

A symphony for a new dawn

**Our convictions,
your resolutions.**



2022



Sommaire.

Un meilleur point de départ pour les investisseurs.

p.4

ESG : Trois accords pour mettre fin à la cacophonie.

p.9

Le « Bal » subtil des Banques Centrales : jusqu'ici pas de faux pas.

p.13

Transition énergétique : Gouvernements et banques centrales, le « Mariage forcé » ?

p.15

CTA : « La chevauchée des Walkyries ».

p.17

L'engagement, une « Symphonie Inachevée » aussi belle que celle de Schubert.

p.21

Bâtir un « Nouveau Monde » : les investissements thématiques.

p.24

Petites capitalisations européennes : on dit que l'histoire ne se répète jamais. Mais ne rime-t-elle pas souvent ?

p.25

Impact : pour créer un impact réel et quantifiable, quoi d'autre que l'âme ?

p.30

Dette privée et ESG : petites entreprises, grand défi (concernant les données).

p.34

Performance absolue et décorrélation : les nombreux instruments d'un orchestre.

p.37

Obligations d'entreprises émergentes – marchés intéressants en vue : pour vous accorder, assurez-vous de choisir les bonnes notes !

p.42



Immobilier et opéra, des similitudes saisissantes.

p.46

Le lac des cygnes. Complètement gris.

p.48

Multi-management : comment plusieurs voix peuvent-elles chanter harmonieusement ?

p.49

Une lente « Marche funèbre » pour l'ère des combustibles fossiles.

p.53

Zéro émission nette pour les marchés émergents : avant qu'il ne soit trop tard.

p.54

Inde : les planètes sont-elles enfin en train de s'aligner ?

p.59

La fugue des taux d'intérêt : les rendements obligataires sont de retour, mais le thème est-il vraiment le même ?

p.64

Obligations durables : un pas en arrière, deux pas en avant.

p.66

Accelerando : le tempo s'accélère vers une économie circulaire.

p.69

La prochaine mesure ? Allegro moderato !

p.70



Un meilleur point de départ pour les investisseurs.



Vincent Hamelink
Chief Investment
Officer

2022 – Une année en La mineur

Alors que fin 2021 les investisseurs pensaient pouvoir tourner la page du choc causé par la pandémie de Covid-19, peu d'entre eux s'attendaient à l'éclatement d'une guerre en Europe quelques semaines plus tard.

En plus de faire d'innombrables victimes, ce terrible conflit a eu pour impact de balayer la sécurité énergétique en Europe et de faire exploser les prix de l'énergie. Le prix du gaz a été multiplié par cinq et les cours du pétrole ont plus que doublé en deux ans. Nous sommes potentiellement confrontés à une crise plus grave que celle des années 1970. Cette crise, qui affecte chacun de nous, n'est pas seulement celle des prix de l'énergie mais aussi celle de la sécurité de l'approvisionnement pour l'Europe.

Depuis le début de cette décennie, les acteurs des marchés financiers et les banquiers centraux ont connu la déstabilisation

causée par la pandémie, et l'effet accélérateur de la guerre. Nous savions dès le départ que l'amorce du cycle de resserrement des banques centrales serait une période délicate pour les marchés. Mais la fonction de réaction des banques centrales a finalement conduit à un resserrement anticipé des politiques monétaires que la génération actuelle d'investisseurs n'avait jamais connu.

Toutefois, en raison d'une année 2022 particulièrement difficile pour les marchés financiers, les investisseurs disposent aujourd'hui d'un meilleur point d'entrée qu'il y a un an, tant sur les marchés obligataires que sur les actions. Il y a tout juste un an, notre prévision de rendement annualisé pour les cinq ans à venir s'établissait à seulement 3,1 % pour un portefeuille EMU diversifié 50/50. Les rendements anticipés à moyen terme sont aujourd'hui plus attractifs compte tenu de la remontée des rendements obligataires et des baisses de valorisations sur les marchés actions. Dès lors, cette même prévision atteint maintenant 5,5 %.

2022 – encore une année difficile

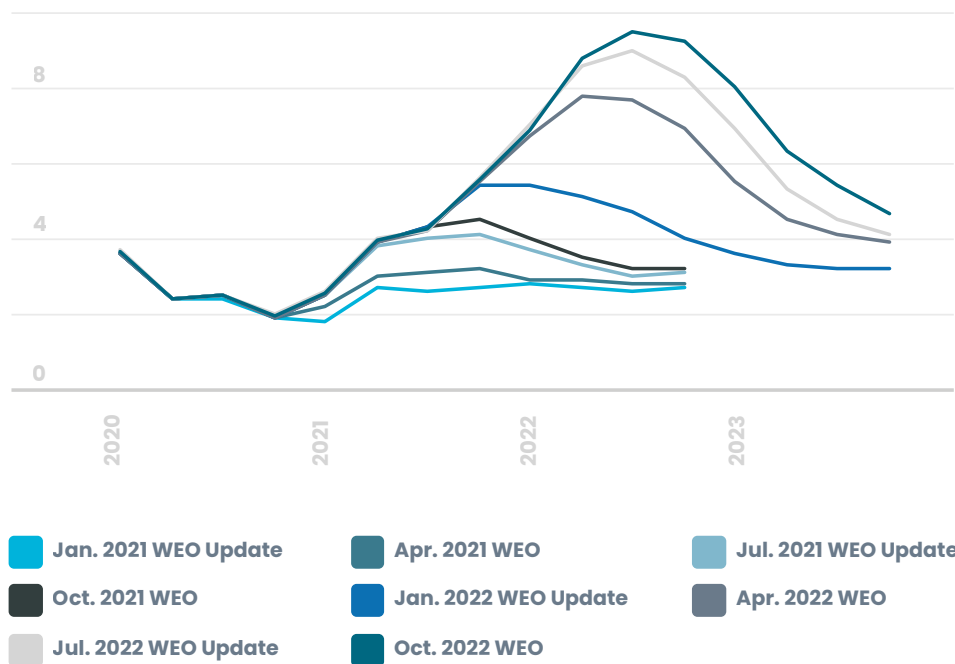
De nombreux pays ont vu leur taux d'inflation augmenter à des niveaux inédits depuis des décennies. Déjà sous pression du fait des tensions dans les chaînes d'approvisionnement, l'inflation s'est envolée dans le sillage de l'invasion russe de l'Ukraine. Le conflit a causé une grave crise énergétique en Europe et de sérieuses difficultés pour les pays à faible revenu en raison de la pression sur les prix des denrées alimentaires.

La persistance et la généralisation de l'inflation ont incité les banques centrales du monde entier à revenir sur leur politique monétaire accommodante : ces cinquante dernières années, le monde a rarement connu une évolution aussi synchronisée

vers des politiques de restriction de la croissance ! Sans surprise, l'ajustement des marchés financiers s'est révélé douloureux : les marchés internationaux d'actions et d'obligations ont subi une forte correction.

En 2023, l'incertitude géopolitique, le resserrement des conditions financières et un pouvoir d'achat limité devraient continuer à peser sur la croissance, mais le pic d'inflation a probablement été atteint. Pour les marchés financiers, la bonne nouvelle est qu'une grande partie des mauvaises nouvelles semble déjà intégrée dans les cours!

Global Inflation Forecasts : Serial Upside Surprises (Percent)



Source : FMI

Des tensions géopolitiques qui devraient persister au-delà de 2023

Ces dix dernières années, le monde est passé d'une ère post-guerre froide à ce que l'on appelle désormais communément « la rivalité des grandes puissances » – une situation de concurrence accrue entre les États-Unis et la Chine, ainsi qu'entre la Russie et l'Occident. Le bras de fer politique, économique et militaire entre l'Occident et la Russie devrait perdurer jusqu'en 2023, tandis que les tensions entre les États-Unis et la Chine sur l'accès aux technologies stratégiques, ainsi que la menace d'une intervention militaire de la Chine à Taïwan, sont peu susceptibles de s'apaiser. Dans ce contexte, les défis que sont l'établissement de partenariats mondiaux en matière de sécurité, l'intégration financière, la résilience des chaînes d'approvisionnement et les déplacements de populations ne mijotent plus sur le feu en arrière-plan : les enjeux géopolitiques continueront de façonner les perspectives économiques et d'être source de volatilité pour les marchés financiers.

Comme point de départ : plus d'inflation et moins de croissance

Outre les incertitudes géopolitiques, le durcissement des conditions financières et l'inflation toujours élevée continueront de freiner la croissance mondiale en 2023. Les banques centrales des principaux pays vont rester focalisées sur l'inflation. A mesure que les économies commenceront à ralentir et que des fragilités financières apparaîtront, les appels à l'assouplissement des conditions monétaires vont inévitablement se multiplier. Dans ce contexte, l'activité dans les économies avancées restera inférieure à son potentiel en 2023.

Aux États-Unis, bien que le risque de mauvais calibrage de la politique monétaire reste important, la Fed devrait réussir à orchestrer un atterrissage à peu près en douceur. En Europe, les perspectives de croissance restent problématiques : bien que les températures anormalement clémentes aient récemment entraîné une baisse des prix du gaz naturel, tout regain de tensions pourrait aisément faire plonger la zone euro en récession.

En Chine, malgré l'assouplissement progressif de la politique « zéro-Covid » et un certain soutien budgétaire, l'éclatement de la bulle immobilière est loin d'être terminé.

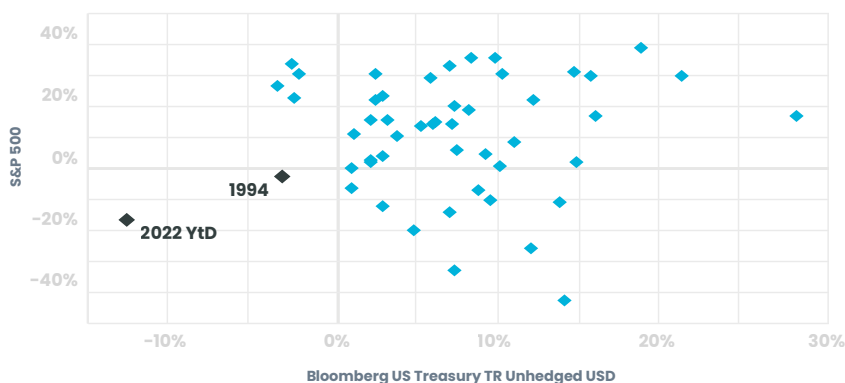
Première conclusion pour les stratégies multi-actifs : continuer d'acheter la duration via le crédit Investment Grade

Les marchés n'ont pas tardé à intégrer une grande partie des mauvaises nouvelles en 2022. Ces 50 dernières années, une baisse simultanée des cours des obligations et des actions n'a été observée qu'en 1994, année là encore marquée par un resserrement monétaire prononcé de la part de la Réserve fédérale. En conséquence, les rendements se sont quelque peu redressés ces derniers mois et les rendements attendus sur les obligations redeviennent positifs, ce qui contraste fortement avec la situation d'il y a un an. Nous avons clairement commencé à allonger progressivement la duration des portefeuilles et nous comptons poursuivre sur cette voie au cours des prochains mois. Nos experts privilégient les émetteurs européens Investment grade de bonne qualité. Par ailleurs, nous finançons le portage via la dette émergente et les obligations internationales à haut rendement.



Les enjeux géopolitiques continueront de façonner les perspectives économiques et d'être source de volatilité pour les marchés financiers.

Rare simultaneous S&P 500 & Treasury drawdowns since 1973



En cette fin d'année nous privilégions les actions par rapport aux obligations, tout en sachant que le potentiel haussier sera probablement limité.

Notre stratégie d'investissement est désormais plus constructive compte tenu de niveaux de prix attractifs à l'entame du quatrième trimestre. En octobre, notre analyse du sentiment des investisseurs, de la psychologie du marché et des conditions techniques a fait apparaître des indicateurs en berne et un pessimisme généralisé. Nous avons vu cette configuration extrême comme un signal de retour sur le marché et nous avons commencé à réinvestir.

À entendre les banques centrales à travers le monde, nous considérons toutefois que leur approche anti-inflation limite le potentiel de hausse des actifs risqués. Contrairement à l'épisode d'inflation élevée des années 1970, la Réserve fédérale a clairement indiqué que seuls des signes tangibles d'un retour de l'inflation à son niveau cible l'amèneront à interrompre sa politique restrictive. Le taux des Fed Funds devrait atteindre 5-5,25 % au printemps prochain.

En outre, une croissance économique inférieure au potentiel et une inflation toujours élevée laissent entrevoir des révisions à la baisse des prévisions de bénéfices, ce qui constitue un obstacle pour les marchés actions dans leur ensemble. Dans ce contexte, nous privilégions les valeurs défensives et de qualité des secteurs de la santé et de la consommation de base.

D'un autre côté, l'apaisement progressif des pressions inflationnistes et le redressement économique qui devrait faire suite à un atterrissage bien absorbé devraient limiter la baisse des actifs risqués. D'un point de vue technique, nous pensons que les niveaux supports observés en octobre devraient tenir, à moins que des tensions financières ou une erreur de politique monétaire n'aient un effet de contagion sur les marchés.



La crise énergétique européenne que nous connaissons cette année soulève une question essentielle : la transition énergétique désormais engagée sera-t-elle ralentie ou accélérée par la réduction des livraisons de gaz russe ?

Une lecture prudente et humble des enseignements tirés ces dix dernières années devrait nous rappeler que les stratégies de couverture permettent d'atténuer l'impact de chocs majeurs et inattendus sur la performance des portefeuilles. Nous sommes convaincus que les stratégies d'investissement alternatives et l'or continueront à jouer leur rôle. L'instabilité des corrélations et le niveau toujours élevé des anticipations de volatilité sur les classes d'actifs nous conduisent à rechercher la diversification qu'offrent les CTA de suivi de tendance, qui ont déjà bénéficié de cet environnement l'an dernier. Parmi les stratégies d'investissement alternatives, les stratégies Equity Market Neutral et Credit Long/Short devraient également tirer parti de la forte dispersion. Au-delà de l'or, l'histoire récente nous enseigne également que cela fait sens de garder une exposition au secteur des matières premières pour accroître la diversification et renforcer la résilience des portefeuilles.

Continuer à investir en vue d'une nouvelle ère, en mettant l'accent sur la transition énergétique

La crise énergétique européenne que nous connaissons cette année soulève une question essentielle : la transition énergétique désormais engagée sera-t-elle ralentie ou accélérée par la réduction des livraisons de gaz russe ? La canicule et la sécheresse observées cet été en Europe n'ont fait qu'aggraver la crise énergétique, le niveau des eaux fluviales ayant considérablement baissé. La production d'énergie hydroélectrique en Espagne et en Italie, le refroidissement des centrales nucléaires françaises et le transport du charbon en Allemagne sont devenus plus compliqués, alors que le conflit énergétique entre l'Europe et la Russie s'est intensifié. Nous pensons que la crise

actuelle jouera un formidable rôle d'accélérateur pour la transition énergétique et les thèmes d'investissement connexes. En tant qu'investisseurs responsables, nous avons le devoir de faciliter et d'accélérer cette transition. Il est essentiel que nous restions fidèles à nos convictions en matière de durabilité, et ce, particulièrement dans un monde toujours plus incertain. Nous restons persuadés que la durabilité est et restera un moteur clé de la performance des placements – aujourd'hui, demain et à l'avenir.

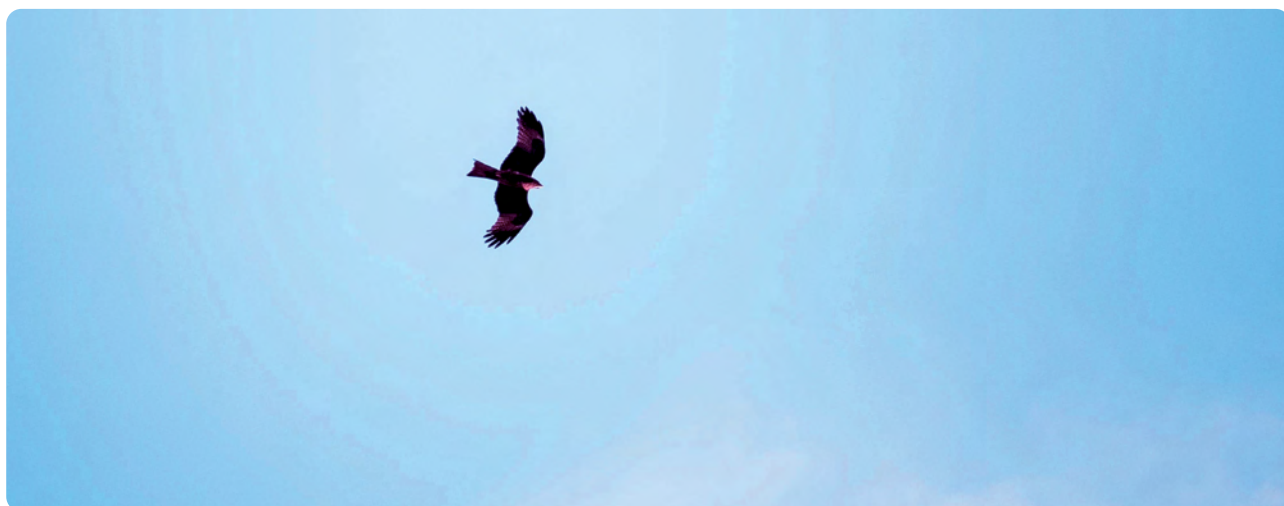
Suite à la baisse des marchés en 2022, les valorisations des actions sont désormais plus attractives. Plus précisément, le PER des investissements liés au climat a perdu plus de 10 points au total depuis le début de l'année, passant de 31x à 20,5x. Leurs valorisations retrouvent des niveaux attractifs. Et, aux niveaux actuels, nous considérons que dans certains cas la valorisation ne prend pas en compte la croissance future mais uniquement le résultat d'exploitation du parc existant. La sensibilité à la hausse des taux d'intérêt a diminué et offre aux investisseurs un meilleur point d'entrée. La gestion active sera déterminante pour sélectionner les entreprises dont les modèles économiques auront un impact positif sur le monde de demain.

Que vous soyez dynamique comme Glass Marcano, passionné comme Gustavo Dudamel, ou encore plus sensuel à l'instar de Carlo Maria Giulini, l'important pour les bons investisseurs sera de bien comprendre les diverses appogiatures et ponctuations que la partition 2023 nous réservera, et de faire jouer les classes d'actifs en harmonie au bon moment, cette fois-ci en do majeur espérons-le.

C'est sur cette note pleine d'espoir que je vous souhaite une excellente année 2023.

ESG : Trois accords pour mettre fin à la cacophonie.

Pour ou contre ? Partisan ou non ? Engouement ponctuel ou réalité profonde ? La caricature est à la mode et l'ESG ne fait malheureusement pas exception. De plus, les difficultés liées aux données et aux mesures, les intérêts particuliers, la politique et le marketing masquent encore davantage la réalité. Nous pensons qu'une grande partie du débat actuel sur l'ESG, la durabilité et l'investissement responsable découle d'un malentendu fondamental sur la façon dont nous faisons appel à la finance pour relever les défis environnementaux et sociétaux auxquels nous sommes confrontés : les attentes sont souvent idéalistes et axées sur le court terme, alors que la finance durable consiste simplement à atténuer les risques et à saisir les opportunités à long terme.





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

L'ESG, c'est de l'information, pas un style d'investissement

L'ESG n'est pas une approche d'investissement. L'ESG n'est pas encore quantifiable comme le sont les styles d'investissement Growth, Value ou indiciel. Ce ne sera peut-être jamais le cas. L'ESG c'est avant tout de l'information. Il s'agit d'intégrer des données dans l'analyse des titres, la gestion des risques et la construction de portefeuille. Il s'agit de questions environnementales, sociales et de gouvernance **qui ne sont pas prises en compte par le marché, c'est-à-dire des externalités (ou coûts réels) et même des internalités comme le tabac, qui ne sont pas reflétées dans les valorisations des actions et du crédit.** Certaines de ces considérations sont par nature plus éthiques, morales ou culturelles, tandis que d'autres sont liées au développement économique à long terme et à ce qui peut s'avérer nécessaire pour que celui-ci soit durable et inclusif.

L'investissement en ESG est donc un concept d'ensemble qui n'a pas le même sens pour tout le monde. Cela peut aller d'une stratégie d'investissement qui exclut des entreprises sur la base de considérations religieuses ou culturelles (par exemple l'alcool, le tabac, etc.), jusqu'à une stratégie qui cherche explicitement à financer la transition énergétique d'une entreprise chimique ou à soutenir des projets caritatifs spécifiques comme l'éducation inclusive et le logement protégé.

Qu'est-ce que n'est pas l'ESG ? L'ESG n'est pas un avis ou une opinion.

L'ESG consiste à analyser des facteurs **extra/non** financiers présumés susceptibles d'influencer la valeur d'un investissement. Dans la mesure où l'ESG estime que ces facteurs ont une importance au plan financier, l'investissement durable et responsable prend en compte bon nombre de ces aspects en intégrant ou en « internalisant » ces externalités critiques. Les informations ESG sont intégrées à la valorisation des actions et du crédit, à la modélisation des risques et à la construction de portefeuille afin de 1) identifier et réduire les risques en matière de durabilité, 2) comprendre et saisir les opportunités liées à la durabilité, et de 3) évaluer et atténuer les répercussions négatives sur l'environnement et la société. Ni plus, ni moins.

A partir de cela, qui décide de la crédibilité des revendications en matière de durabilité ? Qui détermine si ces affirmations sont justes, ou trompeuses, ou même exagérées ? Au regard de quelles normes ou quel cadre de référence ces revendications sont-elles évaluées ? Prenons-nous en compte les enjeux, les nombreuses initiatives et trajectoires fondés sur des raisonnements scientifiques (concernant la transition) ? Ou nous contentons-nous d'interpréter des données parcellaires et des informations auto-évaluées fournies par les collecteurs de données ?

Pour l'heure, à la question « qui fixe les règles » nous n'avons pas de réponse satisfaisante. De grands progrès ont été réalisés récemment, notamment en Europe où la Commission européenne montre la voie. Pourtant, le régulateur n'a pas encore pleinement défini les objectifs ou critères environnementaux et doit préciser comment nous devons financer la transition énergétique et son impact social. D'autres sont fixées par des associations telles que des ONG, ou des lobbys, qui soutiennent certaines nobles causes environnementales ou sociales spécifiques, sans tenir compte du contexte général ou aux conséquences potentielles.

Très souvent, il s'agit de jugements de valeur. À cet égard, nous avons tous raison et tort à la fois. Au bout du compte, le secteur financier est responsable de l'allocation des capitaux. Nous devons reconnaître qu'il opère aujourd'hui dans une phase intermédiaire ou de transition. Et oui, le blanchiment écologique érode la confiance dans la finance durable. Cependant, fixer de manière irréaliste une barre beaucoup trop haut en matière d'investissements ne fait pas avancer la cause de la durabilité. Cela pourrait même ralentir ou inverser l'indispensable orientation des flux de capitaux vers le financement d'une économie plus durable et plus inclusive. L'enjeu consiste donc à établir des définitions suffisamment strictes de la « durabilité » et de l'« impact » des investissements, sans pour autant fixer la barre si haut que cela priverait l'objectif – la transition vers une économie durable plus inclusive – des capitaux requis. Exiger des entreprises et des investisseurs la perfection ne les incite aucunement à s'améliorer.



**Nous poursuivons sans relâche
notre quête de perfection.
Nous ne serons jamais parfaits
mais, durant le processus,
nous atteindrons la grandeur.**

**– Vince Thomas Lombardi, célèbre
entraîneur de football américain**

Difficile à mesurer ? ... et pourtant ancré dans les faits

L'impact durable réel est très difficile à capter, et encore plus difficile à prouver en raison du manque de données fiables. Même si elle s'améliore, la mesure de l'impact reste un sujet délicat. Tout cela est d'autant plus compliqué que certains des objectifs s'étalent sur des décennies à venir.

Une économie durable ? Il ne s'agit pas de savoir où nous voulons être dans 10 ou 20 ans. Il s'agit surtout de savoir comment nous allons y parvenir. À court terme, il s'agit d'un exercice d'équilibre qui exige de l'ambition et du courage, et la reconnaissance du fait que le voyage sera cahoteux et imparfait. Des choix difficiles et coûteux doivent être faits par les décideurs politiques, les régulateurs et les acteurs financiers. Mais dans tous ces défis réside l'opportunité de créer une croissance économique durable. La durabilité tient compte de la complexité de nombreux écosystèmes et de leurs parties prenantes, de la dynamique et de leurs interconnexions. C'est de cela qu'il s'agit quand on parle d'investissement ESG, durable et/ou responsable (ou tout autre acronyme connexe). Cela repose sur les principes d'une gouvernance d'entreprise et d'une activité saines. Chacun de ces éléments est fondé sur des faits, sur des données, et sur la science, avec toutes ses imperfections.

Par conséquent, la réglementation et la société sont en pleine évolution, avec des exigences et des attentes très différentes quant au rôle que jouent les entreprises et les investisseurs. Rapide ou lente, la transition énergétique est clairement engagée, perturbant les modèles économiques avec des implications sociales claires pour les employés, les clients et le public.

Ce sont autant de risques réels. Ce n'est pas parce que nous ne pouvons pas les mesurer précisément ou systématiquement que nous pouvons les ignorer. Ils affecteront nos investissements à un moment ou un autre. C'est précisément ce que doivent faire les investisseurs responsables et durables : tenir compte des risques et des opportunités qui se présentent.

Païement à l'usage

N'est-il pas ironique qu'il ait fallu une guerre en Ukraine pour que les gouvernements européens et la société saisissent l'urgence et la nécessité de la transition énergétique ? Les actions d'un dirigeant autoritaire ont été plus efficaces qu'une taxe carbone de 100 USD/tonne pour faire avancer l'Europe vers son Pacte Vert. Cela ne suffira pas, et le coût sera incroyablement élevé.

C'est celui qui engendre les frais qui doit les payer.

L'investissement durable et responsable, avec toutes ses nuances et couleurs de vert et de gris, consiste à intégrer intentionnellement les enjeux auxquels notre société est confrontée même si ceux-ci s'étalent sur des décennies à venir, ne sont pas encore pris en compte par les marchés ou taxés par les gouvernements. Au final, il appartient aux gouvernements et à la société de créer un environnement dans lequel les flux de capitaux sont les plus adaptés à leurs besoins et leurs enjeux.

La nature des externalités réside dans le fait que les bénéficiaires ne paient pas l'intégralité des coûts. Alors, les gouvernements font-ils leur travail ? Encadrent-ils efficacement le (mauvais) comportement environnemental et social des entreprises, investisseurs et consommateurs finaux ? Doivent-ils prendre en compte les externalités créées par les entreprises, par exemple par le biais d'une prétendue taxe carbone ? Nous doutons que la réglementation en vigueur en Europe, au Royaume-Uni et aux États-Unis permette au secteur financier et à toutes ses parties prenantes de résoudre cette problématique.

Telle est la mauvaise conception de l'ESG et de l'investissement durable et responsable. Les investisseurs durables et responsables vont bien souvent au-delà des résultats d'aujourd'hui et tiennent compte de l'impact à long terme de nos activités d'investissement - et du coût des externalités que quelqu'un devra payer à l'avenir. Mesurer cet impact et évaluer s'il est suffisamment durable reste une question de jugement. Il s'agit dans un certain sens de tracer la limite.

D'un point de vue éthique, les échanges sur la durabilité devraient prendre en compte toutes les parties prenantes. Toutefois, pour ce qui est de la rentabilité d'une entreprise ou d'un investissement, on pourrait faire valoir que les coûts liés à la prise en compte de certaines parties prenantes sont à si long terme, ou sont si difficiles à quantifier, qu'ils ne sont pas correctement pondérés dans nos calculs.

Les risques extrêmes sont à long terme – jusqu'au moment où ils impactent votre portefeuille

Pour toutes les notions contenues dans cette expression chargée de sens, ESG, comment pouvons-nous analyser l'écart de performance alors que l'essentiel de l'impact se produira au cours des décennies à venir ? Le risque de durabilité devient

un sujet de plus en plus complexe et interconnecté. Il existe une tension entre durabilité à court terme et durabilité à long terme. Les externalités deviennent à un moment donné si coûteuses qu'elles doivent être payées par l'une - ou plusieurs - des parties prenantes. Le coût de ces externalités, qu'elles soient environnementales, sociales ou autres, et toutes les opportunités qui en découlent, devient beaucoup plus important pour l'investisseur à long terme.

Nos convictions ESG chez Candriam

L'ESG est un vaste concept. Nous devons tous fixer de façon claire et transparente nos définitions et continuer à améliorer les normes. Là encore, la recherche de perfection ne laisse aucune place à l'amélioration. Nous faisons tous partie de l'écosystème - l'écosystème de notre environnement naturel et de nos sociétés interconnectées. Cela a pris du temps, mais le débat sur le changement climatique ne porte plus sur la question de sa « réalité ». Le changement climatique est bel et bien réel, et son coût est déjà élevé. Désormais, le débat porte sur la manière dont nous gérons ce changement climatique, et qui paie.

Les actions que nous menons et les capitaux que nous déployons ne doivent pas créer de nouvelles externalités. Qu'en est-il des droits de l'homme ? L'actionnaire devrait pouvoir tirer profit de la fabrication de panneaux solaires, mais pas du fait que cette production recourt au travail des enfants. Nous souhaitons que la transition énergétique profite à tout le monde sous la forme d'une réduction de la menace climatique. Nous devons nous assurer que la transition soit équitable, et juste. Des emplois seront perdus. Des emplois seront créés. Nous pouvons concilier ces enjeux, de manière à ce que les bénéfices puissent être partagés par l'ensemble des parties prenantes.

Chez Candriam, nous avons toujours été, et demeurons fermement convaincus, du fait que *les entreprises qui exploitent les opportunités et les défis financiers en les liant avec ceux liés au développement durable, sont les plus susceptibles de générer de la valeur pour les actionnaires.*

Nous allons donc mener la danse !



Le « Bal » subtil des Banques Centrales : jusqu'ici pas de faux pas.



Nicolas Forest
Global Head of Fixed
Income

A l'heure du bilan de 2022, nous tirons les leçons principales de cette année de hausses de taux. Si la mission est réussie pour la FED, l'inflation en zone euro reste élevée et la marge de manœuvre de la BCE est serrée, face à des risques majeurs, notamment celui de déstabiliser le système financier.

Un bilan en trois points

En 2022, face au choc inflationniste, les banques centrales ont relevé leurs taux directeurs de manière inédite et quasi-unanime. En cette fin d'année, alors que la récession pointe le bout de son nez, l'heure est au bilan.

Trois leçons peuvent déjà être tirées de cet épisode.

1. Les banques centrales sont de très mauvais prévisionnistes tant l'inflation a constamment été sous-estimée – rappelons-nous les prévisions de la BCE...
2. Le mimétisme monétaire a une nouvelle fois pris le pas sur toute indépendance. Ainsi la FED fut la première et la plus agressive dans son resserrement monétaire suivi par tous ses homologues dans un processus totalement mimétique.
3. Le combat contre l'inflation est devenu la priorité des banquiers centraux au risque de faire tomber l'économie mondiale dans un fort ralentissement.

Alors que prévoir pour 2023 ?

Même si l'inflation devrait refluer, elle demeurera bien au-delà de la cible des 2%, ce qui contraindra les banquiers centraux à maintenir des taux élevés plus longtemps. Des facteurs plus structurels tels que le changement démographique et la transition énergétique pourraient peser plus structurellement sur les prix. Dans ce contexte la grande question de 2023 sera de prévoir le taux terminal des différentes zones.

Aux Etats-Unis, la Reserve Fédérale a procédé à un relèvement du taux d'intérêt directeur le plus agressif depuis 40 ans. Mission réussie. Avec quatre hausses exceptionnelles de 75 points de base portant le taux fed fund à 4%, et une politique ambitieuse de réduction de son bilan, la FED a réussi à peser sur la dynamique inflationniste sans déstabiliser le système financier. En 2023 nous pensons que la banque centrale devrait procéder encore à deux hausses de taux et se stabiliser vers 5.25%. La gestion du taux terminal s'avèrera un exercice délicat tant le coussin d'épargne des ménages masque les effets retardés de la hausse des taux longs sur l'économie.

Du côté de la zone euro, la BCE a mis fin à ses taux négatifs en les relevant à un rythme jamais enregistré, plus de 200 points de base en cinq mois. Mais l'inflation n'est toujours pas maîtrisée, dépassant les 10% [1]. Si les prix de l'énergie devraient se stabiliser en 2023, le dernier accord obtenu par les salariés allemands d'une hausse de salaire de 8.5% sur 2 ans [2] fait craindre le déclenchement de la boucle prix-salaire. De plus, les gouvernements européens ont renoncé à l'orthodoxie budgétaire et soutiennent la consommation au risque d'entretenir une inflation plus élevée que souhaité. La restriction monétaire amorcée par la Banque centrale européenne n'est donc pas près de s'arrêter. La BCE devrait poursuivre sa normalisation en 2023 avec plusieurs hausses pour amener le taux de dépôt à 3%. La tâche s'avèrera d'autant plus compliquée que les politiques budgétaires contrebalancent en partie les effets d'une politique monétaire restrictive. La BCE devra remonter ses taux alors que la FED aura déjà atteint son taux terminal - exercice d'équilibre pour éviter une trop forte appréciation de l'Euro.

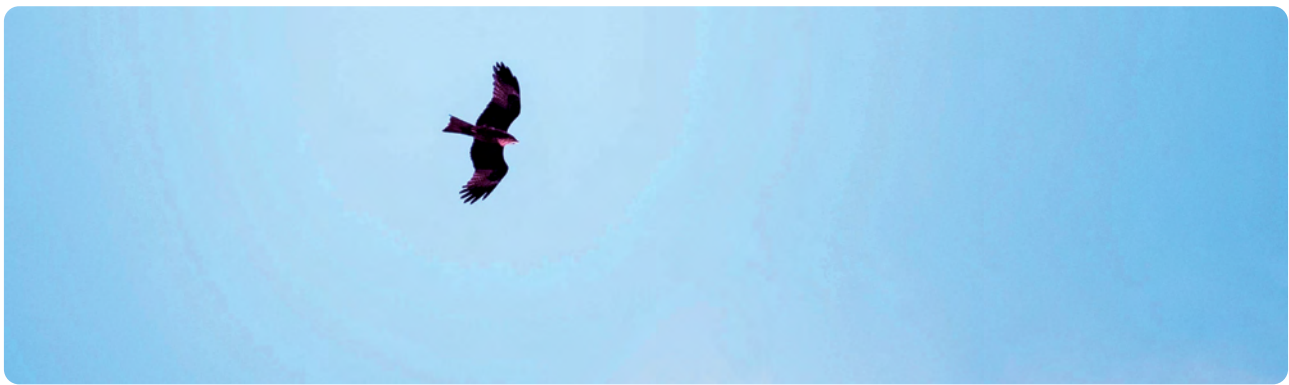
Au-delà de ces prévisions de taux, deux risques majeurs seront à suivre en 2023.

Le risque de perdre son indépendance. Le drame anglais de Liz Truss a souligné les dangers d'une potentielle collusion entre politique budgétaire et monétaire. Et l'histoire pourrait se répéter.

Le risque de l'erreur de resserrement. Trop de hausses de taux pourraient déstabiliser le système financier via la courroie des fonds de pension ou du marché immobilier. Si une telle erreur a été évitée jusqu'ici, il faudra surveiller ce risque pour l'année à venir.

[Le bal](#) du resserrement monétaire devrait toucher à sa fin en 2023, en espérant qu'il ne finisse mieux qu'en une [marche au supplice](#).

1. Source : Eurostat
2. Source : IG Metall



Transition énergétique : Gouvernements et banques centrales, le « Mariage forcé » ?



Florence Pisani
Global Head of Economic Research



Alix Chosson
Lead ESG Analyst for the Environmental Research & Investments

En Europe, la pandémie et la crise énergétique ont lourdement grevé les Budgets des Etats. Alors que la question de la transition est de plus en plus pressante, la banque centrale européenne peut-elle – et doit-elle – apporter son soutien aux Etats ?

La transition énergétique implique un effort massif de transformation du tissu productif, des infrastructures, des bâtiments, de l'aménagement des territoires... mais aussi un changement des modes de consommation, dans les pays les plus riches en particulier. Pour tenir l'objectif d'émissions nettes de gaz à effet de serre nulles en 2050, il faut notamment réduire drastiquement notre dépendance aux énergies fossiles

(charbon, pétrole et gaz) qui représentent aujourd'hui 80% de la consommation énergétique au niveau mondial[1]. Cela passe par un développement massif des sources bas carbone d'électricité, par le développement du stockage de l'énergie (batteries, hydrogène vert) et par des efforts d'efficacité énergétique sans précédent dans tous les secteurs. Les investissements nécessaires à cette transformation sont colossaux. L'Agence Internationale de l'Energie estime que les investissements dans la transition énergétique doivent tripler et atteindre entre 4000 et 5000 milliards de dollars par an d'ici 2030 [2] pour se positionner sur une trajectoire compatible avec les objectifs de l'Accord de Paris. Mais le coût de l'inaction climatique sera bien plus conséquent à moyen et long-terme. Une enquête récente auprès d'économistes estimait qu'un scénario « business as usual » entraînerait une perte annuelle

de PIB de 2.4% en 2030... et de 10% en 2050[3]. C'est quatre fois plus que dans un scénario aligné avec les objectifs de l'Accord de Paris.

Pour atteindre les objectifs fixés, le rôle des gouvernements comme des législateurs est essentiel : il leur appartient de concevoir et de mettre en œuvre des politiques environnementales et ce sont eux qui disposent des outils les plus adaptés pour relever le défi. Depuis quelques années toutefois, des voix s'élèvent, en Europe en particulier, pour appeler les banques centrales à jouer un rôle plus actif dans la transition énergétique. L'effort réalisé conjointement pendant la pandémie par les gouvernements européens et la BCE n'a-t-il pas été le premier jalon d'une coopération qui gagnerait à l'avenir à être plus étroite et plus systématique ? On a ainsi le sentiment que ces deux entités deviennent presque aussi proches que dans un mariage de convenance, concept qui fait l'objet de plaisanteries depuis plus de 400 ans dans le [ballet français « Mariage forcé » de Jean-Baptiste Lully](#).

Lorsqu'en mars 2020 les gouvernements européens ont utilisé leurs Budgets pour soutenir nos économies, la BCE a, dans leur sillage, lancé un grand programme d'achats de titres (*Pandemic Emergency Purchasing Program*) : en poussant les taux d'intérêt à long terme à des niveaux encore plus bas, elle a rendu moins lourde la charge de la dette de nos Etats, tout en contribuant à soutenir la demande. Pourquoi la banque centrale européenne ne pourrait-elle pas créer un nouveau programme qui viendrait à l'appui des politiques publiques et faciliterait le financement de la transition énergétique ? Les Traités ne confèrent-ils d'ailleurs pas à la BCE, en sus de son objectif de stabilité des prix, la mission « d'apporter son soutien aux politiques économiques générales de l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union » [4] ? Et la transition énergétique fait-elle partie des objectifs de l'Union !

Les Traités interdisent certes tout financement monétaire des déficits publics (à moins de les modifier, le financement direct par la BCE – ou par les banques centrales nationales des pays membres de l'UE – de la transition énergétique n'est donc pas possible !). La politique monétaire ne pourrait-elle pas néanmoins venir en aide aux gouvernements en maintenant bas leurs coûts de financement ? Ces mêmes Traités

conditionnent toutefois, il faut le rappeler, l'action de la BCE : son soutien aux politiques de l'UE doit se faire « sans préjudice de son objectif principal de stabilité des prix ». En 2020, la coopération entre politiques budgétaires et monétaire s'est faite « naturellement », la crainte d'une spirale déflationniste motivant l'action de la banque centrale. Cette coopération devient toutefois moins naturelle lorsque l'économie approche du plein emploi. Si elle veut remplir sa mission première (i.e. assurer la stabilité des prix), la BCE n'a aujourd'hui guère le choix : confrontée à une inflation élevée et à un taux de chômage au plus bas depuis la création de l'euro, il lui faut remonter ses taux. L'histoire monétaire montre qu'il est bien plus coûteux de reprendre le contrôle de l'inflation si l'on a laissé les anticipations des agents économiques déraiser...

Revenir, au nom de l'urgence climatique sur l'indépendance de la banque centrale pour la mettre au « service » de la politique budgétaire nécessiterait ainsi non seulement d'amender le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, mais serait surtout s'engager sur une pente glissante : si la politique monétaire est mise au service de la transition énergétique, pourquoi ne le serait-elle pas également pour l'éducation ou pour l'amélioration des infrastructures sociales ? Ce serait aussi détourner la politique monétaire de son rôle premier : outil de gestion du cycle économique, elle n'est pas le bon instrument pour « financer » des programmes permanents de dépenses... pas plus d'ailleurs que ne le sont les déficits publics ! Nécessaires en période de sous-emploi, ces derniers doivent être réduits lorsque l'économie s'approche du plein emploi.

La transition énergétique requiert une action structurelle que les gouvernements sont seuls à pouvoir orchestrer. Bien sûr la banque centrale ne peut ignorer le changement climatique et les risques qu'il fait peser sur le maintien de la stabilité des prix mais aussi sur la stabilité financière. Elle doit aussi continuer à « verdir » ses opérations de politique monétaire ou à encourager les entreprises et les établissements financiers à faire preuve de davantage de transparence en ce qui concerne leurs émissions de carbone. Mais croire qu'on peut résoudre le problème de transition énergétique en faisant pression sur la banque centrale pour qu'elle continue d'acheter des titres publics est illusoire...

1. Hannah Ritchie, Max Roser and Pablo Rosado (2022) – « Energy ». Published online at OurWorldInData.org. Retrieved from: <https://ourworldindata.org/energy> [Online Resource]

2. <https://www.iea.org/reports/net-zero-by-2050> Net Zero by 2050 – A Roadmap for the Global Energy Sector (windows.net). Page 81 « The NZE expands annual investment in energy from just over USD 2 trillion globally on average over the last five years to almost USD 5 trillion by 2030 and to USD 4.5 trillion by 2050 ».

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

4. Treaty on European Union and the Treaty on the Functioning of the European Union article 127 EUR-Lex – EN (europa.eu)



CTA : « La chevauchée des Walkyries ».



Steve Brument

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



Johann Mauchand

Senior Systematic Fund Manager

Atterrissage brutal ou en douceur ? Du « quoi qu'il en coûte » de Draghi (« whatever it takes ») à sa reprise par Powell (« whatever it costs »), nous savons que les marchés s'apprêtent à traverser une période stimulante. Les CTA visent à permettre de se positionner pour affronter les prochaines turbulences, que l'atterrissage soit brutal ou en douceur.

Qu'est-ce qui s'annonce à l'horizon ?

Vous l'avez vécu aussi – depuis la crise financière mondiale, les marchés ont bénéficié d'un soutien monétaire et budgétaire sans précédent. Les taux d'intérêt ont atteint des niveaux inédits. La dette publique a grimpé en flèche, alors que l'inflation est restée étonnamment basse. Depuis le début de la crise de la Covid-19, nous avons connu des périodes de confinement, des redémarrages, des guerres et un

renversement de la tendance à la globalisation qui prévalait depuis longtemps. Résultat : un déséquilibre considérable entre l'offre et la demande. Les pénuries de matières premières, de produits finis et de main d'œuvre ont fait pression sur les coûts au moment même où les économies en cours de redémarrage ont dû faire face à l'inflation, un phénomène que l'on pensait révolu. Après plusieurs mois d'inflation dite « transitoire », les banques centrales ont changé de perspective et sont revenues à leur mandat premier qui est de maintenir l'inflation à un niveau acceptable. Pour ce faire, elles ont pour la plupart relevé fortement les taux d'intérêt, provoquant de fortes corrections dans toutes les classes d'actifs. Mais aujourd'hui, ces politiques monétaires restrictives risquent de pousser la lutte contre l'inflation trop loin, et par là même de provoquer une forte contraction des économies.

À court terme, les investisseurs sont confrontés à des incertitudes sur plusieurs fronts. Quand et à quel niveau les taux d'intérêt vont-ils atteindre un pic ? Les banques centrales vont-elles ajuster leur politique de manière à limiter la récession, ou vont-elles nous imposer un atterrissage brutal ? Quel sera l'impact de la crise énergétique sur l'Europe cet hiver et l'hiver prochain ? Quelles autres conséquences pourraient découler de la guerre en Ukraine ?

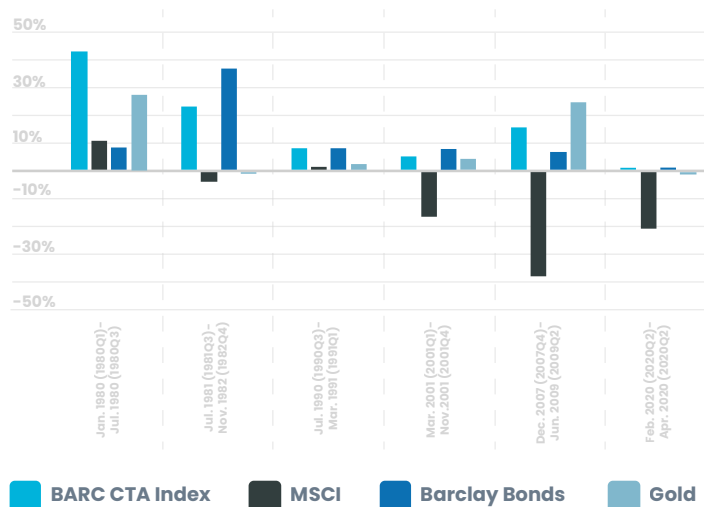
Même si les marchés financiers ont certainement intégré dans les cours certaines de ces incertitudes en 2022, il est probable que 2023 nous réserve des [moments](#) difficiles. Il est probable que nous devions revoir les allocations. La diversification est le maître-mot. Les fonds CTA, ou managed futures, mettent généralement en œuvre des stratégies de suivi de tendance qui visent à bénéficier de l'orientation des marchés, à la hausse comme à la baisse. Le passé ne présage bien sûr pas de l'avenir, mais sur 40 ans, l'indice BarclayHedge CTA affiche une décorrélation par rapport aux grandes classes d'actifs dans des contextes de marché divers, et a historiquement offert une couverture efficace contre les événements de risque extrême. L'année qui s'annonce nous réservera sûrement des surprises !

Une récession ? Mais une récession de quel type ?

Nous avons analysé les rendements de plusieurs classes d'actifs pendant des récessions aux États-Unis sur une période de 40 ans. Ces classes d'actifs comprennent les actions mondiales, les obligations internationales, un portefeuille diversifié classique 60 %/40 %, un portefeuille d'actifs alternatifs et l'or. Nous avons choisi les États-Unis parce que leur économie donne le pouls du monde.

Les performances absolues réalisées pendant les périodes de récession montrent que les CTA ont historiquement affiché des performances positives durant ces périodes, égalant celles d'une allocation obligatoire mais plus constantes que celles de l'or. Cette analyse pourrait remettre en question le statut de l'or comme actif refuge – mais ce n'est pas la question ici. Notre objectif est d'examiner l'histoire d'une allocation CTA au sein d'un portefeuille diversifié.

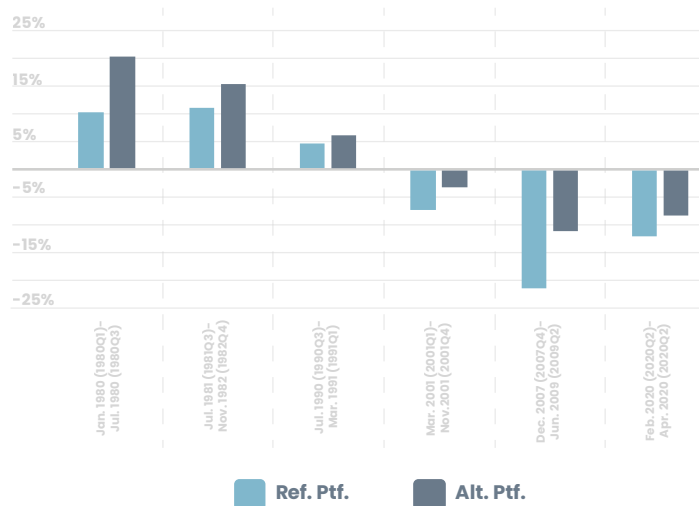
CTA Index versus other asset classes during financial turbulence



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's 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.

Quand les classes d'actifs traditionnelles deviennent des « héros déchus », que peut-on attendre des CTA ?

L'histoire est jalonnée d'événements inattendus – l'invasion de l'Ukraine, la pandémie de Covid-19... Comment les CTA se sont-ils comportés sur des marchés agités ? Nous avons également analysé l'indice BarclayHedge CTA durant 14 événements extrêmes bien connus et imprévisibles, survenus au cours des 35 dernières années, y compris des crises géopolitiques, sanitaires et financières. L'indice CTA a généré une performance positive dans 12 de ces 14 périodes de turbulence des marchés, affichant même dans certains cas des performances exceptionnellement élevées. Les obligations d'État et l'or se sont appréciés dans la plupart des cas – 10 crises pour les obligations et 9 pour l'or. En revanche, les actions internationales ont fortement chuté pendant toutes ces périodes d'aversion au risque sauf une (l'élection du Président Trump en 2016). Durant certains de ces épisodes de dislocation des marchés, les actions ont perdu près de la moitié de leur valeur. L'ajout d'une allocation CTA a de ce fait permis d'améliorer la diversification et la performance du portefeuille de référence pendant la grande majorité des crises.

Crise de marché sélectionnées

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.

Nous analysons les CTA plus en profondeur dans une série d'articles, [Suivre la tendance : comment fonctionnent les CTA](#), [La hausse des taux d'intérêt : une menace ou une opportunité pour les stratégies de Commodity Trading Advisor \(CTA\)](#) et [Souriez ! La convexité des CTA n'a pas disparu](#).

Depuis 2000, les marchés ont traversé plusieurs événements imprévus qui ont provoqué des perturbations d'une intensité variable. Prévoir les cycles économiques ou anticiper les événements peu probables reste une tâche extrêmement difficile. Les CTA peuvent être très utiles du fait qu'ils diversifient vos portefeuilles pour affronter l'imprévisible.

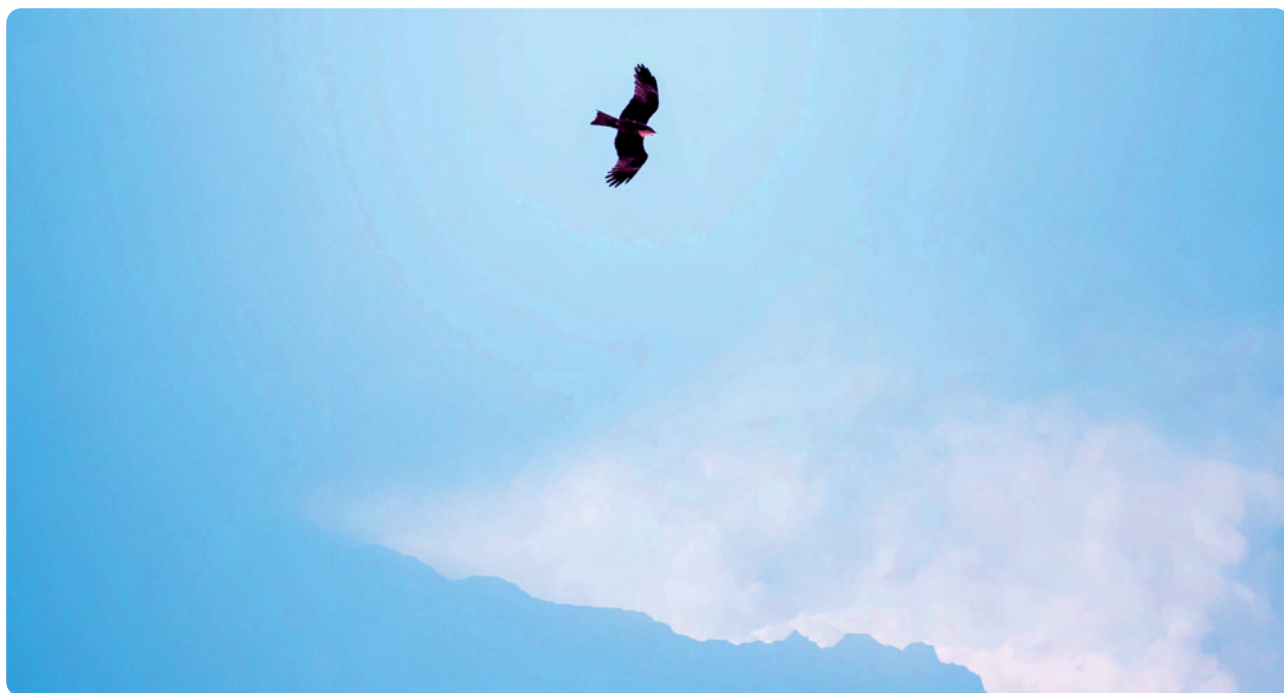
Et vous, quelle est votre prévision ? Atterrissage brutal ou en douceur ?

[La chevauchée des Walkyries](#)

Risques : Les principaux risques associés à l'investissement dans des stratégies CTA sont les suivants : risque de perte de capital, risque lié aux actions, risque de concentration, risque de change, risque lié aux produits dérivés, risque de liquidité, risque lié aux marchés émergents, risque lié à la durabilité et risque lié aux investissements ESG.

L'engagement, une « Symphonie Inachevée » aussi belle que celle de Schubert.

Schubert commence à écrire sa huitième symphonie en 1822. Cette *Symphonie inachevée*, qui est également la première symphonie romantique, annonce un genre musical nouveau. Reprise dans des films contemporains, elle a toujours le vent en poupe 200 ans après sa composition. L'engagement est une manifestation de l'investissement durable de chaque instant. Puisse-t-il perdurer aussi longtemps que la Symphonie de Schubert.





Sophie Deleuze
Lead ESG Analyst,
Stewardship

« Inachevé » ou tout juste éclos ?

« Inachevé », peut renvoyer au temps passé, au temps restant, au temps qu'il reste pour accomplir quelque chose ou une référence à l'endroit où l'on en est aujourd'hui. D'une certaine manière, il y a aussi une pointe de « frustration ». Si l'engagement s'inscrit résolument dans le temps, il ne fait heureusement pas toujours naître un sentiment de frustration.

Au contraire même. **Derrière un engagement réussi se cache un objectif commun.** Un engagement réussi est un mouvement constant, complexe et organisé, le mouvement d'un groupe qui progresse de concert, à son rythme, avec toute la puissance que cet élan produit. L'engagement n'est pas frustration, il est plutôt une gamme, un élan motivant et sans fin.

L'ESG, une symphonie qui vous emporte

L'engagement n'est rien sans une analyse ESG et une évaluation correcte des risques et des opportunités ESG que les émetteurs doivent considérer ou analyser. L'engagement s'appuie sur cette évaluation et alimente en retour l'analyse ESG, formant un « cycle vertueux ».

Les avis ESG sont des choses vivantes, mouvantes. Elles ne doivent jamais être considérées comme définitives, gravées dans le marbre. Dans une optique d'engagement, les avis peuvent vivre, s'habiller de nuances supplémentaires et évoluer avec le temps. Comme pour tout avis, plus un avis ESG est éclairée, meilleure il est.

- **Les événements et les tendances évoluent sans cesse.** Certains ont un impact plus important sur les entreprises et devraient changer la façon dont nous évaluons les émetteurs – lorsque les fondamentaux de l'entreprise changent, les paramètres que nous utilisons pour analyser les entreprises s'adaptent.
- La Covid en est un exemple parfait. La campagne que nous avons lancée en 2021 est tout à fait représentative de la façon dont l'engagement et l'évolution de l'analyse sont liés – nous avons étudié les changements que cette crise a eu sur nos relations avec les parties prenantes et les changements font désormais partie de la « nouvelle normalité » de l'activité des entreprises dans lesquelles Candriam investit.
- L'analyse Candriam est double. Nous considérons en effet depuis 25 ans que l'investissement ESG est à la fois une question de valeurs et de valeur, un moyen d'améliorer à la fois la durabilité et le rendement financier.

Ce type de progrès continu exige de l'engagement qu'il aille au-delà des échanges avec des émetteurs individuels. Nous devons absolument affiner et préciser en permanence notre vision de l'impact des choix des émetteurs sur les parties prenantes et les attentes correspondantes. Dans le cadre de nos campagnes d'engagement thématiques notamment, nous contactons de multiples parties prenantes qui sont de première importance. Les régulateurs, les fédérations industrielles, les syndicats, la société civile et les consommateurs sont quelques-unes des parties prenantes que nous avons contactées ces deux dernières années au cours de nos campagnes, notamment les services de distribution d'eau et d'électricité dans le cadre de notre rapport A Just Energy Transition, pour notre travail sur les pesticides et aussi pour le projet de collaboration que nous avons initiée l'année dernière sur les technologies de reconnaissance faciale et leur impact sur les droits de l'homme.

Un classique en devenir

L'engagement implique également de s'adapter aux stratégies d'investissement. Par exemple, la manière dont nous abordons les campagnes d'engagement avec les émetteurs privés de dette à haut rendement diffère d'un engagement axé sur la qualité des questions environnementales ou sociales. L'engagement gagne en maturité à mesure que les investisseurs se parent de nouvelles facettes.

Cette maturité croissante va de pair avec l'élargissement des objectifs de l'engagement. Il y a vingt ans, l'engagement se résumait à demander l'accès aux données ESG les plus élémentaires. Aujourd'hui, l'engagement consiste à pousser les émetteurs vers une économie à faible émission de carbone, alignée sur un objectif de réchauffement de 1,5 degré, qui fait l'objet d'un consensus scientifique.

En tant qu'investisseurs à long terme, notre rôle est de soutenir les entreprises bénéficiaires dans leur développement. Tant que nous investissons dans les actions ou les obligations d'un émetteur, c'est que nous croyons en la capacité de sa direction à relever les défis auxquels cet émetteur est confronté, tant au niveau micro que macro. En tant que gestionnaire d'actifs de conviction, nous accompagnons les entreprises dans lesquelles nous investissons dans leur parcours. Nous leur expliquons également nos attentes et discutons avec elles des problématiques importantes afin de nous assurer que la stratégie adoptée répondra à nos préoccupations tout en créant de la valeur. La campagne d'engagement sur le capital humain menée auprès des petites et moyennes entreprises en est un exemple. Elle a été adaptée aux contraintes comptables des petites entreprises et est l'occasion pour les entreprises cibles de comparer leurs pratiques à celles d'entreprises de taille équivalente. Comme nous partageons les résultats les plus détaillés avec les sociétés avec lesquelles nous dialoguons (la partie très détaillée de notre engagement que nous ne rendons pas publique), ces sociétés reçoivent à leur tour des informations utiles pour leurs stratégies.

Le prochain mouvement ne sera pas le dernier

Les récentes réglementations européennes, telles que la SFDR, ont placé l'engagement au centre de leur approche. Les régulateurs sont de plus en plus exigeants, notamment s'agissant d'établir des rapports sur les résultats de nos engagements. Bien que ces exigences soient une gageure, elles renforcent les processus de plusieurs manières. Au plus haut niveau, ces exigences mettent tous les investisseurs au défi d'améliorer la transparence et l'engagement. Au niveau de l'entreprise, ces nouvelles exigences facilitent l'implication et l'interaction des différentes équipes au sein de l'entreprise, ce que Candriam considère comme la forme d'engagement la plus fructueuse.

Si l'engagement a peut-être surtout impliqué les entreprises dans les premiers mouvements de la symphonie, ces deux dernières années, l'« interlude » en termes d'engagement avec les émetteurs souverains a gagné en importance. Les prochaines phases nous montreront tout ce qu'il reste à faire, notamment identifier la bonne approche et identifier des interlocuteurs en vue d'un engagement efficace et impactant.

Ensemble, écrivons notre 9e symphonie !



Rudi Van Den Eynde
Head of Thematic Global
Equity Management

Bâtir un « Nouveau Monde » : les investissements thématiques.





Petites capitalisations européennes : on dit que l'histoire ne se répète jamais. Mais ne rime-t-elle pas souvent ?



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

Dans le passé, les petites capitalisations ont eu tendance à rebondir fortement après des pics d'inflation. Les qualités intrinsèques des petites capitalisations – agilité et fort pouvoir de fixation des prix –, complétées par une sélection minutieuse effectuée par une équipe expérimentée, pourraient leur permettre de sortir à nouveau du lot dans un avenir proche, comme un son de clarinette brillant et puissant peut nous prendre presque par surprise.

Parfois, nous réentendons une symphonie légèrement différente, mais nous en reconnaissons le thème – ou comme on dit « L'histoire ne se répète jamais, mais elle rime souvent ».

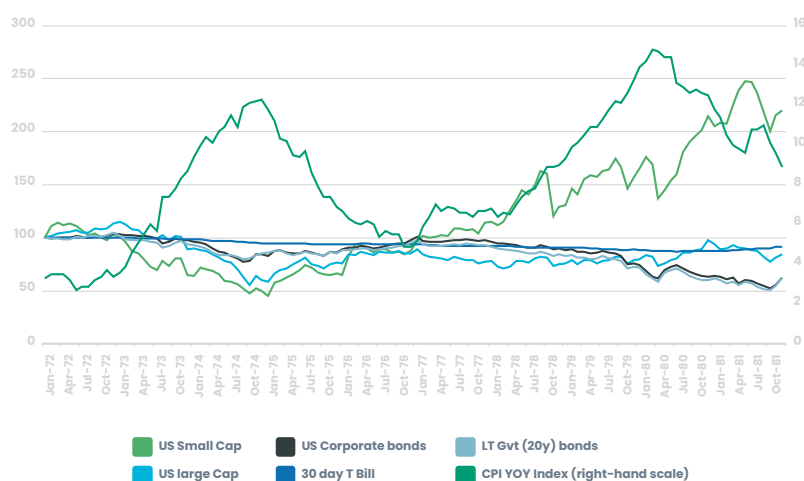
La dernière fois que les pays développés ont été confrontés à de fortes tensions inflationnistes, c'était il y a environ 50 ans, dans les années 1970. Il est possible de tirer des leçons intéressantes de cette période.

À l'époque, non seulement les sociétés de petite capitalisation ont surperformé les principales classes d'actifs traditionnelles en termes réels, mais elles ont été parmi les rares à dégager des rendements positifs (voir graphique). Le graphique illustre bien comme la performance des petites capitalisations peut être décorrélée de celle des grandes capitalisations, contribuant ainsi à la diversification des portefeuilles.

Lorsque l'inflation a commencé à monter en flèche en 1973, après la fin du système de Bretton Woods, les petites capitalisations ont sous-performé alors que le monde entrait progressivement en récession. Les chiffres d'affaires des petites entreprises sont généralement les premiers à être touchés par un ralentissement économique et, dans la tempête, les investisseurs préfèrent les embarcations plus stables. Les petites entreprises ont également moins accès aux marchés de dette et de capitaux que les grandes entreprises.

Mais juste après le pic d'inflation, les petites capitalisations sont entrées dans une phase de forte surperformance qui a été à peine affectée par le deuxième choc d'inflation, grâce à leur plus grand dynamisme et à leur esprit d'entreprise. Les petites entreprises ont également tendance à réagir plus rapidement que les grandes aux évolutions de l'environnement. Notez que nous présentons des données sur le marché américain en l'absence de séries historiques équivalentes pour l'Europe, en raison de la structure du marché à l'époque.

Traditional Asset Classes (inflation adjusted) vs. Inflation 1972–1981



Source: Morningstar Direct, Candriam.

Indices: US Small Cap corresponds to IA S&P 500 Small Stock Total Return USD, US Large Cap corresponds to IA S&P 500 Large Stock Total Return USD Ext, US Corporate Bonds corresponds to IA S&P 500 LT Corp Total Return USD, LT Gvt (20y) Bonds corresponds to IA S&P 500 LT Govt Total Return USD, 30day T Bill corresponds to IA S&P 500 30 Day TBill Total Return USD, CPI YOY Index: "S&P" stands for "Stocks, Bonds, Bills, and Inflation". "S&P" are registered trademarks of Morningstar, Inc. All rights reserved. Used with permission.

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

Chez Candriam, notre conviction est que les petites capitalisations, qui ont sous-performé les grandes capitalisations depuis le second semestre 2021, pourraient bientôt commencer à surperformer. Il est possible que cela coïncide avec le changement d'orientation de la Fed ou au moment où les investisseurs retrouveront de la visibilité sur la maîtrise des tensions inflationnistes. Nous surveillerons de près les politiques des banques centrales et les points bas sur l'indice PMI[1] pour saisir le rebond des petites capitalisations.

Nous pensons également que notre approche sélective de l'investissement dans les petites capitalisations, qui a fait ses preuves sur une période de 10 ans, est plus cruciale que jamais (surperformance brute annualisée de 3,6 % sur dix ans, et ratio de Sharpe de 0,82[2]).

Notre processus d'investissement repose avant tout sur l'expertise de notre équipe, forte de 15 ans d'expérience dans l'analyse et l'investissement dans les sociétés de petites capitalisations. Nos ressources internes en matière de recherche financière et extra-financière sont essentielles pour repérer les opportunités dans une classe d'actifs à forte dispersion et encore mal couverte par les analystes sell-side. Nous sommes une équipe de 34 spécialistes travaillant en collaboration et partageant les mêmes locaux et la même philosophie.



Notre processus d'investissement repose avant tout sur l'expertise de notre équipe, forte de 15 ans d'expérience dans l'analyse et l'investissement dans les sociétés de petites capitalisations.

Notre approche s'inscrit dans le long terme. Notre cadre d'analyse a été développé en interne, il est discipliné et repose sur cinq critères d'investissement qui nous semblent essentiels dans l'environnement actuel :

- **La qualité de la gestion** : il faut préserver et encourager les équipes dirigeantes et les collaborateurs de qualité, en particulier dans les petites entreprises. C'est l'une des raisons pour lesquelles nous avons entamé, avec nos analystes ESG, un dialogue avec les entreprises dans lesquelles nous investissons afin de mieux comprendre leur organisation et leur politique en matière de rétention et de développement du personnel. Notre objectif est d'établir un dialogue à long terme avec ces entreprises, et nous préférons agir via l'engagement plutôt que par des exclusions systématiques. Dans notre engagement auprès de petites entreprises, nous ne sommes pas dogmatiques et nous tenons compte de leurs défis spécifiques. Par exemple, étant donné leur petite taille ou en raison d'un actionnariat familial, il est fréquent que les rôles de président et de directeur général ne soient pas distincts. Cette relation à long terme que nous tissons avec les entreprises consiste également à partager les bonnes pratiques dans les domaines sociaux et de la gouvernance. Bien sûr, nous restons stricts sur les controverses, que nous surveillons en permanence. Si la controverse n'est pas réglée, nous réduisons notre exposition, partiellement ou totalement.
- **La croissance du marché sous-jacent** : dans un environnement économique en cours de transformation, il est essentiel d'identifier les niches ayant un réel potentiel de croissance, au-delà des modes à court terme. Par exemple, les nouvelles réglementations liées au climat nous semblent offrir de belles opportunités de croissance pour le secteur privé, qui est désireux de contribuer à la protection du climat et à une utilisation raisonnable des ressources. Dans ce segment en particulier, nous pensons que le « Green Deal » européen favorisera les entreprises opérant dans le secteur de l'isolation.
- **Les avantages concurrentiels** : nous cibons les entreprises ayant un pouvoir de fixation des prix ou un potentiel de croissance de leurs parts de marché, car la protection des marges est essentielle dans un environnement inflationniste (voir le tableau ci-dessous). Les entreprises peuvent créer ces avantages concurrentiels grâce à l'innovation ou à une structure de marché favorable.

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

- **La rentabilité** : alors que d'autres stratégies se focalisent sur la croissance, nous regardons également la rentabilité. Nous recherchons des sociétés qui sont déjà rentables, et non pas *potentiellement* rentables. Comme le montre le tableau ci-dessous, les entreprises à faible rentabilité ont tendance à souffrir davantage de l'augmentation du coût des intrants.

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

- **L'effet de levier** : le niveau d'endettement doit être géré avec prudence dans un contexte de hausse des taux. Il est important d'analyser l'effet de levier tant d'un point de vue financier que de celui de la responsabilité. C'est donc un aspect essentiel de notre approche d'investissement.

Notre conviction est que rendements élevés et investissement responsable sont compatibles. Les marchés pourraient bientôt offrir des points d'entrée très attractifs pour investir dans les petites capitalisations. Nous pensons également que l'engagement, combiné à l'investissement responsable, est un élément clé pour améliorer le rendement ajusté du risque. Alors, êtes-vous prêt à entendre le son clair et brillant de la clarinette ?



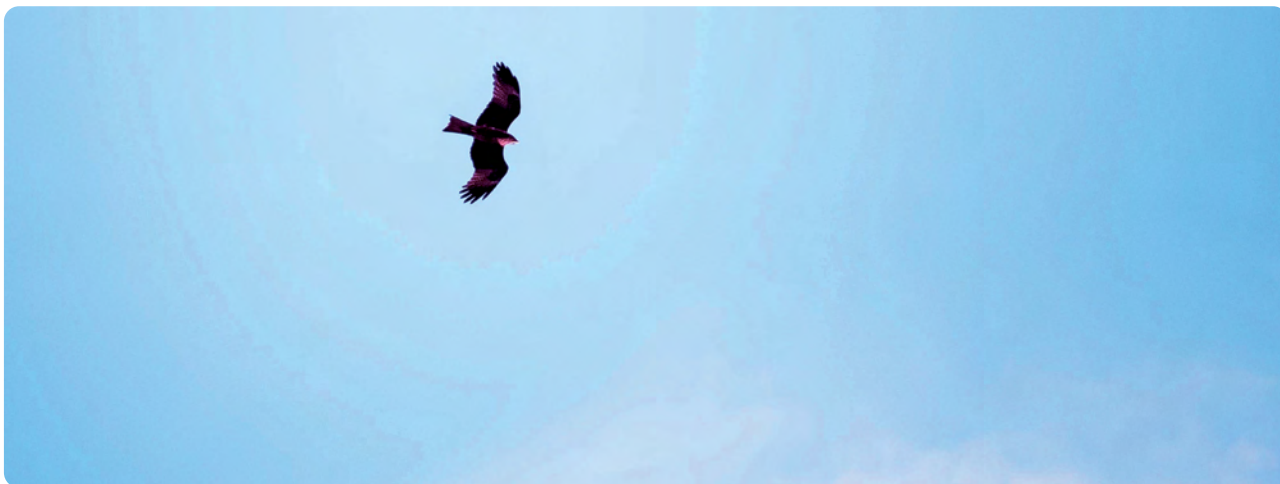
Toutes les stratégies d'investissement comportent des risques, y compris le risque de perte de capital. Les principaux risques associés à notre stratégie pour les petites et moyennes capitalisations européennes sont les suivants : Risque de perte de capital, risque lié aux actions, risque de change, risque de liquidité, risque de concentration, risque lié aux produits dérivés, risque d'investissement ESG.

Les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas garanties.

Risque d'investissement ESG : les objectifs non financiers présentés dans ce document se fondent sur la réalisation d'hypothèses formulées par Candriam. Ces hypothèses sont établies selon les modèles de notation ESG de Candriam, dont la mise en œuvre nécessite l'accès à diverses données quantitatives et qualitatives, en fonction du secteur et des activités exactes d'une entreprise donnée. La disponibilité, la qualité et la fiabilité de ces données peuvent varier, ce qui peut affecter les notations ESG de Candriam. Pour plus d'informations sur le risque d'investissement ESG, veuillez-vous référer aux Codes de Transparence ou au prospectus s'il s'agit d'un fonds.

1. PMI : Purchasing Managers' Index (indice des directeurs d'achat) : **un indice de l'orientation des tendances économiques dans les secteurs manufacturiers et des services.**

2. Composite GIPS Candriam European Small & Mid Caps, performance brute en EUR, à fin octobre 2022. L'indice de référence est le MSCI Europe Small Caps NR. Les performances passées d'un instrument financier, d'un indice, d'un service ou d'une stratégie d'investissement ne permettent pas de prédire les performances futures.



Impact : pour créer un impact réel et quantifiable, quoi d'autre que l'âme ?



Maia Ferrand
Co-Head of External
Multi-management



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

Qu'est-ce qui différencie une bonne musique d'une excellente musique ? Peut-être pas le talent ou la technique de chaque musicien, mais l'âme qui émane de l'ensemble. Dans notre approche de l'investissement d'impact, le but et l'intention sont primordiaux. Nous investissons dans le but d'apporter des changements positifs dans les domaines environnementaux et sociaux. Et nous nous assurons que nos résultats sont réels.

L'investissement d'impact : investir avec une intention

Une bonne musique, c'est-à-dire un morceau bien écrit interprété par des artistes talentueux, vous permet de passer un agréable moment. Mais quand l'âme prend le pas sur la technique, c'est là que la magie opère. C'est à ce moment-là que la musique résonne vraiment en vous, et c'est ce qui fait que vous vous souvenez du morceau longtemps après la fin du concert.

Par définition, l'investissement d'impact a l'objectif ambitieux de générer à la fois des rendements financiers et un impact environnemental et/ou social. Notre approche de l'investissement d'impact s'inscrit parfaitement dans cette philosophie : lorsque nous investissons dans un fonds, qui à son tour investit dans des entreprises, nous matérialisons concrètement notre engagement de soutenir la transition durable et de lutter contre la menace que représente la pénurie de ressources. Nous sélectionnons des projets de long terme favorisant l'accès à la santé et à l'éducation pour tous ; nous finançons des entreprises qui visent à mettre en œuvre une gestion efficace de leur chaîne d'approvisionnement, qui ont des objectifs ambitieux de réduction des émissions de carbone, et qui cherchent à améliorer leur gestion des déchets. Enfin, nous finançons des solutions véritablement innovantes qui visent à accélérer la transition. Nous privilégions les entreprises qui, comme nous, ont intégré l'urgence du changement dans leur modèle économique.

Placer l'impact au cœur de ce que nous faisons est un moyen de garantir que notre stratégie d'investissement est *intentionnelle* et que son impact positif sur la société et/ou l'environnement est *reproductible*. Notre « âme » s'exprime à toutes les étapes de notre approche d'investissement : à l'étape de due diligence extra-financière, lors de la quantification des résultats d'impact par le biais d'ICP définis et mesurables, et aussi par notre alignement au travers du mécanisme de participation aux résultats (carried interest).

Découvrez ci-dessous comment notre processus de due diligence intègre cet aspect à toutes les étapes :

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.

Source : Candriam

Nous investissons avec notre âme, mais en nous assurant que notre impact est réel

Tous nos investissements ont des objectifs d'impact prédéfinis, et nous veillons à ce que ces objectifs soient clairement définis, mesurés et suivis. Nous entretenons une relation très étroite avec les entreprises dans lesquelles nous investissons, et leur apportons notre conseil en matière de durabilité : nous les interpellons, les conseillons et les soutenons tout au long de leur démarche de durabilité et d'impact.

Notre comité d'impact, composé de représentants des investisseurs et, si nécessaire, d'experts indépendants dans les domaines concernés, valide la thèse de l'investissement d'impact, ses ICP et le résultat attendu.

Par exemple, l'un des fonds dans lesquels nous investissons soutient le développement d'une PME industrielle française qui a un objectif de décarbonation de 25 %, visant ainsi à créer de la valeur sur le plan économique, social, environnemental et financier.

Un autre de nos fonds sous-jacents investit dans des sociétés dirigées par des entrepreneurs qui créent des solutions durables disruptives, loin des combustibles fossiles, s'appuyant sur des avantages compétitifs solides en matière de différenciation et de propriété intellectuelle, dans les secteurs de l'agriculture, de l'alimentation, de la chimie et des matériaux ; ces entreprises contribuent à relever les grands défis environnementaux tels que le changement climatique, la biodiversité et le gaspillage alimentaire.

Comme nous demandons aux fonds sous-jacents et aux entreprises d'aligner leurs objectifs sur les ODD, nous sommes capables d'agrégier toutes les données et de cartographier notre impact au niveau du fonds. Nous suivons des indicateurs d'impact précis et concrets dans chaque domaine :

Échantillon non exhaustif des ICP suivis :

		Corresponding SDG's	Reported Impact Indicators
Environmental Impact	Climate Stability Limit GHG levels to stabilise global temperature rise under 2°C	 	• 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	 	• 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	     	• 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	  	• 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

Source: Candriam, as at June 30th, 2022

Grâce à une vision claire des ICP et des résultats de chacun de nos fonds sous-jacents, nous sommes en mesure de rendre compte de notre impact global au niveau du fonds dans un reporting.

La quantification de l'impact intervient donc à toutes les étapes : lors de la sélection des fonds, dans les questions de due diligence que nous posons aux entreprises avant l'investissement, dans les données d'impact que nous exigeons de nos fonds sous-jacents et enfin dans nos reportings aux investisseurs.

Engagés et alignés tout au long du processus, dans un but ambitieux.

Notre engagement ne s'arrête pas à la phase investissement du processus. Nous avons placé ce principe d'alignement des intérêts au centre de notre propre rémunération, en tant qu'équipe d'investissement. Le mécanisme de participation aux résultats (carried interest) du Fonds est lié à des objectifs sociaux/environnementaux. Autrement dit, l'équipe est incitée financièrement à atteindre les objectifs financiers et non financiers. Si nous ne délivrons pas l'impact attendu, notre participation aux résultats sera reversée à un groupe à but non lucratif. C'est ainsi que nous alignons concrètement nos actes sur nos intentions.

Toutes les parties prenantes sont donc alignées sur des principes communs, et il est de notre devoir de garantir à la fois une transparence totale et une intégrité exceptionnelle lors de la sélection et de l'allocation des investissements. Notre tâche est importante : financer de grands projets dans le but de contribuer positivement à un avenir durable.

L'Ame

Pour les instruments à cordes, l'âme est une petite cheville en épicea reliant faisant le lien entre le fond et la table d'harmonie, qui soutient le chevalet tout en permettant à l'ensemble de l'instrument de vibrer.

Yehudi Menuhin a su toucher les deux : faire vibrer le violon et émouvoir notre âme.

Toutes nos stratégies d'investissement comportent des risques, notamment le risque de perte de capital. Les principaux risques associés à la stratégie sont : le risque de perte de capital, le risque lié aux actions, le risque de taux d'intérêt, le risque de crédit, le risque de liquidité, le risque de concentration, le risque de volatilité, le risque lié à l'effet de levier, le risque d'investissement ESG.

Risque d'investissement ESG : les objectifs non financiers présentés dans ce document se fondent sur la réalisation d'hypothèses formulées par Candriam. Ces hypothèses sont établies selon les modèles de notation ESG de Candriam, dont la mise en œuvre nécessite l'accès à diverses données quantitatives et qualitatives, en fonction du secteur et des activités exactes d'une entreprise donnée. La disponibilité, la qualité et la fiabilité de ces données peuvent varier, ce qui peut affecter les notations ESG de Candriam. Pour plus d'informations sur le risque d'investissement ESG, veuillez-vous référer aux Codes de Transparence ou au prospectus s'il s'agit d'un fonds.



Dette privée et ESG : petites entreprises, grand défi (concernant les données).



Vincent Compiègne
Deputy Global Head of ESG
Investments & Research



Coralie De Maesschalck
Head of CSR & ESG, Kartesia

Les données ESG – leur disponibilité, leur pertinence et leur comparabilité – se trouvent au cœur d'un vaste débat, encore plus pertinent dans le cas des actifs non cotés. Nous traitons ici de trois aspects de cette question, et rappelons le rôle central de la due diligence dans le processus d'analyse ESG.

« *Small is beautiful* » : ce qui est petit est beau. Ce qui est petit est dynamique et agile – mais aussi souvent moins bien documenté. La disponibilité et la qualité des données constituent un défi majeur pour la recherche ESG en général, et d'autant plus sur les marchés non cotés où les réglementations relatives à la publication d'informations en matière de développement durable sont moins strictes que pour les grandes entreprises cotées.



De nombreuses entreprises ne sont tout simplement pas en mesure d'allouer du temps ou du personnel à la production de rapports ESG.

Approvisionnement en données : petite taille = difficultés

Le premier défi, très pratique, pour les analystes ESG lorsqu'ils analysent les petites entreprises réside dans le manque de ressources : de nombreuses entreprises ne sont tout simplement pas en mesure d'allouer du temps ou du personnel à la production de rapports ESG.

La disponibilité et la qualité des données sont elles aussi inégales et étroitement liées à l'activité des entreprises ou à leur secteur. Ainsi, une petite entreprise industrielle comme un fabricant de verrerie ou un producteur de composants en aluminium sera généralement en mesure de produire des données sur ses sources d'énergie primaire ou l'efficacité énergétique de ses machines, car le secteur est concerné par ces sujets et peut même avoir des obligations légales de déclaration. Mais ce n'est peut-être pas le cas dans d'autres secteurs ou pour d'autres activités. La plupart des entreprises ne calculent pas les données sur l'égalité hommes-femmes ou les répartitions des effectifs entre le personnel à temps plein et le personnel temporaire.

Due diligence : petite taille = proximité

Le défi des données ESG souligne l'importance d'une étape centrale dans le processus d'analyse ESG : la phase de due diligence. Pour compenser le fait que nous sommes prêteurs (investisseurs en dette privée) et non propriétaires

(actionnaires), nous profitons de cette phase de due diligence pour nous rapprocher de la direction. Par exemple, nous négocions toujours pour que le rapport ESG soit intégré dans la liste des documents juridiques requis, et pour obtenir un siège au conseil d'administration, ou, tout au moins, une réunion trimestrielle avec l'équipe dirigeante. Il est essentiel d'installer un dialogue continu et régulier avec le top management. Notre expertise ESG, ainsi que notre indépendance, nous sont essentielles pour questionner l'équipe dirigeante et l'aider à progresser dans les domaines du développement durable.

La phase de due diligence implique une analyse exhaustive des forces et faiblesses des entreprises en matière de développement durable, qui peut les aider à améliorer considérablement leur profil ESG. Au cours de cette étape, nous avons constaté que la direction des petites entreprises a tendance à présenter une plus grande sensibilité aux questions de développement durable que les grandes entreprises. Elles ont également tendance à avoir une idée plus claire et plus concrète de l'impact environnemental ou social de leurs activités.

Nous sommes ainsi en mesure de définir de manière collaborative des indicateurs et des ICP pertinents. Nous privilégions ceux qui sont les plus importants pour les parties prenantes, y compris sur les actifs intangibles. Cette étape de définition des ICP revêt une importance capitale, car l'atteinte des objectifs peut conditionner l'obtention de conditions de crédit favorables.

En outre, notre dialogue avec les sociétés inclut des échanges sur les bonnes pratiques du secteur, ce qui est informatif et mutuellement bénéfique pour les entreprises et les analystes ESG.

Nous n'insisterons jamais assez sur l'importance de réaliser des bilans carbone exhaustifs, y compris pour les petites entreprises. Nous exerçons notre influence pour pousser les entreprises dans cette direction.

L'analyse ESG doit également inclure une évaluation de la dépendance des entreprises vis-à-vis des combustibles fossiles et une analyse exhaustive des coûts de l'énergie, car ce sont des externalités et des risques de première importance. Cette analyse doit s'appuyer sur une cartographie des différentes étapes du processus de production – les données relatives à l'utilisation de matériaux de base sont des éléments-clés de l'analyse des chaînes d'approvisionnement, dans un contexte où de nombreux secteurs sont confrontés à des pénuries de semi-conducteurs ou d'engrais.

Pertinence des données : petite taille = spécificité

S'agissant des petites entreprises, l'on ne peut pas utiliser des données standard ; la pertinence des données doit être évaluée au cas par cas en fonction du secteur, de l'environnement réglementaire et des transformations sociétales. A cet égard, la fidélisation du personnel est devenue un défi pour de nombreux secteurs depuis la pandémie de Covid-19. Par exemple, pour un prestataire de services de mobilité aux personnes handicapées, nous considérerons comme des indicateurs significatifs, ses émissions de scope 3^[1] ainsi que le nombre de personnes vulnérables qui ont été transportées. Pour une entreprise spécialisée dans les services de soins à la personne, nous examinerons le taux de rotation des employés et/ou le nombre de formations dispensées au personnel. Pour les entreprises industrielles, les ICP seront axés sur l'empreinte carbone et l'efficacité énergétique.

Le SFDR doit encore aller plus loin

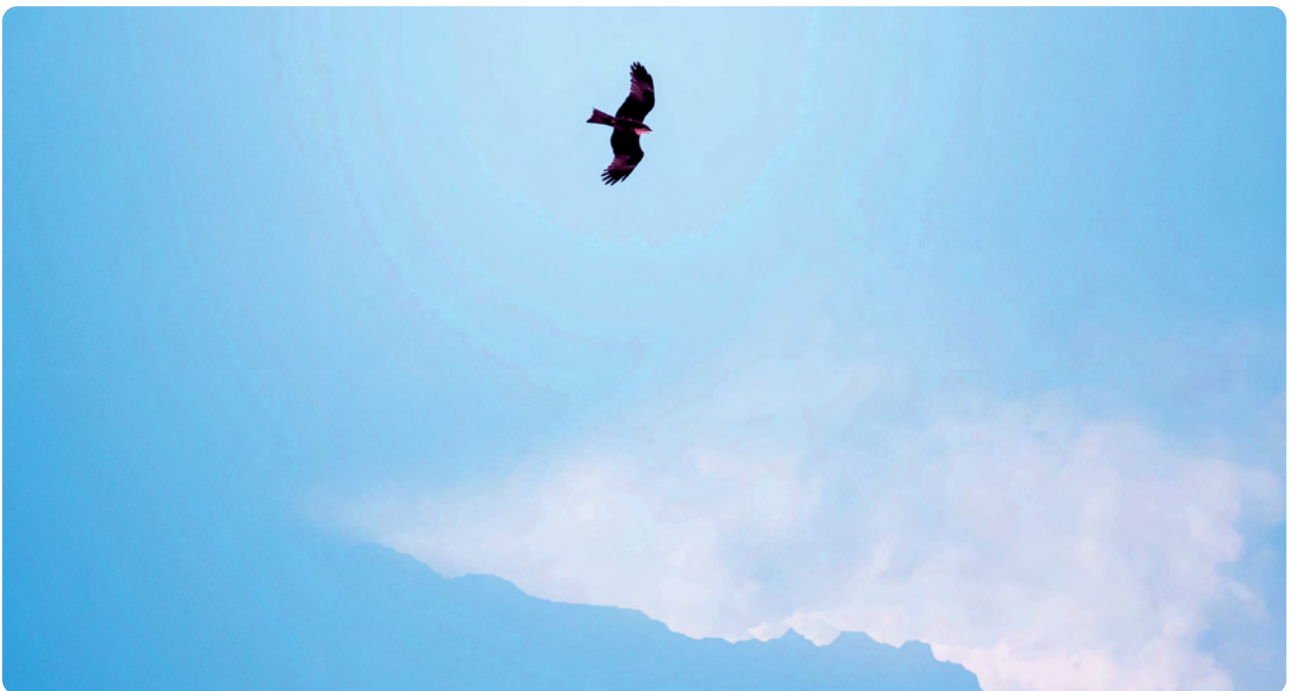
Avec sa volonté d'accroître la transparence sur l'intégration de la durabilité par les marchés financiers, le Règlement sur la publication d'informations de durabilité dans le secteur financier (SFDR) est certainement un pas dans la bonne direction, mais la pertinence des données choisies reste discutable. Premièrement, citons les Normes techniques réglementaires qui entreront en vigueur le 1er janvier 2023 et visent à apporter une définition concrète des activités à contribution environnementale/sociale, encore peu claires tant sur les indicateurs que sur les modèles. Deuxièmement, une interprétation stricte des réglementations relatives aux catégories de produits (notamment l'article 9 des fonds qui « ciblent les investissements durables ») conduit le secteur à se concentrer sur des secteurs à forte contribution ou des thématiques spécifiques qui maximisent les externalités positives (efficacité énergétique, économie circulaire), ce qui peut entraîner une concentration des actifs sur certaines valeurs ou certains secteurs.

L'évaluation de la dette d'une petite entreprise privée nécessite une expertise spécifique qui diffère de l'évaluation du profil de crédit d'une grande société cotée – tout comme [le piccolo ressemble à une flûte](#), mais produit un son très différent. Une analyse ESG de bonne qualité et un échange continu avec la direction vous permettront de tirer le meilleur parti de votre instrument préféré, quelle que soit sa taille.

1. Le scope 1 couvre les émissions directes provenant de sources propriétaires ou contrôlées par l'entreprise. Le scope 2 couvre les émissions indirectes liées à l'énergie, provenant de la production d'électricité achetée, de la vapeur et de la climatisation consommées par l'entreprise. Le scope 3 comprend toutes les autres émissions indirectes qui se produisent dans la chaîne de valeur d'une entreprise.

Performance absolue et décorrélation : les nombreux instruments d'un orchestre.

Les turbulences sur les marchés peuvent bénéficier à certains types de stratégies de performance absolue, alors même que les autres instruments ne sont pas au diapason. La forte volatilité, la hausse des taux et la corrélation croissante entre les classes d'actifs montrent pourquoi un orchestre utilise une gamme complète d'instruments.





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

Tous les instruments de l'orchestre

Par construction, les stratégies actions à rendement absolu de type Long-Short Equity utilisent de nombreux instruments dans leur objectif de performance. Sur les marchés atones, leurs performances peuvent également être ternes, un peu comme un fonds monétaire avec des éléments supplémentaires. Ces approches sont également conçues dans le but de bénéficier réellement de la **hausse de la volatilité**.

Mais à l'instar d'un fonds monétaire, la **hausse des taux d'intérêt** signifie que la note basse de la performance attendue monte d'un cran. Et à l'instar d'un marché monétaire, lorsque les taux augmentent, la note basse remonte en même temps que les autres instruments, avec peu ou pas de décalage dans le temps.

Réglage des instruments

La hausse des taux et le retour d'une forte volatilité des marchés ont été les thèmes de 2022. Les marchés actions et obligations ont été pour le moins « discordants ». L'indice actions MSCI World a chuté de près de 15 %, tandis que l'indice obligataire Barclays Global Aggregate Bond a perdu plus de 16 % depuis le début de l'année jusqu'au 23 novembre.[1] Néanmoins, les stratégies actions à rendement absolu pourraient être particulièrement bien placées pour tirer parti de la volatilité accrue et de la hausse des taux d'intérêt.

Avec une corrélation positive entre actions et obligations pour la première fois depuis la crise financière de 2008,[2] ces stratégies jouent leur rôle de classe d'actifs diversifiante. Si les bonnes nouvelles arrivent par trois, alors trois bémols pour les marchés sont en parfaite adéquation avec ces types d'investissements.

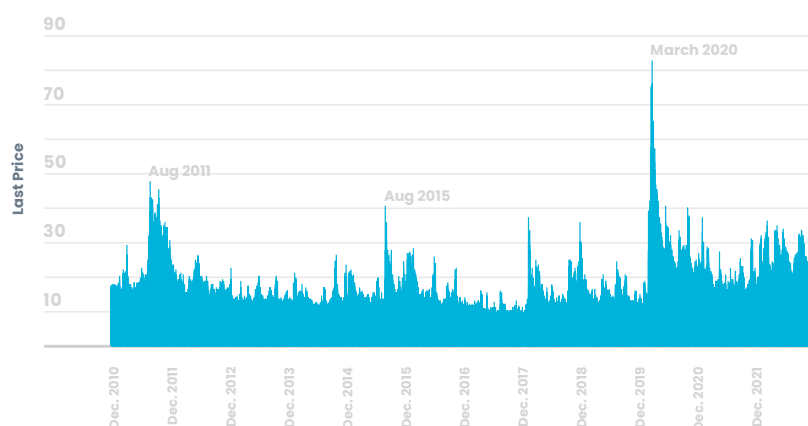


Mais à l'instar d'un fonds monétaire, la hausse des taux d'intérêt signifie que la note basse de la performance attendue monte d'un cran.

La volatilité favorise les stratégies actions à rendement absolu

La volatilité des actions s'est accélérée pour atteindre une moyenne plus élevée. En ce qui concerne la volatilité des actions, on peut observer une augmentation du niveau moyen du VIX au cours des deux dernières années par rapport à la période 2012-2019.[3] Ces deux périodes excluent le pic de la Covid.

Volatility: VIX from 2011 to Nov 2022



La hausse de la volatilité offre des primes de risque plus élevées. La capacité à s'adapter rapidement à l'évolution des marchés signifie que lorsque des primes de risque plus élevées apparaissent, ces approches peuvent saisir de nouvelles opportunités de risque/rendement en temps réel. Comme la plupart des fonds d'actions à rendement absolu, elles fournissent de la liquidité et peuvent potentiellement être plus rentables en période de forte volatilité du marché lorsque cette liquidité est bien rémunérée.

La hausse des taux signifie de meilleurs rendements dans la poche monétaire

Contrairement aux classes d'actifs traditionnelles, les stratégies actions à rendement absolu peuvent bénéficier d'un environnement de hausse des taux d'intérêt. La particularité de certains fonds alternatifs est qu'ils peuvent être constitués de stratégies d'investissement opportunistes parallèlement à une poche monétaire investie.

Les stratégies sont généralement mises en œuvre à l'aide d'instruments dérivés qui ne nécessitent qu'une partie des montants exposés.

Les liquidités restantes sont investies dans des instruments à court terme tels que des opérations de pension ou des instruments du marché monétaire, dont les taux ont récemment augmenté.

Jusqu'à il y a quelques mois, les produits à rendement absolu avec des politiques prudentes de gestion de trésorerie ont souffert de la performance négative de leur poche monétaire, en particulier dans la zone euro. Les hausses successives des taux directeurs de la FED et de la BCE ont fait passer les taux courts en territoire positif. Ainsi, alors qu'un investissement sur le marché monétaire européen perdait - 59 pb annualisés fin 2021, il devrait enregistrer un rendement d'environ 1,4 % fin 2022.

Dissonance -- risques

Toutes nos stratégies d'investissement comportent des risques.

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

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.
Sources: Bloomberg. Prior to 2020, the €STR was the EONIA.

Les stratégies de performance absolue sont soumises à des risques de perte en capital. Les principaux risques associés à l'investissement dans ces stratégies sont le risque lié aux produits dérivés, le risque de change, le risque de contrepartie et les risques d'arbitrage. Parmi les autres risques importants figurent le risque de concentration, le risque de volatilité, le risque de liquidité et le risque de fusions-acquisitions.

Tous les instruments sont réchauffés

Ce nouveau régime de marché alliant volatilité élevée, hausse des taux d'intérêt et corrélation accrue entre la plupart des classes d'actifs constitue un alignement des

planètes qui pourrait être plus favorable à la gestion alternative. Les stratégies actions à rendement absolu peuvent en effet bénéficier de ces conditions de marché et offrir une plus grande diversification aux investisseurs. C'est pourquoi nous restons optimistes quant à la capacité de ces stratégies à surperformer dans ces nouvelles conditions.

Les stratégies actions à rendement absolu, par définition, cherchent à générer de l'alpha quelles que soient les conditions de marché. Leur ajout à une allocation d'actifs peut réduire la volatilité globale et aider les classes d'actifs de votre allocation à jouer en harmonie. À l'image d'un hautbois qui accorde l'orchestre, parfois l'instrument inhabituel est le bon pour la tâche à accomplir.

1. Bloomberg, MSCI World Net Return et Barclays Global Aggregate Net Return, du 31 décembre 2021 au 23 novembre 2022.
2. Bloomberg, Candriam. Selon la corrélation entre l'indice S&P 500 et l'indice Bloomberg US Aggregate Bonds entre août 2007 et novembre 2022, il n'y a eu que de courtes périodes de corrélation positive jusqu'au second semestre 2022.
3. La volatilité est passée de 15,2 % (du 31 décembre 2011 au 31 décembre 2019) à 23,4 % (du 1er juillet 2020 au 30 décembre 2022).





Obligations d'entreprises émergentes – marchés intéressants en vue : pour vous accorder, assurez-vous de choisir les bonnes notes !



Christopher Mey
Head of Emerging Market
Corporate Credit

2022 a été une année difficile pour les marchés obligataires, et les obligations d'entreprises émergentes n'ont pas fait exception. Nous sommes plus constructifs sur la classe d'actifs pour 2023 et nous chercherons à choisir les bonnes notes pour composer un portefeuille bien positionné pour profiter des opportunités.

Espérances de rendement: un niveau solide autour de 7,5-12,5 %[1]

L'année 2022 a été difficile pour le marché des obligations d'entreprises des pays émergents, qui a affiché un rendement négatif de -13,60%[2]. La guerre en Ukraine a déclenché une flambée des prix des matières premières et entraîné un élargissement des spreads plus important que prévu. Dans cet environnement, notre stratégie[3] a réussi à générer une surperformance nette de 1,1 %.

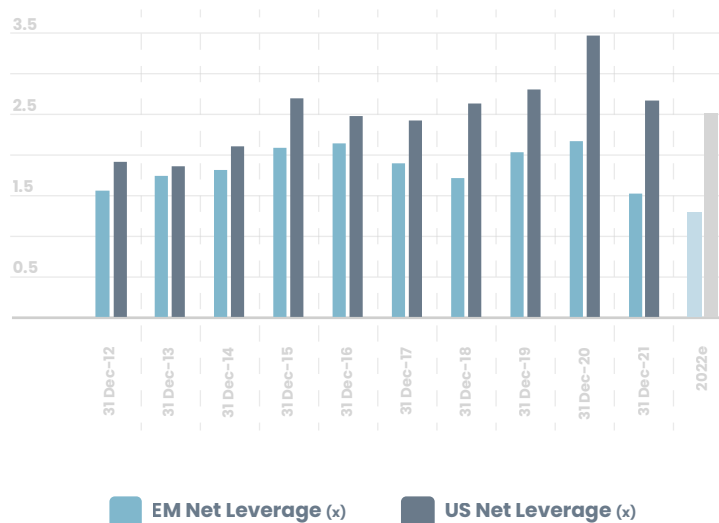
Nous pensons que la volatilité va rester sur des niveaux élevés en 2023. Néanmoins, nous avons maintenant un scénario plus constructif basé sur **des valorisations attractives en absolu**, une bonne résistance **des fondamentaux**, et **des facteurs techniques qui semblent accommodants**.

pour les 12 prochains mois. Nous prévoyons un rendement total brut de 10 à 15 % pour 2023 [1], soutenu par un carry historiquement élevé (7,6 %) et un resserrement des spreads pouvant atteindre 100 points de base par rapport aux niveaux actuels. Compte tenu de notre prévision d'un taux de défaut réalisé de 4 % [1] pour les titres d'entreprise des pays émergents, et d'un recouvrement historique moyen de 39 cents\$, nous calculons des pertes de crédit de 2,5 % [1] pour une prévision de rendement net entre 7,5 % et 12,5 % [1].

Des fondamentaux attractifs : des bilans solides, une baisse des taux de défaut et une détérioration modérée du crédit avec une notation moyenne de BBB

Les entreprises des marchés émergents abordent 2023 avec des bilans solides et sont bien positionnées par rapport à leurs homologues des marchés développés. Alors que nous attendons toujours les rapports de l'exercice 2022, le levier financier net des sociétés des marchés émergents était de 1,5x, nettement inférieur à celui des entreprises américaines, estimé à 2,5x fois en moyenne[4].

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



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

Nous nous attendons à un certain affaiblissement des fondamentaux. Le dernier cycle de reporting a révélé une érosion des marges dans les secteurs cycliques tels que la chimie, la pétrochimie et l'immobilier. Si certaines entreprises ont démontré une forte capacité à répercuter la hausse des coûts sur leurs clients, générant ainsi une croissance nominale du chiffre d'affaires, elles n'ont pas réussi à maîtriser aussi bien les coûts des intrants, ce qui a fait baisser la rentabilité et augmenter les ratios d'endettement. **Nous recherchons donc des opportunités dans les secteurs où les émetteurs ont un certain pouvoir de fixation des prix, et notre stratégie privilégie actuellement les secteurs comme ceux de la consommation non cyclique, les TMT et les infrastructures, qui sont plus défensifs.**

Les émetteurs des marchés émergents ont une grande expérience des crises passées où les marchés des capitaux ont été fermés pendant de longues périodes, et sont généralement plus proactifs dans la gestion des échéances de leur dette. Selon les données de JP Morgan, il y a eu 78 milliards de dollars d'appels d'offres en 2022 contre 130 milliards de dollars en 2021. Par conséquent, il y a peu de maturités à venir en 2023 pour l'ensemble de la classe d'actifs.

Nous voyons toujours des risques de refinancement élevés pour les émetteurs les moins bien notés, le coût du refinancement ayant atteint son niveau le plus élevé depuis la crise financière mondiale. Comme nous anticipons un risque de refinancement élevé, **nous sommes positionnés de manière défensive, et limitons notre exposition aux émetteurs de moindre qualité dont les échéances à court terme sont importantes.**

Nous pensons que les taux de défaut vont se normaliser en 2023 par rapport aux niveaux historiquement élevés de 2022, affectés par la faiblesse du secteur immobilier chinois et les nombreux défauts de paiement des entreprises russes et ukrainiennes suite à l'invasion russe de l'Ukraine.



Nous pensons que les taux de défaut vont se normaliser en 2023 par rapport aux niveaux historiquement élevés de 2022.

Nous prévoyons des taux de défaut sur le haut rendement de 6 à 8 %¹ en 2023, soit l'équivalent de 3 à 4 % de l'ensemble du marché des obligations d'entreprise des pays émergents.

Des facteurs techniques positifs : Rebond des émissions, flux élevés, émissions nettes modestes

Le marché s'attendait à ce que 2022 soit une année de fortes émissions, égalant le précédent record de 2021 (541 milliards de dollars)[5]. La volatilité élevée des actifs risqués et des bons du Trésor américain a entraîné un effondrement de l'offre, les émetteurs ayant du mal à accéder aux marchés primaires de la dette libellée en USD.

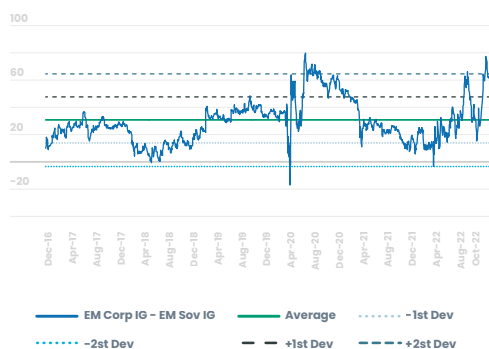
Les rachats sur les actifs émergents libellés en devises fortes ont atteint 85 milliards de dollars[5] en 2022, toutefois pour 2023 nous pensons que la décollecte va diminuer et que les investisseurs stratégiques ayant une vision à long terme reviendront à l'achat sur le marché. Nous prévoyons également pour 2023 un niveau d'émissions brutes légèrement plus élevé et un niveau neutre d'émissions nettes.

Valorisations : historiquement élevées, attractives en valeur relative

Nous pensons que la classe d'actifs est attrayante actuellement. Les spreads sur les entreprises des marchés émergents sont bon marché, situés autour d'un écart-type au-dessus de la moyenne sur 5 ans, tandis que la valeur relative est également convaincante avec le rebond intéressant des spreads par rapport aux titres d'entreprise américaines et aux titres souverains émergents.

Nous voyons en particulier **des opportunités dans les titres de notation investment grade** qui se négocient à des prix exceptionnellement bas par rapport aux titres souverains, au double du spread moyen sur 5 ans, ainsi que dans les titres des marchés émergents notés AA, BBB, BB et B qui se négocient avec une prime correcte par rapport à leurs équivalents américains.

Relative valuation, emerging market investment grade corporates vs sovereigns



Notre approche : un processus d'investissement axé sur la valeur relative, complété par une solide analyse du risque souverain et ESG.

Au cours des dix dernières années, nous avons développé une approche unique de valeur relative visant à identifier les opportunités mal valorisées par le marché. Ce processus actif, fondamental et bottom-up s'appuie sur des outils propriétaires qui intègrent des facteurs ESG tout en appliquant une approche disciplinée de la gestion des risques. Nous nous appuyons sur l'expertise de plus de 30 experts du crédit et de l'analyse ESG. Notre approche prudente des sujets de gouvernance est essentielle sur des

marchés où de nombreux émetteurs manquent encore de transparence. Cette année encore, nos nombreuses rencontres avec les émetteurs nous ont permis d'éviter les entreprises ayant les profils de crédit les plus faibles. Nous intégrons à notre analyse les études de notre équipe de spécialistes sur les souverains, et évitons les pays dont les perspectives politiques et économiques sont médiocres.

À l'instar d'un piano et de son large éventail de touches, l'univers des titres d'entreprise des marchés émergents offre de multiples opportunités pour tous les types d'investisseurs. En tant que spécialistes des marchés émergents, nous nous appuyons sur une gestion active des risques et une approche bottom-up rigoureuse, intégrant les facteurs ESG dans le but d'exploiter les opportunités les plus intéressantes et de composer un portefeuille robuste dont le son résonne dans tous les environnements de marché.

Toutes nos stratégies d'investissement comportent des risques, notamment le risque de perte de capital. Les principaux risques associés à la stratégie sont : risque de perte de capital, risque de taux d'intérêt, risque de crédit, risque lié au haut rendement, risque de liquidité, risque lié aux produits dérivés, risque de contrepartie, risque lié aux marchés émergents, risque d'investissement ESG.

Risque d'investissement ESG : les objectifs non financiers présentés dans ce document se fondent sur la réalisation d'hypothèses formulées par Candriam. Ces hypothèses sont établies selon les modèles de notation ESG de Candriam, dont la mise en œuvre nécessite l'accès à diverses données quantitatives et qualitatives, en fonction du secteur et des activités exactes d'une entreprise donnée. La disponibilité, la qualité et la fiabilité de ces données sont susceptibles de varier, ce qui peut affecter les notations ESG de Candriam. Pour plus d'informations sur le risque d'investissement ESG, veuillez vous référer aux codes de transparence ou au prospectus s'il s'agit d'un fonds.

Le niveau de risque du Fonds est de 4, sur une échelle de 1 à 7.

1. Préviation Candriam. Les scénari présentés sont une estimation de la performance future basée sur des informations passées sur la façon dont la valeur de cet investissement varie, et/ou les conditions actuelles du marché, et ne sont pas un indicateur exact. Ce que vous obtiendrez variera en fonction des performances du marché et de la durée de détention de l'investissement/produit. Toutes nos stratégies d'investissement comportent des risques, notamment le risque de perte en capital.

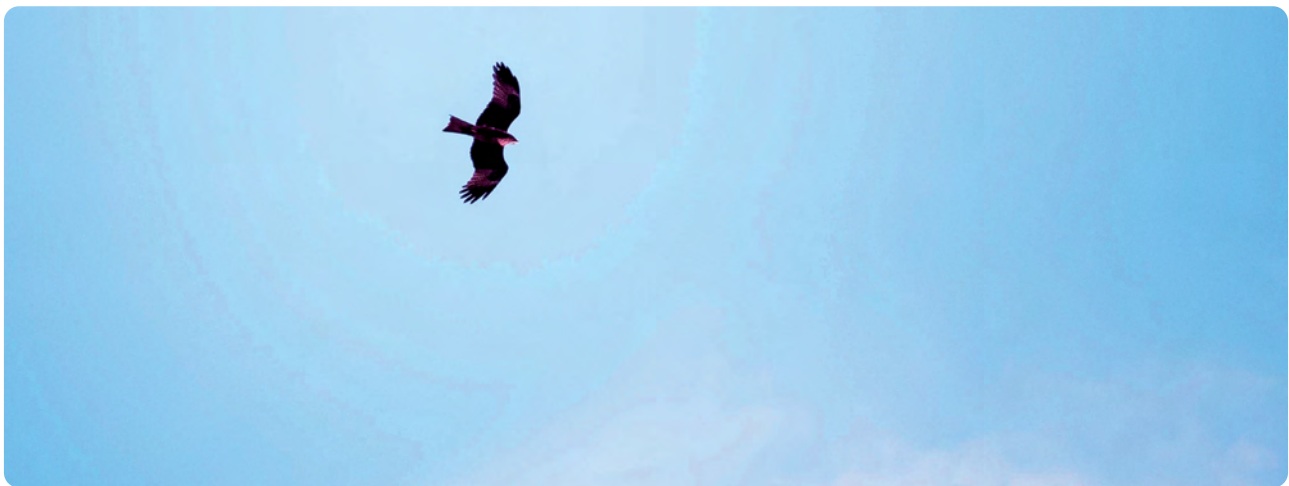
2. Mesuré par l'indice JPM Broad Diversified, 1er janvier au 30 novembre 2022, en USD

3. Candriam Bonds Emerging Market Corporate, performance nette en USD, part Institutionnelle, du 1er janvier au 31 octobre 2022.

L'indice de référence est le JPM Corp EMBI Broad Diversified USD RI. Les performances passées ne garantissent pas les rendements futurs.

4. Candriam, JP Morgan, Bank of America, novembre 2022

5. Source : Morgan Stanley



Immobilier et opéra, des similitudes saisissantes.



Simon Martin

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

Le regretté Stephen Sondheim fut probablement le plus grand compositeur de comédies musicales du XXe siècle. Il a un jour déclaré « L'art en soi est une tentative de mettre de l'ordre dans le chaos ». Les plus illustres compositeurs d'opéra ont d'ailleurs vécu à des époques tragiques. Puccini a composé pendant les guerres de réunification en Italie. Mozart et Beethoven ont été les témoins des deux premières décennies de la révolution industrielle et du Siècle des lumières. Les opéras de Wagner sont pour le moins intenses. Il semble que les plus grands chefs-d'œuvre de l'opéra aient vu le jour en des temps incertains.

Quelqu'un, sur cette terre, devrait donc composer un opéra en s'inspirant des tristes événements survenus en 2022. Dans un monde post-COVID, la guerre a éclaté aux frontières orientales de l'Europe. S'en est suivi l'augmentation la plus fulgurante des taux d'intérêt que le monde ait connue depuis le début des années 80 et une accélération de l'inflation sans commune mesure à l'ère de la mondialisation. Dans le même temps, les obligations et les actions ont été volatiles, avec une évolution corrélée et ont enregistré des performances décevantes. La réputation de probité fiscale du Royaume-Uni, acquise de haute lutte, a été écornée. Les cryptomonnaies ont été durement touchées et semblent à l'agonie. Les valeurs technologiques des FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix et Google) ont retrouvé du mordant. Les investisseurs ont dû être sélectifs et faire des choix avisés pour placer leurs capitaux en toute sécurité.

Malgré ce marasme, l'immobilier a connu une année plutôt satisfaisante. Même si l'« effet de dénominateur » a fait progresser le poids des capitaux alloués à l'immobilier pour

bon nombre d'investisseurs et même si les flux de capitaux ont connu un ralentissement, la stabilité inhérente à cette classe d'actifs, la solidité des fondamentaux opérationnels et l'indexation des baux ont collectivement contribué à protéger les investisseurs contre les turbulences qui secouaient les autres marchés.

Nous ne devons toutefois pas présumer que l'immobilier est totalement à l'abri de l'agitation qui secoue l'économie. Les fondamentaux opérationnels sont bons et ancrés par un faible risque pour la demande mais chacun peut aisément comprendre que les frimas de la récession soufflent sur l'Europe. Il est probable que les banques centrales gardent la mainmise qu'elles exercent sur les politiques monétaires. Les liquidités et le financement seront de fait raisonnés et les virtuoses de la gestion de portefeuilles et des risques devraient sortir leur épingle du jeu. Du fait de l'importance grandissante de l'efficacité énergétique et des facteurs ESG aux yeux des locataires, les immeubles devront être pensés dans les moindres détails afin de faire face à une concurrence toujours plus rude dans un contexte économique plus difficile. Il semble donc que l'intensité capitalistique continuera d'augmenter et qu'une gestion avisée des actifs immobiliers devra s'imposer sur le devant de la scène. De même, les biens immobiliers sont des actifs idiosyncrasiques et illiquides, le risque relatif au prix est par conséquent complexe et les capitaux ne circulent pas toujours de manière uniforme et efficace vers les secteurs dans lesquels ils sont indispensables. Cela engendre un risque, celui de voir ceux qui ont besoin de capitaux de toute urgence pour faire face à des difficultés, de ne pas les trouver.

Tous les investisseurs ne sont pas préparés à surmonter ces obstacles et il est donc presque inéluctable que certains d'entre eux cherchent désespérément de l'aide au pire moment qui soit. Certains choisiront de vendre, tandis que d'autres pourront y être poussés par des créanciers impatients. Cela créera des opportunités pour les investisseurs immobiliers que cela soit en dette ou en capital. L'histoire nous a appris

qu'investir à une époque où les capitaux sont rares est, à tous les égards, la période la plus favorable en termes de performances à long terme. Toutefois, les capitaux seuls ne suffisent pas, les investisseurs doivent également faire preuve de conviction.

Nous sommes persuadés que, sur le marché en constante évolution tel que nous le connaissons actuellement, la conviction est indéniablement une composante des fondamentaux opérationnels, à savoir la dynamique de l'offre et de la demande. Du côté de la demande, plusieurs tendances à long terme favorisent la recherche d'espace, un besoin qui peut être utilisé par les bailleurs pour créer une plus grande liberté de choix et ainsi réduire le risque cyclique induit par la récession. Ces facteurs historiques seront les plus notables dans les villes où la démographie est la plus dynamique et où les niveaux de vacance sont les plus bas, surtout dans celles où la construction a toutes les peines du monde à reprendre dans le sillage des problématiques de coûts et de calendrier liées à la pandémie de COVID. Ces marchés seront les plus résilients face aux pressions. Ce sont des marchés où l'indexation sera probablement la plus facilement acceptée par les locataires, où la reprise devrait être la plus forte et, de fait, où les rendements et les taux de capitalisation seront les moins touchés par l'incertitude et la volatilité des taux d'intérêt.

La légende raconte que le personnage de Tristan aurait privé Mark Twain de son célèbre sens de l'ironie. Après avoir assisté à une représentation de « [Tristan et Isolde](#) » de Wagner, il a ainsi écrit à ce sujet : « Je n'avais jamais rien vu de tel. » Il avait probablement vu juste ! Mais, même dépourvues de l'ironie légendaire qui le caractérise, ses paroles trouvent un écho de nos jours. La période que nous vivons est certes difficile mais c'est dans la difficulté que naissent les plus belles opportunités. Il existe toujours une porte de sortie. Mark Twain avait compris qu'une conviction et une confiance pragmatiques dans le compositeur de votre opéra sont indispensables.





Kroum Sourov
Lead ESG Analyst, ESG
Sovereign Research

Le lac des cygnes. Complètement gris.



Les risques continueront probablement à se matérialiser, mais tant que nous sommes préparés et que nous agissons en tant qu'investisseurs responsables, je pense que nous pouvons apporter de la valeur à nos clients.



Multi-management : comment plusieurs voix peuvent- elles chanter harmonieusement ?



Maia Ferrand
Co-Head of External
Multi-management



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

Dans l'acte III du ***mariage de Figaro***, six voix parviennent à former un ensemble harmonieux tout en chantant leur propre partition. Nous y voyons un parallèle avec la mission du multi-gérant. Connaissant les fonds sur le bout des doigts, y compris les conditions dans lesquelles ils sont susceptibles d'enregistrer les meilleures performances, le multi-gérant vise à sélectionner les meilleurs dans chaque catégorie, afin de construire un ensemble unique cherchant à générer de l'alpha dans tous les régimes de marché.

Auditionner les candidats pour sélectionner les meilleurs solistes dans chaque catégorie

Tout comme les auditions constituent une première étape cruciale dans la construction d'un ensemble harmonieux, la construction d'un portefeuille multi-stratégies commence par la sélection d'expertises de qualité. Nous pensons que 30 à 35 gérants permettent d'atteindre un bon niveau de diversification. Afin de construire un portefeuille résistant à toutes les conditions de marché, nous pensons qu'il faut sélectionner plusieurs stratégies au sein de chaque classe d'actifs, chacune ayant un profil risque/rendement spécifique :

- Dans l'univers obligataire : stratégies de valeur relative au niveau microéconomique et macroéconomique. Si les premières visent à exploiter les dislocations au sein de la même courbe de rendement afin de générer des performances régulières dans le temps, les secondes visent à tirer parti de positions directionnelles via des options.
- Les stratégies Global Macro visent à capter les tendances de marché dans des marchés volatils. Nous souhaitons sélectionner des gérants compétents dans une ou plusieurs classes d'actifs : obligations, actions, devises.
- Actions long-short : nous avons tendance à privilégier les spécialistes sectoriels avec une exposition neutre ou faible au marché. Leur objectif est de générer de l'alpha sur des positions longues et courtes ; les environnements dans lesquels ils délivrent les meilleures performances sont les marchés sans direction avec une forte dispersion sectorielle.
- Stratégies quantitatives : nous sélectionnons des gérants avec des techniques d'investissement variées : arbitrage statistique sur actions, arbitrage de volatilité, suivi de tendance.
- Les stratégies de crédit sont généralement actionnées lorsque la stratégie offre des performances comparables à celles des actions sans effet de levier avec une meilleure asymétrie.
- Les stratégies event-driven sont intégrées au portefeuille de manière plus opportuniste, car elles sont très liées aux environnements de marché comme un cycle intense de fusions-acquisitions et une réglementation stable.

Le processus de *due diligence* doit être extrêmement discipliné, il est généralement affiné au fil du temps. Au-delà des aspects opérationnels habituels (solidité de la structure du partenariat, structure opérationnelle, qualité de l'équipe, gestion des risques), il doit inclure une compréhension approfondie de la stratégie : dans quelles conditions générera-t-elle ses meilleurs performances, ou quand sera-t-elle au contraire en difficulté ? Nous pensons qu'il faut passer le plus de temps possible avec les gérants, pour analyser leurs compétences financières autant que leur savoir-être (« soft skills ») : personnalité, communication, tempérament. Nous devons comprendre comment le gérant réagira en cas de turbulences sur les marchés, et s'il est engagé à court terme ou à long terme. Comme l'a dit Duke Ellington, « *les musiciens sages sont ceux qui jouent ce qu'ils savent maîtriser* ». Toute comme un chef d'orchestre sélectionne la meilleure voix pour chaque partition, nous devons être en mesure de savoir, pour chaque environnement de marché donné, quels gérants obtiendront les meilleures performances.

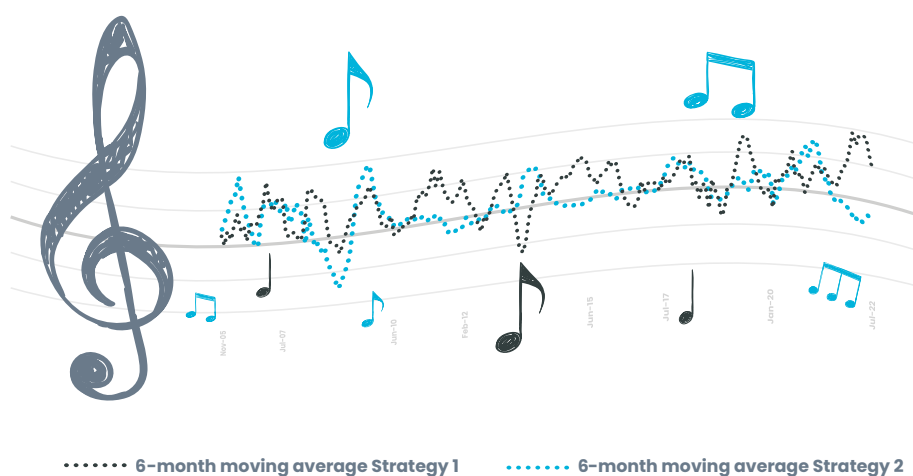
Faire jouer ensemble les meilleurs solistes ne donne pas toujours le meilleur résultat. Il est essentiel de comprendre comment ils interagissent

Recruter les meilleurs talents n'est pas gage de succès ; il est plus important de les faire bien travailler ensemble. À l'instar du compositeur qui sélectionnerait un soprano et un baryton particuliers pour un opéra spécifique, le multi-gérant vise à sélectionner la meilleure combinaison de gérants afin d'atteindre un objectif donné de rendement ajusté du risque.

Parmi les outils disponibles pour la construction et le suivi des portefeuilles, les stress-tests et les analyses de corrélation permettent de vérifier la diversification des risques, et de suivre la contribution des stratégies au risque et au rendement au fil du temps – tout en contrôlant l'exposition thématique. Une approche de rendement absolu vise à générer des performances stables quelles que soient les conditions de marché. Cette stabilité passe par la diversification, et l'objectif est d'éviter les surconcentrations et les corrélations cachées. Au sein de notre portefeuille, deux tiers des stratégies présentent une corrélation entre elles inférieure à 0,25[1].

Par exemple, du côté des obligations, les stratégies Global Macro ont tendance à enregistrer les meilleures performances sur des marchés disloqués avec des tendances, tandis que les fonds de valeur relative macro présentent un profil très convexe capable de capter les évolutions du marché, même soudaines et violentes. Du côté des actions, nous recherchons la dispersion entre les secteurs, d'où une sélection de gérants long/short spécialisés par secteur avec de légers biais directionnels.

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

La clé du succès : l'expérience

Au cours des 20 dernières années, nous avons réussi à construire une base de données propriétaire difficile à reproduire. L'expérience est essentielle pour naviguer dans tous les environnements de marché. Nous sommes convaincus qu'il s'agit du seul moyen pour les investisseurs d'enregistrer des performances régulières au fil des ans : surperformer le marché et les indices pendant les années de baisse et faire face aux événements tels que la correction des valeurs de croissance par rapport aux titres « value » au T2 et au T3 2021, et les craintes inflationnistes au T421 qui se sont concrétisées avec la guerre en Ukraine en février 2022.

Qu'est-ce qui fait un grand musicien ? 20 % de talent, et 80 % de travail et d'expérience. Forts de nos vingt années d'expérience dans l'investissement et de notre équipe très stable, nous avons constitué un ensemble capable de jouer les opéras les plus difficiles.

Toutes les stratégies d'investissement comportent des risques, notamment le risque de perte de capital. Les principaux risques associés à notre stratégie sont : risque de perte en capital, risque lié aux actions, risque de taux d'intérêt, risque lié aux matières premières, risque de crédit, risque lié aux titres à haut rendement, risque de change, risque de liquidité, risque sur dérivés, risque de contrepartie, risque de modèle, risque d'arbitrage, risque de volatilité, risque sur les marchés émergents, risque lié à l'effet de levier, risque lié au fournisseur d'indices, risque de durabilité.

Le risque de durabilité fait référence à tout événement ou toute situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui pourrait affecter la performance et/ou la réputation des émetteurs dans le portefeuille. Le risque de durabilité peut être spécifique à l'émetteur, en fonction de ses activités et ses pratiques, mais il peut aussi être dû à des facteurs externes.

Les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas garanties.

1. Source Candriam, corrélations croisées entre stratégies, CWA Alphamax fin novembre 2022.





Alix Chosson

Lead ESG Analyst for the
Environmental Research
& Investments

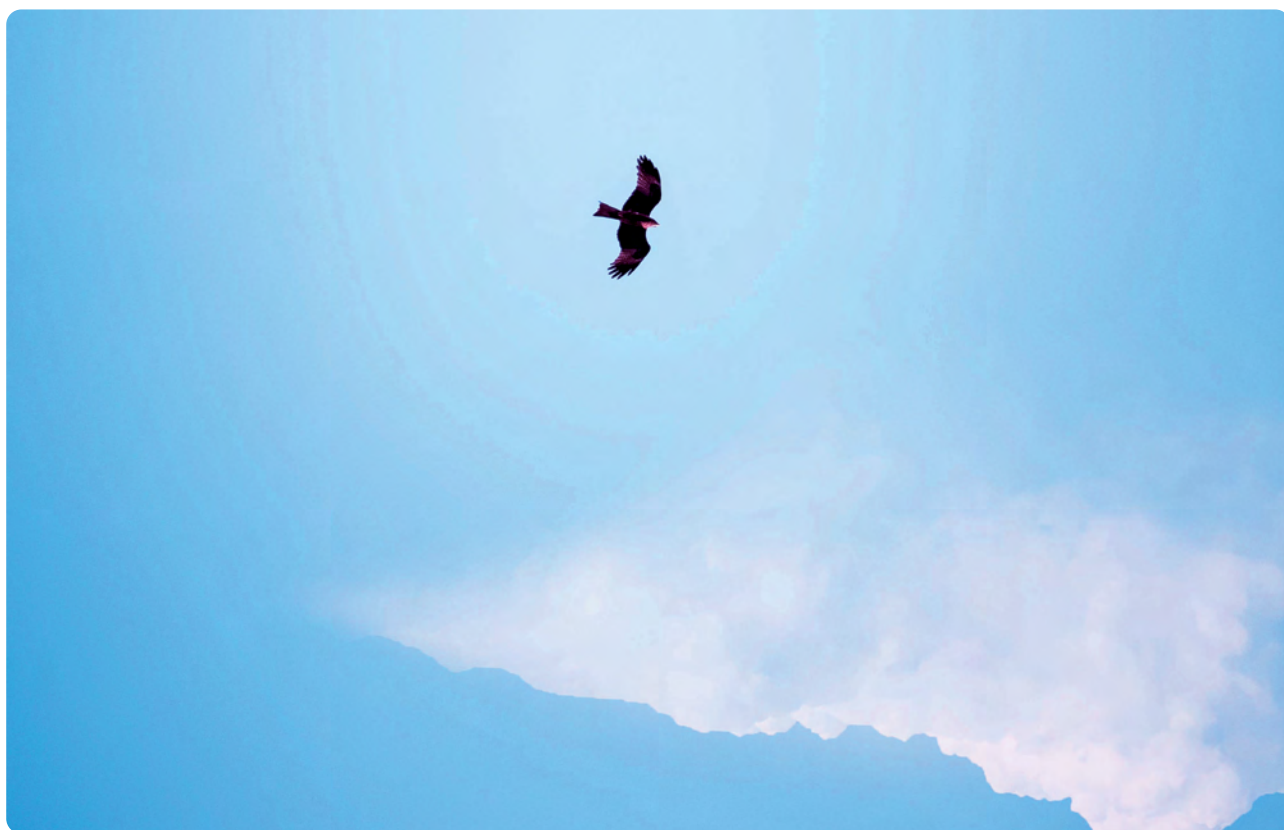
Une lente « Marche funèbre » pour l'ère des combustibles fossiles.



L'accélération de la transition énergétique, soutenue par les mesures décisives des gouvernements, offre d'énormes opportunités aux investisseurs.

Zéro émission nette pour les marchés émergents : avant qu'il ne soit trop tard.

La neutralité carbone est un enjeu primordial pour l'économie mondiale et les investisseurs peuvent aider les marchés émergents à participer pleinement à la transition énergétique.





Galina Besedina
Senior Emerging Markets
Equity Research Analyst and
Portfolio Manager

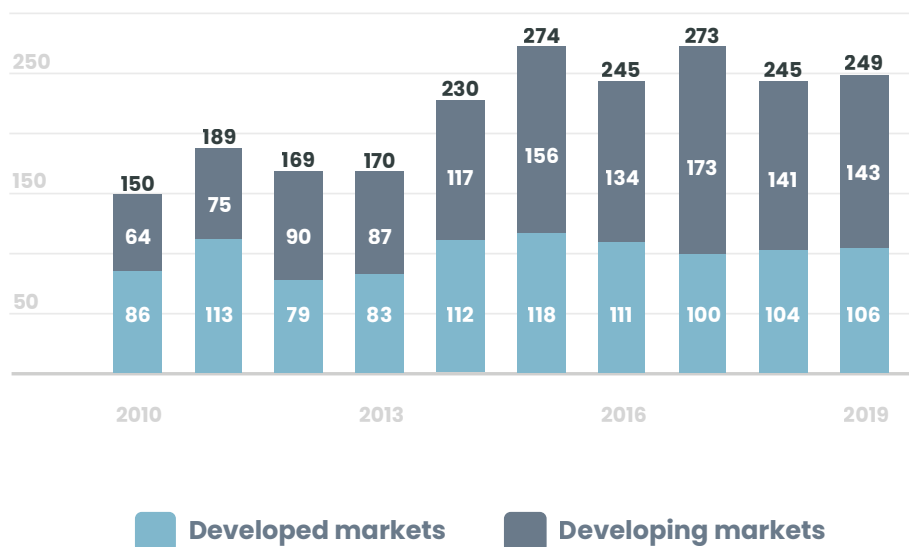


Paulo Salazar
Head of Emerging
Markets Equity

Cendrillon s'est tellement amusée au bal qu'elle a dû dévaler les escaliers pour s'enfuir dans son carrosse avant que celui-ci ne se transforme en citrouille au dernier coup de minuit. Le célèbre conte de Charles Perrault a inspiré un ballet et plusieurs opéras, appréciés des enfants comme des adultes, tels que [Cendrillon de Jules Massenet](#), présenté pour la première fois à Paris en 1899. Mais nous doutons que l'humanité veuille, comme Cendrillon, être surprise et se trouver en retard pour la transition énergétique.

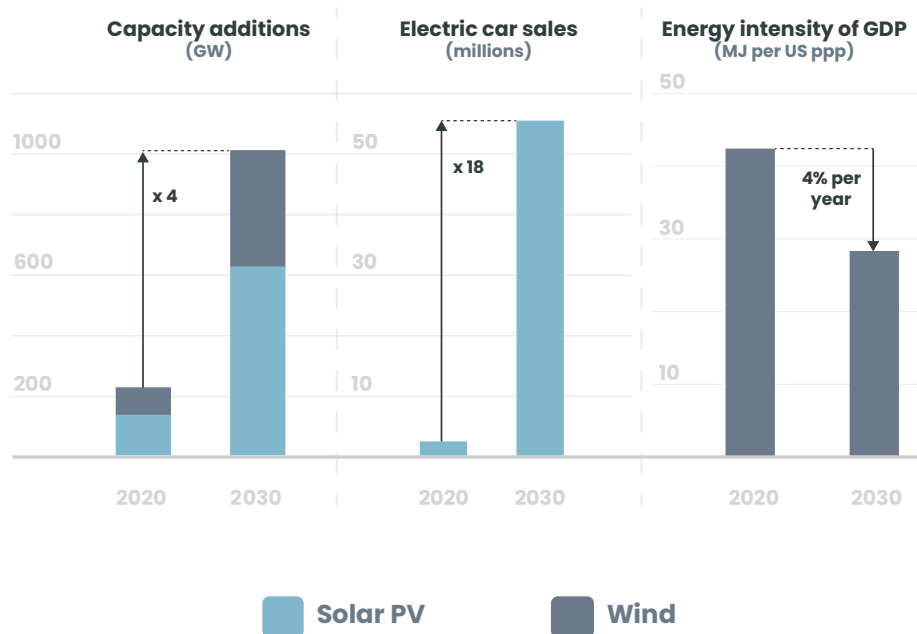
Marchés émergents : leaders mondiaux des actifs liés aux nouvelles énergies propres

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

Il sera impossible d'atteindre les objectifs mondiaux d'une importance cruciale de zéro émission nette sans les marchés émergents. Avec plus de 62 % de la population mondiale et représentant 48 % des émissions mondiales[1], les marchés émergents devraient être un point d'attention clé des investisseurs à impact durable. L'ampleur du défi est énorme : les marchés émergents doivent trouver 94,8 billions de dollars supplémentaires pour passer à zéro émission nette d'ici 2060[2]. Et pourtant, dans l'ensemble, les investisseurs internationaux semblent rester à l'écart, effrayés par les risques et les incertitudes géopolitiques potentiels.

Donc, comment les investisseurs responsables peuvent-ils soutenir la transition énergétique des marchés émergents sans compromettre leurs principes ?

Zoom sur les opportunités liées au changement climatique

Certaines entreprises des marchés émergents figureront parmi les principaux moteurs de la transition énergétique, non seulement dans les marchés émergents, mais également dans le reste du monde.

Entre 2020 à 2030, par exemple, la capacité de production d'énergie solaire photovoltaïque (PV) et éolienne à l'échelle mondiale devrait être multipliée par quatre. La plupart des producteurs de panneaux solaires sont installés en Asie.

Sur la même période, les ventes de voitures électriques devraient être multipliées par 18. Le photovoltaïque est aujourd'hui l'une des options énergétiques les moins chères au monde[3] et la Chine et le reste de l'Asie représenteront la majeure partie de l'augmentation de la production d'énergie solaire jusqu'en 2028. Il y a un an, fin 2021, la Chine comptait 300 GWt de capacité solaire installée[4] contre 160 GWt pour l'Union européenne (UE)[5]. Il y a aussi les véhicules électriques.

Passer à l'électrique

En ce qui concerne les véhicules électriques, le passage prévu à la mobilité zéro émission dans les économies développées ne peut être atteint sans les marchés émergents. Par exemple, l'UE a récemment décidé que toutes les voitures neuves et camionnettes immatriculées en Europe seront à zéro émission d'ici 2035. En tant qu'étape intermédiaire vers l'objectif zéro émission, les nouvelles normes de CO2 exigeront également une baisse des émissions moyennes de voitures neuves de 55 % d'ici 2030 et de 50 % pour les camionnettes neuves d'ici 2030[6].

La batterie représentant une part très importante du prix d'une voiture électrique, l'Asie est appelée à devenir l'atelier de batteries du monde, grâce à sa domination sur la totalité de l'offre.

D'après Benchmark Minerals, la Chine disposera de 322 gigawattheures (GWh) de capacité de production en Europe d'ici 2031, la Corée du Sud étant la deuxième à 192 GWh, suivie de la France et de la Suède. Les États-Unis sont cinquièmes, grâce à l'usine Tesla à Berlin, suivie par l'Allemagne et la Norvège. Le Royaume-Uni est huitième avec seulement 20 GWh.[7].

Et les autres greenablers

Les *greenablers* mettent une pierre à l'édifice d'une économie mondiale plus circulaire et plus efficace sur le plan énergétique. Parmi eux figurent les principaux fournisseurs de cuivre et de lithium, des métaux essentiels à la décarbonisation. Autre exemple : les producteurs de semi-conducteurs, qui sont principalement fabriqués en Asie et qui jouent un rôle essentiel dans la réduction de la consommation d'électricité, la demande pour ces produits est en constante augmentation.

Savoir-faire

Pour identifier des opportunités d'investissement spécifiques, nous pensons que les investisseurs doivent construire un univers exhaustif d'entreprises des marchés émergents jouant un rôle positif dans la fourniture de solutions climatiques. L'approche de Candriam consiste à regrouper ces entreprises autour de différents thèmes, tels que les véhicules électriques, les énergies renouvelables, les logiciels, le recyclage ou le réseau intelligent[8].

D'après notre expérience, il existe de nombreuses « perles cachées » dans les entreprises émergentes, dont les activités n'ont à première vue pas grand-chose à voir avec la transition énergétique, mais qui s'avèrent en fait être des contributeurs importants. Par exemple, la société taïwanaise de services financiers **Chailease** est non seulement un spécialiste du crédit-bail, de la vente à tempérament, de l'importation et de l'exportation et du financement direct, mais aussi l'un des plus grands propriétaires de centrales solaires du pays.

WEG SA est un fabricant brésilien reconnu de moteurs électriques, de générateurs, de transformateurs, d'engins et de moteurs à l'échelle internationale. Ce qui est moins connu, c'est la forte exposition de l'entreprise aux énergies renouvelables, à la mobilité électrique et à l'automatisation industrielle[9].

En Inde, **Siemens** enregistre une forte demande de solutions de décarbonisation industrielle[10] sous la forme de systèmes de récupération de la chaleur résiduelle, de solutions de biomasse, de modernisation et de mises à niveau avec des solutions d'efficacité énergétique telles que les transformateurs éco-conçus[11].

Yadea est le premier acteur du marché chinois des deux roues électriques[12], avec près d'un tiers du marché domestique. La société conçoit, développe, fabrique et commercialise des scooters électriques, des vélos électriques et des accessoires connexes. Ce qui est particulièrement intéressant pour nous, c'est que Yadea a également mis au point des batteries au graphène[13], qui constituent une alternative abordable aux batteries à l'acide et au lithium-ion.

Parmi les principaux catalyseurs figurent clairement les acteurs les plus évidents de la transition énergétique, tels que **Sungrow Power Supply**, un fabricant chinois d'onduleurs solaires (PV) qui détenait 21 % du marché mondial en 2021[14]. Un onduleur solaire est un dispositif qui convertit l'énergie produite par un panneau solaire en courant électrique régulier pouvant être alimenté dans un réseau d'énergie local.

Se concentrer sur ce qui compte

La neutralité carbone au niveau mondial sera atteinte lorsque les émissions de gaz à effet de serre (GES) causées par l'homme seront réduites au minimum absolu, tandis que les « émissions résiduelles » restantes seront éliminées de l'atmosphère par des usines ou de nouvelles technologies spécialement conçues à cet effet. Historiquement, les économies développées ont émis plus de carbone que les marchés émergents. Les économies développées d'Europe et des États-Unis ont également été les premières à réduire les émissions. Toutefois, ce projet à l'échelle du globe ne pourra pas réussir tant que les marchés émergents ne seront pas incités à prendre des mesures tout aussi efficaces et que les investisseurs ne joueront pas un rôle important en orientant les flux de capitaux vers les acteurs de l'action climatique. Pour que l'humanité n'ait pas à passer de la richesse aux haillons au dernier coup de minuit, comme Cendrillon.

Important

Veuillez noter que les sociétés mentionnées dans cet article font partie des portefeuilles de Candriam au moment de la rédaction du présent document.

Risques

Toutes nos stratégies d'investissement comportent des risques, notamment le risque de perte de capital. Les principaux risques associés à notre stratégie Sustainable Emerging Markets Equity sont les suivants : Risque de perte en capital, risque actions, risque de taux d'intérêt, risque de change, risque de liquidité, risque lié aux marchés émergents, risque d'investissement ESG, risque lié aux actions A (Chine), risque de durabilité.

Le risque de durabilité fait référence à tout événement ou toute situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui pourrait affecter la performance et/ou la réputation des émetteurs dans le portefeuille. Le risque de durabilité peut être spécifique à l'émetteur, en fonction de ses activités et ses pratiques, mais il peut aussi être dû à des facteurs externes.

Les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas garanties.

1. Page 11, https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/26f79a1b-c191-494b-b2d9-c891e138bb37/IFC_GreenReport_FINAL_web_1-14-21.pdf?MOD=AJPERES&CVID=ns1JVaR

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: installed solar power capacity 2021 | Statista

5. In focus: Solar energy – harnessing the power of the sun (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. Un réseau d'approvisionnement en électricité qui utilise la technologie de communication numérique pour détecter et réagir aux changements d'usage locaux.

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/>



Inde : les planètes sont-elles enfin en train de s'aligner ?



Vivek Dhawan
Portfolio Manager & Equity
Analyst, Emerging Markets Equity

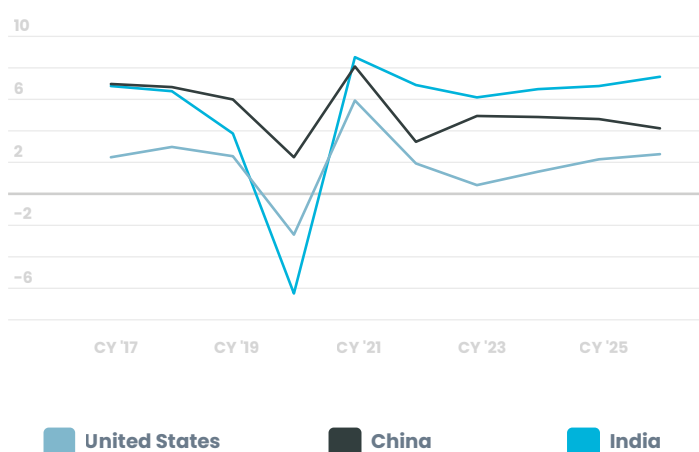
L'Inde est devenue l'année dernière la cinquième économie mondiale et son PIB a dépassé les 3 000 milliards de dollars US. En 2022 et 2023, l'Inde devrait être la seule grande économie à afficher une forte croissance de son PIB réel, à un niveau d'environ 7 %^[1], soit environ 22 % de la croissance mondiale^[2]. L'Inde va-t-elle connaître une croissance durable à long terme et comment les investisseurs peuvent-ils y participer ?

Des réformes politiques favorables à la croissance

Au cours des dernières années, plusieurs réformes cruciales axées sur l'offre ont été mises en œuvre, qui pourraient mettre l'Inde sur la voie d'une croissance économique durable. L'un des éléments les plus importants a été l'augmentation de la contribution des profits dans le PIB du pays. Les taux d'imposition des sociétés ont été réduits de 25 % à 15 % en 2019 pour les nouvelles productions, et plusieurs programmes d'incitation liés à la production ont été mis en place. Dans une large mesure, il s'agit d'une réplique du modèle sud-asiatique de croissance économique basée sur les exportations et les cycles d'investissement, qui a également bien fonctionné dans d'autres pays par le passé. Parmi les autres réformes, citons la loi introduisant une TVA unifiée (Goods and Services Tax Law), la loi sur la réglementation de l'immobilier et le Code des faillites. En outre, l'Inde a bénéficié d'un environnement extérieur favorable et de la diversification des chaînes d'approvisionnement mondiales, qui a entraîné une augmentation des investissements directs étrangers.

Prévisions de croissance du PIB dans les principales régions

Economic Estimate Comparison Real GDP Growth



Source: Focstet

Des thèmes qui offrent des opportunités de croissance exponentielle

Nous observons ainsi des germes de croissance dans différents domaines, susceptibles de générer une croissance économique élevée à moyen-long terme.

- **Relance du cycle d'investissement.** Une politique indienne de stimulation des dépenses d'investissement pourrait bénéficier aux organismes de crédit avec une explosion de la demande. Compte tenu du fait que de nombreuses institutions financières indiennes savent désormais tirer parti des technologies, et au vu du niveau actuel du crédit – moins de 60 % du PIB du pays –, nous pensons que la demande de crédit a un potentiel de croissance d'environ 15 % (annualisé) pour les années à venir[3]. Le développement des infrastructures est un autre thème susceptible de soutenir la croissance économique à long terme, le gouvernement ayant annoncé une expansion des corridors de fret et des capacités portuaires.
- **Industrie manufacturière.** L'industrie manufacturière est stimulée par trois facteurs clés : les efforts accrus pour diversifier les chaînes d'approvisionnement mondiales, les incitations gouvernementales liées à la production dans 14 secteurs et les faibles coûts de production par rapport aux pays développés. Nous pensons que la production manufacturière de l'Inde pourrait tripler d'ici 2031. Les exportateurs indiens de produits manufacturés et d'automatisation sont bien placés pour tirer parti de cette opportunité de croissance.

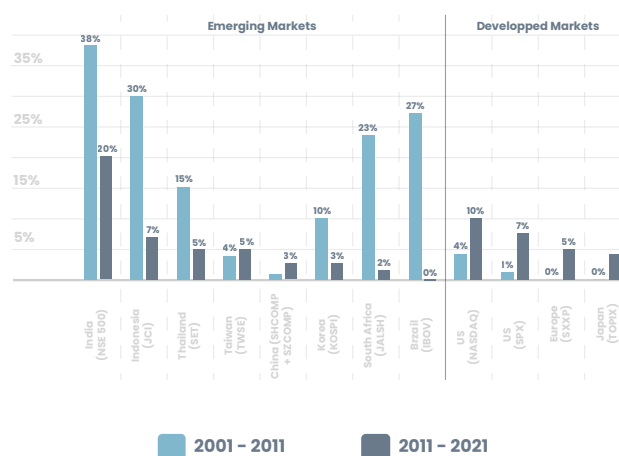
- **Transition énergétique.** L'Inde s'est engagée au sommet de la COP26 à réduire ses émissions de carbone et à augmenter la part de ses énergies renouvelables. Pour un pays qui fait face à des besoins énergétiques en croissance rapide, il devient cependant impératif qu'une plus grande proportion (près des 2/3 d'ici la fin de cette décennie) de la nouvelle offre énergétique provienne de sources propres, principalement le solaire, les biocarburants et l'hydrogène. Nous estimons que cela pourrait créer des opportunités d'investissement d'environ 700 milliards de dollars US dans les énergies renouvelables.
- **Services numériques.** Alors que les entreprises du monde entier souhaitent s'engager dans la transition numérique et poursuivent leurs investissements dans la technologie, les exportateurs de services indiens pourraient trouver dans les solutions numériques un nouveau moteur de croissance, avec un potentiel triplement en valeur au cours des dix prochaines années, soit à terme plus de 500 milliards de dollars US. Les bénéficiaires de cette tendance lourde seront les grandes entreprises informatiques indiennes mais aussi les acteurs spécialisés dans les solutions numériques de niche.

Porter le flambeau de la croissance

Portée par un ensemble de facteurs positifs concomitants, l'Inde semble bien placée pour enregistrer une croissance durable de son PIB réel, de l'ordre de 6-7 % par an sur plusieurs années[4]. Dans le lexique musical, c'est un rythme qu'on pourrait qualifier de *prestissimo*[5] : supérieur à la moyenne mondiale dans un contexte de ralentissement général, mais également représentant pas moins d'un cinquième de la croissance du PIB mondial.

Pour les investisseurs, cela pourrait ouvrir la voie à de fortes opportunités de croissance dans les différents domaines cités plus haut. Selon une étude récente de Bloomberg, le marché indien détient le record mondial du nombre d'actions dont la valeur a été multipliée par 10 sur la décennie écoulée (les « 10x baggers ») [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

Les « 10x Baggers » sont définies comme les valeurs dont le cours a été multiplié par dix au cours des dix dernières années. Sur la période 2011-2021, 20% des valeurs de l'indice NSE 500 au départ ont enregistré une performance de plus de 900%. Sur les dix années précédentes, 38% des valeurs avaient réalisé cet exploit. Les performances sont exprimées en devise locale.

C'est peut-être pour cette raison que les actions indiennes ont continué leur ascension vers de nouveaux sommets en 2022, alors que les marchés actions subissaient dans la plupart des régions du monde des corrections majeures. S'il est impossible de prédire les mouvements du marché à court et moyen terme, une chose est claire pour nous : les planètes semblent enfin s'aligner pour ce pays, après une longue attente.



S'il est impossible de prédire les mouvements du marché à court et moyen terme, une chose est claire pour nous : les planètes semblent enfin s'aligner pour ce pays, après une longue attente.

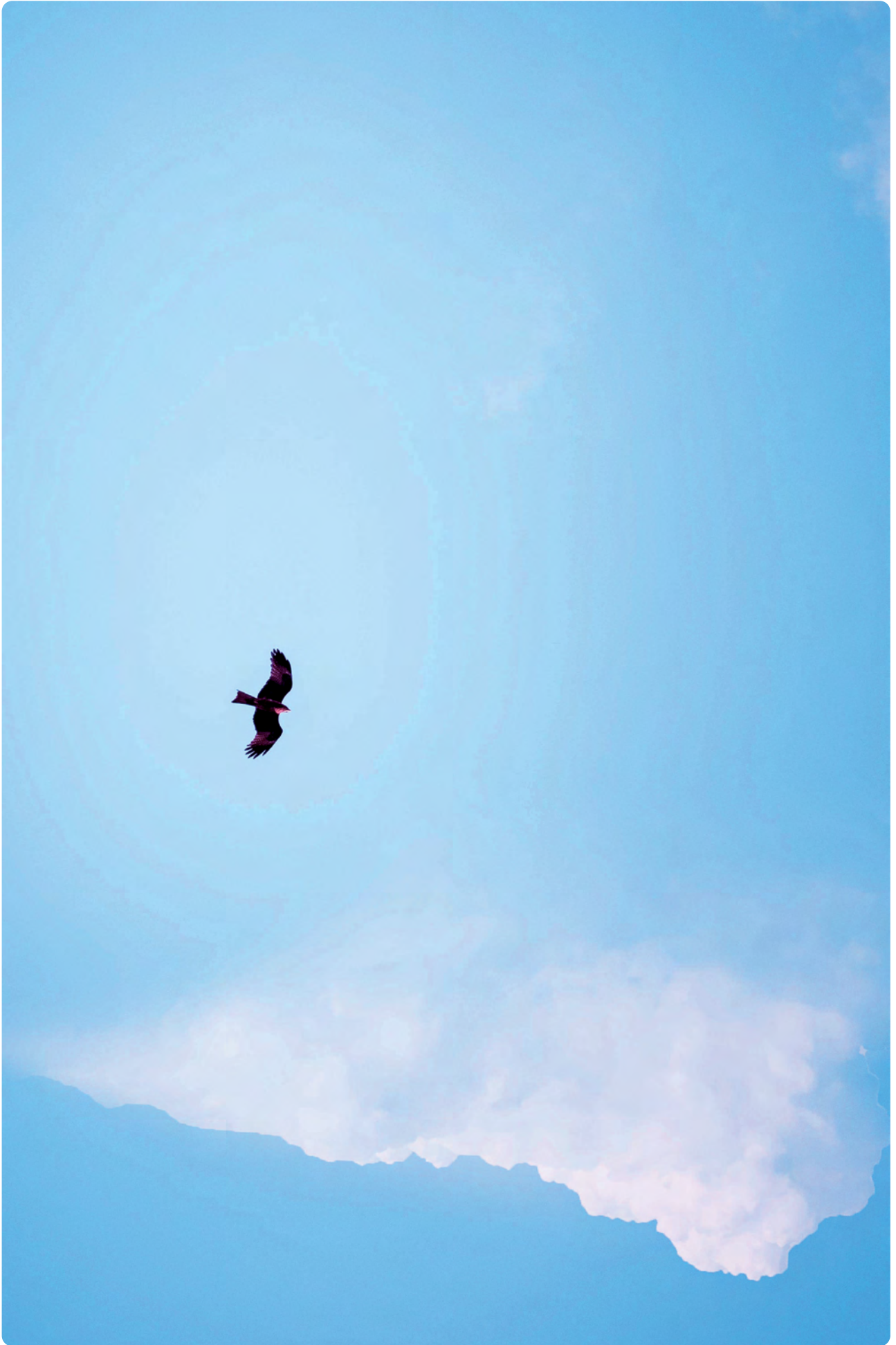
Références : MS Blue Paper sur l'Inde.

Risques

Toutes nos stratégies d'investissement comportent des risques, notamment le risque de perte de capital. Les principaux risques associés à notre stratégie Emerging Markets Equity sont les suivants : Risque de perte en capital, risque actions, risque de taux d'intérêt, risque de change, risque de liquidité, risque lié aux produits dérivés, risque lié aux marchés émergents, risque d'investissement ESG, risque lié aux actions A (Chine).

Les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas garanties.

1. Prévisions de croissance du PIB : Prévisions Factset
2. Contribution de la croissance du PIB à la croissance mondiale : MS Blue Paper p. 15
3. Prévisions de croissance du crédit : MS Blue Paper p. 12
4. Prévisions de croissance du PIB : Prévisions Factset
5. adj, prestissimo (musique) Extrêmement rapide, le tempo le plus rapide possible.
6. Étude Bloomberg sur les multibaggers : 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/>





La fugue des taux d'intérêt : les rendements obligataires sont de retour, mais le thème est-il vraiment le même ?



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

Les rendements obligataires sont de retour, mais pas tout à fait comme précédemment. Dans une fugue, le thème se répète. Si les hausses de taux d'intérêt sont un thème que les marchés connaissent déjà, cette fois la différence de tempo peut complètement en modifier le son. Ecoutez attentivement, la sélectivité fera toute la différence.

Faites attention à ce que vous souhaitez, vous pourriez l'obtenir.

La hausse des taux directeurs des banques centrales pour contrer l'inflation a provoqué une onde de choc sur les marchés obligataires, alimentant les inquiétudes sur les risques d'une récession économique en cas de hausses trop agressives.

La combinaison de taux d'intérêt positifs et de primes de risque historiquement attractives sur le crédit européen offre des coupons attractifs pour les investisseurs intéressés par le portage.

Jamais de son histoire, le crédit investment grade n'a affiché de rendements aussi négatifs, à -12,53% sur les 11 premiers mois de l'année pour l'indice BoFA IG Euro Corporates.[1]

C'est le resserrement des politiques monétaires qui en est le principal responsable. Il était impossible de passer de rendements négatifs sur les obligations gouvernementales allemandes à 2% sans dommages.

Seule 20% de la baisse de valeur est attribuable au risque crédit. La normalisation des taux directeurs devrait se poursuivre en 2023 mais à un rythme nettement moins agressif car l'inflation semble avoir atteint son point haut. La question principale sera la vitesse à laquelle elle va baisser, en l'absence de nouveaux chocs exogènes, notamment en Europe.

Les primes de risque se sont envolées, passant de 1% début Janvier à 1,8% à fin novembre pour le crédit euro investment grade et de 3,3% à 5% pour le crédit euro high yield.[2]. Ces niveaux de valorisation sont au-dessus des moyennes historiques des dix dernières années et intègrent des probabilités de défaut proches de 8% pour le high yield, bien supérieures à la moyenne historique de 4,5% sur la période.[3]

Alors que le début d'année s'annonce encore quelque peu compliqué, avec un rendement de 4% actuellement sur l'euro investment grade, cette classe d'actifs nous paraît intéressante.

La sélectivité reste de mise

L'analyse fondamentale sera primordiale en 2023.

Les ratios de crédit des entreprises devraient se détériorer sensiblement dans les prochains mois. La croissance économique ralentit dans différentes régions du monde et les perspectives de croissance des bénéfices s'assombrissent.

L'année s'annonce difficile pour les entreprises les plus endettées et les plus cycliques. Nous nous attendons à davantage d'abaissements que de réhausséments de notation de crédit en 2023.

Les marges bénéficiaires devraient baisser et le levier financier augmenter. Les profils les plus défensifs ou les sociétés qui ont la capacité de répercuter la hausse des prix à leurs clients finaux seront les grands gagnants.

Les sociétés ont bénéficié durant de nombreuses années de taux de financement bas et en ont profité pour allonger la maturité moyenne de leur dette.

La hausse de la charge d'intérêts semble limitée pour les sociétés de la catégorie investment grade. Seulement 11% de la dette totale doit être refinancé en 2023, à un coupon moyen de 4,20% contre 1,90% en 2021.[4]

En moyenne, les émetteurs high yield n'ont pas de lourdes échéances à court terme. Cependant la fermeture prolongée du marché des capitaux risque d'être problématique pour certaines sociétés. Bien que la qualité moyenne de crédit se soit nettement améliorée par rapport au passé, *nous nous attendons à ce que le taux de défaillance double pour atteindre entre 4 et 5% en 2023.*

Prudence sur les « weakest links »

Une fugue répète précisément le même sujet - ou thème. Ce n'est pas forcément le cas des marchés. La solvabilité des émetteurs ayant les notations les plus basses, de B à CCC, est menacée.

Ces segments comportent de nombreuses sociétés privées sous LBO appartenant à des fonds de private equity. Ces derniers ont utilisé des leviers d'endettement très élevés, et des dettes souvent à taux variables, afin de pouvoir atteindre leurs objectifs de rendement au temps où l'argent était facile. Aujourd'hui ces sociétés vont devoir faire face à une compression de leurs marges opérationnelles concomitante avec une hausse importante de leurs charges d'intérêts.

Certaines entreprises connaîtront des dégradations significatives de leur notation, avec pour conséquences une sous-performance ou même une incapacité à rembourser leur dette.

Clore la fugue en beauté

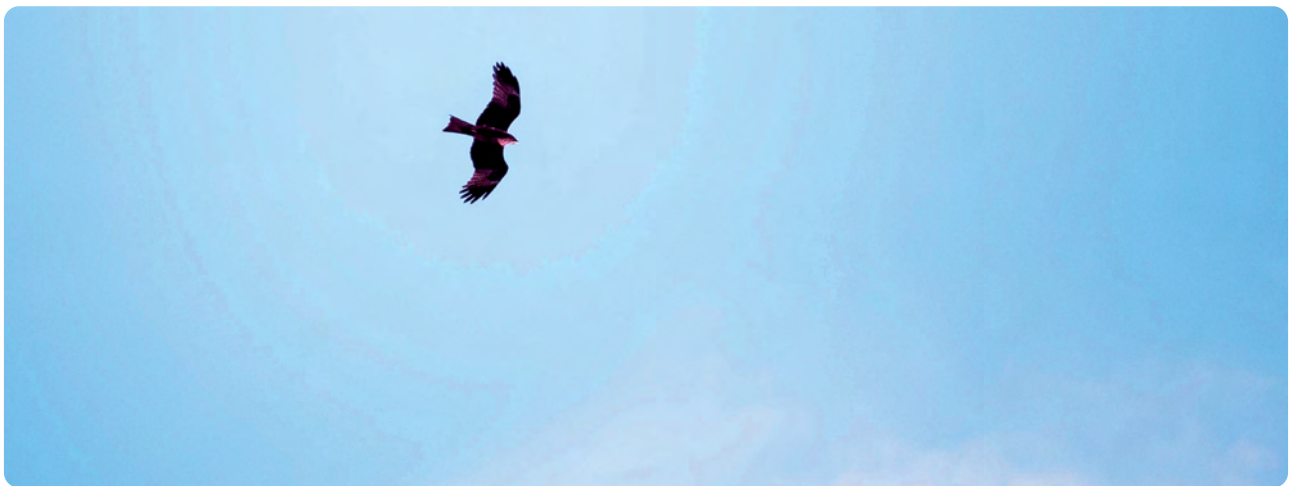
Nous pensons que 2023 offre de vraies opportunités d'investissement avec des rendements attractifs. Nous sommes également convaincus que certains segments du marché du crédit restent particulièrement vulnérables et que leur probabilité de défaut n'est pas encore complètement intégrée par les spreads de crédit. Aussi aujourd'hui plus que jamais, nous pensons qu'il est essentiel de favoriser une gestion active et d'avoir des analystes crédit et ESG qui jouent *moderato più moto*.

1. Data sources : Bloomberg, Candriam.

2. Bloomberg, Candriam. Pour la catégorie investment grade, les données sont celles de l'indice ICE BofA Euro Corporate, et pour le high yield, celles de l'indice ICE BofA Euro High Yield.

3. S&P Capital IQ, taux de défaut sur 12 mois glissants sur la catégorie spéculative.

4. Bloomberg, Candriam.



Obligations durables : un pas en arrière, deux pas en avant.



Céline Deroux
Senior Fixed
Income Strategist,
Global Bonds



Lucia Meloni
Lead ESG Analyst for the
Environmental Research
& Investments

Allegro... ma non troppo. Les tensions géopolitiques et le choc potentiel de l'approvisionnement en énergie ont soulevé des questions sur la trajectoire de la transition énergétique. La hausse des coûts et des taux d'intérêt pourrait retarder les investissements des entreprises dans les technologies propres. La transition énergétique reste néanmoins à l'ordre du jour. Le contexte actuel peut être l'occasion d'accélérer le mouvement vers la neutralité carbone, via l'investissement en obligations durables – mais en les sélectionnant avec soin !

En raison des conditions du marché, les volumes d'émissions d'obligations durables ont été inférieurs aux attentes

2022 a été une année difficile pour les obligations durables, avec 700 milliards de dollars d'émissions sur le marché primaire depuis le début de l'année[1], contre 950 milliards de dollars en 2021 – loin de nos prévisions de 1.000 milliards de dollars par an ! Un marché volatil, la fermeture du marché primaire et le resserrement des conditions financières ont

contribué à cette baisse des émissions, dans des volumes mensuels de 58 milliards de dollars contre 86 milliards l'année dernière. Toutefois, si au niveau mondial les émissions ont été beaucoup plus faibles que l'an dernier, la part des émissions durables a augmenté par rapport aux obligations conventionnelles. Dans le segment des valeurs non financières de catégorie investment grade, les obligations avec un label de durabilité représentent 30 % du total des émissions annuelles, contre 19 % en 2021 et 8 % en 2020. Même les émetteurs à haut rendement ont augmenté leur part d'obligations durables à 9 % par rapport aux obligations traditionnelles, contre 4 % l'année dernière. Cela reflète une volonté plus forte de prendre en compte les questions de durabilité ; le carnet de commandes révèle que la demande est toujours intacte.

Les arguments en faveur de la transition énergétique n'ont jamais été aussi forts

Le conflit entre l'Ukraine et la Russie a rappelé l'urgence de trouver davantage de technologies d'énergie propre. L'UE a proposé un plan visant à atteindre l'indépendance vis-à-vis des combustibles fossiles russes bien avant 2030. Le plan « RePower EU » vise à accroître la résilience du système énergétique et à diversifier les sources d'approvisionnement en gaz, en stimulant l'utilisation du biométhane et de l'hydrogène, en augmentant les énergies renouvelables et en promouvant l'efficacité énergétique. Le paquet « Fit for 55 » devrait déjà réduire la consommation de gaz de 30 % d'ici à 2030, et le plan « Next generation EU » devrait permettre de construire une Europe post-Covid plus résiliente en allouant 30 % de ses ressources au financement de projets verts entre 2021 et 2026.



L'année 2023 devrait voir un rebond de l'offre d'obligations durables.

Même la Banque centrale européenne veut décarboniser son bilan en favorisant les investissements verts dans son portefeuille d'obligations d'entreprises. Elle intègre désormais les considérations climatiques en orientant ses achats d'obligations d'entreprises vers les émetteurs ayant les scores climatiques les plus élevés. À partir d'octobre, le réinvestissement des obligations arrivées à échéance dans le cadre des programmes APP (*Asset Purchase Programme*) et PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) devrait favoriser les émetteurs ayant une faible intensité carbone, une stratégie de décarbonisation ambitieuse et crédible et un bon niveau de transparence des informations en matière de durabilité. Il est également question d'imposer des limites à la maturité des obligations aux émetteurs dont le score climatique est faible.

Le « *Inflation reduction Act* » aux États-Unis, ou loi sur la réduction de l'inflation, est un autre exemple de l'investissement le plus important de l'histoire du pays pour lutter contre la crise climatique, accroître la sécurité énergétique et réduire le coût de la vie pour les ménages. Ce programme prévoit d'investir plus de 300 milliards de dollars et comprend des crédits d'impôt pour l'achat de véhicules électriques assemblés aux États-Unis, pour rendre les logements sociaux plus économes en énergie ou pour fabriquer des panneaux solaires ou des éoliennes.

Nous prévoyons un rebond des émissions d'obligations durables : *Allegro*

L'année 2023 devrait voir un rebond de l'offre d'obligations durables avec un montant attendu de 900 milliards de dollars pour les quatre types d'instruments : obligations vertes, obligations durables et liées au développement durable, et obligations sociales.

Les émissions vertes devraient rester dominantes (60 %) en raison du nombre de projets verts à financer en Europe, ainsi qu'aux États-Unis dans le cadre de la loi sur la réduction de l'inflation.

Les obligations liées au développement durable (12 %) devraient se développer également, car elles permettent aux émetteurs d'afficher leurs engagements en matière de durabilité et leurs stratégies de décarbonisation, ce qui pourrait susciter un intérêt croissant de la part des émetteurs à haut rendement.

Les obligations sociales (14 %), quant à elles, devraient rester limitées au secteur des banques ou des agences, car il est plus difficile de financer des projets sociaux du côté des dépenses d'investissement. Mais en cas de récession économique sévère ou prolongée, elles pourraient connaître un regain d'intérêt.

Enfin, les obligations durables (14 %) devraient rester un instrument privilégié pour certaines institutions supranationales ou bancaires mais leur part de marché devrait diminuer à moyen terme compte tenu du manque de clarté sur leur impact réel et du nombre de projets verts ou sociaux à financer.

Ainsi, dans l'ensemble, la reprise des émissions devrait être tirée par les sociétés non financières, les gouvernements et les institutions supranationales, tandis que les volumes devraient rester stables du côté des banques. L'Union européenne devrait maintenir son niveau d'activité l'année prochaine.

... *ma non troppo* !

L'environnement économique devrait rester difficile, avec une dispersion croissante des rendements. Dans ce contexte, **l'analyse du risque émetteur sera primordiale et nous privilégions donc une sélection rigoureuse**. La crise actuelle et les questions de gouvernance ont renforcé les arguments en faveur de l'intégration des facteurs ESG dans l'analyse fondamentale. La réglementation et la divulgation de données relatives à la durabilité (notamment la directive sur les rapports de durabilité des entreprises) permettront d'améliorer la transparence, la cohérence et la comparabilité entre les entités. Dans un marché des obligations durables en pleine expansion, il est capital d'éviter l'écoblanchiment, ou *greenwashing*. C'est en analysant de manière approfondie les projets et l'utilisation des fonds que nous pourrons faire les bons choix – en effet il est important de nous assurer que les obligations contribuent *effectivement* à un avenir durable.

1. Source (pour toutes les données d'émission de cet article) : analyse de Candriam basée sur les données de Bloomberg, novembre 2022.



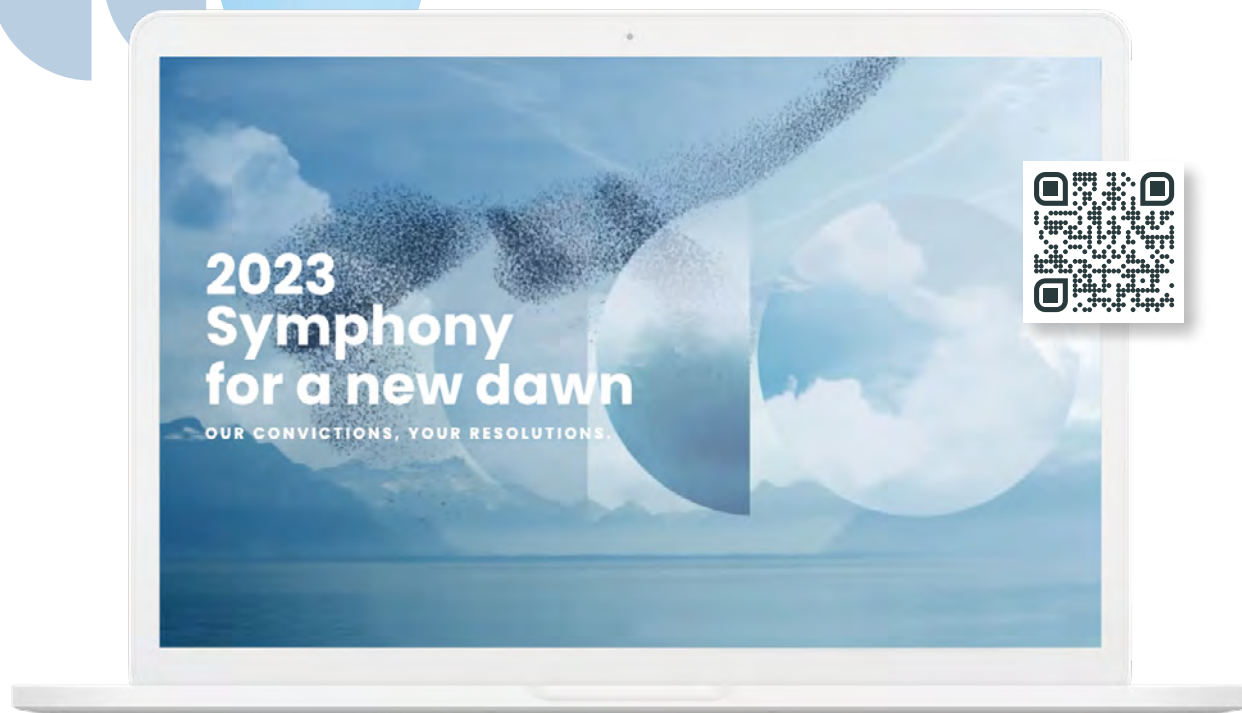
Accelerando : le tempo s'accélère vers une économie circulaire.



David Czupryna
Senior Portfolio Manager

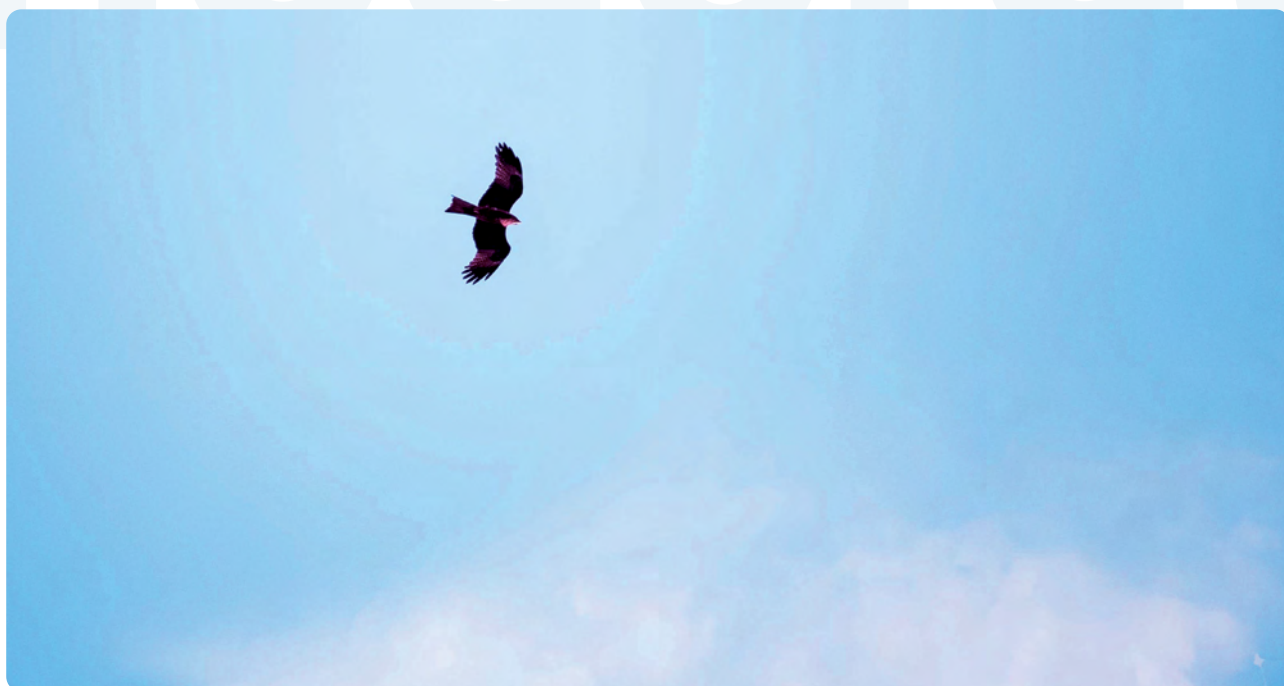


Bastien Dublanc
Senior Portfolio Manager



La prochaine mesure ? Allegro moderato !

Les impacts de la pandémie et de la guerre en Ukraine ont interrompu la trajectoire positive des performances d'une allocation diversifiée, pénalisant à la fois les marchés actions et obligataires. Alors que les marchés devraient rester fortement dépendants à court terme de l'évolution des publications économiques (inflation et croissance), nous pensons que les investisseurs peuvent à nouveau s'appuyer sur des rendements attractifs pour envisager un horizon d'investissement plus long avec plus de sérénité.





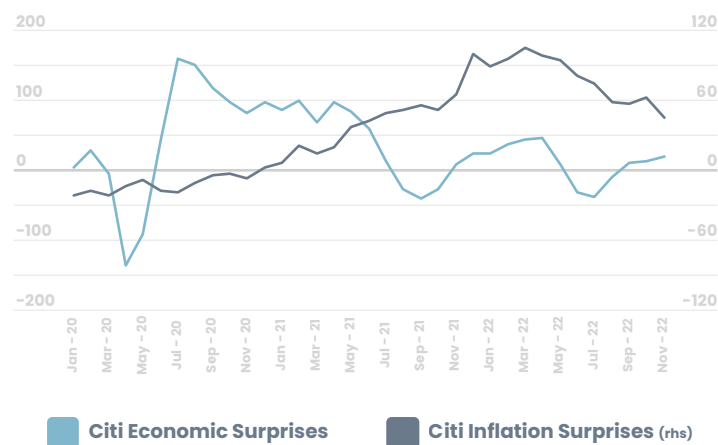
Nadège Dufossé
Global Head of
Multi-Asset

Comment va s'écrire cette prochaine mesure ?

Plus que le niveau absolu des publications d'inflation ou d'indicateurs de croissance, le véritable moteur de performance et de volatilité des marchés financiers semble être celui des surprises par rapport aux attentes, provoquant un ajustement brutal des anticipations des investisseurs.

L'histoire de l'année 2022 est celle du décalage entre les anticipations d'inflation et de croissance et la publication des statistiques, notamment aux Etats-Unis. Prenant comme référence de ces décalages les indicateurs Citi de surprise sur l'inflation et sur la croissance pour les principales économies (G10), on observe en effet, qu'au cours de l'année 2022, le contexte est resté en grande partie défavorable pour les marchés financiers.

Evolution of Inflation and Economic surprises



Source: Bloomberg

La configuration du 1er semestre avec une croissance résiliente (surprises économiques positives) et une inflation qui surprend toujours davantage (surprises sur une inflation plus élevée qu'anticipée) a eu pour conséquence un resserrement accéléré des conditions financières globales et des anticipations de hausses de taux bien supérieures à leur niveau de début d'année. Les marchés financiers ont fortement baissé, du côté obligataire (hausse accélérée des taux) comme du côté actions (baisse forte de la valorisation, en particulier au sein des valeurs de style « croissance », plus sensibles à ces taux plus élevés via l'actualisation des cash flows futurs).

Le rebond des actions observé cet été a coïncidé avec une baisse des surprises sur l'inflation et des surprises économiques négatives, laissant espérer un fléchissement des politiques monétaires... vite démenti par la Fed lors de la réunion à Jackson Hole fin août. Dans le même temps, on a observé un redressement des surprises économiques, redevenant positives et une stabilisation des surprises sur l'inflation, contexte à nouveau hostile pour les marchés financiers et correspondant à un nouveau point bas sur les actions. Depuis fin octobre, les surprises sur l'inflation baissent à nouveau alors que les surprises économiques restent légèrement positives, ce qui a favorisé le fort rebond observé sur les obligations et les actions.

Comment va s'écrire l'histoire des prochains mois ? D'après nos anticipations économiques, les surprises sur l'inflation devraient continuer à baisser, ce qui constitue un point d'ancrage plus positif pour les marchés financiers. **Les incertitudes devraient maintenant porter sur la croissance économique.** Elle reste globalement résiliente pour le moment avec des surprises toujours positives. Dans notre scénario central sur les Etats-Unis avec une forme d'atterrissage en douceur, les surprises économiques ne devraient pas fortement baisser. L'Europe pourrait être plus vulnérable en raison notamment de sa dépendance énergétique au gaz. La Chine, quant à elle, devrait connaître une croissance plus élevée que cette année avec le déconfinement progressif de son économie. Des surprises sur l'inflation et sur la croissance plus proches du point d'équilibre constitueraient un environnement dans l'ensemble favorable au crédit et aux actions en 2023, avec moins d'incertitude économique et donc moins de volatilité.

Peut-on connaître un nouveau point bas sur les marchés financiers ?

Nous partions au mois d'octobre de niveaux extrêmes sur les marchés financiers : sentiment extrêmement négatif des investisseurs sur l'économie et sur l'évolution attendue des marchés, volatilité de l'ensemble des classes d'actifs historiquement élevée.

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



Sources: Bloomberg, Candriam

Ces niveaux de pessimisme extrême constituent en général des signaux contrariants d'achat assez puissants. L'année se termine néanmoins sur une anomalie : nous n'avons pas constaté de flux importants de sortie des investisseurs sur les actions comme nous l'observons généralement avec un tel niveau de pessimisme. Ils semblent avoir conservé une exposition aux actions plus importante que ne le laissent prédire leurs anticipations sur l'économie et les marchés. Plusieurs raisons peuvent expliquer ce comportement et notamment l'absence d'alternative ...

In fine, parmi les indicateurs que nous analysons il manque par conséquent une véritable capitulation conjuguant sentiment et flux.



Dans le cadre de notre scénario économique actuel avec une décélération de l'inflation et de la croissance économique mais sans récession sévère, nous ne pensons pas connaître un nouveau point bas dans la prochaine mesure.

Quels éléments pourraient provoquer une nouvelle capitulation des investisseurs en 2023 ?

Selon nous, un potentiel nouveau point bas proviendrait d'un dérapage par rapport aux anticipations économiques :

- Soit, à l'image de ce qui s'est produit en 2022 : des surprises sur l'inflation qui repartent à la hausse avec une croissance économique plutôt résiliente repoussant l'idée d'un pivot des banques centrales;
- Soit un atterrissage sous forme de « hard landing » avec une récession plus forte qu'anticipée aujourd'hui par les marchés financiers;
- Ou encore un accident financier avec une contagion plus large (scénario semblable à celui de 2008). Les banques centrales sont vigilantes, elles visent à contenir l'inflation mais également les risques pour la stabilité financière.

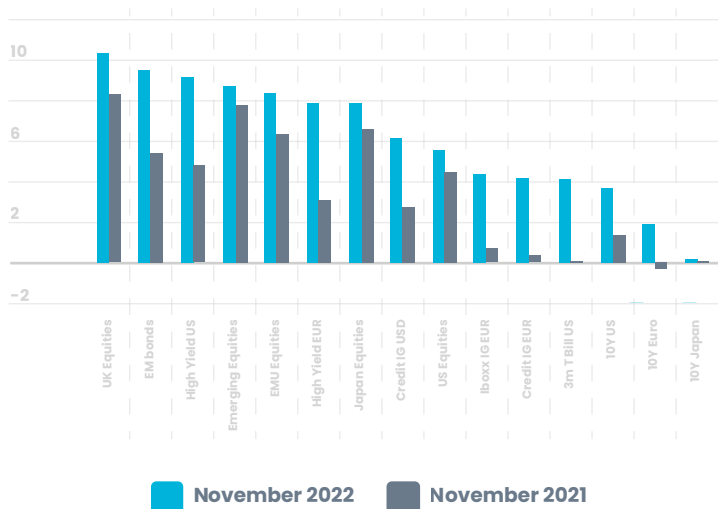
Dans le cadre de notre scénario économique actuel avec une décélération de l'inflation et de la croissance économique mais sans récession sévère, nous ne pensons pas connaître un nouveau point bas dans la prochaine mesure. Nous imaginons des marchés actions évoluant dans un intervalle assez large : limités à la hausse par l'action des banques centrales qui vont veiller à ce que les conditions financières ne se détendent pas trop vite si l'économie résiste bien et soutenus à la baisse par un pivot plus rapide de la politique monétaire si l'économie est trop durement touchée.

Concernant les obligations, le portage (« carry ») qui a été reconstitué par la hausse des rendements en 2022 nous semble attractif. La décélération de l'inflation devrait permettre une baisse de la volatilité sur les obligations permettant une détente de la volatilité sur les autres classes d'actifs.

Quelles sont les perspectives pour un portefeuille diversifié à moyen terme ?

Il existe maintenant des alternatives.

Cross Asset Yields In percentage



Source: Bloomberg, Candriam

Nous avons comparé les rendements attendus à moyen / long terme sur les actions et les obligations gouvernementales cette année par rapport à l'année dernière. Nous avons assimilé de manière simplifiée le rendement obligataire au « yield to maturity » et le rendement actions au ratio bénéfice / prix.

Il en ressort deux observations :

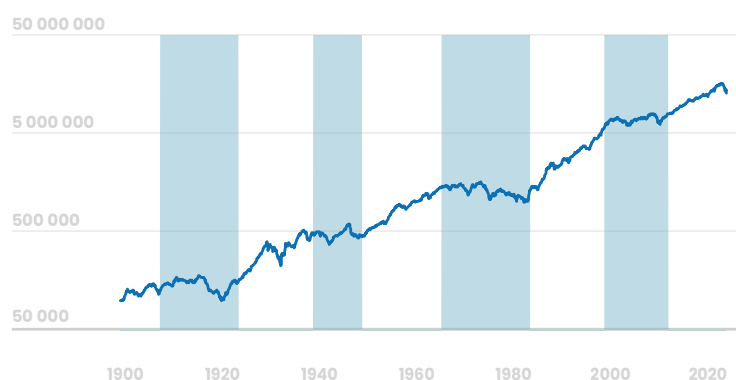
- Tous les rendements actuels sont supérieurs à ceux de fin 2021 en raison de la hausse des taux et de la baisse de la valorisation des actions.
- Moins d'un demi-ton sépare désormais les rendements des actions et des obligations. Il a même basculé en faveur des obligations aux Etats-Unis. En effet, la prime de risque des actions aux Etats-Unis est au plus bas depuis 15 ans.

Le rendement attendu d'un portefeuille diversifié a ainsi fortement progressé cette année, il est revenu sur les niveaux de rendement attendus en 2018 et 2019, y compris en rendement réel. Ce rendement attendu s'appuie de manière beaucoup plus équilibrée sur les actions et obligations.

De même, après une année de corrélation positive entre actions et obligations (les deux classes d'actifs ayant affiché des performances négatives équivalentes), nous attendons une baisse de cette corrélation. Ceci signifie que la partie obligataire d'un portefeuille diversifié pourrait jouer à nouveau son rôle d'amortisseur dans les périodes de baisse des actions ou a minima ne pas ajouter de performance négative supplémentaire.

Allons-nous vers une nouvelle décennie perdue ?

US 50/50 portfolio (real TR)



Sources: Bloomberg, Candriam

Past performance is not a guarantee of future returns.

Le rendement d'un portefeuille diversifié est resté globalement proche de zéro sur les trois dernières années. Si les banques centrales réussissent ce qu'elles ont entrepris cette année, c'est-à-dire contrôler l'inflation sans provoquer de récession sévère, nous restons globalement constructifs pour les années à venir. Historiquement les « décennies perdues » ont correspondu aux deux premières guerres mondiales, à la période de stagflation des années 70 et à l'éclatement des bulles financières dans les années 2000. Hors événement exceptionnel, nous pensons que les investisseurs devraient pouvoir prolonger l'harmonie que la pandémie liée au Covid et le déclenchement de la guerre ont interrompu depuis 2020, sans doute *Allegro moderato*.

Le [concert de notre outlook 2023 touche à sa fin](#). Nous espérons que vous l'aurez apprécié et vous souhaitons de belles compositions en 2023 !



Ce document commercial est publié pour information uniquement, il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent pas être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment; le contenu de ce document ne peut être reproduit sans accord écrit préalable.

Candriam recommande aux investisseurs de consulter sur son site www.candriam.com les informations clés pour l'investisseur, le prospectus et tout autre information pertinente avant d'investir dans un de ses fonds y inclue la valeur liquidative des fonds. Ces informations sont disponibles en anglais ou dans une langue nationale pour chaque pays où le fonds est autorisé à la commercialisation.

**CANDRIAM. INVESTING FOR
TOMORROW.**



www.candriam.com