

A symphony for a new dawn

**Our convictions,
your resolutions.**



2023





Inhoudsopgave.

Een beter uitgangspunt voor investeerders.	p.4	Europese Small Caps: ze zeggen dat de geschiedenis zich nooit herhaalt. Maar rijmt ze niet vaak?	p.25
ESG: Door de bomen het bos niet meer zien.	p.9	Impact: om echte en meetbare impact te creëren, kan je niet anders dan beleggen met een ziel.	p.30
Het "Bal" subtiel van de centrale banken: tot nu toe geen valse stappen.	p.13	Private Debt & ESG: kleine bedrijven, grote (data) uitdaging.	p.34
Overheden en centrale banken: Het "Mariage forcé" voor de energietransitie?	p.15	Absoluut rendement en decorrelatie: de vele instrumenten in een orkest.	p.37
CTA's: "De tocht van de Valkyrie's".	p.17	Bedrijfsobligaties uit de groeilanden - zet u schrap voor interessante markten: zorg ervoor dat u de juiste obligaties kiest!	p.42
Engagement: De "Onvoltooide Symfonie", zo mooi als die van Schubert.	p.21		
Bouwen aan een "Nieuwe Wereld": Thematische beleggingen.	p.24		



Vastgoed is als een opera.	p.46	Staan India's sterren eindelijk op één lijn?	p.59
Zwanenmeer. Vol Grijs.	p.48	De rentefuga: de obligatierente is terug, maar is alles nog wel hetzelfde?	p.64
Multi-management: hoe kunnen meerdere stemmen in harmonie zingen?	p.49	Duurzame obligaties: een stap terug, twee stappen vooruit.	p.66
Een langzame "dodenmars" voor het tijdperk van de fossiele brandstoffen.	p.53	Accelerando: het tempo naar een circulaire economie zwelt aan.	p.69
Net Zero met opkomende markten: voor de klok luidt.	p.54	De volgende maatregel? Allegro moderato!	p.70



Een beter uitgangspunt voor investeerders.



Vincent Hamelink
Chief Investment
Officer

2022 in A mineur

Toen beleggers eind 2021 dachten dat de schok van de Covid-19 pandemie achter de rug was, hadden weinigen verwacht dat er enkele weken later een oorlog zou uitbreken in Europa.

Naast de zware menselijke tol waren de onmiddellijke gevolgen van die harde realiteit, het verdwijnen van de energiezekerheid in Europa en een sterke stijging van de energieprijzen. De gasprijs is vervijfvoudigd en de olieprijs is in twee jaar tijd meer dan verdubbeld. We bevinden ons mogelijk in een ernstigere crisis dan die van de jaren zeventig. Deze crisis, die ons allen treft, gaat niet alleen over energieprijzen, maar ook over de voorzieningszekerheid voor Europa.

Sinds het begin van dit decennium heeft de pandemie alles op zijn kop gezet en is de oorlog een belangrijke factor geweest voor de deelnemers aan de financiële markten en voor de

centrale bankiers. Wij wisten van tevoren dat het begin van de verkrappingscyclus van de centrale banken een delicaat moment zou zijn om op deze markten te navigeren. Maar de reactie van de centrale bank leidde uiteindelijk tot een vroegere monetaire verkrapping, ongezien voor de huidige beleggersgeneratie.

Als gevolg van een bijzonder moeilijk jaar 2022 voor de financiële markten hebben beleggers nu echter een beter instapmoment dan een jaar geleden, zowel voor vastrentende waarden als voor aandelen. Nog maar een jaar geleden bedroeg ons verwachte rendement op jaarbasis voor de komende vijf jaar slechts 3,1% voor een 50/50 evenwichtige EMU-portefeuille. De verwachte rendementen op middellange termijn zijn interessanter geworden nu het rendement op vastrentende waarden is hersteld en de aandelenwaarderingen zijn gedaald. Diezelfde graadmeter is nu dus gestegen tot 5,5%.

2022 was weer een uitdaging

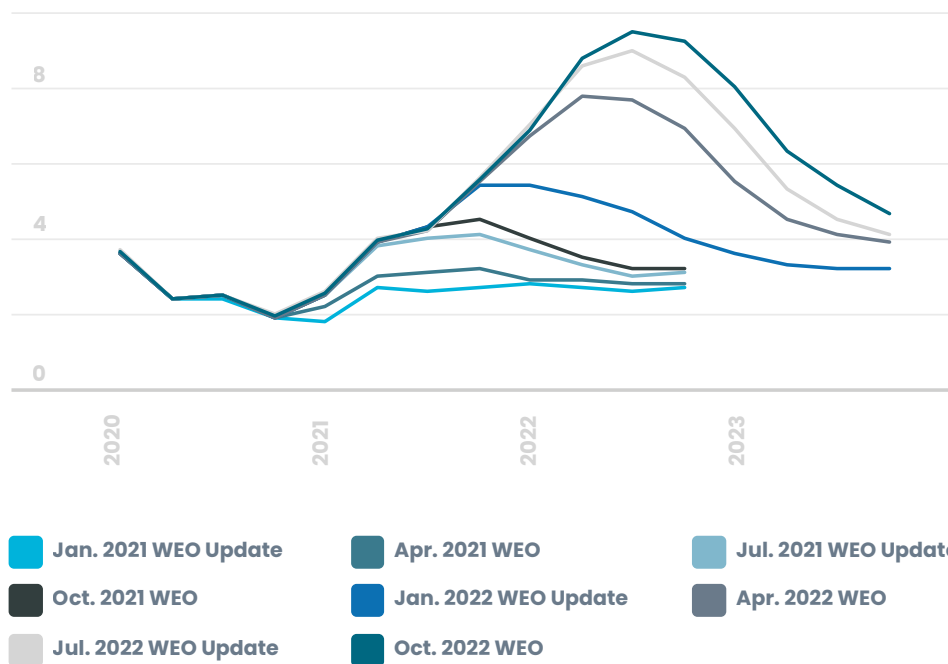
In veel landen steeg de inflatie tot een niveau dat in decennia niet meer was voorgekomen. De inflatie, die al onder druk stond door de spanningen in de toeleveringsketen, werd opgedreven in de nasleep van de Russische inval in Oekraïne. Dit laatste veroorzaakte een ernstige energiecrisis in Europa en zware problemen voor lage-inkomstenlanden omdat de voedselprijzen onder druk kwamen te staan.

De hardnekkige en toenemende inflatie heeft de centrale banken in de hele wereld ertoe aangezet hun monetair beleid te versoepelen: zelden heeft de wereld in de afgelopen halve

eeuw zo'n gesynchroniseerde verschuiving naar een groeiremmend beleid gezien! De aanpassing op de financiële markten was dan ook pijnlijk: de wereldwijde aandelen- en obligatiemarkten corrigeerden fors.

In 2023 zouden geopolitieke onzekerheid, strengere financiële voorwaarden en een aangetaste koopkracht op de groei moeten blijven wegen, maar de piek van de inflatie is waarschijnlijk bereikt. Voor de financiële markten is het goede nieuws dat er al veel slecht nieuws lijkt te zijn ingeprijsd!

Global Inflation Forecasts : Serial Upside Surprises (Percent)



Source : FMI

Geopolitieke spanningen zullen ook na 2023 aanhouden

In het afgelopen decennium is de wereld overgegaan van het tijdperk na de Koude Oorlog naar wat nu vaak "Great Power Competition" wordt genoemd – een wereld van intensievere concurrentie tussen de VS en China en tussen Rusland en het Westen. In de toekomst zal de politieke, economische en militaire impasse tussen het Westen en Rusland naar verwachting tot ver in 2023 voortduren, terwijl de spanningen tussen de VS en China over de toegang tot strategische technologieën en de dreiging van een militaire interventie van China in Taiwan waarschijnlijk niet zullen afnemen. In deze context sudderen de uitdagingen van wereldwijde veiligheidspartnerschappen, financiële integratie, veerkracht van de toeleveringsketen en migratie niet langer op de achtergrond: de geopolitiek zal de economische vooruitzichten blijven bepalen en een bron van volatiliteit zijn voor de financiële markten.

Hogere inflatie en lagere groei als uitgangspunt

Naast de geopolitieke onzekerheid zullen krappere financiële voorwaarden en een nog steeds hoge inflatie de wereldwijde groei in 2023 blijven afremmen. De centrale banken van de grote economieën zullen zich blijven concentreren op de inflatie. Naarmate de economieën vertragen en er financiële kwetsbare punten ontstaan, zal de roep om soepelere monetaire voorwaarden onvermijdelijk luider worden. In deze context zal de activiteit in de ontwikkelde economieën in 2023 ondermaats blijven.

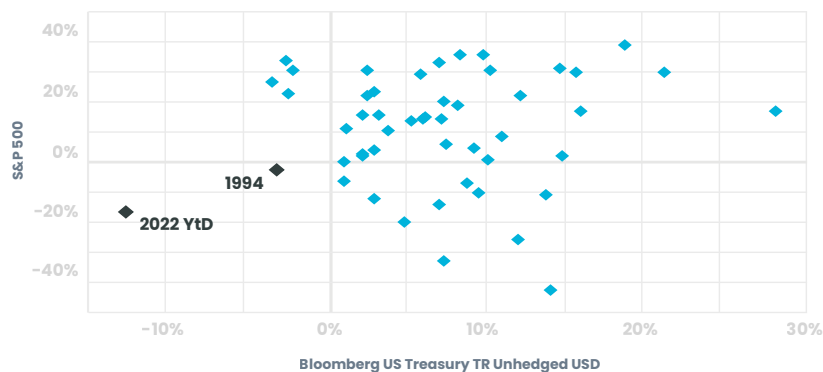
In de VS blijft het risico van een verkeerde afstelling van het monetaire beleid groot, maar de Fed zou erin moeten slagen een "zachte" landing te bewerkstelligen. In Europa blijven de groeiperspectieven moeilijk: hoewel de aardgasprijzen onlangs door de ongebruikelijk hoge temperaturen zijn gedaald, zouden hernieuwde spanningen de eurozone gemakkelijk in een recessie kunnen doen belanden.

In China is het uiteenspatten van de vastgoedzeepbel nog lang niet voorbij, ondanks de geleidelijke versoepeling van de Zero Covid-strategie en begrotingssteun.

Een eerste cross-asset conclusie: Duratie blijven kopen via IG-bedrijfsobligaties

De kapitaalmarkten hebben in 2022 snel veel slecht nieuws ingeprijsd. In de afgelopen 50 jaar zijn de obligatie- en aandelenkoersen enkel in 1994 gelijktijdig gedaald – een ander jaar waarin de Federal Reserve het monetaire beleid sterk aanscherpte. Bijgevolg is het rendement de afgelopen maanden weer enigszins hersteld en zijn de verwachte rendementen op vastrentende beleggingen weer positief geworden, in schril contrast met de situatie een jaar geleden. Het is duidelijk dat Candriam de duratie van de portefeuille stilaan begint te verlengen, en wij verwachten dat dit de komende maanden zal doorgaan; onze experts hebben Europese investment grade emittenten met een goede kwaliteit geïdentificeerd als de sweet spot. Verder halen wij carry uit groeilandenobligaties en wereldwijde high yield obligaties.

Rare simultaneous S&P 500 & Treasury drawdowns since 1973



Source : Bloomberg

Eind 2022 verkiezen we aandelen boven obligaties, maar we weten dat het stijgingspotentieel waarschijnlijk beperkt zal zijn

Onze beleggingsstrategie is positiever geworden, gebaseerd op aantrekkelijke prijsniveaus aan het begin van het vierde kwartaal. In oktober wees onze analyse van het beleggerssentiment, de marktpsychologie en de technische aspecten op een wijdverbreid pessimisme, waardoor de graadmeters onder druk kwamen te staan. Deze extreme configuratie was een signaal om weer in de markt te stappen en geld aan het werk te zetten.

Als we echter kijken naar de wereldwijde centrale banken denken wij echter dat het anti-inflatiebeleid het opwaarts potentieel voor risicovolle activa afremt. In tegenstelling tot de episode van hoge inflatie in de jaren zeventig heeft de Federal Reserve duidelijk gemaakt dat alleen concrete signalen dat de inflatie naar haar streefcijfer zal terugkeren een einde zouden maken aan haar krappere beleid. Wij verwachten dat de Fed-funds rente volgend voorjaar 5% zal bedragen.

Voorts wijzen een economische groei die onder het potentieel ligt en een nog steeds hoge inflatie erop dat de consensusverwachtingen voor de winsten binnenkort naar beneden zullen worden bijgesteld, wat een hinderpaal vormt voor de aandelenmarkten in het algemeen. In dit verband gaat onze voorkeur uit naar kwaliteits- en defensieve aandelen in de sectoren Gezondheidszorg en Basisconsumptiegoederen.

Anderzijds zouden de aanhoudende daling van de inflatiedruk en de daaropvolgende economische vooruitgang zodra de landing is verwerkt, ook de neerwaartse druk op risicovolle activa moeten beperken. Technisch gezien verwachten wij dat de in oktober opgetekende steunniveaus stand zullen houden, tenzij een besmettingseffect van financiële onrust of een fout in het monetaire beleid andere markten onder druk zet.



De Europese energiecrisis van dit jaar roept een essentiële vraag op: Zal de energietransitie waarin we zitten, worden vertraagd of versterkt door de stopzetting van de Russische gasleveringen?

Een voorzichtige en bescheiden interpretatie van de lessen sinds het begin van dit decennium moet ons eraan herinneren dat het aanhouden van hedgingstrategieën het effect van onverwachte, grote schokken op het rendement van portefeuilles kan beperken. Wij vertrouwen erop dat alternatieve beleggingsstrategieën en goud hun rol zullen blijven spelen. Door onstabiele correlaties en een nog steeds hoge verwachte volatiliteit tussen de activaklassen blijven we diversifiëren in trendvolgende CTA's die het afgelopen jaar al van dit klimaat hebben geprofiteerd. Van de alternatieve beleggingsstrategieën verwachten wij ook dat aandelenmarktneutrale en long / short credit strategieën van de grote dispersie zullen profiteren. Naast goud heeft de recente ervaring ons ook geleerd dat het zinvol is een blootstelling aan grondstoffen aan te houden om een betere diversificatie te bereiken en de veerkracht van de portefeuille te versterken.

Blijven beleggen voor een nieuw tijdperk, met bijzondere aandacht voor energietransitie

De Europese energiecrisis van dit jaar roept een essentiële vraag op: Zal de energietransitie waarin we zitten, worden vertraagd of versterkt door de stopzetting van de Russische gasleveringen? De Europese zomerhittegolf en droogte van 2022 hebben de energiecrisis nog verergerd, aangezien het waterpeil in de rivieren aanzienlijk is gedaald. Het opwekken van waterkracht in Spanje en Italië, het koelen van Franse kerncentrales en het verschepen van steenkool in Duitsland werden allemaal minder triviaal terwijl het energieconflict

tussen Europa en Rusland escaleerde. Wij menen dan ook dat de huidige crisis de energietransitie een geweldige boost zal geven, en dus voor de daarmee samenhangende beleggingsthema's. Als verantwoorde beleggers is het onze plicht deze overgang te vergemakkelijken en te versnellen. Het is essentieel dat we vasthouden aan onze duurzaamheidsovertuigingen, vooral in een wereld die steeds onzekerder wordt. Wij blijven ervan overtuigd dat duurzaamheid een belangrijke aanjager is en zal zijn voor het beleggingsresultaat – vandaag, maar ook morgen en tot ver in de toekomst.

Met de marktdaling in 2022 zijn de waarderingen van aandelen aantrekkelijker geworden. Meer bepaald hebben klimaatinvesteringen in totaal meer dan 10 KW-punten verloren sinds het begin van het jaar, met een daling van 31x naar 20,5x. Ze zijn opnieuw aantrekkelijk gewaardeerd. En op de huidige niveaus zien we dat we in sommige gevallen geen waarde hechten aan toekomstige groei, maar alleen aan het bedrijfsresultaat van de geïnstalleerde basis. De rentegevoeligheid is afgenomen en biedt beleggers een beter uitgangspunt. Actief beheer zal de sleutel zijn tot het selecteren van bedrijven waarvan de bedrijfsmodellen een positieve impact hebben op de wereld van morgen.

Of u nu dynamisch bent zoals Glass Marcano, gepassioneerd zoals Gustavo Dudamel, of nog sensueler zoals Carlo Maria Giulini, als goede belegger zal het er voor u op aankomen de verschillende appoggiaturas en punctuaties die we kunnen tegenkomen bij de muziek in 2023 goed te begrijpen en de activaklassen op het juiste moment in harmonie te laten spelen, hopelijk in C-majeur.

Met deze hoopvolle slotbedenking wens ik u een heel gelukkig 2023 toe.

ESG: Door de bomen het bos niet meer zien.

Voor of tegen? Partijdig of niet? Een modegril of echt? Karikaturen zijn populair en ESG vormt daarop helaas geen uitzondering. Bovendien vertroebelen gegevens en metingen, gevestigde belangen, politiek en marketing de realiteit. Wij geloven dat veel van het huidige debat over ESG, duurzaamheid en verantwoord beleggen voortkomt uit een fundamenteel misverstand over de manier waarop wij een beroep doen op de financiële wereld om de milieu- en maatschappelijke uitdagingen aan te pakken: de verwachtingen zijn vaak idealistisch en gericht op de korte termijn, terwijl het bij duurzame financiering gewoon gaat om de transitie naar een duurzame en inclusieve economie te ondersteunen door het beperken van risico's en het benutten van kansen op de lange termijn.





Wim Van Hyfte, PhD
Global Head of ESG
Investments and Research

ESG is informatie, geen beleggingsstijl

ESG is geen beleggingsstrategie per se. Het is nog niet kwantificeerbaar zoals groei-, of waarde-, of indexbeleggingsstijlen. Het is niet eens zeker of het dat ooit zal zijn. ESG gaat over informatie. Het gaat over de integratie van gegevens in effectenanalyse, risicobeheer en portefeuilleconstructie. Het gaat over milieu- en sociale aspecten alsook over kwesties van deugdelijk bestuur die **niet worden gewaardeerd en geprijsd in de markt, dat wil zeggen externe effecten (of werkelijke kosten) en zelfs aspecten zoals tabak, die niet tot uiting komen in de waardering van aandelen en bedrijfsobligaties**. Sommige daarvan zijn meer ethisch, moreel of cultureel van aard, terwijl andere betrekking hebben op de economische ontwikkeling op lange termijn en op wat nodig is om die economische ontwikkeling duurzaam en inclusief te maken.

ESG-beleggen is dus een overkoepelend concept dat voor verschillende mensen verschillende dingen betekent. Dit kan variëren van een beleggingsstrategie die bedrijven uitsluit op basis van religieuze of culturele overwegingen (bv. uitsluiting van alcohol, tabak ...), tot het expliciet proberen te financieren van de energietransitie van een chemisch bedrijf of het steunen van specifieke liefdadigheidsprojecten zoals inclusief onderwijs en sociale huisvesting.

Wat is ESG niet? ESG is geen partijdige mening

ESG gaat dus over de analyse van veronderstelde **extra/niet-financiële** factoren die de waarde van een belegging kunnen beïnvloeden. Duurzaam en verantwoord beleggen beschouwt ze als financieel belangrijk en houdt rekening met veel van die aspecten door deze kritieke externe effecten, lees kosten of opportuniteiten, mee op te nemen of te "internaliseren". De ESG-informatie wordt verwerkt in aandelen- en bedrijfsobligatiewaardering, risicomodellering en portefeuilleconstructie om 1) duurzaamheidsrisico's vast te stellen en te beperken, 2) kansen op het gebied van duurzaamheid te begrijpen en te benutten en 3) negatieve gevolgen voor milieu en samenleving te beoordelen en te beperken.

Wie bepaalt dan de geloofwaardigheid van duurzaamheidsbeweringen? Wie bepaalt of deze beweringen eerlijk zijn, dan wel misleidend of overdreven? Aan wiens normen of referentiekader moeten we deze beweringen toetsen? Houden we rekening met de vele wetenschappelijk onderbouwde initiatieven en trajecten (lees transitie)? Of gaat het om een interpretatie op basis van fragmentarische gegevens en beoordelingen van gegevensverzamelaars?

Op dit moment blijft het antwoord op de vraag "wie bepaalt de regels" onbeantwoord of onvolledig. Sommige "regels" van ESG-beleggingen worden vastgesteld door een regelgever die nog niet volledig de milieudoelstellingen of -criteria heeft gedefinieerd en zwijgt over de financiering van de energietransitie en de sociale gevolgen daarvan. Andere worden vastgesteld door verenigingen zoals ngo's, of lobbygroepen, die een specifiek milieu-, sociaal of economisch doel steunen zonder rekening te houden met de bredere context of de onvoorziene gevolgen.

Heel vaak zijn dit waardeoordelen. In dit opzicht hebben we allemaal gelijk en ongelijk tegelijkertijd. Uiteindelijk is de financiële sector een beheerder van kapitaal. We moeten realiseren dat we vandaag in een interim- of overgangsfase zitten. De lat voor beleggingen onrealistisch hoog leggen komt de zaak van duurzame economische ontwikkeling niet ten goede. De uitdaging is dus om voor "duurzaamheid" en "impact" voldoende strikte beleggingsdefinities vast te stellen, en toch de lat niet zo hoog te leggen dat we het einddoel, de overgang naar een meer inclusieve duurzame economie, het vereiste kapitaal die het nodig heeft, ontnemen. Door perfectie te eisen van bedrijven en beleggers wordt geen stimulans gegeven voor verbetering.



We zullen onophoudelijk streven naar perfectie. We zullen nooit perfect zijn – maar in het proces zullen we grootsheid bereiken.

**–Vince Thomas Lombardi,
beroemd American Football Coach**

Moeilijk te meten? ... maar geworteld in de feiten

Echte duurzame impact is zeer moeilijk vast te stellen, en nog moeilijker te bewijzen bij gebrek aan betrouwbare gegevens. De meetmethodes zijn weliswaar verbeterd, maar blijven een twistpunt. Dit alles is nog ingewikkelder omdat sommige doelstellingen tientallen jaren in de toekomst liggen. Het argument "impact" gebruiken om te beweren dat de beleggingsindustrie opzettelijk aan greenwashing doet, is dus "kortzichtig".

Een duurzame economie? Dat is de vraag van waar willen we staan binnen 10 of 20 jaar, het einddoel. Maar nog belangrijker

is de vraag hoe we daar geraken, de transitie. Op de korte termijn betekent dit een heel moeilijke evenwichtsoefening die moed en ambitie vergt, en waarbij we erkennen dat het traject niet vlekkeloos zal verlopen. Moeilijke en dure keuzes moeten gemaakt worden door overheden, beleidsverantwoordelijken en financiële spelers.

Duurzaamheid houdt rekening met de complexiteit van vele ecosystemen en alle betrokken partijen, de dynamiek en de onderlinge verbondenheid. ESG, duurzaam en/of verantwoord beleggen (of een ander verwante term), gaat precies daarover. Het is geworteld in de beginselen van gezond beheer en ondernemen, alsook deugdelijk bestuur. Elk van deze elementen is gebaseerd op feiten, gegevens en wetenschap.

Bijgevolg veranderen de regelgeving en de samenleving, met zeer uiteenlopende eisen en verwachtingen ten aanzien van de rol die ondernemingen en beleggers spelen. Of het nu snel of langzaam gaat, de energietransitie is duidelijk aan de gang en ontwricht bedrijfsmodellen met duidelijke sociale gevolgen voor werknemers, klanten en het publiek.

Dit zijn allemaal reële risico's. Dat we ze niet nauwkeurig of consequent kunnen meten, betekent niet dat we ze kunnen wegwuiven. Op een gegeven moment zullen ze onze beleggingen beïnvloeden. Dat is precies wat duurzame en verantwoordelijke beleggers moeten doen, de risico's en de kansen die zich voordoen afwegen.

Pay as you go

Is het niet ironisch dat er een oorlog in Oekraïne nodig was vooraleer de Europese regeringen en onze samenleving de urgentie en de noodzaak van energietransitie inzagen? Het optreden van één autoritaire leider heeft meer gedaan dan een koolstofprijs van 100 dollar per ton om Europa ertoe aan te zetten zijn Green Deal massaal op te voeren. Het zal niet genoeg zijn, en het zal ongeloflijk duur zijn.

Hij die de kosten maakt, moet de kosten betalen.

Bij duurzaam en verantwoord beleggen, met al zijn smaken en kleuren groen en grijs, gaat het erom in het investerings- en beslissingsproces bewust rekening te houden met de problemen waarmee onze samenleving wordt geconfronteerd, ook al liggen die problemen tientallen jaren in de toekomst, zijn ze nog niet in rekening gebracht door de financiële markten of belast door de overheden. Uiteindelijk is het aan de

overheden en de samenleving om een omgeving te creëren waarin kapitaal stroomt zoals dat het beste past bij de behoeften en uitdagingen.

De aard van externe effecten zoals vervuiling is dat de begunstigden niet de volledige kosten betalen. Doen de overheden hun werk? Reguleren zij op efficiënte wijze milieu- en sociaal (wan)gedrag van bedrijven, investeerders en eindgebruikers? Moeten zij deze door bedrijven veroorzaakte externe effecten in rekening brengen, bijvoorbeeld door middel van de veelbesproken koolstofbelasting? Wij betwijfelen of de huidige regelgeving in Europa, het VK en de VS de financiële sector en al zijn belanghebbenden in staat zal stellen dit op te lossen.

Dit is de misvatting over ESG en over duurzaam en verantwoord beleggen. Heel vaak gaan duurzame en verantwoordelijke beleggers verder dan het resultaat van vandaag en houden zij rekening met het langetermijneffect van onze beleggingsactiviteiten - en de kosten van de externe effecten die iemand in de toekomst zal moeten betalen. Het meten van dat effect en het beoordelen of het duurzaam genoeg is, blijft een kwestie van beoordeling. In zekere zin is het een kwestie van een grens trekken.

Ethisch gezien moet het duurzaamheidsgesprek alle betrokken partijen in overweging nemen. Maar als het gaat om de opbrengst van een onderneming of een belegging, kan worden aangevoerd dat de kosten om rekening te houden met sommige belanghebbenden zo lang duren of moeilijk te kwantificeren zijn, dat zij in onze harde berekeningen niet naar behoren worden gewogen.

De risico's zijn lange termijn, tot het moment dat ze uw portefeuille raken

Voor alle kwesties die onder deze beladen term ESG vallen, hoe kunnen we het verschil in prestatie analyseren als het grootste deel van de impact in de komende decennia zal plaatsvinden? Het landschap van duurzaamheidsrisico's wordt steeds complexer en hangt steeds meer met elkaar samen. Er bestaat een spanningsveld tussen duurzaamheid op korte

termijn en duurzaamheid op lange termijn. Op een gegeven moment worden de externe effecten zo duur dat zij door een of meer belanghebbenden moeten worden betaald. De kosten alsook de opportuniteiten verbonden aan deze externe effecten, of het nu gaat om milieu-, sociale of andere kosten, worden aanzienlijk belangrijker voor de lange termijn belegger.

Onze Candriam ESG-convicties

ESG is een ruim begrip. We moeten allemaal duidelijk zijn over onze definities en de normen blijven verbeteren. Nogmaals, het eisen van perfectie laat geen ruimte voor verbetering. We maken allemaal deel uit van het ecosysteem - het ecosysteem van onze natuurlijke omgeving en van onze onderling verbonden samenlevingen. Het heeft lang geduurd, maar we zijn al lang voorbij de vraag of klimaatverandering echt is. Het is echt, en de schade kost al veel. Het argument is nu hoe we er mee omgaan, en wie betaalt.

Bovendien mogen de acties die wij ondernemen en het kapitaal dat wij inzetten, geen nieuwe externe effecten creëren. Hoe zit het met de mensenrechten? De aandeelhouder moet kunnen profiteren van de winsten uit de productie van zonnepanelen en andere voordelen, maar op voorwaarde dat er geen kinderarbeid is om ze te produceren. Wij willen dat de energietransitie iedereen ten goede komt in de vorm van minder klimaatdreiging. We moeten zorgen voor een eerlijke en rechtvaardige overgang. Er zullen banen verloren gaan. Er zullen banen worden gecreëerd. Duurzame investeerders moeten deze veranderingen met elkaar in evenwicht brengen, zodat alle betrokken partijen in de voordelen kunnen delen.

Bij Candriam is en blijft het onze overtuiging dat *ondernemingen die de kansen en uitdagingen op het gebied van duurzaamheid overwegen en in rekening brengen in combinatie met de financiële uitdagingen, de meeste kans maken om aandeelhouderswaarde te genereren.*

Zo zullen we vooroplopen in deze economisch en maatschappelijke trend!

Het "Bal" subtiel van de centrale banken: tot nu toe geen valse stappen.



Nicolas Forest
Global Head of Fixed
Income

Nu we terugkijken op 2022, trekken we de belangrijkste lessen uit dit jaar van renteverhogingen. Hoewel de missie van de FED is geslaagd, blijft de inflatie in de eurozone hoog en is de manoeuvreerruimte van de ECB krap, met grote risico's, met name die van een destabilisering van het financiële stelsel.

Een balans in drie punten

In 2022 verhoogden de centrale banken, geconfronteerd met een inflatieschok, hun beleidsrente op een ongekeerde en bijna unanieme manier. Nu het jaar ten einde loopt en de recessie dreigt, is het tijd om de balans op te maken.

Uit deze periode kunnen al drie lessen worden getrokken.

1. Centrale banken zijn zeer slechte voorspellers, aangezien de inflatie consequent is onderschat – denk aan de voorspellingen van de ECB...
2. Monetair kopieergedrag heeft weer eens de overhand gekregen op elke onafhankelijkheid. De FED was dus de eerste en meest agressieve in haar monetaire verstrakking, gevolgd door al haar tegenhangers in een echt kopieergedrag.
3. De inflatiebestrijding is de prioriteit van de centrale bankiers geworden, met het risico dat de wereldeconomie in een ernstige vertraging terechtkomt.

Dus wat kunnen we verwachten in 2023?

Hoewel de inflatie naar verwachting zal dalen, zal zij ruim boven de doelstelling van 2% blijven, waardoor de centrale bankiers gedwongen zullen zijn de rente langere tijd hoog te houden. Meer structurele factoren zoals demografische veranderingen en de energietransitie zouden een structureel effect op de prijzen kunnen hebben. In dit verband zal de grote vraag voor 2023 erin bestaan de eindrente van de verschillende regio's te voorzien.

In de Verenigde Staten verhoogde de Federal Reserve haar beleidsrente op de meest agressieve manier in 40 jaar. Missie volbracht. Met vier uitzonderlijke verhogingen van 75 basispunten die de fed fund rate op 4% brengen, en een ambitieus beleid om haar balans af te bouwen, is de FED erin geslaagd de inflatiedynamiek te beïnvloeden zonder het financiële stelsel te destabiliseren. In 2023 verwachten wij dat de centrale bank de rente nog tweemaal zal verhogen en zich zal stabiliseren rond 5,25%. Het beheer van de eindrente zal een delicate evenwichtsoefening blijven, aangezien de buffer van de spaargelden van de gezinnen de vertraagde effecten van de stijging van de langetermijnrente op de economie verhult.

In de eurozone maakte de ECB een einde aan haar negatieve rentevoeten door deze in vijf maanden tijd ongemeen snel met meer dan 200 basispunten te verhogen. Maar de inflatie is nog steeds niet onder controle en bedraagt meer dan 10%^[1]. Hoewel wordt verwacht dat de energieprijzen zich in 2023 zullen stabiliseren, doet het meest recente akkoord van de Duitse werknemers over een loonstijging van 8,5% over 2 jaar^[2] de vrees ontstaan dat de loon-prijsspiraal in gang wordt gezet. Bovendien hebben de Europese regeringen de begrotingsorthodoxie losgelaten en ondersteunen zij de consumptie met het risico dat de inflatie hoger uitvalt dan gewenst. De monetaire verkrapping die de Europese Centrale Bank heeft ingezet, is dus nog niet ten einde. Verwacht wordt dat de ECB haar beleid in 2023 verder zal normaliseren met verschillende renteverhogingen om de depositorente op 3% te brengen. De taak zal verder worden bemoeilijkt door het feit dat het begrotingsbeleid de effecten van een krappere monetaire beleid gedeeltelijk compenseert. De ECB zal de rente moeten verhogen terwijl de FED haar eindtarief al heeft bereikt - een evenwichtsoefening om een te sterke stijging van de euro te voorkomen.

Buiten deze renteprognoses zijn er twee grote risico's die in 2023 in het oog moeten worden gehouden.

Het risico van verlies van onafhankelijkheid. Het drama met Liz Truss in het Verenigd Koninkrijk heeft de gevaren van potentiële clash tussen budgettair en monetaire beleid aan het licht gebracht. En de geschiedenis zou zich kunnen herhalen.

Het risico van de verkrapping. Te veel renteverhogingen zouden het financiële systeem kunnen destabiliseren via de pensioenfondsen of de huizenmarkt. Hoewel een dergelijke fout tot dusver werd vermeden, zal dit risico het komende jaar in het oog opgevolgd moeten worden.

[De dans](#) van monetaire verstrakking zou in 2023 tot een einde moeten komen, en hopelijk een beter einde dan een [mars naar het schavot](#).

1. Bron: Eurostat
2. Bron: IG Metall



Overheden en centrale banken: Het "Mariage forcé" voor de energietransitie?



Florence Pisani
Global Head of Economic Research



Alix Chosson
Lead ESG Analyst for the Environmental Research & Investments

In Europa hebben zowel de COVID-19 pandemie als de energiecrisis zwaar gewogen op de nationale begrotingen. Kan - en moet - de Europese Centrale Bank (ECB), nu de uitdaging van de energietransitie steeds urgenter wordt, overheden ondersteunen?

De energietransitie vereist niet alleen een enorme transformatie van het productiesysteem, van de infrastructuur, van de gebouwen... Zij vereist ook een historische verandering van de consumptiepatronen, met name in de meest geavanceerde economieën.

Om tegen 2050 de doelstelling van nul netto broeikasgassen (BKG) te bereiken, moeten we onze afhankelijkheid van fossiele brandstoffen (kolen, olie en gas), die momenteel goed zijn voor 80% van het wereldwijde energieverbruik, drastisch verminderen[1]. Dit vereist een enorme ontwikkeling in het gebruik van koolstofarme elektriciteitsbronnen, verbetering van onze energieopslagcapaciteit (batterijen, groene waterstof) en een ongekende energie-efficiëntie in alle sectoren.

Wat is daarvoor nodig?

De investeringen die voor deze transformatie nodig zijn, zijn kolossaal. Het Internationaal Energieagentschap (IEA) schat dat, om de doelstellingen van de Overeenkomst van Parijs te halen, deze wereldwijd moeten verdrievoudigen ten opzichte van het huidige niveau tot ongeveer 4 biljoen tot 5 biljoen USD per jaar in 2030[2].

De omvang van deze investeringen verbleekt echter bij wat de wereld zal verliezen als er niets wordt gedaan. Volgens een recente enquête onder economen zou een "business as usual"-scenario resulteren in een jaarlijks verlies van 2,4% van het bbp in 2030 ... en 10% in 2050[3]. Dit is vier keer zoveel als de investeringen die nodig zijn om een wereldwijde ramp af te wenden.

De rol van regeringen en wetgevers staat centraal. Zij zijn niet alleen verantwoordelijk voor het ontwerpen en uitvoeren van een nieuw milieubeleid, maar beschikken ook over de meest geschikte instrumenten om de uitdaging aan te gaan.

De afgelopen jaren is de roep om een actievere rol van de centrale banken bij de ondersteuning van de energietransitie echter toegenomen, met name in Europa. Tijdens de COVID-19 pandemie zijn de Europese regeringen en de Europese Centrale Bank (ECB) er immers in geslaagd een economische ineenstorting te voorkomen door samen te werken. Zou deze gezamenlijke inspanning niet een eerste stap kunnen zijn naar nauwere samenwerking in de toekomst? Daarom wordt voorgesteld dat de twee bijna net zo hecht worden als in een verstandshuwelijk, een concept dat in het 400 jaar oude Franse [ballet "Mariage forcé" van Jean-Baptiste Lully](#) tot mikpunt van grappen werd gemaakt.

Toen de Europese overheden in maart 2020 hun begrotingen gebruikten om hun economieën te ondersteunen, lanceerde de ECB in hun kielzog een grootschalig programma voor de aankoop van effecten (Pandemic Emergency Purchasing Programme of PEPP). Dit heeft tot gevolg gehad dat de langetermijnrente verder is gedaald, waardoor de schuldenlast van de overheden werd verlicht en de vraag werd ondersteund.

Centrale banken: Alle hens aan dek?

Waarom zou de ECB dan geen nieuw programma kunnen opzetten om het overheidsbeleid te ondersteunen en de financiering van de energietransitie te vergemakkelijken? Geven de EU-verdragen de ECB niet, naast haar prijsstabiliteitsdoelstelling, de taak om "het algemene economische beleid in de Unie te ondersteunen, teneinde bij te dragen tot de verwezenlijking van de doelstellingen van de Unie"^[4]? En is de energietransitie niet duidelijk een van de doelstellingen van de Unie?

De antwoorden zijn niet zo eenvoudig als ze op het eerste gezicht lijken. De EU-verdragen verbieden de monetaire financiering van overheidstekorten. Tenzij deze regel wordt gewijzigd, is rechtstreekse financiering van de energietransitie noch door de ECB noch door de nationale centrale banken van de lidstaten mogelijk.

Kan het monetaire beleid de overheden echter niet helpen door hun financieringskosten laag te houden? Maar ook hier leggen de Verdragen bepaalde voorwaarden op aan het optreden van de ECB. Het optreden van de ECB moet er inderdaad op gericht zijn het EU-beleid te ondersteunen "zonder

afbreuk te doen aan haar primaire doelstelling" (prijsstabiliteit).

In 2020 was de samenwerking tussen budgettair en monetair beleid "natuurlijk", omdat de centrale bank optrad om de vrees voor een deflatiespiraal weg te nemen. Wanneer de economie echter dicht bij volledige werkgelegenheid is, wordt deze samenwerking minder vanzelfsprekend. Om haar primaire doelstelling van het waarborgen van prijsstabiliteit te verwezenlijken, heeft de ECB vandaag de dag weinig keus. Geconfronteerd met een hoge inflatie en een werkloosheid op het laagste niveau sinds de invoering van de euro, moet zij haar beleidsrente immers verhogen. De monetaire geschiedenis laat zien dat het zeer duur wordt om de inflatie weer onder controle te krijgen als de inflatieverwachtingen uit de hand zijn gelopen.

Dus... zitten we vast?

Of het nu gaat om de klimaatcrisis of om een andere crisis, de centrale bank in dienst stellen van het begrotingsbeleid zou niet alleen een wijziging van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) vereisen. Een uitzondering maken voor de energietransitie zou ook een gevaarlijk precedent scheppen: als we het monetaire beleid voor dit project kunnen bewapenen, waarom dan niet ook voor onderwijs of de verbetering van de sociale infrastructuur?

Bovendien zou het maken van dergelijke "uitzonderingen" het monetaire beleid in feite afleiden van zijn primaire rol als instrument voor het beheer van de conjunctuurencyclus. Monetair beleid is niet het juiste instrument om permanente uitgavenprogramma's te "financieren". Hetzelfde geldt voor de overheidstekorten, die moeten worden teruggedrongen wanneer de economie dicht bij volledige werkgelegenheid is.

De energietransitie vereist een veel structureler actieplan dat alleen regeringen kunnen uitvoeren. Natuurlijk mag de ECB de klimaatverandering en de vele risico's daarvan niet negeren, niet alleen voor de prijsstabiliteit maar ook voor de financiële stabiliteit. De centrale banken van hun kant moeten hun monetaire beleid blijven "vergroenen" en bedrijven en financiële instellingen aanmoedigen transparanter te zijn over hun koolstofuitstoot. De opvatting dat de energietransitie kan worden gerealiseerd door centrale banken ertoe aan te zetten staatsschulden op te kopen, zal echter waarschijnlijk misleidend blijken.

1. Hannah Ritchie, Max Roser en Pablo Rosado (2022) - "Energy". Online gepubliceerd op OurWorldInData.org. Ontleend aan: <https://ourworldindata.org/energy> [Online bron]

2. <https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050> Net Zero by 2050 - A Roadmap for the Global Energy Sector (windows.net)

Blz. 81 "De NZE breidt de jaarlijkse investeringen in energie uit van gemiddeld iets meer dan 2 biljoen dollar wereldwijd in de afgelopen vijf jaar tot bijna 5 biljoen dollar in 2030 en 4,5 biljoen dollar in 2050".

3. <https://www.swissre.com/dam/jcr:e73ee7c3-7f83-4c17-a2b8-8ef23a8d3312/swiss-re-institute-expertise-publication-economics-of-climate-change.pdf>

4. Verdrag betreffende de Europese Unie en Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie artikel 127 EUR-Lex - - EN (europa.eu)



CTA's: "De tocht van de Valkyrie's".



Steve Brument
Head of Quantitative Multi-Asset Strategies & Deputy Head of Global Multi-Asset



Johann Mauchand
Senior Systematic Fund Manager

Harde landing of zachte? Van Draghi's "Whatever it takes" tot Powell's "Whatever it costs", we weten dat de markten klaar zijn voor spannende tijden. CTA's richten zich op de volgende beweging, of die nu hard of zacht is.

Wat zien we vanaf de bergtop?

U hebt het ook meegemaakt: sinds de wereldwijde financiële crisis hebben de markten ongekende monetaire en budgettaire steun gekregen. De rente bereikte een niveau dat in vijf eeuwen niet meer was voorgekomen. De staatsschuld schoot omhoog, terwijl de inflatie verrassend laag bleef. Sinds de uitbraak van de Covid-crisis hebben we lockdowns, heropeningen, oorlogen en een omkering van de langdurige globaliseringstrend meegemaakt. Dit heeft het evenwicht tussen vraag en aanbod danig verstoord. Tekorten aan grondstoffen, eindproducten en werknemers zetten de kosten onder druk, terwijl de heropende economieën kwetsbaar waren voor de inflatie

waarvan we dachten dat die tot het verleden behoorde. Na vele maanden van "voorbijgaande" inflatie veranderden de centrale banken van mening en grepen ze terug naar hun primaire mandaat om de inflatie op een aanvaardbaar niveau te houden. Daarbij verhoogden ze de rente in de meeste delen van de wereld sterk, wat leidde tot massale correcties in alle activaklassen. Dit restrictieve monetaire beleid dreigt nu de inflatiebestrijding te ver door te drijven en daardoor de economieën te verpletteren.

Op korte termijn worden beleggers geconfronteerd met onzekerheden uit verschillende hoeken. Wanneer en hoe hoog zal de rente pieken? Zullen de centrale banken zich klaarmaken op een milde recessie, of ons in een harde landing storten? Hoe zal de energiecrisis Europa deze winter beïnvloeden, en wat met de volgende winter? Welke nieuwe gevolgen zou de oorlog in Oekraïne kunnen hebben?

Terwijl de financiële markten sommige van deze onzekerheden in 2022 definitief hebben ingeprijsd, zullen we in 2023 waarschijnlijk een hobbelige [rit](#) tegemoet gaan. Veel allocaties kunnen in vraag worden gesteld. 'Diversificatie' is het sleutelwoord. CTA's, of Managed Futures-fondsen, vertrouwen gewoonlijk op trendvolgende strategieën die erop gericht zijn te profiteren van de richting van de markt, of die nu omhoog

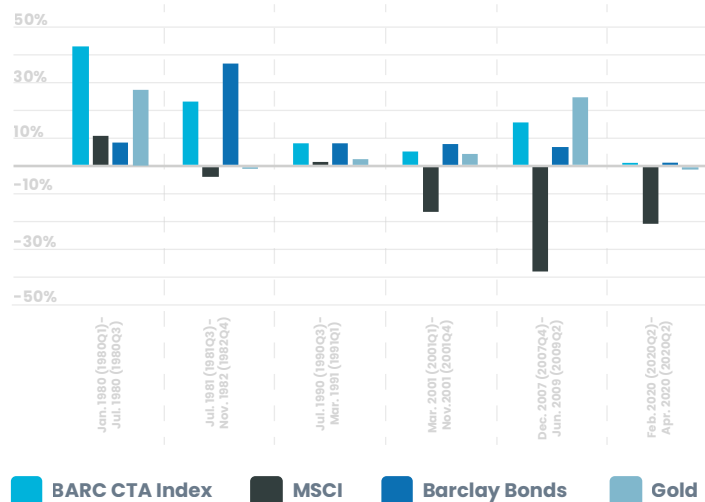
of omlaag gaat. Hoewel het verleden geen garantie is voor de toekomst, is de BarclayHedge CTA-index 40 jaar lang gedecorreleerd geweest met de belangrijkste activaklassen tijdens vele marktregimes, en heeft historisch gezien een doeltreffende afdekking geboden tegen gebeurtenissen met staart risico. Het komende jaar zou zeker verrassend moeten worden!

Recessie? Wat voor soort recessie?

Wij analyseerden de rendementen van verschillende activaklassen tijdens vier decennia van Amerikaanse recessies. De activaklassen omvatten wereldwijde aandelen, wereldwijde obligaties, een traditionele 60%/40% portefeuille, een alternatieve portefeuille en goud. We hebben de VS gebruikt omdat hun economie het kloppend hart van de wereld is.

Uit de vlakke absolute prestaties over recessieperiodes blijkt dat CTA's in het verleden positieve rendementen boekten tijdens recessies, waarbij ze een obligatieallocatie evenaarden maar consistent presteerden dan goud. De relevantie van goud als veilige haven zou vanuit dit perspectief in twijfel kunnen worden getrokken, maar dat is niet het doel van deze analyse. Ons doel hier is de geschiedenis van een CTA-allocatie binnen een gediversifieerde portefeuille te onderzoeken.

CTA Index versus other asset classes during financial turbulence



Sources and notes: Candriam, Bloomberg. Recessions as defined by the US National Bureau of Economic Research. For CTAs we used the BarclayHedge CTA Index, for global equity we used MSCI® World, for Global bonds we used Barclays US Agg. Bonds, for gold, we used the XAU Currency.

Past performance is not a guarantee of future returns.

Adding CTAs to a portfolio during recession



Sources and notes: Candriam, Bloomberg. Recessions as defined by the US National Bureau of Economic Research. For the traditional 60/40 Investor Portfolio, or Reference Portfolio, we used 60% MSCI World Index and 40% Barclays US Agg. Bonds. For the Alternatives Portfolio we used 70% Reference Portfolio and 30% CTA Index (that is, 42% MSCI World, 28% Barclays US Agg Bonds, and 30% CTA).

Past performance is not a guarantee of future returns.

Als traditionele beleggingscategorieën 'gevallen helden' worden, wat kunnen we dan verwachten van CTA's?

De geschiedenis is geplaveid met onverwachte gebeurtenissen – de invasie van Oekraïne, de Covid-pandemie... Hoe hebben CTA's het gedaan tijdens de marktturbulentie? We hebben ook de BarclayHedge CTA Index geanalyseerd tijdens 14 bekende en extreem onvoorspelbare gebeurtenissen van de afgelopen 35 jaar, waaronder geopolitieke, gezondheids- en financiële marktcrisis. In 12 van deze 14 gevallen van marktturbulentie genereerde de CTA-index een positief rendement, in sommige gevallen met buitengewoon hoge rendementen. Ook staatsobligaties en goud stegen in de meeste gevallen in waarde, respectievelijk tijdens 10 en 9 crises. Daarentegen daalden de wereldwijde aandelen sterk tijdens al deze risk-off gebeurtenissen (de Amerikaanse verkiezing van president Trump in 2016 niet te na gesproken). Bij sommige marktontwrichtingen verloren aandelen bijna de helft van hun waarde. Daarom heeft de toevoeging van een CTA-toewijzing de diversificatie en het rendement van de referentieportefeuille in verreweg de meeste historische gevallen verbeterd.

Geselecteerde marktkrises

Asset class performance during selected market crises

Crises <i>Geopolitical, Financial, Pandemic events</i>	Date	Duration in Months	Performance					
			CTA Index	Global Equities	Global Bonds	Gold	Reference Portfolio	Alternative
US Stock Market Crash of 1987	Oct '87	1	0.3%	-17.0%	3.6%	2.0%	-8.8%	-6.0%
Kuwait Invasion	Aug '90	1	6.7%	-9.4%	-1.3%	4.1%	-6.2%	-2.3%
LTCM and Russian Crises	3Q '98	2	9.3%	-11.8%	4.0%	3.7%	-5.5%	-1.1%
US Presidential Election Supreme Ct	4Q 2000	2	8.9%	-4.6%	3.5%	2.7%	-1.3%	1.7%
Terrorist Attack NYC World Trade	Sep 2001	1	1.8%	-8.8%	1.2%	6.9%	-4.8%	-2.8%
Dot.com crash	2000-2002	32	18.4%	-42.9%	28.0%	13.9%	-21.0%	-9.5%
SARS Crisis, Iraq Invasion	1Q 2003	3	0.7%	-5.1%	1.4%	-3.0%	-2.5%	-1.5%
Lehman Bankruptcy	Sep 2008	1	-0.3%	-11.9%	-1.3%	4.8%	-7.75%	-5.4%
Global Financial Crisis	2007-2009	19	20.9%	-50.4%	9.2%	41.9%	-31.2%	-18.0%
Greek election	May '12	1	2.6%	-8.6%	0.9%	-6.3%	-4.8%	-2.6%
Brexit vote	June '16	1	2.0%	-1.1%	1.8%	8.8%	0.0%	0.6%
US Presidential Election Trump	Nov '16	1	-0.2%	1.4%	-2.4%	-8.1%	-0.1%	-0.1%
Covid-19	Feb-Mar 2020	2	0.7%	-20.6%	1.2%	-0.8%	-12.2%	-8.4%
Ukraine Invasion / 0.3% Inflation	Feb-Sep 2022	8	8.6%	-21.3%	-12.7%	-7.6%	-17.8%	-10.4%

Sources and notes: Candriam, Bloomberg. Time frames are illustrative and dates of crises may vary by source. BarclayHedge CTA Index, MSCI® World, Barclays US Agg. Bonds, XAU Currency gold, for the Reference Portfolio we used 60% MSCI World Index and 40% Barclays US Agg. Bonds, for the Alternatives Portfolio we used 70% Reference Portfolio and 30% CTA Index.

Past performance is not a guarantee of future returns.

Wij analyseren CTA's grondiger in een reeks artikelen, [Going with the trend. How CTAs work](#), [Interest Rates Go Up: A threat or an Opportunity for CTAs](#) and [Smile! CTA convexity is not lost](#).

Sinds 2000 hebben de markten verschillende onverwachte gebeurtenissen meegemaakt, met een uiteenlopende ontwrichting. Economische cycli timen, of anticiperen op gebeurtenissen met een lage waarschijnlijkheid, blijft een ongelooflijke uitdaging. CTA's kunnen een zeer nuttige rol spelen bij het diversifiëren van portefeuilles om het onvoorspelbare op te vangen.

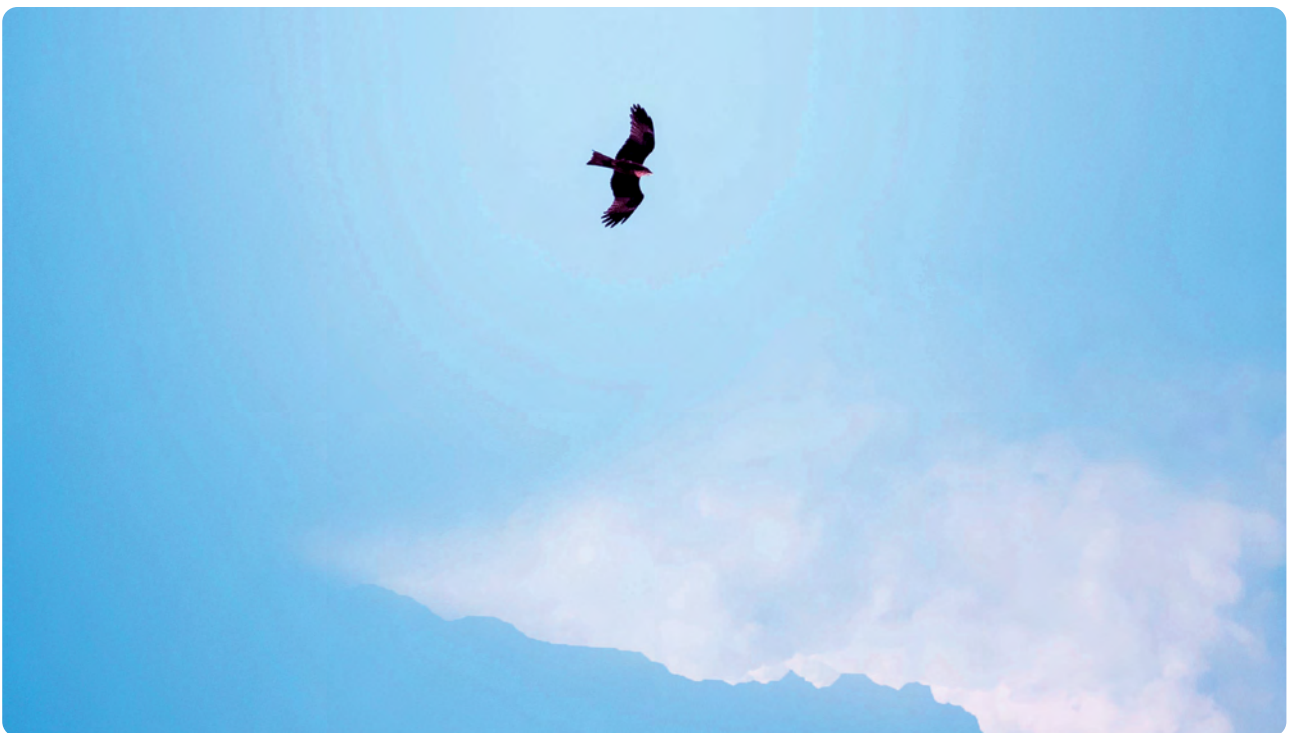
En wat voorspelt u? Harde landing of zachte?

[De Tocht van de Valkyrie's](#)

Risico's: De belangrijkste risico's van beleggen in CTA-strategieën zijn de volgende: risico van kapitaalverlies, aandelenrisico, concentratierisico, valutarisico, derivatenrisico, liquiditeitsrisico, risico van opkomende markten, duurzaamheidsrisico en ESG-beleggingsrisico.

Engagement: De "Onvoltooide Symfonie", zo mooi als die van Schubert.

Schubert begon aan zijn Achtste symfonie in 1822. Zijn *Onvoltooide Symfonie* staat ook bekend als de eerste Romantische symfonie en luidde een nieuw muziktype in. Ze wordt gebruikt in hedendaagse films en is 200 jaar later nog steeds actueel. Engagement is de permanente uiting van duurzaam beleggen. Dat ze nog lang mag duren.





Sophie Deleuze
Lead ESG Analyst,
Stewardship

'Onvoltooid', of slechts het begin?

Soms kan "onvoltooid" de tijd betekenen, waar we staan, de resterende tijd, de tijd die ons nog rest. Maar op de een of andere manier doet het ook denken aan 'frustratie'. Hoewel engagement zeker zijn tijd vergt, is het gelukkig niet altijd frustrerend.

Integendeel. **Achter succesvol engagement schuilt een gemeenschappelijk doel.** Succesvol engagement is voortdurend, complex en georganiseerd, waarbij de groep evolueert en kracht oproept. Engagement is geen frustratie, maar een motiverende en nooit aflatende handeling.

ESG: een evoluerende symfonie

Engagement is niets zonder ESG-analyse en een goede beoordeling van ESG-risico's en kansen die emittenten moeten aanpakken of onderzoeken. Engagement bouwt voort op deze beoordeling en voedt op zijn beurt de ESG-analyse ... de "opwaartse spiraal".

ESG-adviezen zijn levende, evoluerende zaken. We moeten ze niet als eindpunten beschouwen, want onze standpunten mogen nooit definitief zijn. Dankzij engagement kunnen meningen leven, extra nuances krijgen en in de loop van de tijd groeien. Zoals bij elk advies geldt: hoe beter geïnformeerd een ESG-visie, hoe beter deze is.

- **Gebeurtenissen en trends evolueren voortdurend.** Sommige hebben een grotere impact op bedrijven en zouden de manier waarop wij naar deze emittenten kijken moeten veranderen -- wanneer de fundamentele bedrijfsfactoren veranderen, passen de maatstaven die wij gebruiken om bedrijven te analyseren zich aan.
- Covid is een dramatisch voorbeeld. De campagne die we in 2021 lanceerden is heel representatief voor hoe engagement en de evolutie van de analyse met elkaar verweven zijn -- we onderzochten hoe de relaties met stakeholders veranderden, en deze zijn nu geïntegreerd als de "nieuwe normale" gang van zaken voor de ondernemingen waarin Candriam belegt.
- De Candriam-analyse gaat in op dubbele materialiteit. Wij beschouwen ESG-beleggen namelijk al 25 jaar als een kwestie van waarden en waarde, de verbetering van zowel duurzaamheid als financieel rendement.

Dit soort voortdurende vooruitgang vereist een engagement dat verder gaat dan uitwisselingen met individuele emittenten. Het is van fundamenteel belang dat wij voortdurend een preciezer en nauwkeuriger beeld krijgen van de gevolgen van de keuzes van emittenten voor de belanghebbenden en de daarmee samenhangende verwachtingen. Vooral in onze thematische engagementscampagnes nemen wij contact op met meerdere belanghebbenden die materieel en van primair belang zijn. Toezichhouders, sectororganisaties, vakbonden, middenveldorganisaties en consumenten behoren tot de belanghebbenden met wie wij de afgelopen twee jaar contact hebben opgenomen voor onze campagnes, zoals voor nutsbedrijven en de rechtvaardige energietransitie, ons werk op het gebied van pesticiden en voor het samenwerkingsinitiatief dat wij vorig jaar hebben gelanceerd over gezichtsherkenningstechnologie en de gevolgen daarvan voor de mensenrechten.

Uitgroeien tot een klassieker.

Engagement wordt ook aangepast aan de beleggingsstrategieën. De manier waarop wij engagementcampagnes met privé-emittenten van hoogrentende obligaties aanpakken, verschilt bijvoorbeeld van een engagement gericht op de kwaliteit van groene of sociale emissies. Engagement wordt volwassen naarmate beleggers een grotere verscheidenheid aan facetten aannemen.

Deze toenemende maturiteit weerspiegelt de uitbreiding van de engagementsdoelstellingen. Twintig jaar geleden bleef engagement beperkt tot het eisen van toegang tot de meest elementaire ESG-gegevens. Engagement is uitgebreid tot het aansporen van emittenten tot een koolstofarme economie op basis van wetenschappelijk erkende trajecten van 1,5 graden.

Als langetermijnbeleggers is het onze taak de ondernemingen waarin we beleggen te ondersteunen bij hun ontwikkeling. Zolang wij beleggen in de aandelen of de obligaties van een emittent, betekent dit dat wij geloven in het vermogen van zijn management om de uitdagingen waarvoor zij staan aan te pakken, zowel op micro- als op macroniveau. Als convinctie vermogensbeheerder begeleiden wij hen echter op hun traject. Wij zullen ook onze verwachtingen ten aanzien van de ondernemingen waarin wordt belegd beschrijven, en de wezenlijke uitdagingen bespreken om ervoor te zorgen dat de gekozen strategie aan onze zorgen tegemoet komt en tegelijk waarde creëert. Een voorbeeld van dit partnerschap is onze betrokkenheid bij kleine en middelgrote ondernemingen op het gebied van menselijk kapitaal. Het is afgestemd op de boekhoudkundige beperkingen van kleinere ondernemingen en biedt onze doelondernemingen de mogelijkheid hun praktijken te vergelijken met ondernemingen van vergelijkbare omvang. Aangezien wij de meer gedetailleerde resultaten delen met dialoogondernemingen (het zeer gedetailleerde deel van onze engagement dat wij niet openbaar maken), krijgen deze ondernemingen op hun beurt nuttige input voor hun strategieën.

De volgende stap wordt niet de laatste.

In recente Europese regelgeving zoals SFDR staat engagement centraal. De toezichthouders worden steeds veeleisender, met name wat betreft de rapportage over de resultaten van onze opdrachten. Hoewel deze verzoeken een uitdaging vormen, versterken zij de processen op een aantal manieren. Op een hoog niveau dagen deze vereisten alle beleggers uit om de transparantie en het engagement te verbeteren. Op bedrijfsniveau vergemakkelijken deze nieuwe eisen het engagement en interactie van de verschillende teams in het bedrijf, en dat is hoe wij bij Candriam geloven dat engagement het beste werkt.

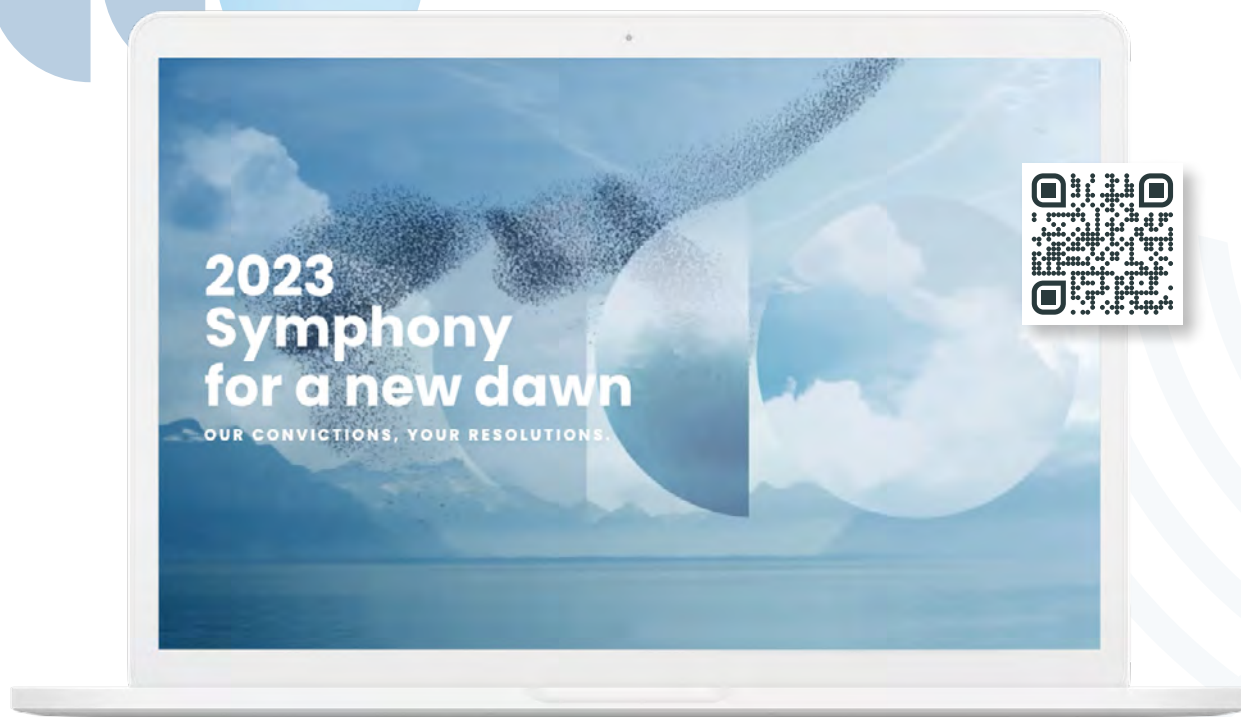
Misschien heeft engagement vooral bedrijven betrokken bij de openingsbewegingen van de symfonie. De afgelopen twee jaar heeft de engagement'brug' met overheden aan belang gewonnen. In de volgende fasen zal blijken hoeveel er nog moet gebeuren, waaronder het bepalen van de juiste aanpak en het definiëren van gesprekspartners voor een efficiënt en impactvol engagement.

Laten we samen onze 9e symfonie schrijven!



Rudi Van Den Eynde
Head of Thematic Global
Equity Management

Bouwen aan een "Nieuwe Wereld": Thematische beleggingen.





Europese Small Caps: ze zeggen dat de geschiedenis zich nooit herhaalt. Maar rijmt ze niet vaak?



Christian Solé
Deputy Head of Fundamental
Europe Equity, and Head of
Small & Midcaps

In het verleden hebben small caps de neiging gehad om sterk op te veren na inflatiepieken. Dankzij de intrinsieke kwaliteiten van small caps - flexibiliteit, sterk prijszettingsvermogen -, aangevuld met een zorgvuldige selectie door een ervaren team, kunnen ze in de nabije toekomst opnieuw schitteren, zoals een heldere en krachtige klarinetklank ons kan verrassen.

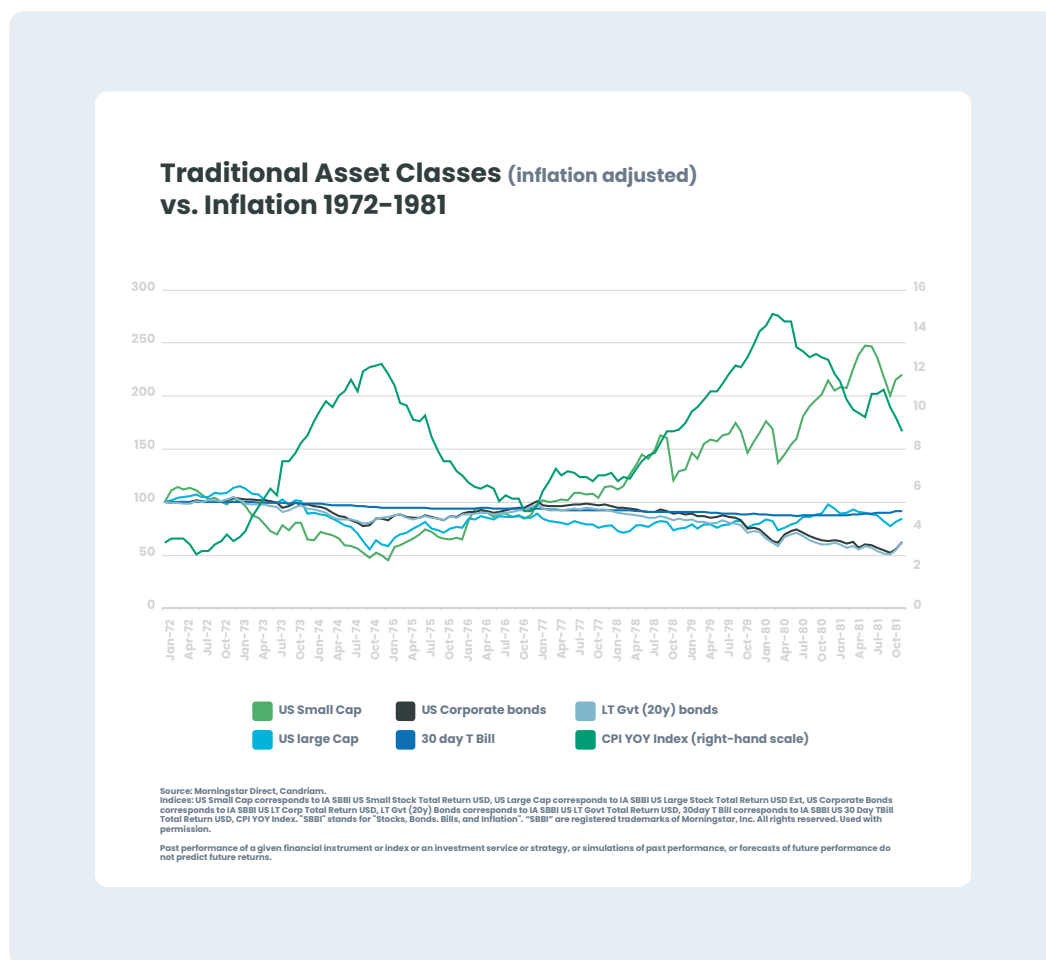
Soms horen we een iets andere symfonie terug, maar herkennen we het thema ervan - of zoals men zegt "De geschiedenis herhaalt zich nooit, maar rijmt wel vaak".

De laatste keer dat ontwikkelde landen te maken kregen met sterke inflatoire krachten was ongeveer 50 jaar geleden, in de jaren zeventig. Uit deze periode kunnen interessante vaststellingen worden gemaakt.

Destijds presteerden small cap bedrijven niet alleen beter dan de belangrijkste traditionele activaklassen in reële termen, maar behoorden zij ook tot de zeldzame aandelen die een positief rendement behaalden (zie grafiek). Wij zien hier hoe de prestaties van small caps kunnen worden gecorreleerd aan die van large caps, waardoor een diversificatie-effect in de portefeuilles ontstaat.

Toen de inflatie in 1973 begon te stijgen, na het einde van het Bretton Woods-systeem, presteerden small caps ondermaats terwijl de wereld geleidelijk in een recessie terechtkwam. De inkomsten van kleinere bedrijven worden doorgaans als eerste getroffen door een economische vertraging, en beleggers geven de voorkeur aan veiliger boten in de storm. Kleine ondernemingen hebben ook minder toegang tot schuld- en aandelenkapitaalmarkten dan grotere ondernemingen.

Maar vlak na de piek van de inflatie kwamen small caps in een fase van sterke outperformance die nauwelijks werd beïnvloed door de tweede inflatieschok, dankzij hun sterkere dynamiek en ondernemend leiderschap. Kleine ondernemingen reageren doorgaans ook sneller dan grotere ondernemingen op een veranderende omgeving. Er zij op gewezen dat wij gegevens uit de VS tonen bij gebrek aan gelijkwaardige historische reeksen voor Europa, wegens de toenmalige marktstructuur.



Bij Candriam geloven we dat small caps, die sinds het tweede semester van 2021 ondermaats presteren ten opzichte van large caps, binnenkort kunnen gaan outperformen. Dit kan samenvallen met de Fed pivot of het moment dat beleggers meer zicht hebben op het temperen van de inflatoire krachten. Wij zullen het beleid van de centrale banken en de uitbodeming van de PMI[1] cijfers op de voet volgen om de bodem voor small caps aan te geven.

Voorts zijn wij van mening dat onze selectieve benadering van beleggingen in small caps namen, die over een periode van 10 jaar succesvol is gebleken, nu belangrijker is dan ooit (geannualiseerd bruto excess return van 3,6% over tien jaar, en een Sharpe ratio van 0,82[2]).

De hoeksteen van onze aanpak is de expertise van ons team, gesteund door 15 jaar ervaring in small cap onderzoek en beleggingen. Onze interne middelen voor zowel financieel als extrafinancieel onderzoek zijn essentieel om de kansen te spotten in een sterk verspreide activaklasse met weinig dekking van de sell-side. Wij zijn een team van 34 specialisten die dezelfde verdieping en dezelfde filosofie delen.



De hoeksteen van onze aanpak is de expertise van ons team, gesteund door 15 jaar ervaring in small cap onderzoek en beleggingen.

Onze aanpak is gericht op de lange termijn. Wij hanteren een eigen gedisciplineerd analysekader aan de hand van vijf beleggingscriteria die volgens ons in het huidige klimaat essentieel zijn:

- **Kwaliteit van het management:** goed management en personeel moeten worden behouden en gestimuleerd, vooral in kleinere ondernemingen. Dit is een van de redenen waarom wij, samen met onze ESG-analisten, een dialoog zijn aangegaan met de ondernemingen waarin wij beleggen om hun organisatie en retentie- en ontwikkelingsprogramma's beter te begrijpen. Wij streven naar een langetermijndialoog met deze ondernemingen en geven de voorkeur aan een ondersteunend engagement boven systematische uitsluiting. Bij onze contacten met kleinere bedrijven zijn we niet dogmatisch en houden we rekening met hun specifieke uitdagingen. Gezien hun kleinere omvang of als gevolg van familiebezit is het bijvoorbeeld gebruikelijker dat er geen scheiding is tussen de functies van voorzitter en CEO. Onderdeel van deze langetermijnrelatie is ook het uitwisselen van beste praktijken op sociaal en governancegebied. Vanzelfsprekend blijven wij streng op controverses die wij voortdurend volgen. Als er geen verbetering optreedt, verminderen we gewoon onze blootstelling, geheel of gedeeltelijk.
- **Onderliggende marktgroei:** in een veranderend economisch klimaat is het van essentieel belang te begrijpen welke niches een echt groeipotentieel hebben dat verder gaat dan de rages op korte termijn. Zo zien wij de nieuwe klimaatgerelateerde regelgeving als groeikansen voor de particuliere sector, die graag wil bijdragen tot klimaatbescherming en besparing van hulpbronnen. Meer specifiek in dit segment denken wij dat de Europese Green Deal bedrijven die actief zijn in isolatie zal bevoordelen.
- **Concurrentievoordelen:** wij richten ons op ondernemingen met prijszettingsvermogen of potentiële groei van het marktaandeel, want in een inflatoire omgeving is bescherming van de marges van essentieel belang (zie onderstaande tabel). Bedrijven kunnen deze concurrentievoordelen opbouwen door innovatie of met een gunstige marktstructuur.

Effect of 10% cost inflation on operating profits with pricing power

	HIGH PRICING POWER		LOW PRICING POWER	
	BASE CASE	INFLATION	BASE CASE	INFLATION
Revenue	100	110	100	105
Cost of goods sold	20	22	20	22
Gross profit	80	88	80	83
Gross margin	80%	80%	80%	79%
Operating expenses	60	66	60	66
Operating profit	20	22	20	17
Operating margin	20%	20%	20%	16%
Change in profit		10%		-15%

Sources: Candriam simulation

- **Rentabiliteit:** terwijl andere strategieën alleen naar groei zouden kijken, richten wij ons ook op rentabiliteit. Wij zoeken aandelen die al winstgevend zijn, niet *potentieel* winstgevend. Zoals uit de onderstaande tabel blijkt, hebben ondernemingen met een lagere winstgevendheid meer te lijden van hogere inputkosten.

Effect of 10% input cost inflation on operating profits

	HIGH GROSS MARGINS		LOW GROSS MARGINS	
	BASE CASE	INFLATION	BASE CASE	INFLATION
Revenue	100	100	100	100
Cost of goods sold	20	22	60	66
Gross profit	80	78	40	34
Gross margin	80%	78%	40%	34%
Operating expenses	60	60	20	20
Operating profit	20	18	20	14
Operating margin	20%	18%	20%	14%
Change in profit		-10%		-30%

Sources: Candriam simulation

- **Schuldgraad:** schulden moeten voorzichtig worden beheerd in een klimaat van stijgende rentevoeten. Focus op het hefboomeffect is essentieel, zowel vanuit financieel oogpunt als vanuit het oogpunt van verantwoordelijkheid. Het is dus essentieel in ons beleggingskader.

Wij zijn ervan overtuigd dat een hoog rendement en verantwoord beleggen verenigbaar zijn. De markten zouden binnenkort een unieke kans kunnen bieden om in small caps te beleggen tegen zeer aantrekkelijke niveaus. Wij geloven ook dat engagement, in combinatie met verantwoord beleggen, de sleutel is tot een betere risicovergoeding. Dus, bent u klaar om de duidelijke en heldere klank van de klarinet te horen?



Aan alle beleggingsstrategieën zijn risico's verbonden, waaronder het risico van kapitaalverlies. De belangrijkste risico's van onze Europese Small & Mid cap strategie zijn: Risico van kapitaalverlies, Aandelenrisico, Valutarisico, Liquiditeitsrisico, Concentratierisico, Derivatennisico, ESG-beleggingsrisico.

in het verleden behaalde resultaten van een bepaald financieel instrument, een financiële index of een beleggingsdienst of -strategie, of simulaties van in het verleden behaalde resultaten of voorspellingen van toekomstige resultaten zijn geen betrouwbare indicatoren voor toekomstige resultaten.

ESG Beleggingsrisico: De in dit document gepresenteerde niet-financiële doelstellingen zijn gebaseerd op de realisatie van door Candriam gemaakte veronderstellingen. Deze aannames worden gemaakt volgens de ESG-ratingmodellen van Candriam, waarvan de toepassing toegang tot verschillende kwantitatieve en kwalitatieve gegevens vereist, afhankelijk van de sector en de precieze activiteiten van een bepaalde onderneming. De beschikbaarheid, de kwaliteit en de betrouwbaarheid van deze gegevens kunnen variëren, en kunnen bijgevolg de ESG-ratings van Candriam beïnvloeden. Voor meer informatie over ESG-beleggingsrisico's wordt verwezen naar de Transparantiecodes, of het prospectus als het om een fonds gaat.

1. PMI: Purchasing Managers' Index: **een index van de overheersende richting van de economische trends in de industrie en de dienstensector.**

2. Candriam European Small & Mid Caps GIPS composite, bruto resultaat in EUR, tot eind oktober 2022. Benchmark is MSCI Europe Small Caps NR. In het verleden behaalde resultaten van een bepaald financieel instrument of index of een beleggingsdienst of -strategie voorspellen geen toekomstig rendement.



Impact: om echte en meetbare impact te creëren, kan je niet anders dan beleggen met een ziel.



Maia Ferrand
Co-Head of External
Multi-management



Jean-Gabriel Nicolay
Co-Head of External
Multi-management

Wat onderscheidt goede muziek van uitstekende muziek? Misschien niet het talent of de techniek van elke individuele muzikant, maar de ziel die van het geheel uitgaat. In onze benadering van impact investing staan doel en intentie voorop. Wij beleggen met het doel een positieve verandering teweeg te brengen op milieu- en sociaal gebied. En we zorgen ervoor dat onze resultaten echt zijn.

Impactbeleggen: beleggen met een doel

Wanneer goede muziek wordt uitgevoerd door getalenteerde artiesten die een mooi geschreven stuk uitvoeren, beleef je zeker een mooi moment. Maar wanneer de ziel het haalt op de techniek, dan krijg je magie. Dat is wanneer muziek echt iets met je doet en waardoor je je een stuk nog lang na afloop van het concert herinnert.

Impactbeleggen heeft per definitie de ambitieuze doelstelling om zowel financieel rendement als milieu- en/of sociale impact te creëren. Onze benadering van impactbeleggen is hier volledig op afgestemd: wanneer wij beleggen in een fonds, dat op zijn beurt belegt in bedrijven, handelen wij vanuit ons engagement om de duurzame transitie van onze wereld te ondersteunen met als doel de dreiging van grondstoffenschaarste aan te pakken. Zo selecteren wij langetermijnprojecten die de toegang tot gezondheidszorg en onderwijs voor iedereen bevorderen. Wij financieren ook bedrijven die streven naar efficiënt beheer van de toeleveringsketen, ambitieuze koolstofvermindering en betere strategieën voor afvalbeheer. Ten slotte financieren wij disruptieve en innovatieve oplossingen die de overgang willen versnellen. Wij richten ons op bedrijven die, net als wij, de urgentie van verandering in hun bedrijfsmodel hebben verankerd.

Door impact centraal te stellen in wat wij doen, zorgen wij ervoor dat onze beleggingsstrategie *doelbewust* is en dat de positieve maatschappelijke en/of milieu-impact ervan reproduceerbaar is. Onze "ziel" komt voort uit alle stadia van onze investeringsaanpak: te beginnen met de extra-financiële due diligence die wij uitvoeren, gevolgd door de kwantificering van de impactresultaten via gedefinieerde en meetbare KPI's, en versterkt door onze afstemming via de carried interest.

Zie hieronder hoe ons due diligence-proces deze focus in alle stadia opneemt :

Target Impact	
1. Defining	The investment team articulates the impact mission of its portfolio and each portfolio company.
2. Targeting	Investments are directed to a specific social or environmental outcome.
3. Transparency	Detailed mechanism and results of each investments should be known to investors.
4. Engagement	The manager maintains an ongoing engagement to monitor and build support with portfolio companies.
5. Commitment	The level of financial commitment is consistent with the company needs, both in duration and resources.
6. Implementation	The combined infrastructure of the impact investors and portfolio companies allows for increased efficiency.
7. Sizing	For each project, allocated capital should have a degree of proportionality with the level of impact created.
8. Exit strategy	Selection of buyers with high environmental and ethical standards. Transfer condition pre-defined.

Bron: Candriam

Beleggen met een ziel, maar ervoor zorgen dat de impact echt is

Alle beleggingen die wij doen hebben vooraf gedefinieerde impactdoelstellingen, en wij zorgen ervoor dat deze doelstellingen duidelijk worden gedefinieerd, gemeten en gecontroleerd. Wij onderhouden ook zeer nauwe banden met onze beleggers en treden op als duurzaam adviseur: wij dagen hen uit, adviseren hen en ondersteunen hen bij hun duurzaamheids- en impacttraject.














Ons impactcomité, bestaande uit vertegenwoordigers van de beleggers en, indien nodig, onafhankelijke deskundigen op relevante impactgebieden, valideert de impactbeleggingstheorie, de KPI's en het verwachte resultaat.

Zo bevordert een van de fondsen waarin wij investeren de ontwikkeling van een Franse industriële kmo 4.0 van middelgrote omvang op basis van groeiprojecten binnen een decarbonisatiedoelstelling van 25% reductie, met als doel economische, sociale, ecologische en financiële waarde te creëren.

Een ander van onze onderliggende fondsen belegt in bedrijven die geleid worden door ondernemers die disruptieve duurzame oplossingen creëren, weg van fossiele brandstoffen, gebaseerd op een sterke differentiatie, sterk intellectueel eigendom in de sectoren landbouw, voeding, chemie en materialen, om te helpen grote milieu-uitdagingen zoals klimaatverandering, biodiversiteit en voedselverspilling aan te pakken.

Omdat we van onderliggende fondsen en bedrijven eisen dat ze hun doelstellingen afstemmen op de SDG's, kunnen we alle gegevens samenvoegen en onze impact op fondsniveau in kaart brengen. Wij controleren precieze en concrete impactmaatregelen op elk gebied:

Niet-uitputtende selectie van gevolgde KPI's:

		Corresponding SDG's	Reported Impact Indicators
Environmental impact	Climate Stability Limit GHG levels to stabilise global temperature rise under 2°C	 	<ul style="list-style-type: none"> • Avoided Annual CO2 Emissions • Reduction of oil-based products • Replacement of concrete using less carbon intensive substitutes
	Healthy Ecosystems Maintain ecologically sound landscape and sea for nature and people	 	<ul style="list-style-type: none"> • Number of biodiversity data delivered for environmental impact assessments (EIAs) • Number of species protected following the conducted EIAs • Tons of cultured meat sold
Social impact	Basic Needs Food, water, energy, shelter, sanitation, communications, transport, credit and health for all	     	<ul style="list-style-type: none"> • Number of farmers sourced from in the last 12 months • Cumulative amount of debt cancelled for people at risk of poverty • Number of public facilities made accessible for disabled people
	Decent Work Secure, socially inclusive jobs and working conditions for all	  	<ul style="list-style-type: none"> • Number of graduates who have found an international job above income threshold of USD 1.000 per month • Number of people hired through inclusion networks • Number of books sold adapted to reading disabilities

Bron: Candriam, as at June 30th, 2022

Met een duidelijk zicht op de KPI's en prestaties van onze onderliggende fondsen kunnen wij op onze beurt verslag uitbrengen over onze impact op fondsniveau.

Kwantificering van de impact vindt dus plaats in alle stappen van onze aanpak: van fondsselectie via onze Due Diligence-vragen aan de potentiële beleggers, tot de impactgegevens die wij van onze onderliggende fondsen verlangen en onze eigen rapportage aan beleggers.

Betrokken en op één lijn gedurende het hele proces, voor een ambitieus doel

Het engagement stopt niet bij de fase van het beleggingsproces. Wij hebben dit principe van belangenafstemming centraal gesteld in onze eigen beloning als beleggingsteam. De carried interest van het fonds is gekoppeld aan sociale/milieudoelstellingen. Met andere woorden, het team wordt financieel gestimuleerd om zowel de financiële als de niet-financiële doelstellingen te halen. Als wij het verwachte effect niet kunnen bereiken, wordt de carried interest fee geschonken aan een non-profit groep. Zo stemmen we onze daden concreet af op onze bedoelingen.

Alle stakeholders zijn dus afgestemd op gemeenschappelijke beginselen, en het is onze plicht om bij de selectie en toewijzing van beleggingen zowel volledige transparantie als uitstekende integriteit te garanderen. Onze taak is belangrijk: grote projecten financieren met als doel een positieve bijdrage te leveren aan een duurzame toekomst.

Soundpost

Bij strijkinstrumenten is de [klankkast](#) een kleine vurenhouten deuvel die de voor- en achterkant verbindt en die de brug ondersteunt en tegelijkertijd het hele lichaam van het instrument laat trillen.

In het Frans noemen ze het 'l'âme', wat ook de ziel betekent.

Yehudi Menuhin wist beide te raken: de viool te laten trillen en onze ziel te laten bewegen.

Aan al onze beleggingsstrategieën zijn risico's verbonden, waaronder het risico van kapitaalverlies. De belangrijkste risico's van de strategie zijn: Risico van kapitaalverlies, aandelenrisico, renterisico, kredietrisico, liquiditeitsrisico, concentratierisico, volatiliteitsrisico, hefboomrisico, ESG-beleggingsrisico

ESG Beleggingsrisico: De in dit document gepresenteerde niet-financiële doelstellingen zijn gebaseerd op de realisatie van door Candriam gemaakte veronderstellingen. Deze aannames worden gemaakt volgens de ESG-ratingmodellen van Candriam, waarvan de toepassing toegang tot verschillende kwantitatieve en kwalitatieve gegevens vereist, afhankelijk van de sector en de precieze activiteiten van een bepaalde onderneming. De beschikbaarheid, de kwaliteit en de betrouwbaarheid van deze gegevens kunnen variëren, en kunnen bijgevolg de ESG-ratings van Candriam beïnvloeden. Voor meer informatie over ESG-beleggingsrisico's wordt verwezen naar de Transparantiecodes, of het prospectus als het om een fonds gaat.





Private Debt & ESG: kleine bedrijven, grote (data) uitdaging.



Vincent Compiègne
Deputy Global Head of ESG
Investments & Research



Coralie De Maesschalck
Head of CSR & ESG, Kartesia

ESG-gegevens - hun beschikbaarheid, relevantie en vergelijkbaarheid - staan centraal in een sectorbreed debat dat zelfs nog levendiger is voor private markten. Wij bespreken drie manieren om dit probleem aan te pakken en benadrukken opnieuw de centrale rol van due diligence in het ESG-analyseproces.

Klein is mooi. Klein is dynamisch en responsief - maar vaak ook minder gedocumenteerd. De beschikbaarheid en kwaliteit van gegevens is een belangrijke uitdaging voor ESG-onderzoek in het algemeen, en dat geldt des te meer voor private markten waar de regelgeving inzake informatieverstrekking over duurzaamheid minder streng is dan voor grotere beursgenoteerde ondernemingen.

Het vinden van de data: Klein = uitdagend

De eerste en zeer praktische uitdaging voor ESG-analisten die naar kleinere ondernemingen kijken, ligt in het gebrek aan middelen: veel ondernemingen zijn eenvoudigweg niet in staat om tijd of personeel in te zetten voor het opstellen van ESG-verslagen.

Ook de beschikbaarheid en de kwaliteit van de gegevens is ongelijk en hangt sterk samen met de activiteit van de ondernemingen. Zo kan een kleine industriële onderneming zoals een fabrikant van glaswerk of een producent van aluminiumonderdelen doorgaans wel rapporteren over primaire energiebronnen of de energie-efficiëntie van machines, omdat de sector bezig is met energie-efficiëntiekwesties en zelfs wettelijke verplichtingen heeft om te rapporteren - maar bij andere bedrijven is dat misschien niet het geval. De meeste bedrijven berekenen geen gegevens over gendergelijkheid of de verdeling tussen voltijds en tijdelijk personeel.

Due diligence: Klein = nabijheid

De ESG-gegevensuitdaging benadrukt het belang van een centrale stap in het ESG-analyseproces: de due diligence-fase. Ter compensatie van het feit dat wij geldschierter zijn en geen eigenaar, profiteren wij van deze due diligence-fase om enige nabijheid bij het management te krijgen. Wij onderhandelen bijvoorbeeld altijd over de opname van het ESG-verslag in de lijst van vereiste wettelijke documenten, en over een zetel in de raad van bestuur, of ten minste een kwartaalvergadering met het topmanagement. Het is van essentieel belang een permanente en regelmatige dialoog met de raad van bestuur aan te knopen. Dankzij onze ESG-expertise en onze onafhankelijkheid kunnen wij het management van ondernemingen uitdagen en vooruitgang boeken op het gebied van duurzaamheid.

De due diligence-fase omvat een uitgebreide analyse van de sterke en zwakke punten van ondernemingen op het



Veel ondernemingen zijn eenvoudigweg niet in staat om tijd of personeel in te zetten voor het opstellen van ESG-verslagen.

gebied van duurzaamheid, waardoor zij hun ESG-profiel aanzienlijk kunnen verbeteren. Tijdens deze stap hebben wij vastgesteld dat het management van kleinere ondernemingen meer gevoeligheid voor duurzaamheidskwesties aan de dag legt dan dat van grotere ondernemingen, en dat zij ook een duidelijker en concreter beeld hebben van de milieu- of sociale gevolgen van hun activiteiten.

Zo kunnen wij samen relevante indicatoren en KPI's vaststellen, waarbij wij de voorkeur geven aan de indicatoren die voor stakeholders het belangrijkste zijn, ook wat de immateriële activa betreft. Deze stap in de definitie van de KPI's is van het grootste belang, aangezien gunstige leningsvoorwaarden afhankelijk kunnen zijn van het bereiken van de doelstellingen.

Bovendien is het inzichtelijk en wederzijds gunstig voor zowel bedrijven als ESG-analisten om best practices uit de sector in het gesprek te betrekken.

Wij kunnen niet genoeg hameren op het belang van uitgebreide koolstofaudits, ook voor kleine bedrijven. Wij gebruiken onze invloed om bedrijven in die richting te duwen.

De ESG-analyse moet ook een beoordeling omvatten van de afhankelijkheid van ondernemingen van fossiele brandstoffen en een uitgebreide analyse van de energiekosten, aangezien dit belangrijke externe factoren en belangrijke risico's zijn. Dit moet worden gebaseerd op het in kaart brengen van de verschillende stappen van het productieproces - gegevens over het gebruik van basismaterialen zijn belangrijke input voor de analyse van de toeleveringsketens, aangezien veel sectoren te kampen hebben met tekorten aan halfgeleiders of meststoffen.

Relevantie van de gegevens: Klein = specifiek

Voor kleinere bedrijven kan men geen standaardgegevensreeks gebruiken; de relevantie van de gegevens moet op een specifieke basis worden beoordeeld, afhankelijk van de sector, de regelgeving en de maatschappelijke veranderingen – in dit verband is het behoud van personeel sinds de pandemie voor veel sectoren een uitdaging geworden. Voor een aanbieder van mobiliteitsdiensten aan gehandicapten zullen wij bijvoorbeeld zijn scope 3-emissies^[1] en het aantal vervoerde kwetsbare personen als zinvolle indicatoren beschouwen. Voor een bedrijf dat zich bezighoudt met persoonlijke verzorging zullen we eerder kijken naar het personeelsverloop en/of de opleidingscijfers van het personeel. Voor industriële ondernemingen zullen de KPI's vooral betrekking hebben op de koolstofvoetafdruk en de energie-efficiëntie.

SFDR moet nog een stap vooruit zetten

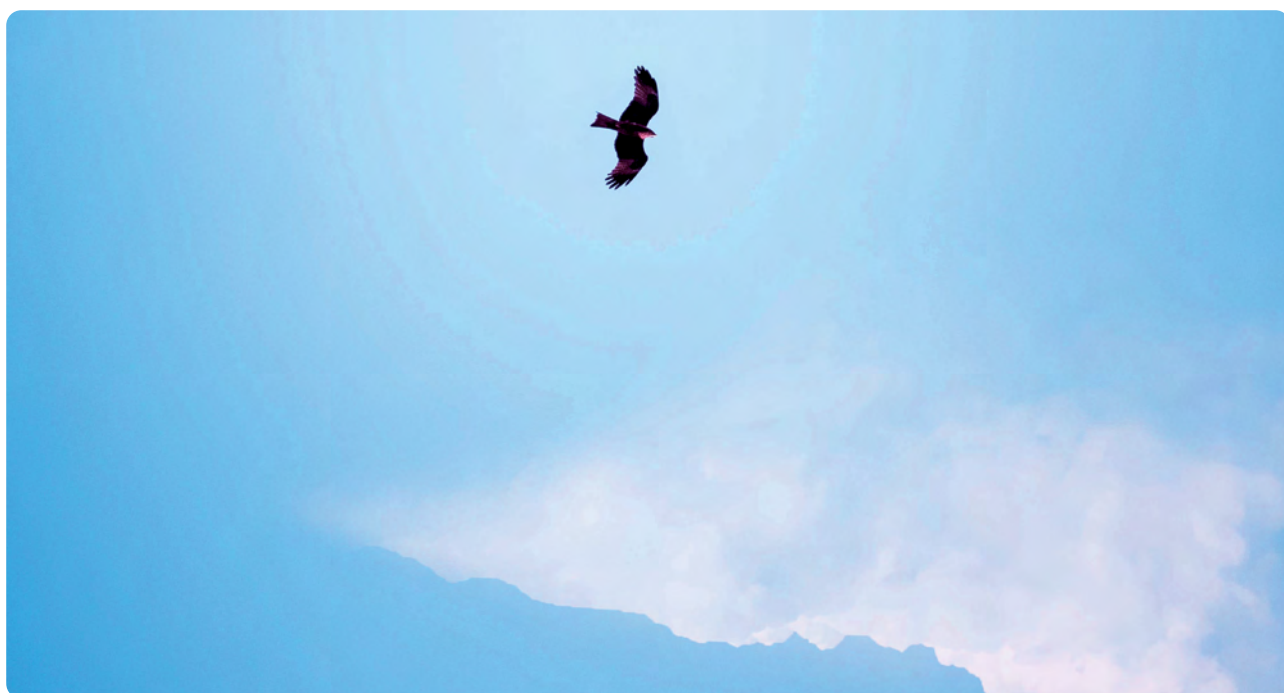
Met haar bereidheid tot meer transparantie op de markt is de verordening inzake de openbaarmaking van duurzaamheidsinformatie zeker een stap in de goede richting, maar de relevantie van de gekozen gegevens blijft twijfelachtig. Ten eerste zijn de technische regelgevingsnormen, die op 1 januari 2023 in werking moeten treden en die een concrete definitie van activiteiten met een sociale en milieudimensie beogen, nog steeds niet duidelijk wat betreft de indicatoren en de modellen en sjablonen. Ten tweede leidt een strikte interpretatie van de regelgeving met betrekking tot productcategorieën (met name artikel 9-fondsen, die "gericht zijn op duurzame beleggingen") ertoe dat de sector zich concentreert op sectoren met een hoge inzet en specifieke thema's die de positieve externe effecten maximaliseren (energie-efficiëntie, circulaire economie), wat mogelijk leidt tot een concentratie van activa op specifieke aandelen of sectoren.

[Hoezeer de piccolo er ook uitziet als een kleine versie van een fluit](#), de beoordeling van de schuld van een klein privébedrijf vereist specifieke deskundigheid die verschilt van de beoordeling van het kredietprofiel van een blue chip. Hoewel de fluit en de piccolo op elkaar lijken, zijn er veel verschillen die deze twee instrumenten uniek maken en hun eigen karakter en geluid geven. Met een goede ESG-analyse en een voortdurende uitwisseling met het management kunt u het beste uit uw favoriete instrument halen, ongeacht de omvang ervan.

1. Scope 1 omvat directe uitstoot uit bronnen in eigendom of onder beheer. Scope 2 omvat de indirecte uitstoot van de opwekking van gekochte elektriciteit, stoom, verwarming en koeling die door het rapporterende bedrijf worden verbruikt. Scope 3 omvat alle andere indirecte uitstoot die optreden in de waardeketen van een bedrijf.

Absoluut rendement en decorrelatie: de vele instrumenten in een orkest.

Marktonrust kan bepaalde soorten absolute-return strategieën in de kaarten spelen, net wanneer de andere instrumenten het laten afweten. De hoge volatiliteit, de stijgende rente en de toenemende correlatie tussen activaklassen tonen aan waarom een orkest gebruik maakt van een breed scala aan instrumenten.





Emmanuel Terraz
Global Head of Absolute Return
& Quantitative Equity, and
Head of Equity Market Neutral

Elk instrument in het orkest

Als onderdeel van hun opbouw maken long-short aandelenstrategieën gebruik van vele instrumenten om te presteren. In saaiere markten kan ook hun rendement saai zijn, maar eerder als een geldmarktfonds met een extraatje. Deze strategieën zijn ook ontworpen om daadwerkelijk te profiteren van **de toenemende volatiliteit**.

Maar net als een geldmarktfonds gaat de **hogere rente** de basnoot van het verwachte rendement naar een hogere noot tillen. Net als een geldmarktfonds, wanneer de rente stijgt, stijgt de rente net als de andere instrumenten, met weinig tot geen vertraging.

De instrumenten aanpassen

Stijgende rentevoeten en het rendement van hoge marktvolatiliteit waren de thema's van 2022. Zowel de aandelen- als de obligatiemarkten zijn op zijn zachtst gezegd 'een valse noot' geweest. De MSCI World-aandelenindex is met bijna 15% gedaald, terwijl de Barclays Global Aggregate Bond-index sinds het begin van het jaar tot en met 23 november met meer dan 16% is gedaald.[1] Toch kunnen absolute return aandelenstrategieën bijzonder goed gepositioneerd zijn om te profiteren van de toegenomen volatiliteit en stijgende rentevoeten.

Met een positieve correlatie tussen aandelen en obligaties, voor het eerst sinds de financiële crisis van 2008,[2] spelen deze strategieën hun rol als diversificatie van de activaklasse. Als goed nieuws in drie komt, dan zijn drie valse noten voor de markten perfect in overeenstemming met dit soort beleggingen.

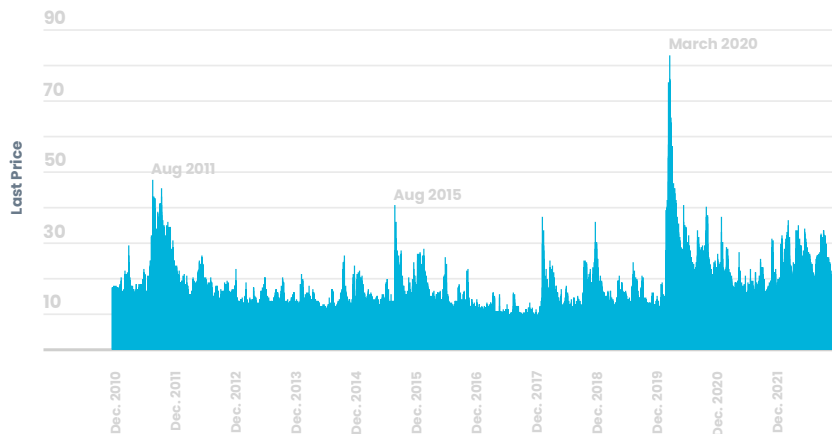


Maar net als een geldmarktfonds gaat de hogere rente de basnoot van het verwachte rendement naar een hogere noot tillen.

Volatiliteit speelt in de kaart van absolute return aandelenstrategieën

De volatiliteit van aandelen is gestegen tot hoger dan gemiddeld. Wanneer we naar de volatiliteit van de aandelen kijken, zien we een stijging van het gemiddelde niveau van de VIX in de laatste twee jaar ten opzichte van de periode 2012 – 2019.[3] Beide termijnen sluiten de Covid-opstoot uit.

Volatility: VIX from 2011 to Nov 2022



Sources: CBOE Volatility Index (VIX), Bloomberg, 31 Dec 2010 to 23 Nov 2022

Stijgende volatiliteit biedt hogere risicopremies. Het vermogen om snel bij te sturen op veranderende markten betekent dat wanneer er hogere risicopremies ontstaan, deze benaderingen in real time nieuwe risico-rendementskansen kunnen benutten. Als meest absolute return aandelenfondsen zijn ze verstrekkers van liquiditeit en kunnen ze winstgeverder zijn in periodes van hoge marktvolatiliteit wanneer die liquiditeit ruimschoots wordt gecompenseerd.

Stijgende rente betekent een beter rendement op het geldmarktluijk.

In tegenstelling tot traditionele activaklassen kunnen absolute return aandelenstrategieën profiteren van een klimaat van stijgende rentevoeten. Een bijzonder kenmerk van bepaalde

alternatieve fondsen is dat ze kunnen bestaan uit de opportunistische beleggingsstrategieën naast een belegd geldmarktluijk.

Strategieën worden doorgaans uitgevoerd met behulp van afgeleide instrumenten die slechts een deel van de blootgestelde bedragen vereisen.

De resterende liquide middelen worden belegd in kortlopende instrumenten zoals repo's of geldmarktinstrumenten, waarvan de rente recent is gestegen.

Tot een paar maanden geleden hadden producten met een conservatief cashmanagement een negatief rendement op hun geldmarktluijk, vooral in de eurozone. De opeenvolgende verhogingen van de basisrentes van de FED en de ECB hebben de kortetermijnrentes in positief territorium geduwd. Terwijl een Europese geldmarktbelegging eind 2021 een jaarwinst van -59bp *verloor*, zou ze eind 2022 een rendement moeten genereren van ongeveer 1,4% op het einde van 2022.

Eurozone short-term rate (€STR) at 31 December

All else equal, when money market yields rise,
Absolute Return yields should also rise.

	Short term rates (€STR) at 31 December
2015	-0.13%*
2016	-0.33%*
2017	-0.35%*
2018	-0.36%*
2019	-0.45%*
2020	-0.58%
2021	-0.59%
2022*	1.40%

*As of 23/11/2022

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor toekomstige resultaten.
Sources: Bloomberg. Prior to 2020, the €STR was the EONIA.

Dissonantie -- risico's

Al onze beleggingsstrategieën gaan gepaard met risico's.

Absolute-rendementstrategieën zijn onderhevig aan risico's op kapitaalverlies. De belangrijkste risico's die verbonden zijn aan beleggingen in deze strategieën zijn onder meer derivatenrisico's, valutarisico's, tegenpartijrisico en arbitrage risico's. Andere belangrijke risico's zijn concentratierisico, volatiliteitsrisico, liquiditeitsrisico en M&A-risico.

Alle instrumenten worden opgewarmd

Dit nieuwe marktregime, dat hoge volatiliteit, stijgende rentevoeten en een hogere correlatie tussen de meeste activaklassen combineert, zorgt ervoor dat alle planeten op

één lijn staan, wat in de kaarten speelt van alternatief beheer. Absolute return aandelenstrategieën kunnen inderdaad profiteren van deze marktomstandigheden en zorgen voor meer diversificatie voor beleggers. Daarom blijven we optimistisch dat deze strategieën in deze nieuwe omstandigheden mogelijk superieur zullen presteren.

Absolute return aandelenstrategieën streven per definitie naar alfa, ongeacht de marktomstandigheden. Door ze toe te voegen aan een assetallocatie kan de algemene volatiliteit worden verminderd en kunnen de activaklassen in uw allocatieproces in harmonie worden gebracht. Zoals een hobo die de maat aangeeft van het orkest, is het soms het ongebruikelijke instrument dat geschikt is voor de job.

1. Bloomberg, MSCI World Net Return en Barclays Global Aggregate Net Return, 31 december 2021 tot en met 23 november 2022.
2. Bloomberg, Candriam. Op basis van de correlatie tussen de S&P 500-index en de Bloomberg US Aggregate Bonds-index tussen augustus 2007 en november 2022 waren er slechts enkele korte periodes positief tot de tweede helft van 2022.
3. De volatiliteit is gestegen van 15,2% (31 december 2011 tot en met 31 december 2019) naar 23,4% (1 juli 2020 tot 30 december 2022).





Bedrijfsobligaties uit de groeilanden – zet u schrap voor interessante markten: zorg ervoor dat u de juiste obligaties kiest!



Christopher Mey
Head of Emerging Market
Corporate Credit

2022 was een uitdagend jaar voor vastrentende activa en het segment van bedrijfsobligaties uit de groeilanden vormde daarop geen uitzondering. Wij zijn optimistischer over de activaklasse met het oog op 2023 en zullen trachten de juiste effecten te selecteren om een portefeuille samen te stellen die goed gepositioneerd is voor 2023.

**Verwacht rendement:
een sterke 7,5-12,5%^[1]**

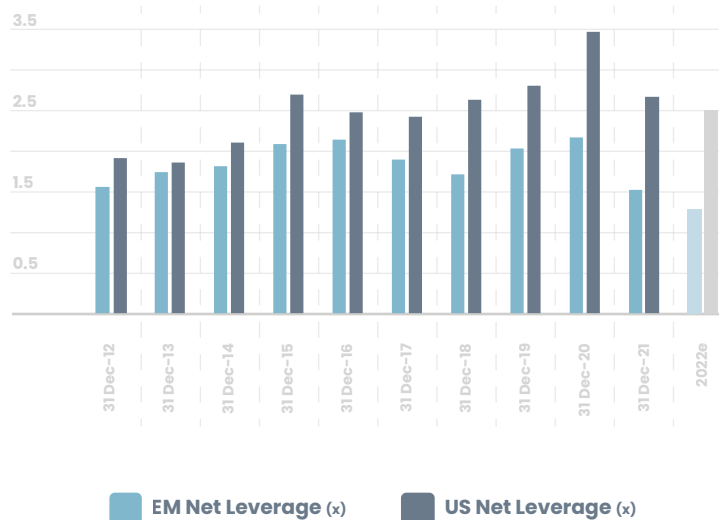
2022 was een uitdagend jaar voor de markt van bedrijfsobligaties uit de groeilanden, die een negatief rendement boekte van -13,60%^[2]. De oorlog in Oekraïne veroorzaakte een piek in de grondstoffenprijzen en leidde tot een sterker dan voorziene verruiming van de spread. In deze context kon onze strategie^[3] een netto extrarendement van 1,1% neerzetten.

Voor 2023 verwachten wij dat de volatiliteit hoog zal blijven. Toch zijn wij nu positiever geworden op basis van **de aantrekkelijke absolute waarderingen, sterke fundamentals** en een **technisch plaatje** dat er voor de komende 12 maanden **gunstig uitziet**. Wij verwachten een bruto totaal rendement van 10-15% voor 2023 [1], dankzij een historisch hoge carry (7,6%) in combinatie met een inname van de spread tot 100bps ten opzichte van het huidige niveau. Aangezien we een reëel wanbetalingspercentage verwachten van 4% [1] voor bedrijfsobligaties uit de groei landen in combinatie met een historisch gemiddelde recuperatiegraad van 39 dollarcent, berekenen wij kredietverliezen van 2,5% [1] voor een verwacht nettorendement van 7,5%-12,5% [1].

Aantrekkelijke fundamenten: Sterke balansen, lagere wanbetalingspercentages en controleerbare kredietverslechtering met gemiddelde BBB- rating

Bedrijfsobligaties uit de groei landen gaan 2023 in met sterke balansen en zijn goed geplaatst in vergelijking met bedrijfsobligaties uit ontwikkelde markten. Hoewel we nog steeds wachten op de rapporten over het volledige jaar 2022, bedroeg de LTM netto schuldgraad voor bedrijven uit de groei landen 1,5x, aanzienlijk lager dan hun Amerikaanse bedrijfsobligatie tegenhangers met een gemiddeld geschat niveau van 2,5x[4].

Companies' long-term net leverage: emerging markets vs USA



Source: Candriam, JP Morgan, Bank of America, 30 November 2022

Wij verwachten een zekere verzwakking van de fundamentals in de toekomst. Uit de laatste reportingcyclus is gebleken dat er sprake is van afbrokkelende marges in cyclische sectoren zoals chemie, petrochemie en vastgoed. Hoewel sommige bedrijven hebben aangetoond dat zij goed in staat zijn hogere kosten aan hun klanten door te rekenen en zo een nominale omzetgroei te genereren, hebben zij de inputkosten minder goed onder controle, wat tot een lagere winstgevendheid en hogere schuldratio's heeft geleid. **Wij zoeken daarom naar kansen in sectoren waar emittenten een zeker prijszettingsvermogen hebben en onze strategie geeft momenteel de voorkeur aan sectoren zoals de niet-cyclische consumentensector, TMT en infrastructuur als meer defensieve sectoren.**

Emittenten uit de groeielanden hebben ruime ervaring met eerdere crises waarbij de kapitaalmarkten gedurende langere perioden gesloten waren, en zijn doorgaans proactiever bij het beheer van hun looptijdprofiel. Volgens cijfers van JP Morgan is er in 2022 voor 78 miljard dollar aan tenders & calls en in 2021 voor 130 miljard dollar. Bijgevolg zijn er in 2023 voor de brede activaklasse een beperkt aantal vervaldagen.

Wij zien nog steeds hogere herfinancieringsrisico's voor emittenten met een lagere rating, aangezien de herfinancieringskosten het hoogste niveau sinds de wereldwijde financiële crisis hebben bereikt. Omdat wij een verhoogd herfinancieringsrisico verwachten, **zijn wij defensief gepositioneerd en beperken wij onze blootstelling aan emittenten van lagere kwaliteit met grote vervallende bedragen op korte termijn.**

Wij verwachten dat de wanbetalingspercentages in 2023 zullen normaliseren ten opzichte van de historisch hoge niveaus van 2022 die werden beïnvloed door de zwakte in de Chinese vastgoedsector en de talrijke wanbetalingen van Russische en Oekraïense bedrijven na de Russische invasie in



Wij verwachten dat de wanbetalingspercentages in 2023 zullen normaliseren ten opzichte van de historisch hoge niveaus van 2022

Oekraïne. Wij voorspellen een wanbetalingspercentage voor high yield van 6-8% in 2023, wat overeenkomt met 3-4% voor het hele segment van bedrijfsobligaties uit de groeielanden.

Positieve technische factoren: Herstellende uitgifte, sterke nieuwe geldstromen, bescheiden netto-uitgifte

Verwacht werd dat 2022 een jaar met veel emissies zou worden dat het vorige record van 2021 (541 miljard dollar) zou evenaren. De opflakkerende volatiliteit van risicovolle activa en Amerikaanse Treasuries leidde tot een ineenstorting van het aanbod omdat emittenten moeite hadden om toegang te krijgen tot de primaire obligatiemarkten in USD.

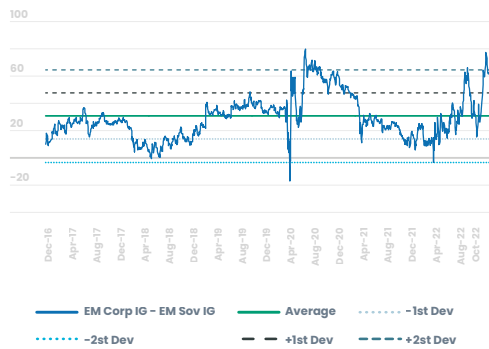
De uitstroom van groeielandenobligaties in harde munt bedroeg in 2022 \$ 85 miljard [5]. Voor 2023 verwachten wij echter dat de uitstroom zal afnemen en dat strategische beleggers met een langetermijnvisie opnieuw in de markt zullen stappen. Ook voor 2023 voorspellen wij een ietwat hoger bruto-emissievolume en een neutraal netto-emissievolume.

Waarderingen: historisch interessant-taantrekkelijke relatieve waarde

Wij vinden de activaklasse momenteel aantrekkelijk. De spreads van bedrijfsobligaties uit de groeielanden zijn goedkoop omdat ze ongeveer één standaardafwijking boven het 5-jarige gemiddelde blijven, terwijl ook de relatieve waarde aantrekkelijk is door de aantrekkelijke toename van de spread ten opzichte van Amerikaanse bedrijfsobligaties en staatsobligatie uit de groeielanden.

Wij merken vooral op dat **er waarde zit in investment grade bedrijfsobligaties uit de groeielanden** die uitzonderlijk goedkoop noteren ten opzichte van EM-staatsobligaties tegen het dubbele van de 5-jaars gemiddelde spread, alsook in de bedrijfsobligaties uit de groeielanden met een rating van AA, BBB, BB en B die handelen tegen een behoorlijke premie ten opzichte van vergelijkbare Amerikaanse bedrijfsobligaties.

Relative valuation, emerging market investment grade corporates vs sovereigns



Onze aanpak: een op relatieve waarde gebaseerd beleggingsproces voor bedrijfsobligaties, aangevuld met een sterke analyse van het overheids- en ESG-risico

In de afgelopen 10 jaar hebben wij een unieke relatieve-waardebenadering ontwikkeld om afwijkend geprijsde marktkansen te identificeren. Dit actieve, fundamentele, bottom-up proces berust op eigen instrumenten die ESG-factoren integreren en tegelijkertijd een gedisciplineerde benadering van risicobeheer hanteren. Wij maken gebruik van de expertise van meer dan 30 bedrijfsobligatie- en ESG-experts. Onze voorzichtige benadering van

governancekwesties is essentieel op markten waar het veel emittenten nog aan transparantie ontbreekt. Dankzij onze vele meetings met bedrijfsemissanten dit jaar zijn wij erin geslaagd de zwakste kredietprofielen te vermijden. De uitgebreide analyse van ons Overheidsteam dient als input voor onze eigen analyse, omdat wij landen met slechte politieke en economische vooruitzichten mijden.

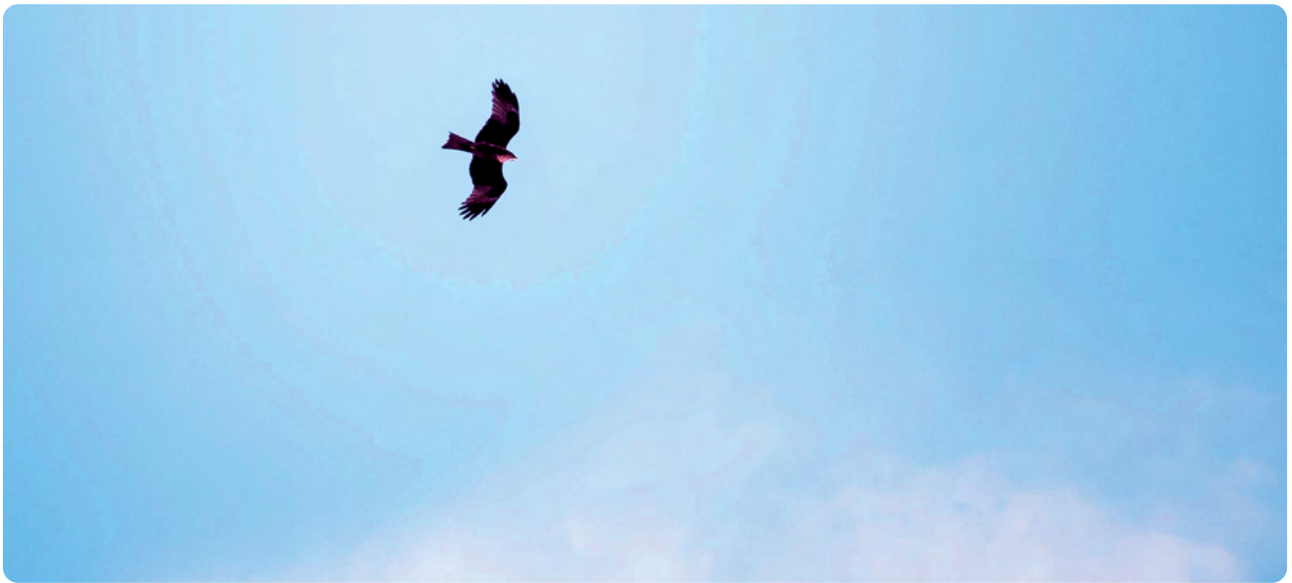
[Vergelijkbaar met een piano en zijn brede scala aan toetsen](#), biedt het segment bedrijfsobligaties uit de groeielanden talrijke mogelijkheden voor alle soorten beleggers. Als groeielandenspecialisten vertrouwen wij op actief risicobeheer en een rigoureuze bottom-up benadering, waarbij wij ESG-factoren integreren om de meest aantrekkelijke kansen te benutten en een robuuste portefeuille samen te stellen die in alle marktomgevingen aanslaat.

Aan al onze beleggingsstrategieën zijn risico's verbonden, waaronder het risico van kapitaalverlies. De belangrijkste risico's van de strategie zijn: Risico van kapitaalverlies, Renterisico, Kredietrisico, High Yield risico, Liquiditeitsrisico, Derivatennisico, Tegenpartijrisico, groeielandennisico, ESG Beleggingsrisico.

ESG Beleggingsrisico: De in dit document gepresenteerde niet-financiële doelstellingen zijn gebaseerd op de realisatie van door Candriam gemaakte veronderstellingen. Deze aannames worden gemaakt volgens de ESG-ratingmodellen van Candriam, waarvan de toepassing toegang tot verschillende kwantitatieve en kwalitatieve gegevens vereist, afhankelijk van de sector en de precieze activiteiten van een bepaalde onderneming. De beschikbaarheid, de kwaliteit en de betrouwbaarheid van deze gegevens kunnen variëren, en kunnen bijgevolg de ESG-ratings van Candriam beïnvloeden. Voor meer informatie over ESG-beleggingsrisico's wordt verwezen naar de Transparantiecodes, of het prospectus als het om een fonds gaat.

Het risiconiveau van het fonds is 4 op een schaal van 1 tot 7.

1. De Candriam prognose. De gepresenteerde scenario's zijn een schatting van toekomstige prestaties, gebaseerd op gegevens uit het verleden over hoe de waarde van deze belegging varieert, en/of de huidige marktomstandigheden, en zijn geen exacte graadmeter. Wat u krijgt, hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging/het product aanhoudt. Al onze beleggingsstrategieën zijn blootgesteld aan risico's, waaronder het risico van kapitaalverlies.
2. Gemeten aan de hand van de JPM Broad Diversified Index 1 januari tot 30 november 2022 in USD
3. Candriam Bonds Emerging Market Corporate, nettorendement in USD, institutionele aandelenklasse, 1 januari tot 31 oktober 2022. De referentie-index is JPM Corp EMBI Broad Diversified USD RI. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.
4. Candriam, JP Morgan, Bank of America, november 2022
5. Bron: Morgan Stanley



Vastgoed is als een opera.



Simon Martin
Chief Investment Strategist and Head of Research
& Investment Strategy at Tristan Capital Partners

Stephen Sondheim was misschien wel de grootste figuur in het 20e eeuwse muziektheater. Hij liet zich ooit ontvallen dat "kunst op zichzelf een poging is om orde te scheppen in de chaos". De grootste operacomponisten leefden in turbulente tijden. Puccini bijvoorbeeld componeerde tijdens de Italiaanse herenigingsoorlogen. Mozart & Beethoven beleefden de eerste twee decennia van de Industriële Revolutie en de Verlichting. De opera's van Wagner zijn enorm tumultueus. Het ziet ernaar uit dat grote opera's het beste passen bij onzekere tijden.

Iemand zou dus ergens een opera moeten schrijven die gebaseerd is op 2022. Na de Covid epidemie brak er een oorlog uit aan de oostgrens van Europa, gevolgd door de snelste rentestijging sinds het begin van de jaren tachtig en een inflatiegolf die in dit tijdperk van globalisering zijn weerga niet kent. De correlatie tussen aandelen en obligaties was positief, volatiel en beiden presteerden slecht. De zorgvuldig opgebouwde reputatie van het Verenigd Koninkrijk op het gebied van fiscale eerlijkheid heeft een deuk opgelopen. Crypto stortte in en lijkt dramatisch aan zijn einde te komen. De FAANG beten echter terug. Beleggers hebben selectief moeten zoeken naar veilige plaatsen om hun kapitaal een veilige plek te geven.

Ondanks dit drama heeft vastgoed nog een redelijk jaar achter de rug. Hoewel de genoemde effecten de vastgoedposities voor velen heeft doen toenemen en de kapitaalstromen zijn vertraagd, zijn de inherente stabiliteit van de activaklasse, de

solide operationele fundamentals en de geïndexeerde huurcontracten zodanig gecombineerd dat beleggers enigszins beschermd zijn tegen de tegenvallers in andere markten.

Toch mogen we niet zomaar veronderstellen dat vastgoed volledig immuun is voor de onrustige economische vooruitzichten. De operationele fundamenten zijn solide en verankerd door een laag aanbodrisico, maar iedereen begrijpt dat de kille wind van de recessie naar Europa waait. De centrale banken zullen waarschijnlijk een verkrappend monetair beleid blijven voeren, zodat liquiditeit en financiering ingeperkt zullen worden en de vaardigheden op het gebied van portefeuille- en risicobeheer belangrijker zullen worden. Nu energie-efficiëntie en ESG-factoren belangrijker worden voor huurders, zullen gebouwen goed moeten worden uitgerust om te kunnen concurreren in een moeilijker economisch klimaat. Het ziet er dus naar uit dat de kapitaalintensiteit zal blijven stijgen en dat men zal moeten aantonen dat men expertise heeft qua vermogensbeheer. Ook is vastgoed idiosyncratisch en illiquide, zodat de prijsbepaling van het risico complex is, en kapitaal niet altijd gelijkmatig en efficiënt stroomt naar waar het nodig is. Dit verhoogt het risico dat mensen die snel kapitaal nodig hebben om de uitdagingen aan te gaan, dit niet kunnen vinden.

Niet alle beleggers zijn op deze uitdagingen voorbereid en het is dan ook bijna onvermijdelijk dat sommigen op het verkeerde moment naarstig op zoek gaan naar hulp. Sommigen zullen ervoor kiezen om te verkopen; anderen kunnen door ongeduldige schuldeisers tot verkoop worden gedwongen. Dit zal resulteren in kansen voor zowel obligatie- als

aandelenbeleggers. De geschiedenis toont aan dat beleggen in periodes waarin kapitaal schaars is, in alle opzichten de beste resultaten op lange termijn oplevert. Kapitaal op zich volstaat echter niet, want beleggers moeten ook convictie aan de dag leggen.

Wij geloven dat in de huidige, fors evoluerende markt overtuiging uiteindelijk afhankelijk is van de operationele fundamenten - de dynamiek van vraag en aanbod. Aan de vraagzijde zijn er verschillende langetermijntrends die de vraag naar ruimte aanzwengelen en die door verhuurders kunnen worden benut om potentieel te creëren en het cyclische risico van een recessie te beperken. Deze seculiere factoren zullen het sterkst doorwerken in de steden met de sterkste demografie en waar de leegstand laag is, vooral in steden waar de bouwactiviteit zich traag herstelt van de door de crisis veroorzaakte kosten- en tijdseffecten. Deze markten zullen het meest stressbestendig zijn; het zijn de markten waar indexering het meest waarschijnlijk door huurders zal worden aanvaard; het zijn de markten waar de stijging en het herstel het sterkst zijn en bijgevolg zijn het de markten waar de rendementen en kapitalisatiepercentages het minst zullen worden beïnvloed door de volatiliteit van de rente en de onzekerheid.

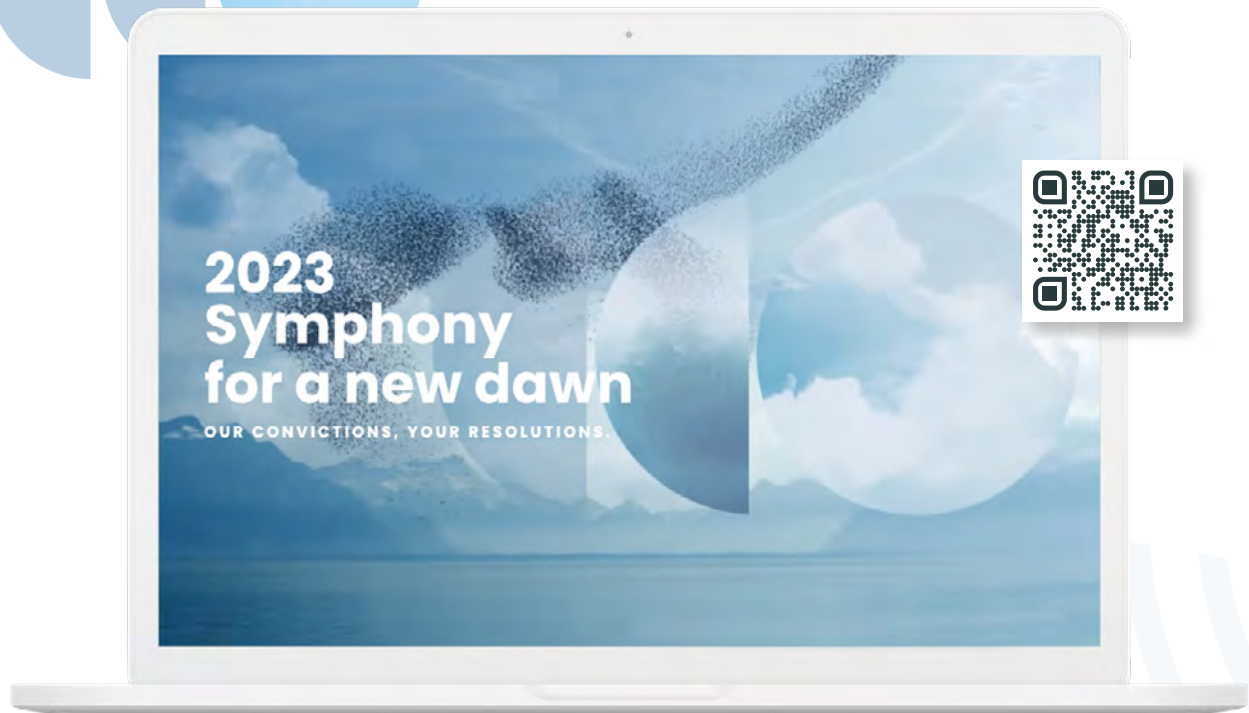
Mark Twain ging ooit naar Wagners ['Tristan en Isolde'](#) kijken. "Tristan" zou de ironie uit hem hebben geslagen. Hij schreef: "Ik heb nog nooit zoiets gezien." Twain had duidelijk smaak! Maar ook al is zijn handelsmerk ironie niet op het appel, zijn woorden vinden weerklank. Dit zijn moeilijke tijden, maar met uitdagingen komen ook kansen. Er zijn manieren om door het tumult te navigeren. Twain wist dat schrandere convictie en vertrouwen in je 'componist' essentieel waren.





Kroum Sourov
Lead ESG Analyst, ESG
Sovereign Research

Zwanenmeer. Vol Grijs.



De risico's zullen zich waarschijnlijk blijven voordoen, maar zolang we voorbereid zijn en handelen als verantwoorde beleggers, denk ik dat we onze klanten waarde kunnen bieden.



Multi-management: hoe kunnen meerdere stemmen in harmonie zingen?



Maia Ferrand
Co-Head of External
Multi-management



Jean-Gabriel Nicolay
Co-Head of External
Multi-management

In *Le Nozze di Figaro Akte III sextet* bereiken zes stemmen harmonie terwijl ze elk hun individuele partij zingen. Wij vinden een parallel met het mandaat van de multi-manager: ernaar streven de best presterende in elke categorie te selecteren, elk fonds door en door kennen, inclusief de omstandigheden waarin zij het best kunnen presteren, en een unieke portefeuille samenstellen die in elk marktregime alfa tracht te leveren.

Audities houden om de beste solisten in hun categorie te selecteren

Net zoals audities een cruciale eerste stap zijn in het opbouwen van een harmonieus ensemble, begint het opbouwen van een multi-strategieportefeuille met het selecteren van kwaliteitsexpertise. Wij menen dat een goede diversificatie wordt bereikt door een selectie van 30 tot 35 beheerders. Om een portefeuille voor alle seizoenen samen te stellen die in alle marktregimes kan presteren, moeten beleggers volgens ons binnen elke activaklasse verschillende onderliggende strategieën selecteren, die elk een specifiek risico-rendementsprofiel hebben:

- Binnen vastrentende waarden, relatieve waardestrategieën op micro- en macroniveau. Terwijl de eerste bedoeld zijn om scheeftrekkingen binnen dezelfde rentecurve te exploiteren en zo op termijn regelmatige rendementen op te leveren, zijn de laatste bedoeld om te profiteren van directionele posities via opties.
- Globale macrostrategieën willen inspelen op markttrends in volatiele markten. Wij selecteren graag beheerders met vaardigheden in één of meerdere activaklassen: vastrentende waarden, aandelen, valuta's.
- Long-short aandelen: wij geven de voorkeur aan sectorspecialisten met een neutrale of lage marktblootstelling. Zij streven naar alfa op zowel long- als shortposities; ze floreren vooral in richtingloze markten met sectordispersie.
- Kwantitatieve strategieën: wij selecteren beheerders met verschillende beleggingstechnieken: statistische aandelenarbitrage, volatiliteitsarbitrage, trendvolgend.
- Bedrijfsobligatiestrategieën worden gewoonlijk naar boven bijgesteld wanneer de strategie een rendement biedt dat vergelijkbaar is met dat van aandelen zonder hefboomwerking, maar met een betere asymmetrie
- Event-driven heeft een meer opportunistische rol in de portefeuille omdat de strategie sterk afhankelijk is van marktomgevingen zoals een sterke M&A cyclus en stabiele regelgeving.

Het due diligence-proces moet zeer gedisciplineerd zijn en in de loop der jaren worden bijgesteld. Naast de gebruikelijke operationele aspecten (soliditeit van de structuur van het partnerschap, operationele structuur, kwaliteit van het team, risicobeheer) moet ook een diepgaand inzicht in de strategie worden gegeven: in welke omstandigheden zal de strategie het beste rendement opleveren, of juist problemen opleveren? Wij vinden dat we moeten proberen zoveel mogelijk tijd door te brengen met de beheerders, waarbij we zowel financiële als zachte vaardigheden analyseren: persoonlijkheid, communicatie, temperament. We moeten begrijpen hoe de beheerder zal reageren in moeilijke markten, en of hij meedoet voor een home-run of voor de lange termijn. Zoals Duke Ellington zei: "*de wijze muzikanten zijn zij die spelen wat zij kunnen beheersen*". Zoals een dirigent voor elke partij de beste stem kiest, zo moeten wij voor elke marktomgeving weten welke beheerders het best zullen presteren.

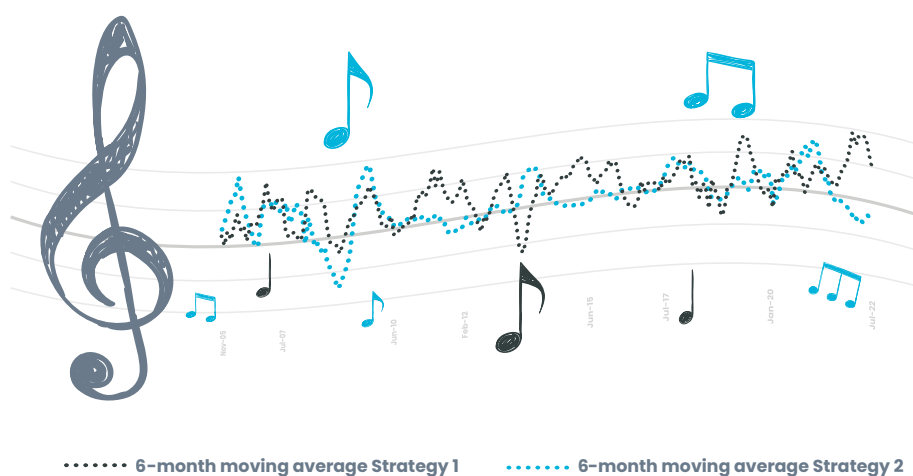
De beste solisten vormen niet altijd het beste ensemble. Het is belangrijk te begrijpen hoe zij op elkaar inwerken

De beste individuele talenten aannemen is geen garantie voor succes; hen goed laten samenwerken is belangrijker. Net zoals de componist deze sopraan en die bariton zou selecteren om alchemie te creëren voor een specifieke rol, beoogt de multi-manager de beste combinatie van beheerders te selecteren om de beoogde risico/rendementsdoelstelling te bereiken.

Van de instrumenten die beschikbaar zijn voor portefeuilleconstructie en -bewaking zijn stresstests en correlatieanalyses instrumenten om de risicospreiding te controleren en de bijdragen van strategieën aan risico en rendement in de tijd te bewaken, terwijl ook de thematische blootstelling wordt bewaakt. Een absolute return-benadering streeft naar stabiele rendementen in alle marktomstandigheden. Stabiliteit wordt verkregen door diversificatie, om overgeconcentreerde inzetten en verborgen correlaties te vermijden. In onze portefeuille vertoont twee derde van de strategieën een onderlinge correlatie van minder dan 0,25[1].

Bijvoorbeeld: in het vastrentende luik presteren globale macrostrategieën doorgaans het best in ontwrichte markten met trends, terwijl macrofondsen voor relatieve waarde een zeer convex profiel bieden waarmee marktveranderingen, zelfs plotselinge en bruuske, kunnen worden opgevangen. In het aandelenluik: wij zoeken naar spreiding over sectoren en selecteren daarom in sectoren gespecialiseerde long/short-beheerders met kleine directionele klemtonen ten opzichte van de markt.

6-month rolling P&L of two underlying strategies



Examples are hypothetical in nature, do not reflect actual investment results and are not a guarantee of future results. This is for illustrative purposes only and not indicative of any investment.

Source: Candriam proprietary database

Onze belangrijkste succesfactor: ervaring

In de afgelopen twintig jaar hebben wij een eigen database opgebouwd die moeilijk te repliceren is. Ervaring is essentieel om in alle marktomgevingen te navigeren. Wij zijn ervan overtuigd dat dit de enige manier is voor beleggers om in de loop der jaren consistent te presteren, beter te presteren dan de markt en de indexen in neergaande jaren en te marktgebeurtenissen het hoofd te bieden. We denken aan de verkoopgolf van groei tegen waarde in het tweede en derde kwartaal van 2021, en de inflatievrees in het vierde kwartaal van 2021, die werkelijkheid werd met de Oekraïne-oorlog in februari 2022.

Wat maakt een goede muzikant? Talent is goed voor 20% en werk en ervaring voor 80%. Met onze twintig jaar beleggingservaring en ons zeer stabiele team hebben we een ensemble opgebouwd dat in staat is de meest uitdagende opera's te spelen.

Aan alle beleggingsstrategieën zijn risico's verbonden, waaronder het risico van kapitaalverlies. De belangrijkste risico's van onze strategie zijn: Risico van kapitaalverlies, aandelenrisico, renterisico, grondstoffenrisico, kredietrisico, hoog rendementsrisico, valutarisico, liquiditeitsrisico, derivatenrisico, tegenpartijrisico, modelleringsrisico, arbitrage­risico, volatiliteitsrisico, opkomende marktenrisico, hefboomrisico, indexleveranciersrisico, duurzaamheidsrisico

Duurzaamheidsrisico verwijst naar een gebeurtenis of situatie op ecologisch, sociaal of governancevlak die een invloed kan hebben op de prestaties en/of de reputatie van de emittenten in de portefeuille. Het duurzaamheidsrisico kan eigen zijn aan de emittent, afhankelijk van zijn activiteiten en praktijken, maar kan ook te wijten zijn aan externe factoren.

in het verleden behaalde resultaten van een bepaald financieel instrument, een financiële index of een beleggingsdienst of -strategie, of simulaties van in het verleden behaalde resultaten of voorspellingen van toekomstige resultaten zijn geen betrouwbare indicatoren voor toekomstige resultaten.

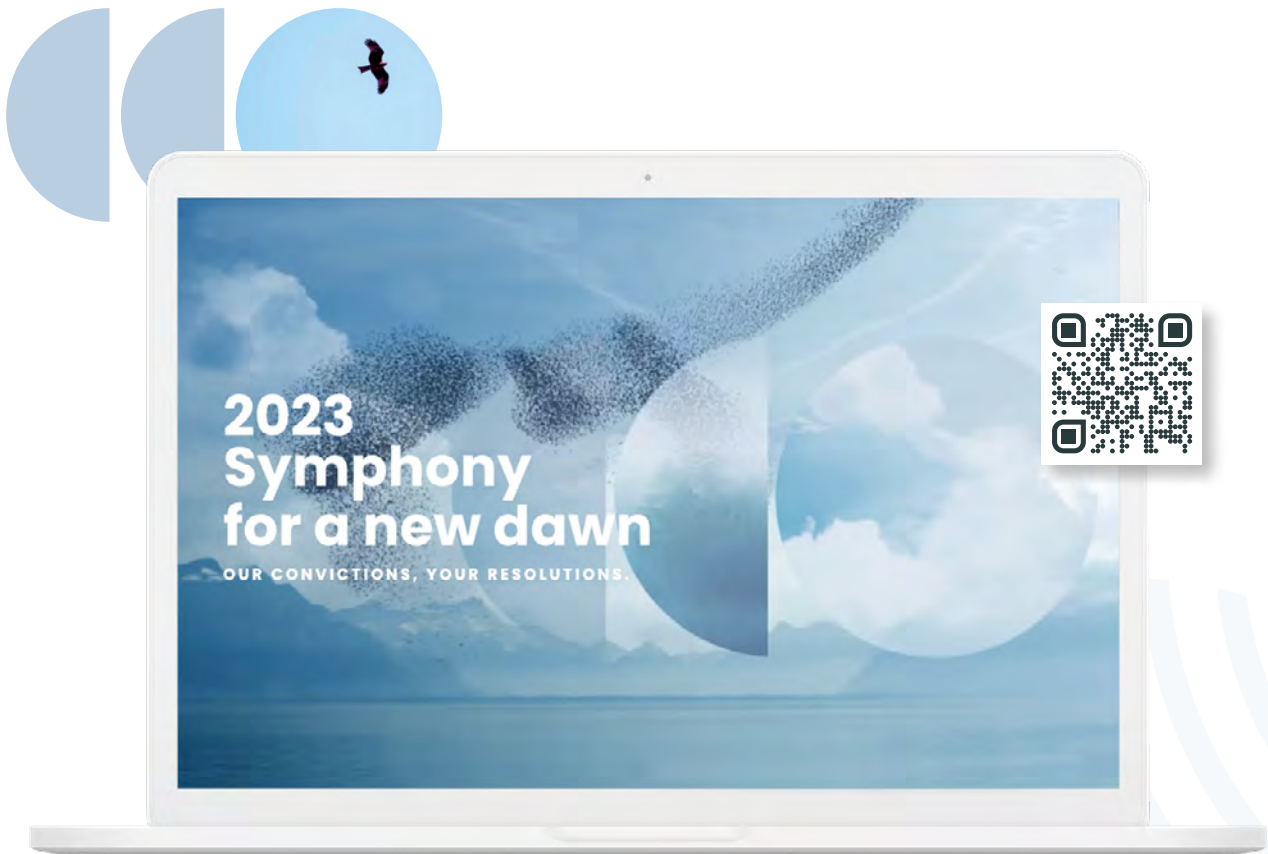
1. Bron Candriam, CWA Alphamax cross correlatiestrategieën eind november 2022.





Alix Chosson
Lead ESG Analyst for the
Environmental Research
& Investments

Een langzame "dodenmars" voor het tijdperk van de fossiele brandstoffen.

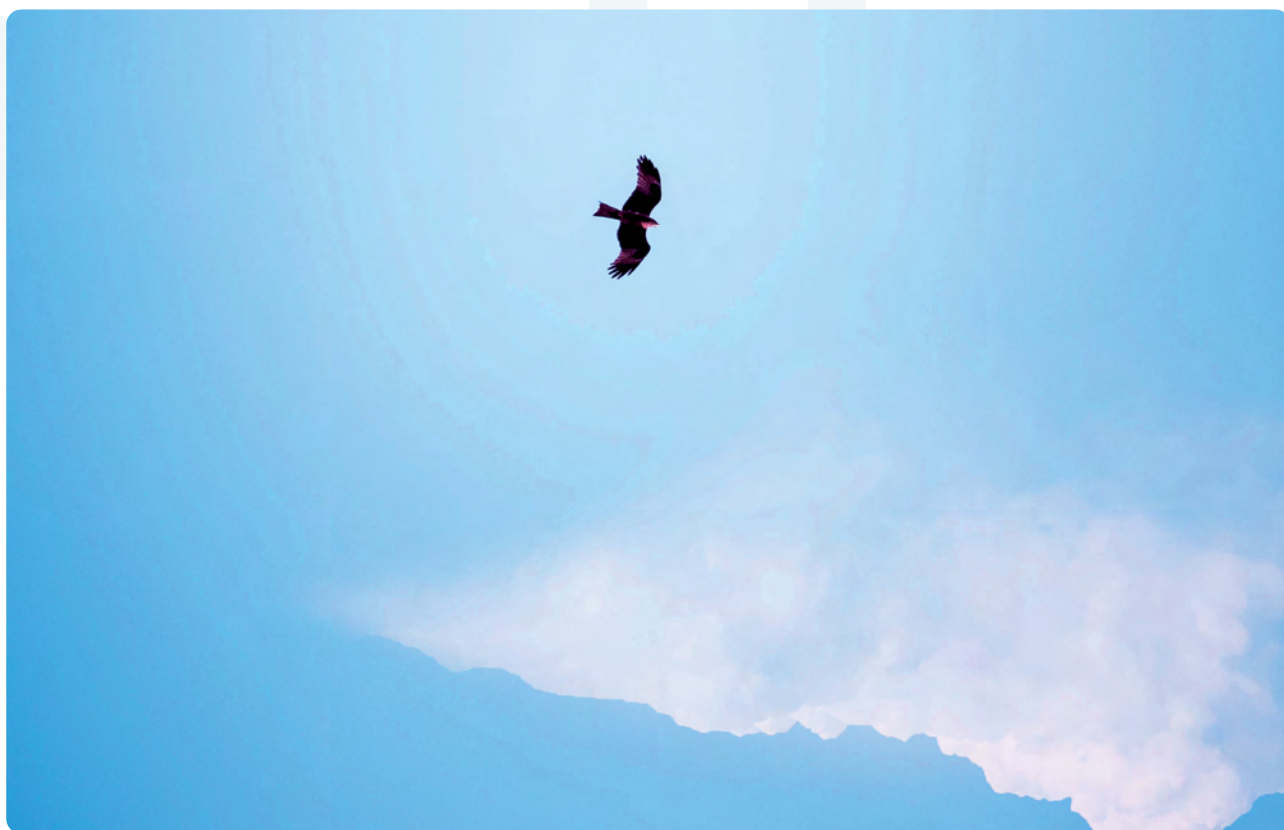


**Een versnellende energietransitie, ondersteund door
vastberaden overheidssteun, biedt enorme kansen voor
beleggers.**

Net Zero

Net Zero met opkomende markten: voor de klok luidt.

Net Zero is een beslissend moment voor de wereldeconomie en beleggers kunnen de groeielanden helpen om ten volle deel te nemen aan de energietransitie.





Galina Besedina
Senior Emerging Markets
Equity Research Analyst and
Portfolio Manager

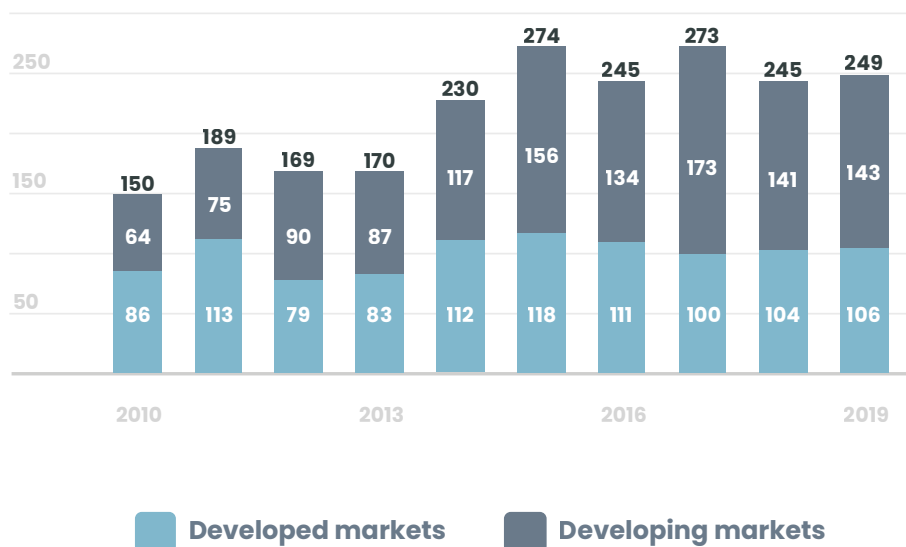


Paulo Salazar
Head of Emerging
Markets Equity

Assepoester had zoveel plezier op het bal dat ze de trap af moest rennen om weg te komen in haar koets voordat deze met de laatste klokslag van middernacht in een pompoen veranderde. Het geliefde sprookje van Charles Perrault groeide uit tot een ballet en verschillende opera's, waarvan zowel kinderen als volwassenen konden genieten, zoals [Jules Massenets Cendrillon](#), dat in première ginn in 1899 in Parijs. Maar wij betwijfelen of de mensheid, als een Assepoester, de energietransitie aan zich voorbij kan laten gaan.

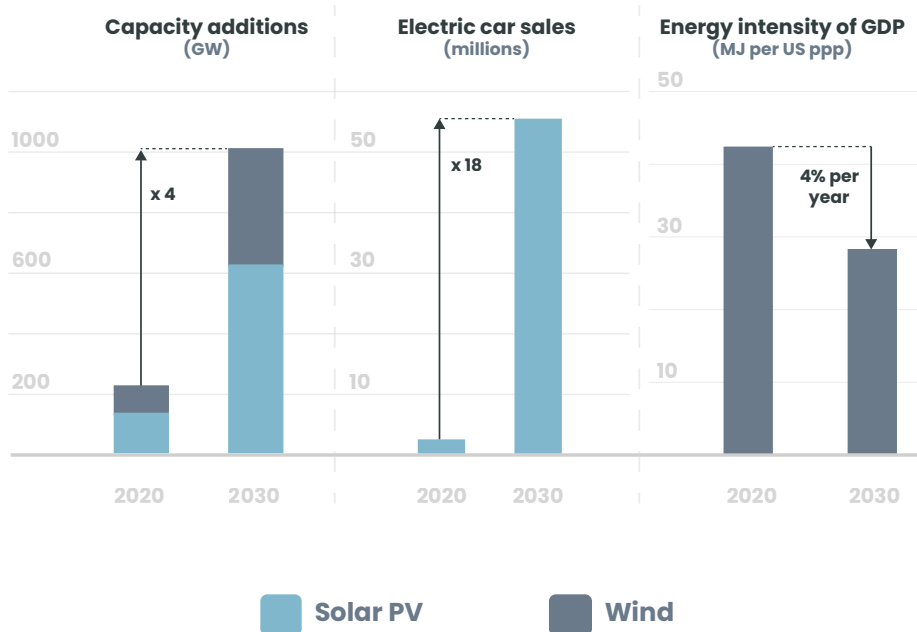
Groeilanden: wereldwijde voortrekkers in de financiering van nieuwe schone-energieactiva

Global new-build clean energy asset finance by market type



Source: Bloomberg, NEF

Key clean technologies ramp up by 2030



Note: MJ = megajoules, GDP= Gross domestic product in purchasing power parity

Source: Bloomberg, NEF

Zonder de groeilanden zal het onmogelijk zijn om de cruciale wereldwijde netto nuldoelstellingen te bereiken. Met meer dan 62% van de wereldbevolking en 48% van de wereldwijde emissies[1] zouden de groeilanden een belangrijk aandachtspunt moeten zijn voor beleggers met een duurzame impact. De omvang van de uitdaging is enorm: de groeilanden moeten 94,8 biljoen dollar extra vinden om tegen 2060 over te schakelen op netto zero[2]. En toch lijken internationale beleggers over het algemeen niet mee te willen, afgeschrikt door potentiële geopolitieke risico's en onzekerheid.

Dus, hoe kunnen verantwoordelijke beleggers de energietransitie van opkomende markten ondersteunen zonder hun principes in gevaar te brengen?

Focus op kansen voor klimaatverandering

Sommige groeilandenbedrijven zullen tot de belangrijkste voortrekkers van de energietransitie behoren, niet alleen in de opkomende markten zelf maar ook in de rest van de wereld.

In de tien jaar van 2020 tot 2030 zal bijvoorbeeld de capaciteit voor de opwekking van fotovoltaïsche en windenergie wereldwijd verviervoudigen. De meeste producenten van zonnepanelen zijn gevestigd in Azië. In dezelfde periode zal de verkoop van elektrische auto's naar

verwachting met een factor 18 toenemen. Zonne-energie is nu een van de goedkoopste energieopties wereldwijd[3] en China en de rest van Azië zullen tot 2028 het leeuwendeel van de uitbreiding van de opwekking van zonne-energie voor hun rekening nemen. Zelfs een jaar geleden, aan het eind van 2021, had China 300 GWt aan geïnstalleerde zonnecapaciteit[4] vergeleken met 160 GWt voor de Europese Unie (EU)[5]. En de, natuurlijk, elektrische voertuigen.

Gaan voor elektrisch

Wat elektrische voertuigen betreft, is de geplande verschuiving naar emissievrije mobiliteit in de ontwikkelde economieën niet mogelijk zonder de groeielanden. Zo heeft de EU onlangs besloten dat alle nieuwe auto's en bestelwagens die in Europa worden geregistreerd tegen 2035 niets meer mogen uitstoten. Als tussenstap naar een zero uitstoot zullen de nieuwe CO2-normen ook vereisen dat de gemiddelde uitstoot van nieuwe auto's tegen 2030 met 55% en die van nieuwe bestelwagens tegen 2030 met 50% daalt[6].

Aangezien de batterij goed is voor het leeuwendeel van de prijs van een elektrische auto, zal Azië de batterijfabriek van de wereld worden, mede dankzij de collectieve dominantie van het hele aanbod.

Volgens Benchmark Minerals zal China tegen 2031 in Europa 322 gigawattuur (GWh) aan productiecapaciteit hebben, met Zuid-Korea op de tweede plaats met 192 GWh, gevolgd door Frankrijk en Zweden. De Verenigde Staten staan op de vijfde plaats, dankzij de fabriek van Tesla in Berlijn, gevolgd door Duitsland en Noorwegen. Het VK staat achtste met slechts 20GWh[7].

En andere greenablers...

Greenablers zijn producenten van bouwstenen van een meer circulaire, energie-efficiëntere wereldeconomie. We denken aan belangrijke leveranciers van koper en lithium - metalen die essentieel zijn voor de decarbonisering. Een ander voorbeeld zijn de producenten van halfgeleiders, die meestal in Azië worden vervaardigd en een cruciale rol spelen bij de vermindering van het elektriciteitsverbruik - en de vraag daarnaar zit in de lift.

Knowhow

Om specifieke beleggingskansen te identificeren, moeten beleggers volgens ons een uitgebreid universum samenstellen van bedrijven in opkomende markten die een positieve rol spelen bij het leveren van klimaatoplossingen. De aanpak van Candriam bestaat erin om deze bedrijven vervolgens te 'clusteren' rond verschillende thema's, zoals elektrische voertuigen, hernieuwbare energie, software, recycling of het slimme netwerk[8].

Onze ervaring is dat er in opkomende bedrijven veel "verborgen pareltjes" zijn, waarvan de activiteiten op het eerste gezicht weinig te maken hebben met de energietransitie, maar in realiteit een belangrijke bijdrage blijken te leveren. De Taiwanese financiële dienstverlener **Chailease** bijvoorbeeld is niet alleen gespecialiseerd in leasing, verkoop op afbetaling, import en export en directe financiering, maar is ook een van de grootste eigenaren van zonne-energiecentrales in het land.

WEG SA is een bekende internationale Braziliaanse producent van elektromotoren, generatoren, transformatoren, versnellingsbakken en motorreductoren. Minder bekend is dat het bedrijf heel actief is op het vlak van hernieuwbare energiebronnen, e-mobiliteit en industriële automatisering[9].

Siemens ervaart in India een sterke vraag naar industriële decarboniseringsoplossingen[10] in de vorm van systemen voor de terugwinning van afvalwarmte, biomassa-oplossingen en modernisering en upgrades met energie-efficiëntie-oplossingen zoals eco-design transformatoren[11].

Yadea is de grootste speler op de Chinese markt voor elektrische tweewielers[12], met bijna een derde van de binnenlandse markt. Het bedrijf ontwerpt, ontwikkelt, produceert en verkoopt elektrische scooters, elektrische fietsen en aanverwante accessoires. Wat voor ons bijzonder interessant is, is dat Yadea ook grafeenbatterijen heeft ontwikkeld[13], die een betaalbaar alternatief vormen voor acide en lithium-ionbatterijen.

Tot de belangrijkste enablers behoren duidelijk de meer voor de hand liggende bijdragen aan de energietransitie, zoals Sungrow Power Supply, een Chinese fabrikant van zonne-omvormers (PV-omvormers) met een wereldwijd marktaandeel van 21% in 2021^[14]. Een omvormer voor zonne-energie is een apparaat dat de door een zonnepaneel opgewekte energie omzet in een gewone elektrische stroom die aan een lokaal energienet kan worden geleverd.

Focus op wat belangrijk is

Een wereldwijde nuluitstoot zal worden bereikt wanneer de door de mens veroorzaakte uitstoot van broeikasgassen (BKG) tot een absoluut minimum wordt beperkt, terwijl de resterende "restemissies" uit de atmosfeer worden verwijderd door installaties of nieuwe, speciaal daarvoor ontworpen technologieën. In het verleden hebben geavanceerde economieën meer koolstof uitgestoten dan groeielanden. De geavanceerde economieën van Europa en de VS waren ook de eersten die de uitstoot verminderden. Een wereldwijde reis zal echter pas slagen als opkomende markten zich gestimuleerd voelen om even doeltreffende maatregelen te nemen en investeerders een belangrijke rol zullen spelen bij het sturen van kapitaalstromen naar klimaatmaatregelen. Zodat de mensheid niet net als Assepoester bij de laatste klokslag van rijkdom naar voden hoeft te springen.

Belangrijk

De in dit artikel vermeld bedrijven zijn op het moment van schrijven opgenomen in de Candriam portefeuilles.

Risico's

Aan al onze beleggingsstrategieën zijn risico's verbonden, waaronder het risico van kapitaalverlies. De belangrijkste risico's van onze strategie voor duurzame aandelen uit opkomende markten zijn: Risico op kapitaalverlies, Aandelenrisico, Renterisico, Valutarisico, Liquiditeitsrisico, Risico op opkomende markten, ESG-beleggingsrisico, Risico op A-aandelen (China), Duurzaamheidsrisico.

Duurzaamheidsrisico verwijst naar een gebeurtenis of situatie op ecologisch, sociaal of governancevlak die een invloed kan hebben op de prestaties en/of de reputatie van de emittenten in de portefeuille. Het duurzaamheidsrisico kan eigen zijn aan de emittent, afhankelijk van zijn activiteiten en praktijken, maar kan ook te wijten zijn aan externe factoren.

In het verleden behaalde resultaten van een bepaald financieel instrument, een financiële index of een beleggingsdienst of -strategie, of simulaties van in het verleden behaalde resultaten of voorspellingen van toekomstige resultaten zijn geen betrouwbare indicatoren voor toekomstige resultaten.

1. Pagina 11, https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/26f79a1b-c191-494b-b2d9-c891e138bb37/IFC_GreenReport_FINAL_web_1-14-21.pdf?MOD=AJPERES&CVID=nsIJVaR
2. Leveraging markets for the green push | Standard Chartered (sc.com), <https://www.sc.com/en/feature/leveraging-markets-for-the-green-push/>
3. CLSA, 2022, Global clean energy, 2023 outlook: Time for realism
4. China: geïnstalleerde zonne-energiecapaciteit 2021 | Statista
5. In beeld: Zonne-energie - de kracht van de zon benutten (europa.eu)
6. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_6462
7. <https://www.ft.com/content/d407772c-4a76-4e59-9bb0-998b3f22383b>
8. Een netwerk voor elektriciteitsvoorziening dat gebruik maakt van digitale communicatietechnologie om lokale veranderingen in het gebruik te detecteren en daarop te reageren.
9. <https://www.weg.net/institutional/FR/fr/news/corporate/consistent-growth-supported-by-demand-for-renewable-energy-and-international-expansion>
10. <https://www.siemens-energy.com/global/en/offerings/decarbonization-products-solutions.html>
11. <https://www.siemens-energy.com/global/en/offerings/power-transmission/portfolio/transformers.html>
12. <https://www.yadea.com/>
13. <https://www.prnewswire.com/news-releases/yadea-unveils-the-guanneng-3-with-breakthrough-long-battery-life-301576616.html>
14. <https://renewablesnow.com/news/huawei-sungrow-control-44-of-pv-inverter-market-in-2021-791023/>



Staan India's sterren eindelijk op één lijn?



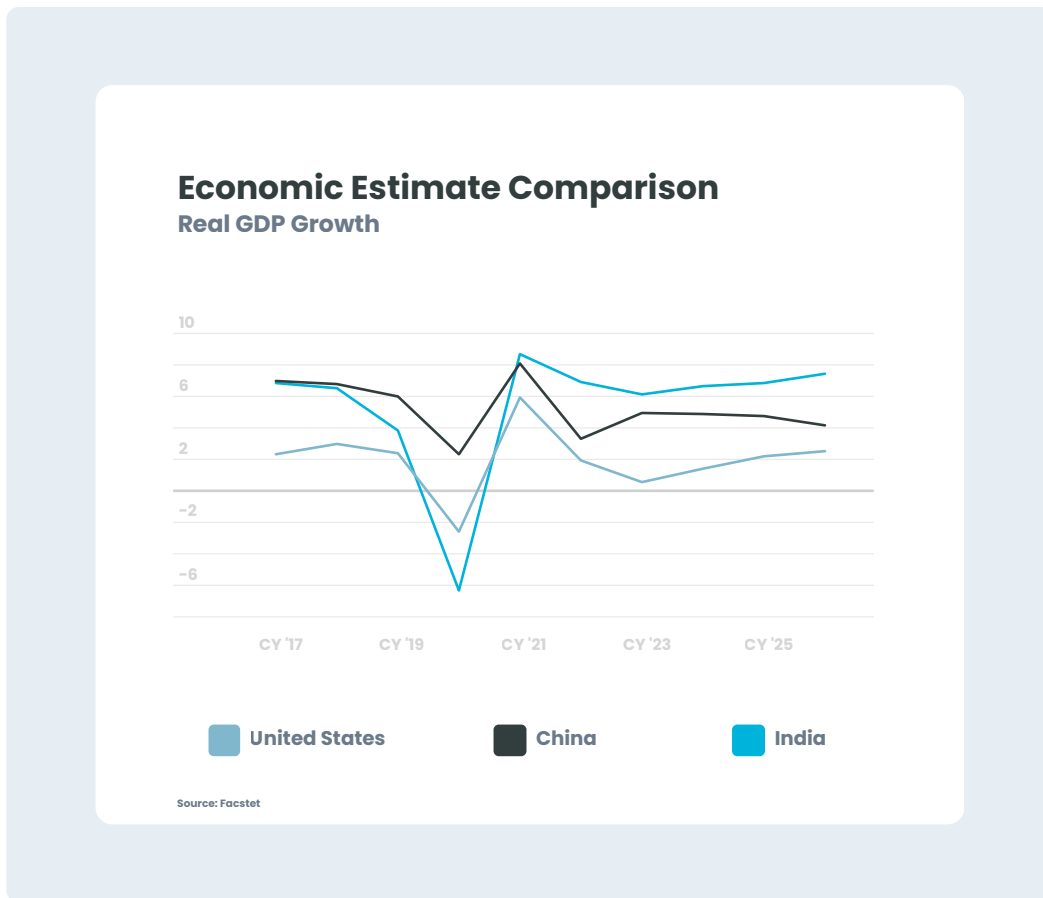
Vivek Dhawan
Portfolio Manager & Equity
Analyst, Emerging Markets Equity

Vorig jaar werd India de vijfde grootste economie ter wereld en het bbp van het land overschreed de 3 biljoen dollar. In 2022 en 2023 wordt van India als enige grote economie een robuuste reële bbp-groei van ongeveer 7%^[1] verwacht, goed voor ongeveer 22% van de wereldwijde groei^[2]. Staat India aan de vooravond van duurzame groei op lange termijn en hoe kunnen beleggers daaraan deelnemen?

Beleids hervormingen worden pro-groei

In de afgelopen jaren zijn verschillende cruciale hervormingen aan de aanbodzijde doorgevoerd die India kunnen helpen om in de toekomst duurzame economische groei te realiseren. Een van de belangrijkste initiatieven was dat de winstbijdrage aan het bbp van het land naar hogere niveaus verschoven. Het omvatte een verlaging van de vennootschapsbelasting voor nieuwe verwerkende nijverheid van 25% naar 15% in 2019, en verschillende productie gebonden stimuleringsprogramma's. Dit is grotendeels een herhaling van het Zuid-Aziatische model van door de export en de investeringscyclus aangedreven economische groei, dat wij in het verleden ook in andere economieën met succes hebben zien spelen. Andere hervormingen zijn de eengemaakte wet op de goederen- en dienstenbelasting, de wet op de vastgoedregulering en de faillissementswet. Daarnaast heeft India ook geprofiteerd van een gunstig extern klimaat en de diversificatie van de wereldwijde toeleveringsketens, hetgeen heeft geleid tot een toename van de directe buitenlandse investeringen.

Raming van de bbp-groei voor de belangrijkste regio's



Thema's met exponentiële groeimogelijkheden

Bijgevolg zien we uitlopers van de groei op verschillende segmenten die het potentieel hebben om gedurende vele jaren sterk economisch te groeien.

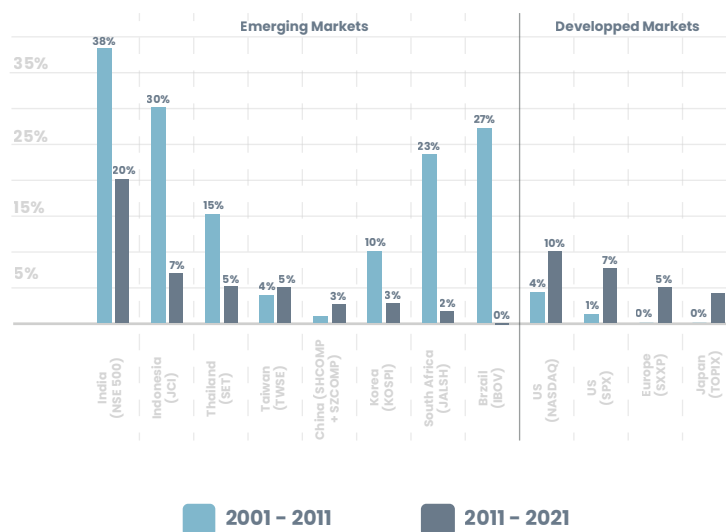
- **Heropleving van de investeringscyclus.** Nu India's beleid gericht is op meer investeringen in kapitaalgoederen, is de voor de hand liggende begunstigde de groeiende vraag naar krediet en kredietverleners. Aangezien veel Indiase financiële instellingen hebben geleerd hoe zij gebruik kunnen maken van technologie en het huidige kredietniveau minder dan 60% van het Indiase bbp bedraagt, menen wij dat de kredietvraag de komende jaren een groeipotentieel heeft van ongeveer 15% (op jaarbasis)[3]. Uitbreiding van de infrastructuur is een ander thema dat mogelijk jarenlang economische groei kan helpen genereren, aangezien de regering een uitbreiding van de goederencorridors en de havencapaciteit heeft aangekondigd.
- **Verwerkende nijverheid.** Dit komt door drie belangrijke factoren: meer inspanningen om de wereldwijde toeleveringsketen te diversifiëren, productie gebonden stimuleringsmaatregelen van de regering in veertien sectoren en lage productiekosten in vergelijking met ontwikkelde landen. Wij geloven dat de Indiase productie het potentieel heeft om tegen 2031 te verdrievoudigen. Indiase exporteurs in productie en automatisering bevinden zich in een goede positie om deze groeikansen te benutten.

- **Energietransitie.** De verbintenis van India op de COP26-top was gericht op het verminderen van de koolstofemissies, maar ook op het verhogen van de bijdrage van hernieuwbare energie. Voor een land met een snelgroeiende energiebehoefte wordt het echter noodzakelijk dat een groter deel (bijna 2/3 tegen het einde van dit decennium) van de nieuwe energievoorziening afkomstig is van schone energiebronnen, voornamelijk zonne-energie, biobrandstoffen en waterstof. Wij denken dat dit ongeveer 700 miljard dollar aan investeringsmogelijkheden voor hernieuwbare energie zou opleveren.
- **Digitale diensten.** Nu ondernemingen wereldwijd de digitale overgang willen omarmen en de investeringen in technologie wereldwijd blijven stijgen, zouden Indiase dienstenexporteurs een nieuwe groeimotor kunnen vinden in de vorm van digitale oplossingen, met de mogelijkheid om de waarde in de komende tien jaar bijna te verdrievoudigen tot meer dan 500 miljard USD. Tot de begunstigers van deze belangrijke langjarige trend behoren niet alleen de grootste Indiase IT-bedrijven, maar ook nichespelers op het gebied van digitale oplossingen.

Nieuwe groei-impuls

Als een samenloop van positieve factoren werkelijkheid wordt, lijkt India goed in staat om gedurende meerdere jaren een duurzame reële bbp-groei van 6%-7% per jaar te realiseren[4]. Dit is een niveau, dat in muzikale termen *prestissimo*[5] wordt genoemd, dat niet alleen boven het wereldwijde gemiddelde ligt in een wereldeconomie die momenteel vertraagt, maar dat ook een belangrijke vijfde van de mondiale groei van het bbp zou vertegenwoordigen[6].

% share of «10-Baggers» in a decade



«10-Baggers» are defined as stocks that went up 10x in 10 years; During 2011-2021, 20% of stocks that were part of the NSE 500 Index at the start delivered a total return of over 900%. During the previous decade, 38% of such stocks did so; Returns are in local-currency terms.

Source: Bloomberg Intelligence

Voor beleggers kan dit deuren openen naar exponentiële groeimogelijkheden op verschillende segmenten die wij hierboven hebben belicht. Volgens een recente studie van Bloomberg zijn op de Indiase markt de afgelopen tien jaar meer aandelen meer dan tien keer in waarde gestegen (of "10 x baggers") dan op enige andere grote aandelenmarkt.

Het is misschien daarom dat terwijl de meeste regio's in 2022 een grote correctie op de aandelenmarkt ondergingen, Indiase aandelen nieuwe recordhoogtes bleven bereiken. Hoewel het voorspellen van marktbevingen op korte tot middellange termijn een onmogelijke taak is, is één ding voor ons duidelijk: [eindelijk lijken de sterren na lange tijd op één lijn te staan voor het land.](#)



Hoewel het voorspellen van marktbevingen op korte tot middellange termijn een onmogelijke taak is, is één ding voor ons duidelijk: eindelijk lijken de sterren na lange tijd op één lijn te staan voor het land.

Referenties: MS Blue Paper over India.

Risico's

Aan al onze beleggingsstrategieën zijn risico's verbonden, waaronder het risico van kapitaalverlies. De belangrijkste risico's van onze Emerging Markets Equity-strategie zijn: Risico op kapitaalverlies, Aandelenrisico, Renterisico, Valutarisico, Liquiditeitsrisico, Derivatennisico, Risico van opkomende markten, ESG-beleggingsrisico, Risico op A-aandelen (China).

In het verleden behaalde resultaten van een bepaald financieel instrument, een financiële index of een beleggingsdienst of -strategie, of simulaties van in het verleden behaalde resultaten of voorspellingen van toekomstige resultaten zijn geen betrouwbare indicatoren voor toekomstige resultaten.

1. Ramingen van de bbp-groei: FactSet schattingen
2. Bijdrage aan de bbp-groei als % van de wereldwijde bbp-groei: MS Blue paper blz. 15
3. Schattingen van de kredietgroei: MS Blue paper blz. 12
4. Ramingen van de bbp-groei: FactSet schattingen
5. adj. prestissimo (niet vergelijkbaar) (muziek) Extreem snel, het snelst mogelijke tempo.
6. Multi bagger studie van Bloomberg hier: Chasing multi-baggers? India has had more stocks rising 10-fold | Insights | Bloomberg Professional Services, <https://www.bloomberg.com/professional/blog/chasing-multi-baggers-india-has-had-more-stocks-rising-10-fold/>





De rentefuga: de obligatierente is terug, maar is alles nog wel hetzelfde?



Philippe Noyard
Global Head of Credit &
Deputy Global Head of
Fixed income

De obligatierente is terug, maar er is iets veranderd. In een fuga komt het thema altijd terug. Hoewel de stijgende rente een thema is dat de markten eerder hebben gezien, dan kan het stijgende tempo van dat thema dit keer het geluid volledig veranderen. Luister goed, want selectiviteit is een must...

Wees voorzichtig met wat je wenst, want misschien krijg je het wel.

De rentverhogingen door de centrale bank om de inflatie te bestrijden hebben schokgolven door de obligatiemarkten gestuurd, waardoor de bezorgdheid over de risico's van een economische recessie zijn toegenomen als gevolg van een te agressieve verkrapping.

De combinatie van een positieve rente en historisch hoge risicopremies bij Europese bedrijfsobligaties biedt aantrekkelijke coupons voor beleggers die op zoek zijn naar een carry.

Nooit in zijn geschiedenis hebben investment grade bedrijfsobligaties zulke negatieve rendementen geboekt, van -12,53% over de eerste 11 maanden van het jaar voor de BoFa IG Euro Corporates Index.[1]

De verkrapping van het monetaire beleid is de belangrijkste verklarende factor. De overgang naar negatieve rendementen op Duitse staatsobligaties van 2% was onmogelijk zonder verliezen.

Slechts 20% van het waardeverlies is toe te schrijven aan het kredietrisico. De beleidsrentes zouden in 2023 verder moeten normaliseren, maar in een veel minder agressief tempo omdat de inflatie haar hoogtepunt lijkt te hebben bereikt. De belangrijkste vraag zal de snelheid van de daling zijn, als nieuwe exogene schokken, met name in Europa, worden uitgesloten.

De risicopremies zijn gestegen van 1% begin januari tot 1,8% eind november voor Euro investment grade bedrijfsobligaties en van 3,3% tot 5% voor Euro high yield bedrijfsobligaties[2]. Deze waarderingsniveaus overschrijden de historische gemiddelden van de afgelopen 10 jaar en impliceren een wanbetalingsgraad van bijna 8% voor high yield, ruim boven de historische 4,5% over die periode.[3]

Hoewel begin 2023 waarschijnlijk uitdagend wordt, denken wij dat deze activaklasse, met een rendement van 4% op Euro Investment Grade vandaag, een interessant rendement biedt in de huidige context.

Selectiviteit blijft aan de orde van de dag

Fundamentele analyse blijft belangrijk in 2023.

De kredietratio's zullen de komende maanden waarschijnlijk fors verslechteren. De economische groei vertraagt in regio's over de hele wereld en de vooruitzichten voor de winstgroei worden somberder.

Het jaar ziet er moeilijk uit voor de meest schuldbeladen en cyclische bedrijven. Wij verwachten in 2023 meer verlagingen van de kredietratings dan verhogingen.

Verwacht wordt dat de winstmarges zullen dalen en de schulden zullen toenemen. De meest defensieve profielen, of bedrijven die prijsstijgingen kunnen doorberekenen aan hun eindklanten, zullen de winnaars zijn.

Bedrijven hebben jarenlang geprofiteerd van lage financieringsstarieven en hebben hiervan geprofiteerd om de gemiddelde looptijd van hun schuld te verlengen.

De stijging van de rentelasten lijkt beheersbaar voor investment grade bedrijven. Slechts 11% van de totale schuld moet in 2023 worden geherfinancierd, tegen een gemiddelde coupon van 4,20% tegenover 1,90% in 2021.[4]

Gemiddeld hebben hoogrentende emittenten geen grote aflopende schulden op korte termijn. Een langdurige beperking van de kapitaalmarkten kan echter voor sommige ondernemingen problematisch zijn. Hoewel de gemiddelde kredietkwaliteit aanzienlijk is verbeterd in vergelijking met het verleden, verwachten wij dat het wanbetalingspercentage zal verdubbelen tot 4% à 5% in 2023.

Let op de zwakste schakels

Een fuga keert precies terug naar zijn patroon. De markten misschien niet. De kredietwaardigheid van emittenten met de laagste ratings, van single-B tot triple-C, staat op de helling.

Tot deze segmenten behoren veel ondernemingen die via leveraged buy-outs in handen zijn van private-equityfondsen. Die hebben een zeer hoge hefboomwerking gebruikt, vaak tegen variabele tarieven, om hun rendementsdoelstellingen te bereiken in de context van goedkope financiering. Nu worden deze bedrijven geconfronteerd met een daling van de bedrijfswinstmarge en tegelijkertijd met een nog grotere druk door aanzienlijke verhogingen van de rentebetalingen.

Sommige bedrijven zullen een aanzienlijke ratingverlaging moeten slikken, waardoor ze minder goed presteren of zelfs in gebreke blijven.

Eindig de Fuga met een zwerige noot

Wij menen dat 2023 interessante beleggingsmogelijkheden biedt met aantrekkelijke rendementen. Wij zijn er ook van overtuigd dat bepaalde segmenten van de kredietmarkt bijzonder kwetsbaar zullen blijven en dat hun kans op wanbetaling nog niet volledig tot uiting komt in de kredietspreads. Meer dan ooit vinden wij het essentieel om de voorkeur te geven aan actief beheer en goed opgezette teams van krediet- en ESG-analisten [moderato più moto](#) te laten spelen.

1. Gegevensbronnen: Bloomberg, Candriam.

2. Bloomberg, Candriam. Voor investment grade hebben de data betrekking op de ICE BofA Euro Corporate Index, voor High Yield hebben de gegevens betrekking op de ICE BofA Euro High Yield index.

3. S&P Capital IQ, 12-maandelijkse historische speculatieve rating wanbetalingsgraden.

4. Bloomberg, Candriam.



Duurzame obligaties: een stap terug, twee stappen vooruit.



Céline Deroux
Senior Fixed
Income Strategist,
Global Bonds



Lucia Meloni
Lead ESG Analyst for the
Environmental Research
& Investments

Allegro... ma non troppo. Geopolitieke spanningen en de potentiële schok in de energievoorziening riepen vragen op over het traject van de energietransitie. Bedrijfsinvesteringen in schone technologieën kunnen vertraging oplopen door hogere kosten en rentevoeten, maar de energietransitie staat nog steeds hoog op de agenda. **Het huidige klimaat kan een kans zijn om sneller op weg te gaan naar Net Zero, door te investeren in duurzame obligaties – maar selectiviteit is de sleutel!**

Als gevolg van de marktomstandigheden is de uitgifte van duurzame obligaties achtergebleven bij de verwachtingen

2022 is een moeilijk jaar voor duurzame obligaties met \$700 miljard aan primair aanbod sinds het jaarbegin^[1], tegenover \$950 miljard voor 2021. We zijn nog een heel eind verwijderd van onze verwachtingen van 1 biljoen dollar per jaar! De marktvolatiliteit, de sluiting van de primaire markt en de

strengere financiële voorwaarden hebben bijgedragen tot de afname van de emissies, met een maandelijks volume van 58 miljard dollar tegen 86 miljard dollar vorig jaar. Hoewel de wereldwijde uitgiften veel lager lagen dan vorig jaar, is het aandeel van duurzame emissies toegenomen ten opzichte van conventionele obligaties. Voor investment grade niet-financiële emissies vertegenwoordigen duurzaam gelabelde obligaties 30% van de totale jaarlijkse emissies, tegen 19% in 2021 en 8% in 2020. Zelfs hoogrentende bedrijven hebben hun aandeel duurzame obligaties verhoogd tot 9% ten opzichte van traditionele obligaties, tegenover 4% vorig jaar. Dit weerspiegelt een grotere wens om duurzame kwesties aan te pakken, en uit de orderboek blijkt dat de vraag nog steeds intact is.

De argumenten voor energietransitie zijn nog nooit zo sterk geweest

Het conflict tussen Oekraïne en Rusland heeft ons eraan herinnerd hoe dringend er meer schone energietechnologieën moeten worden gevonden. De EU heeft een plan voorgesteld om ruim voor 2030 onafhankelijk te worden van Russische fossiele brandstoffen. "RePower EU" heeft tot doel de veerkracht van het energiesysteem te vergroten en de gasvoorzieningsbronnen te diversifiëren door het gebruik van biomethaan en waterstof te stimuleren, meer hernieuwbare energiebronnen te gebruiken en energie-efficiëntie te bevorderen. Het "Fit for 55"-pakket moet het gasverbruik tegen 2030 al met 30% verminderen en de "Next generation EU" moet een veerkrachtiger Europa na de crisis opbouwen door tussen 2021 en 2026 30% van de middelen te besteden aan de financiering van groene projecten.

Zelfs de Europese Centrale Bank wil haar balans minder koolstofintensief maken door de voorkeur te geven aan groene



In 2023 zou het aanbod van duurzame obligaties weer moeten toenemen.

investeringen in haar bedrijfsobligatieportefeuille. Klimaatoverwegingen worden nu meegenomen door meer bedrijfspapier te kopen van emittenten met betere klimaatscores. Vanaf oktober zouden herinvesteringen van obligaties die vervallen in het APP (Asset Purchase Programme) en het PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) de voorkeur moeten geven aan emittenten met een lage koolstofintensiteit, een ambitieuze en geloofwaardige decarboniseringsstrategie en een goede kwaliteit van duurzame informatie. Ook willen zij obligatietermijnbeperkingen opleggen aan emittenten met een lage klimaatscore.

De "Inflation Reduction Act" in de VS is een ander voorbeeld van de grootste investering in de Amerikaanse geschiedenis om de klimaatcrisis te bestrijden, de energiezekerheid te vergroten en de kosten van levensonderhoud voor gezinnen te verlagen. Dit plan zal meer dan 300 miljard dollar investeren en omvat belastingkredieten om in de VS geassembleerde elektrische voertuigen te kopen, betaalbare woningen energie-efficiënter te maken of zonnepanelen of windturbines te produceren.

Wij verwachten een opleving van de uitgifte van duurzame obligaties: *Allegro*

In 2023 zou het aanbod van duurzame obligaties weer moeten toenemen met naar verwachting 900 miljard dollar voor de vier soorten instrumenten: groene obligaties, duurzaamheidsobligaties en aan duurzaamheid gekoppelde obligaties, en sociale obligaties.

Groene emissies zouden moeten blijven overheersen (60%) vanwege het aantal groene projecten dat in Europa en in de VS moet worden gefinancierd in het kader van de Inflation Reduction Act.

Aan duurzaamheid gekoppelde obligaties (12%) zouden ook moeten groeien, omdat ze emittenten in staat stellen hun duurzaamheidsverbintenissen en decarboniseringsstrategieën te tonen, wat een groeiende belangstelling van hoogrentende emittenten zou kunnen wekken.

Sociale obligaties (14%) moeten beperkt blijven tot de banksector, omdat het moeilijker is sociale projecten met kapitaalinvesteringen te financieren. Maar in geval van een ernstige of langdurige economische recessie zouden ze weleens kunnen heropleven.

Ten slotte zouden duurzaamheidsobligaties (14%) een favoriet instrument moeten blijven voor sommige supranationale instellingen of banken, maar hun marktaandeel zal naar verwachting op middellange termijn afnemen, gezien het gebrek aan duidelijkheid over hun werkelijke impact en gezien het aantal te financieren groene of sociale projecten.

In het algemeen zou de opleving van de emissies dus moeten worden aangezwengeld door niet-financiële ondernemingen, overheden en supranationale instellingen, terwijl de banken hun volumes stabiel zouden moeten houden. De Europese Unie zal volgend jaar normaal gezien actief blijven.

... ma non troppo !

Aangezien wij verwachten dat het economische klimaat uitdagend zal blijven en de kloof tussen achterblijvers & winnaars zal toenemen, **menen wij dat de risicoanalyse van emittenten van cruciaal belang zal blijven en dat wij dus de voorkeur geven aan een zorgvuldige selectie van emittenten.**

De huidige crisis en governancekwesties hebben het pleidooi voor integratie van ESG in de fundamentele analyse versterkt. Regelgeving en openbaarmaking van duurzame gegevens (met name de richtlijn duurzaamheidsverslaglegging over bedrijven) zullen de transparantie, consistentie en vergelijkbaarheid tussen entiteiten verbeteren. Nu de markt voor duurzame obligaties groeit en steeds diverser wordt, is het vermijden van greenwashing een prioriteit. Een grondige analyse van het project en het beheer van de opbrengsten zullen ons helpen de juiste keuzes te maken, aangezien wij ervoor willen zorgen dat de obligaties bijdragen tot een duurzame toekomst.

1. Voor alle emissiegegevens in dit document is de bron Candriam-analyse op basis van Bloomberg-gegevens, november 2022



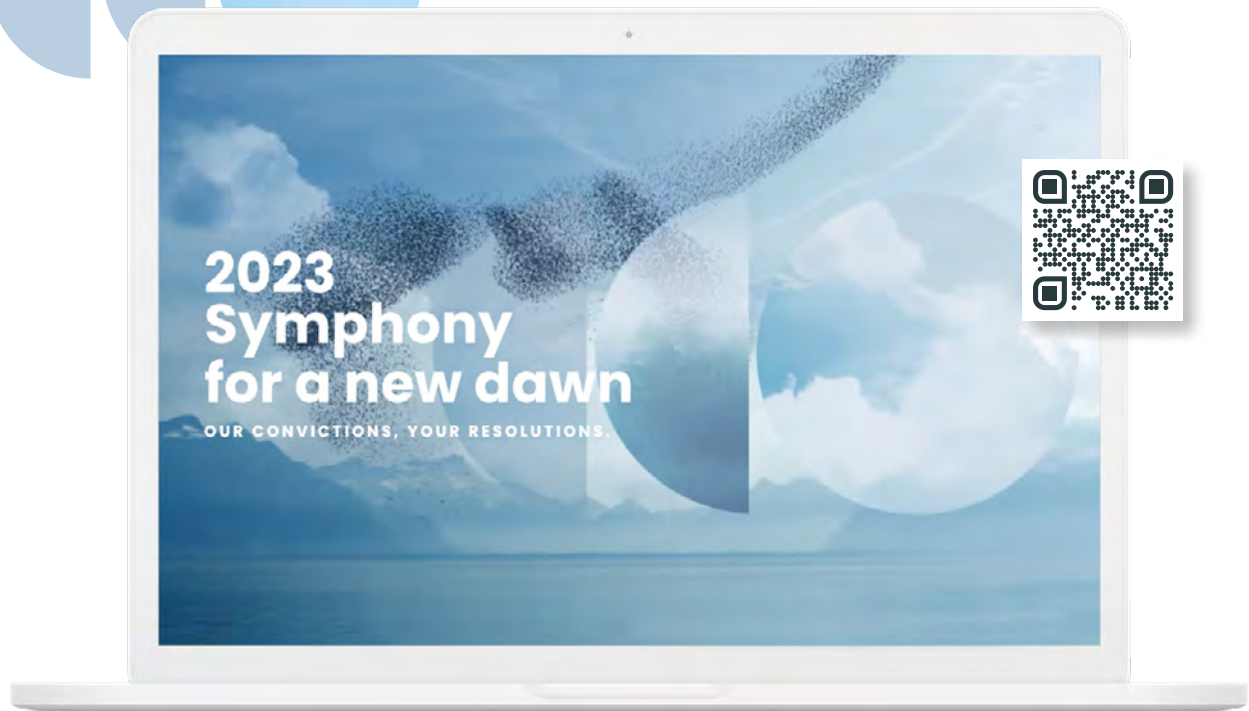
Accelerando: het tempo naar een circulaire economie zwelt aan.



David Czupryna
Senior Portfolio Manager

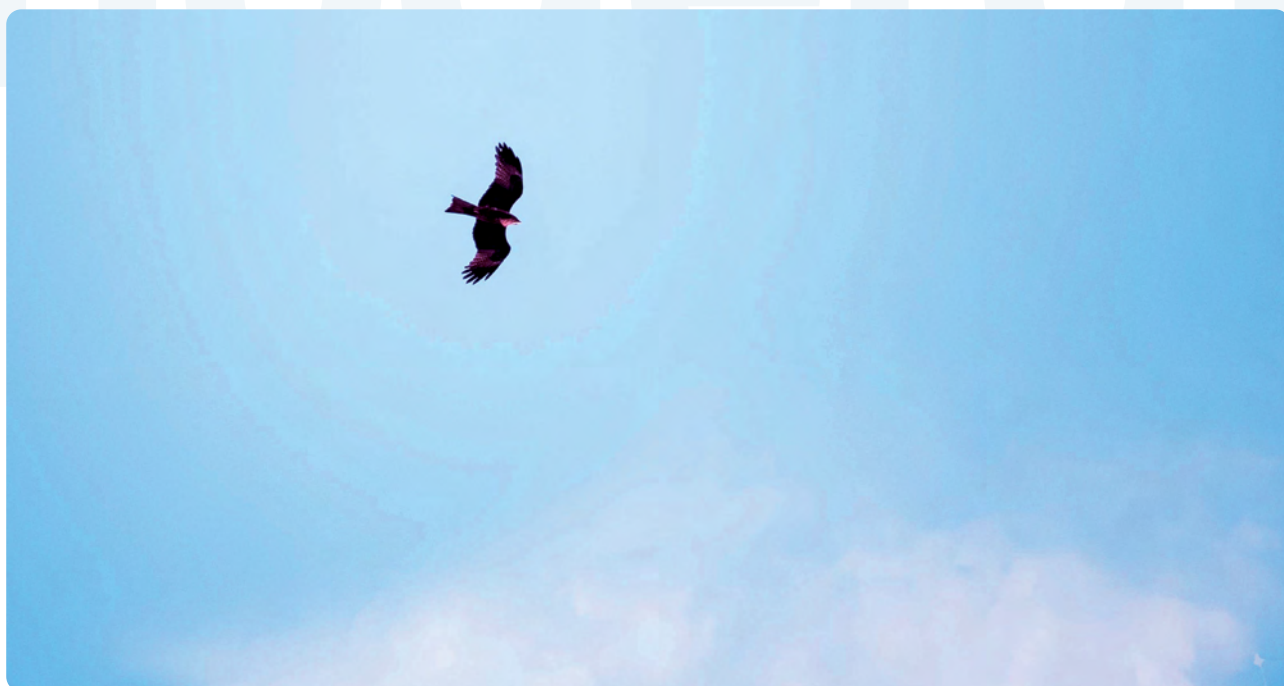


Bastien Dublanc
Senior Portfolio Manager



De volgende maatregel? Allegro moderato!

De gevolgen van de pandemie en de oorlog in Oekraïne onderbraken het positieve rendementsparcours van een gediversifieerde allocatie, waardoor zowel de aandelen- als de obligatiemarkten corrigeerden. Hoewel de markten op korte termijn waarschijnlijk sterk afhankelijk zullen blijven van de ontwikkeling van de economische cijfers (inflatie en groei), menen wij dat de beleggers opnieuw kunnen rekenen op aantrekkelijke rendementen om met meer sereniteit een langere beleggingshorizon te overwegen.





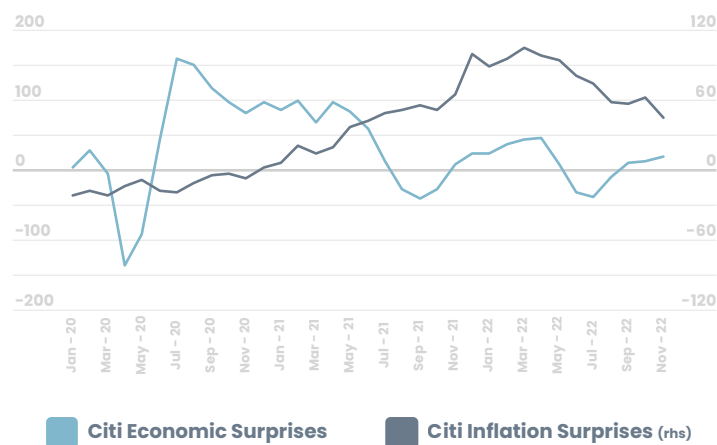
Nadège Dufossé
Global Head of
Multi-Asset

Hoe ziet de volgende maatregel eruit?

Meer dan het absolute niveau van de inflatie- of groei-indicatoren lijken verrassingen van de verwachtingen, die een scherpe aanpassing van de beleggersverwachtingen veroorzaken, de echte drijvende kracht achter de prestaties en de volatiliteit van de financiële markten te zijn.

Het verhaal van 2022 is de mismatch tussen de inflatie- en groeiverwachtingen en de statistieken, vooral in de VS. Wanneer we de verrassingsindicatoren voor inflatie en groei van de belangrijkste economieën (G10) als maatstaf voor deze vertragingen nemen, zien we dat het klimaat in 2022 grotendeels ongunstig is gebleven voor de financiële markten.

Evolution of Inflation and Economic surprises



Source: Bloomberg

De constellatie van de eerste helft van het jaar met een veerkrachtige groei (positieve economische verrassingen) en een inflatie die blijft verrassen (hoger dan verwachte inflatieverwachtingen) heeft geleid tot een versnelde verstrakking van de wereldwijde financiële voorwaarden en tot verwachtingen van renteverhogingen die veel hoger liggen dan aan het begin van het jaar. De financiële markten zijn sterk gedaald, zowel voor obligaties (versnelde stijging van de rente) als aan de kant van de aandelen (sterke daling van de waardering, met name van groeiaandelen, die gevoeliger zijn voor deze hogere rente via de discontering van toekomstige kasstromen).

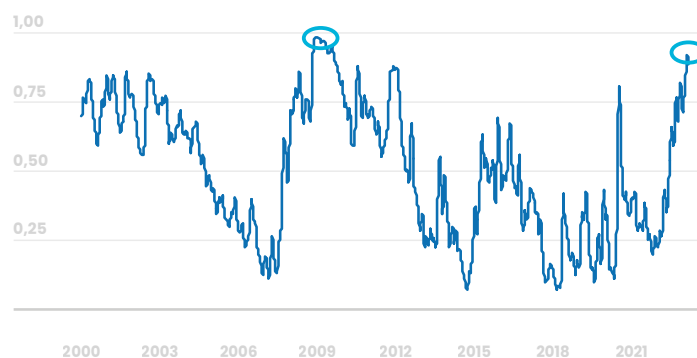
Het herstel van de aandelen deze zomer viel samen met een daling van de inflatieverwachtingen en negatieve economische verrassingen, wat leidde tot de verwachting dat het monetaire beleid minder sterk zou verkrappen... wat de Fed eind augustus tijdens de Jackson Hole bijeenkomst snel ontkende. Tegelijkertijd hebben we een herstel gezien van de economische verrassingen, die nu weer positief zijn, en een stabilisatie van de inflatieverwachtingen, een context die opnieuw vijandig is voor de financiële markten en overeenkomt met een nieuw dieptepunt voor aandelen. Sinds eind oktober dalen de inflatieverwachtingen weer, terwijl de economische verrassingen licht positief blijven, wat de sterke opleving van obligaties en aandelen heeft ondersteund.

Hoe ziet het verhaal van de komende maanden eruit? Volgens onze economische verwachtingen zullen de inflatieverwachtingen blijven dalen, wat een positiever aanknopingspunt is voor de financiële markten. **Verwacht wordt dat de onzekerheid zich nu zal toespitsen op de economische groei.** Die blijft vooralsnog globaal veerkrachtig met nog steeds positieve verrassingen. In ons basisscenario voor de Verenigde Staten, met een zachte landing, zullen de economische verrassingen naar verwachting niet sterk dalen. Europa zou kwetsbaarder kunnen zijn, met name vanwege zijn afhankelijkheid van gas voor energie. Verwacht wordt dat China in een hoger tempo dan dit jaar zal groeien naarmate het zijn economie geleidelijk uit de lockdowns brengt. Inflatie- en groeiverwachtingen die dicht bij het evenwichtsniveau liggen, zouden in 2023 een algemeen gunstig klimaat voor krediet en aandelen scheppen, met minder economische onzekerheid en dus minder volatiliteit.

Zou er een nieuw dieptepunt zijn op de financiële markten?

In oktober zagen we extreme niveaus op de financiële markten: extreem negatief beleggerssentiment over de economie en de verwachte ontwikkeling van de markten, historisch hoge volatiliteit van alle activaklassen.

Cross-asset implied volatilities
Percentile of cross-asset implied volatilities,
1-month moving average



Sources: Bloomberg, Candriam

Deze niveaus van extreem pessimisme zijn gewoonlijk vrij sterke contraire koopsignalen. Het jaar eindigde echter met een anomalie: we zagen geen significante uitstroom van beleggers uit aandelen, zoals we gewoonlijk bij een dergelijk pessimisme waarnemen. Zij lijken een grotere blootstelling aan aandelen te hebben behouden dan hun verwachtingen van de economie en de markten deden vermoeden. Er zijn verschillende redenen voor dit gedrag, waaronder het ontbreken van een alternatief...

Uiteindelijk ontbreekt dus bij de indicatoren die wij analyseren een echte capitulatie die sentiment en flow combineert.



In het huidige economische scenario met een afnemende inflatie en economische groei, maar zonder ernstige recessie, verwachten wij geen nieuw dieptepunt.

Wat zou ervoor kunnen zorgen dat beleggers in 2023 weer capituleren?

Volgens ons zou een potentieel nieuw dieptepunt komen van een verslapping van de economische verwachtingen:

- Of, zoals in 2022 gebeurde: inflatieverrassingen die weer toenemen met een vrij veerkrachtige economische groei die het idee van een centrale bank pivot naar de achtergrond verdringt;
- Met andere woorden, een harde landing met een diepere recessie dan de financiële markten momenteel voorzien;
- Of een financiële crash die zorgt voor besmetting (vergelijkbaar met het scenario van 2008). De centrale banken zijn waakzaam en streven ernaar de inflatie te beheersen, maar ook de risico's voor de financiële stabiliteit.

In het huidige economische scenario met een afnemende inflatie en economische groei, maar zonder ernstige recessie, verwachten wij geen nieuw dieptepunt -. We kunnen ons voorstellen dat de aandelenmarkten zich binnen een vrij brede bandbreedte bewegen: aan de bovenkant beperkt door centrale banken die ervoor zorgen dat de financiële voorwaarden niet te snel versoepelen als de economie veerkrachtig is, en aan de onderkant ondersteund door een snellere bijstelling van het monetaire beleid als de economie te hard wordt geraakt.

Voor obligaties lijkt de carry die opnieuw is ontstaan door de stijging van de rente in 2022 aantrekkelijk. De vertraging van de inflatie zou de volatiliteit in obligaties moeten doen afnemen, waardoor de volatiliteit in andere activaklassen kan afnemen.

Wat zijn de vooruitzichten voor een gediversifieerde portefeuille op middellange termijn?

Er zijn nu alternatieven.



Wij hebben de verwachte rendementen op middellange/lange termijn voor aandelen en staatsobligaties dit jaar vergeleken met die van vorig jaar. Wij hebben het rendement op obligaties vereenvoudigd gelijkgesteld aan de 'yield to maturity' en het aandelenrendement aan de koers-winstverhouding.

Twee opmerkingen daarbij:

- Alle huidige rendementen zijn hoger dan eind 2021 als gevolg van stijgende rentevoeten en dalende aandelenwaarderingen.
- Er is nu minder dan een fractie verschil tussen de aandelen- en obligatierendementen. Het is zelfs gekanteld in het voordeel van obligaties in de VS. De risicopremie voor aandelen in de VS staat op het laagste punt in vijftien jaar.

Daardoor is het verwachte rendement van een gediversifieerde portefeuille dit jaar sterk gestegen en komt het in 2018 en 2019 weer op het verwachte rendementsniveau, ook in reëel rendement. Dit verwachte rendement is gebaseerd op een veel evenwichtiger mix van aandelen en obligaties.

Ook verwachten wij dat, na een jaar van positieve correlatie tussen aandelen en obligaties (waarbij beide activaklassen even slecht presteerden), deze correlatie zal afnemen. Dit betekent dat het obligatieluw van een gediversifieerde portefeuille opnieuw zijn rol als buffer zou kunnen spelen in perioden van dalende aandelen, of in ieder geval geen extra negatieve prestaties zou kunnen toevoegen.

Gaan we weer een verloren decennium tegemoet?



Het rendement van een gediversifieerde portefeuille is de afgelopen drie jaar dicht bij nul gebleven. Als de centrale banken erin slagen te doen wat zij dit jaar hebben ondernomen, namelijk de inflatie beheersen zonder een ernstige recessie te veroorzaken, blijven wij in grote lijnen constructief voor de komende jaren. Historisch gezien komen de "verloren decennia" overeen met de eerste twee wereldoorlogen, de periode van stagflatie in de jaren zeventig en het uiteenspatten van de financiële zeepbellen in de jaren 2000. Behoudens uitzonderlijke gebeurtenissen menen wij dat de beleggers de harmonie die door de Covid-pandemie en het uitbreken van de oorlog is onderbroken tot 2020 zouden moeten kunnen verlengen, waarschijnlijk Allegro moderato.

Het [concert van onze vooruitzichten 2023 loopt ten einde](#). Wij hopen dat u het leuk vond en wensen u geweldige composities in 2023!

Dit document wordt louter ter informatie verstrekt.

Het vormt geen aanbod tot aan- of verkoop van financiële instrumenten en houdt geen beleggingsadvies in. Het bevestigt ook geen enkele vorm van transactie, tenzij dit uitdrukkelijk werd overeengekomen. Hoewel Candriam de gebruikte gegevens en bronnen met veel zorg selecteert, kunnen fouten of weglatingen niet a priori worden uitgesloten. Candriam kan niet aansprakelijk worden gesteld voor enig direct of indirect verlies als gevolg van het gebruik van dit document. De intellectuele eigendomsrechten van Candriam dienen te allen tijde nageleefd; de inhoud van dit document mag niet worden gereproduceerd zonder voorafgaande schriftelijke goedkeuring.

Candriam raadt beleggers aan om op zijn website www.candriam.com het document “Essentiële Beleggersinformatie”, de prospectus en alle overige relevante informatie te raadplegen alvorens te beleggen in een van zijn fondsen, met inbegrip van de netto inventariswaarde. Deze informatie is beschikbaar in het Engels of in een plaatselijke taal van elk land waar het fonds verhandeld mag worden.

**CANDRIAM. INVESTING FOR
TOMORROW.**



www.candriam.com