in 2022. In dit geval moeten we de voorkeur geven aan contanten en blootstelling aan bepaalde grondstoffen zoals goud of energie (olie) om de daling van de portefeuille te beperken.

Het laatste type risico is een exogeen risico (geopolitiek risico, risico voor de financiële stabiliteit). Dit soort schokken veroorzaakt een sterke stijging van de volatiliteit en moet vervolgens worden beoordeeld op zijn impact op de bedrijvigheid, wat ons terugbrengt bij het eerste scenario: staatsobligaties, goud, de yen en alternatieve strategieën kunnen een gediversifieerde portefeuille enige bescherming bieden.

We geven daarom de voorkeur aan een evenwichtige en selectieve benadering voor 2024: aan de obligatiekant zoeken we naar carry met een langere duration, blootstelling aan krediet van goede kwaliteit en opkomende schuld; en aan de aandelenkant een meer specifieke blootstelling aan bepaalde thema's die een groter opwaarts potentieel hebben dan de indices: niet-cyclische consumentengoederen, de technologiesector en kleinere kapitalisaties.

1 - Bron: Bloomberg

2 - Een ideaal scenario van een economie die niet te sterk en niet te zwak is

Investeren met overtuiging: Conclusie



Nicolas Forest

Chief Investment Officer

Terwijl onze experts zich de afgelopen maand toelegden op het beschrijven van hun overtuiging voor 2024, moeten we constateren dat de markt het verhoopte scenario al gedeeltelijk heeft ingeprijsd!


De voortdurende daling van de inflatie en zwakkere macro-economische gegevens hebben de hoop op een snellere normalisatie van het monetaire beleid aangewakkerd, wat resulteerde in een daling van de rentetarieven met 100 bp en een sterke prestatie van risicovolle activaklassen.

Maar de eindejaarsrally mag ons de tien structurele vragen die we tijdens deze oefening hebben gesteld, niet doen vergeten.

Hoewel de financieringskosten zeker zijn gedaald, zijn de verwachtingen van renteverlagingen niet te snel en te sterk geworden? Centrale banken zullen in 2024 normaliseren, maar handhaven toch een hoger renteniveau dan het afgelopen decennium. Het bepalen van het "neutrale" niveau

in de huidige omgeving is verre van eenvoudig. "[Hoge tarieven... voor hoe lang?](#)" is een gewaagde gok! Het aantal renteverlagingen en de opeenvolging ervan zullen afhangen van de omvang van de economische vertraging en de toekomstige inflatietrends.





Obligaties zijn weer helemaal terug! Hoewel de risicopremies zijn afgenomen, blijft het rendement aanwezig. Selectie blijft belangrijk, vooral in de gebieden met de zwaarste schulden.

"Obligatierendementen bieden tal van kansen... maar kies zorgvuldig".

De afgelopen jaren hebben regeringen enorme schulden gemaakt om de economische en sociale gevolgen van de pandemie en de energiecrisis te verzachten. **"Moeten we ons zorgen maken over de houdbaarheid van de publieke schulden in de eurozone?"** Terwijl de gemiddelde kosten van de staatsschuld blijven stijgen, zullen de afnemende inflatie en zwakke groeivoorzichten niet helpen om de balans van de overheidsfinanciën te herstellen. In een verkiezingsjaar zal de evolutie van de begrotingstekorten in de gaten worden gehouden.

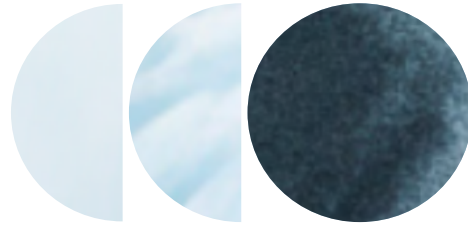
Stijgende rentetarieven hebben de vastgoedmarkt in 2023 grotendeels bevroren, maar de dooi zou kunnen doorzetten! **"Vastgoed... een lentedooi".** Er zijn kansen in verschillende activaklassen met relatief gezonde structuren, waaronder private schuld.

In 2023 zullen aandelen eindelijk een goed jaar achter de rug hebben, zij het met een hoge mate van spreiding. **"Kunnen aandelen in 2024 dalen, zelfs zonder recessie?"** Hoewel het opwaarts potentieel onwaarschijnlijk lijkt na de eindejaarsrally, zien sommige aandelen er voor ons nog steeds aantrekkelijk uit:

- Sommige bedrijven, vooral in de gezondheidszorg, profiteren van de demografische veranderingen en hun sterke innovatievermogen na tegenwind vorig jaar. **"Zal de gezondheidszorg zoals verwacht zijn defensieve rol spelen?"**

- De sector voor hernieuwbare energie is gehavend door stijgende rentetarieven en stijgende inputkosten, waardoor de winstgevendheid op een laag pitje staat. Maar de energietransitie gaat door en blijft een prioriteit, en zoals in elke sector zullen er winnaars en verliezers zijn. Technologische positionering, integratieniveau en omvang zullen belangrijke factoren zijn. "[Turbulentie in de energietransitie: cyclisch of structureel fenomeen?](#)".
- Er zijn ook kansen in opkomende landen buiten China. Gunstige demografische dynamiek, positieve geopolitieke ontwikkelingen en kansen op het gebied van energietransitie en halfgeleiders geven bepaalde landen een nieuwe rol in de wereldwijde groei. "[Ontdek de nieuwe rijzende sterren in de galaxy van opkomende markten](#)".

Terwijl onze experts zich de afgelopen maand toelegden op het beschrijven van hun overtuiging voor 2024, moeten we constateren dat de markt het verhoopte scenario al gedeeltelijk heeft ingeprijsd!



Naast economische uitdagingen zullen electorale vraagstukken de agenda bepalen! 60% van het mondiale BBP zal worden beïnvloed door verkiezingen, waaronder de hoogste verkiezing in de Verenigde Staten in november. Hoewel een nieuw duel tussen Biden en Trump nu het meest waarschijnlijke scenario lijkt, is de kans groot dat de onzekerheid op de markten zal drukken en hun volatiliteit zal aanwakkeren. "[Verenigde Staten: wat te verwachten in een verkiezingsjaar](#)".

Uiteindelijk, in een onstabiele geopolitieke omgeving, een kwetsbare economie en een jaar vol uitdagingen, "[hoe moet je je portefeuille samenstellen?](#)" Onze doelportefeuille tot 2024 geeft de voorkeur aan obligaties boven aandelen en een selectieve investering. Wij denken dat er kansen liggen in defensieve bedrijven in de gezondheidszorg en de niet-cyclische consumentensector, in de technologiesector en in bedrijven die profiteren van het AI-thema en kleinere kapitalisaties. Laten we niet vergeten dat goud, de yen en alternatieve strategieën de portefeuille kunnen beschermen.

Het Candriam investeringsteam en ikzelf wensen u een uitzonderlijk voorspoedig 2024! Samen blijven we vastbesloten om nauw met u samen te werken om de uitdagingen te overwinnen en alle kansen te benutten die zich voordoen. Moge dit jaar synoniem staan voor succes en vruchtbare prestaties. Laten we samen een duurzame en veelbelovende financiële toekomst opbouwen!



144 miljard €

activa in beheer
op juni 2023*



+600

experten
tot uw dienst



+25 jaar

Koploper in
duurzaam beleggen

Dit is een marketingmededeling. Raadpleeg het prospectus van de fondsen en het document met essentiële beleggingen voordat u een definitieve beleggingsbeslissing neemt. Deze marketingcommunicatie vormt geen aanbod om financiële instrumenten te kopen of te verkopen, noch vormt het een beleggingsaanbeveling of een bevestiging van enigerlei transactie, tenzij uitdrukkelijk overeengekomen. Hoewel Candriam de gegevens en bronnen in dit document zorgvuldig selecteert, kunnen fouten of weglatingen niet a priori worden uitgesloten. Candriam kan niet aansprakelijk worden gesteld voor directe of indirecte schade als gevolg van het gebruik van dit document. De intellectuele eigendomsrechten van Candriam moeten te allen tijde worden gerespecteerd, de inhoud van dit document mag niet worden gereproduceerd zonder voorafgaande schriftelijke toestemming.

Waarschuwing: In het verleden behaalde resultaten van een bepaald financieel instrument of index of een beleggingsdienst of -strategie, of simulaties van in het verleden behaalde resultaten, of voorspellingen van toekomstige resultaten voorspellen geen toekomstige rendementen. Brutoprestaties kunnen worden beïnvloed door provisies, vergoedingen en andere onkosten. Rendementen uitgedrukt in een andere valuta dan die van het land waar de belegger woont, zijn onderhevig aan wisselkoersschommelingen, met een negatieve of positieve impact op de winsten. Als in dit document wordt verwezen naar een specifieke fiscale behandeling, is deze informatie afhankelijk van de individuele situatie van elke belegger en kan deze veranderen.

Het risico van verlies van de hoofdsom wordt gedragen door de belegger.

*Vanaf 30/06/2023 heeft Candriam de berekeningsmethode voor het beheerd vermogen (AUM) gewijzigd en het AUM omvat nu bepaalde activa, zoals niet-discretionair AUM, externe fondsenselectie, overlaydiensten, waaronder ESG-schermingsdiensten, [adviesdiensten], white labelingdiensten en diensten voor de levering van modelportefeuilles die niet in aanmerking komen als gereguleerd beheerd vermogen, zoals gedefinieerd in het formulier ADV van de SEC. Het AUM wordt gerapporteerd in USD. AUM dat niet in USD is uitgedrukt, wordt omgerekend tegen de contante koers op 30/06/2023.