

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

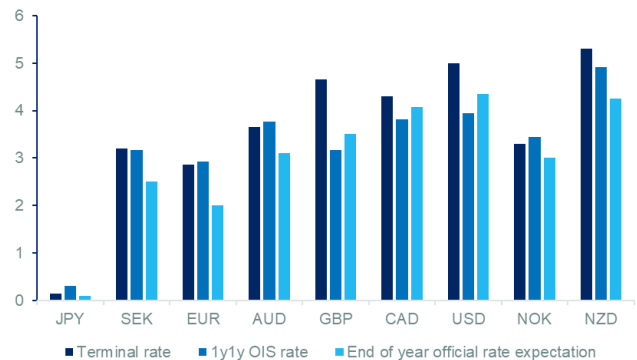
Die nächste Etappe

Wir bevorzugen Ende 2022 Aktien gegenüber Anleihen, da unsere Anlagestrategie angesichts der attraktiven Kursniveaus zu Beginn des vierten Quartals konstruktiver geworden ist. Die chinesische Abwendung einer autoritären Politik im Jahr 2023 wäre eine starke Unterstützung. Darüber hinaus sind die Maßnahmen der Zentralbanken fast auf dem Höhepunkt des Zinsniveaus, und die Positionierung und Stimmung sind mäßig, aber nicht euphorisch. Wenn wir die Zentralbanken in aller Welt hören, sind wir jedoch der Meinung, dass die Anti-Inflationspolitik die Aufwärtsbewegungen für Risikoanlagen begrenzt.

Ausgehend von einem überhöhten Niveau

Das Jahr 2022 wird als die stärkste geldpolitische Straffung seit mehr als vier Jahrzehnten in die Geschichte eingehen. Wir stellen fest, dass die Inflation nun wirklich Anzeichen einer Verlangsamung zeigt und China nun Deflation und nicht Inflation exportiert. Die Erwartungen der Zentralbanken, die Zinssätze zu erhöhen, liegen jetzt nah an der von uns gesehenen Höchststrate. Der größte Teil der Erwartungen einer geldpolitischen Straffung liegt also hinter uns. Dies ist eine Voraussetzung für den Beginn eines Aufwärtstrends bei Aktien, da die jüngste Phase der geldpolitischen Straffung mit dem Rückgang der Aktienmärkte zusammenfiel. Umgekehrt dürfte das Ende der Zinserhöhungen nunmehr die Aktien stützen.

Der größte Teil der geldpolitischen Straffung ist bereits vollzogen



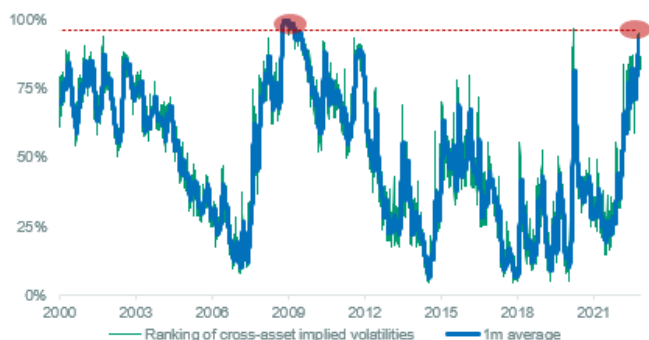
Quellen: Candriam, Bloomberg©
Diese Grafik zeigt die Erwartungen für den Leitzins Ende 2022 und für das höchste Niveau, das in diesem Zyklus erreicht wird, sowie den kurzfristigen 1-Jahres-Zinssatz in 12 Monaten für verschiedene G10-Währungen

Infolgedessen war die Performance 2022 für die meisten Anlageklassen seit Jahresbeginn insgesamt sehr negativ, wobei die Schwellenländer am stärksten benachteiligt wurden. Es ist bemerkenswert, dass Aktien und Anleihen eine gleichwertige negative Performance aufweisen, was außergewöhnlich ist. Wir haben in den letzten Jahrzehnten noch nie ein so negatives Jahr für Aktien und Anleihen erlebt. In diesem Zusammenhang haben wir auch eine sehr hohe

Volatilität in allen Anlageklassen erlebt, und es scheint logisch, dass die Volatilität zwischen den einzelnen Anlageklassen nach einem solchen Extrempunkt zurückgehen wird.

Mit Blick auf die Zukunft würden wir erwarten, dass ein neuer Tiefpunkt am Aktienmarkt durch ein Tail-Risk-Ereignis ausgelöst wird, das eine größere Kapitulation der Privatanlegerströme auslösen könnte, was bisher noch nicht geschehen ist: Privatanleger haben nur einen kleinen Teil ihres Aktienportfolios verkauft.

Die implizite Volatilität zwischen den einzelnen Vermögenswerten dürfte sich beruhigen



Quellen: Candriam, Bloomberg©. Dieses Diagramm zeigt die Entwicklung des Perzentil-Durchschnitts der impliziten Volatilität bei Aktien, Anleihen und Währungen

Upside bei Aktien begrenzt

In unserem zentralen Szenario wird sich der Fokus der Anleger von der Inflation auf das Wachstum verlagern, da das Ergebnis weniger klar erscheint als der Inflationpfad.

Im Jahr 2022 haben die Bewertungen, gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), einen der schlimmsten Bewertungsabschläge der letzten Jahrzehnte erfahren, was den Pessimismus der Anleger verdeutlicht. Dies war jedoch bereits im vierten Quartal teilweise rückläufig. Bessere Inflationsdaten haben zu Prognosen über die Inflationserwartungen geführt: In unserem Wirtschaftsszenario gehen wir davon aus, dass der Verbraucherpreisindex Ende 2023 bei 2,3 % gegenüber dem Vorjahr liegen wird. In den aktuellen Aktienbewertungen, die über die Diskontierung künftiger Cashflows von der Zinsentwicklung abhängen, ist ein Teil dieser künftigen Inflationserleichterung bereits berücksichtigt.

Was das Wachstum betrifft, so zeigen die Frühindikatoren, dass die erwarteten Gewinne noch weiter sinken werden. Der Gewinn pro Aktie (EPS) in den USA dürfte im Jahr 2023 negativ beeinflusst werden, da wir einen weiteren Rückgang der

Frühindikatoren und eine Verschlechterung der Margen erwarten. Insgesamt gehen wir davon aus, dass das EPS-Wachstum im Jahr 2023 auf Null stagnieren wird.

Die Gewinnspannen sind im Vergleich zur anhaltenden wirtschaftlichen Verschlechterung immer noch hoch



Quellen: Candriam, Bloomberg©

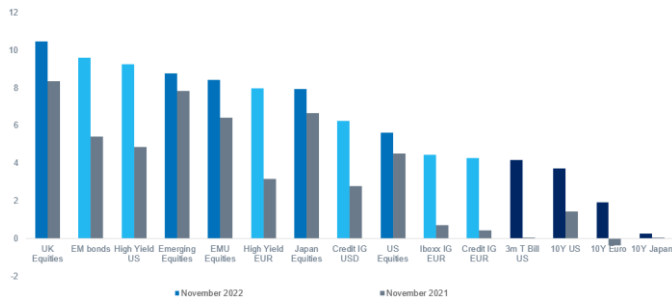
Dieses Schaubild zeigt die jährliche Wachstumsrate der Gewinnspannen in den USA und Europa sowie den wirtschaftlichen Frühindikator der OECD

Das Ende von TINA?

Wenn man den Zentralbanken weltweit zuhört, sind wir der Meinung, dass die Anti-Inflationspolitik den Upside für Risikoanlagen begrenzt. Anders als bei der hohen Inflation in den 1970er Jahren hat die Federal Reserve deutlich gemacht, dass nur faktische Anzeichen für eine Rückkehr der Inflation zu ihrem Ziel ein Ende ihrer restriktiven Haltung bedeuten würden. Wir gehen davon aus, dass der Leitzins im nächsten Frühjahr bei 5 % liegen wird. In Europa wird die EZB ihren Referenzzinssatz wahrscheinlich bis weit ins nächste Jahr hinein erhöhen.

Im Laufe des letzten Jahres sind die Renditen wieder etwas gestiegen, und die erwarteten Renditen für festverzinsliche Anlagen sind wieder positiv, ganz im Gegensatz zu der Situation vor einem Jahr. Im Rahmen unserer Multi-Asset-Strategie haben wir begonnen, die Laufzeiten der Anleihen unserer Portfolios allmählich zu verlängern, und wir gehen davon aus, dass wir dies in den kommenden Monaten fortsetzen werden; wir haben europäische Investment-Grade-Emittenten mit guter Qualität als Sweet Spot identifiziert. Darüber hinaus beziehen wir das Carry über Schwellenländeranleihen und globale Hochzinsanleihen. Insgesamt sind die Renditen sowohl bei Aktien (Ertragsrenditen) als auch bei Anleihen gestiegen.

Vermögensübergreifende Renditen (%)



Quellen: Candriam, Bloomberg®, Refinitiv

Dieses Diagramm zeigt die aktuellen Anleihe- und Gewinnrenditen verschiedener globaler Anlageklassen sowie die vor einem Jahr verzeichneten Renditen.

Unser Ausblick für 2023

Um zusammenzufassen, haben wir für unsere Multi-Asset-Portfolios die folgenden drei Richtungen gewählt:

- Wir sind in Aktien übergewichtet, wobei wir die asiatischen und amerikanischen Schwellenländer bevorzugen, und halten ein kontrolliertes Risikobudget ein.
- Wir halten die Duration unseres Portfolios über EU-Anleihen leicht niedrig.
- Wir haben eine konstruktive Einstellung zu Krediten, einschließlich Hochzinsanleihen

Abwärtsrisiken wären ein geldpolitischer Fehler durch eine übermäßige Straffung der Geldpolitik in den USA oder in Europa, ein starkes Rezessionsrisiko durch eine verschärfte Energiekrise in Europa oder eine unerwartete neue, harte, COVID-bedingte Wintersperre in China.

Aber insgesamt begrenzen der Rückgang der Inflation und ein Anstieg des Wachstums irgendwann im Jahr 2023.

Andererseits wissen wir, dass die Anti-Inflationspolitik der Zentralbank auch das Upside bei Risikoanlagen begrenzt. Zu den Aufwärtsrisiken gehört, dass die Maßnahmen der Zentralbanken fast schon auf den Höhepunkt des Zinsniveaus ausgerichtet sind. Die Öffnung für individuelle Freiheiten Chinas im Jahr 2023 wäre auch eine erhebliche Unterstützung für die Weltwirtschaft.

CANDRIAM HOUSE VIEW UND ÜBERZEUGUNGEN

Die Tabelle unten gibt Anhaltspunkte für die wesentlichen Engagements und Bewegungen in einem ausgewogenen, diversifizierten Musterportfolio

Stark positiv	+2	Keine Veränderung	▶
Positiv	+1	Engagement reduziert	▼
Neutral	0	Engagement angehoben	▲
Negative	-1		
Stark negativ	-2		

	Strategische Zuweisung (12-Monats-Ansicht)	Veränderung	Positionierung (Aktuelle Ansicht)	Veränderung	Grundgedanke
Aktien	●●●●	▲	●●●●	▶	Unsere strategische Vermögensallokation ist aufgrund der attraktiven Preisniveaus konstruktiver geworden und wird nun von den sich verbessernden Fundamentaldaten unterstützt.
USA	●●●		●●●●	▶	Wir haben positive Überraschungen beim Wachstum und weniger positive Überraschungen bei der Inflation erlebt. Die Stimmung, die Positionierung und die Marktpsychologie haben einen kurzfristigen Aufschwung eingeleitet, der von den Fundamentaldaten unterstützt wird.
EWU	●●●		●●●	▶	Könnte auch von einer breit angelegten Rallye profitieren, aber die jüngste Falschheit der EZB, einschließlich des Risikos eines geldpolitischen Fehlers, veranlasst uns zu einer Abwertung der Region
Europa ohne EWU	●●●		●●●	▶	Unterstützt durch ein globales und nicht inländisches Engagement und durch eine schwächere Währung. Die attraktive Bewertung britischer Aktien ist mittelfristig gesehen eine Unterstützung.
Japan	●●●		●●●	▶	Einerseits eine akkommodierende Zentralbank und ein schwacher JPY, andererseits ein Engagement in zyklischen Sektoren bei einem globalen Abschwung.
Schwellenländer-	●●●●		●●●●	▶	Wir erwarten eine Verbesserung in China, sowohl an der COVID-19/Lockdown- als auch an der Stimulusfront in Q4 2022/H1 2023.
Anleihen	●●●		●●	▶	Taktisch leicht verkürzte Duration, nachdem die Duration in diesem Jahr strategisch erhöht wurde, da die Zinssätze deutlich gestiegen sind.
Europe					
Kerneuropa	●●●		●●	▶	Eine weitere Straffung der Geldpolitik und zunehmende fiskalische Unterstützung dürften die Zinsen leicht nach oben treiben.
Europäische Peripherieländer	●●●		●●	▶	Die Straffung der EZB und die Rekalibrierung des Ankaufprogramms bleiben ein Risiko.
Europa Investment Grade	●●●●		●●●●	▶	Bevorzugung von europäischen IG-Krediten gegenüber US IG-Krediten.
Europa Hochverzinslich	●●●		●●●	▶	
USA					
USA	●●●		●●●	▶	Die US-Notenbank scheint noch länger an höheren Zinsen festzuhalten.
Vereinigte Staaten IG	●●●●		●●●	▶	Kurzfristig könnten die Renditen durch steigende Zinsen beeinträchtigt werden, längerfristig durch attraktive Carrys.
Vereinigte Staaten HY	●●●		●●●	▶	Beginnen Sie mit dem Aufbau einer Position und sichern Sie sich einen attraktiven Carry mit einem angemessenen Puffer für steigende Ausfälle.
Schwellenländer-					
Staatsverschuldung	●●●●		●●●	▶	Positiver Carry und relativ im Einklang mit der Reaktion der Fed, da die Zentralbanken der Schwellenländer den Straffungsprozess früher eingeleitet haben als die Banken der Industrieländer.
Untern.-Anleihen	●●●		●●●	▶	Die Beförderung bleibt attraktiv.
Währungen					Geopolitische Spannungen treiben rohstoffgebundene Währungen in die Höhe.
EUR	●●●		●●	▶	
USD	●●●		●●●	▶	Starker Dollar, da die Zinserhöhung der Fed eingepreist wird.
GBP	●●●		●●●	▶	
AUD/CAD/NOK	●●●		●●●●	▶	Positiv für Rohstoffwährungen, insbesondere CAD.
JPY	●●●		●●●	▶	

Dieses Dokument wird nur zu Informationszwecken und nur für professionelle Anleger zur Verfügung gestellt. Es stellt kein Angebot für den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, keine Anlageempfehlung oder Bestätigung irgendeiner Art von Transaktion dar, außer wenn dies ausdrücklich vereinbart wurde. Candriam lässt bei der Auswahl der in diesem Dokument genannten Daten und ihrer Quellen größte Sorgfalt walten. Dennoch können Fehler oder Auslassungen nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden. Candriam haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen könnten. Die Rechte von Candriam am geistigen Eigentum sind jederzeit zu wahren. Eine Vervielfältigung des Inhalts dieses Dokuments ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung seitens Candriam zulässig. **Candriam rät Anlegern stets, vor einer Anlage in einen unserer Fonds die Wesentlichen Anlegerinformationen, den Verkaufsprospekt sowie alle sonstigen relevanten Informationen, einschließlich des Nettoinventarwerts („NAV“) der Fonds zu lesen, die auf der Website www.candriam.com zur Verfügung stehen.** Diese Informationen sind entweder in englischer Sprache oder in der Sprache der Länder erhältlich, in denen der Fonds zum Vertrieb zugelassen ist.