

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Warten auf die Wende

Die kurzfristigen Zinssätze steigen seit über einem Jahr weltweit an, da die Zentralbanken die Leitzinsen anheben, um die Inflation zu bekämpfen. Diese Straffung während einer Konjunkturverlangsamung löste einen steilen Rückgang der Frühindikatoren aus. Derzeit scheint es, als würden die Einkaufsmanagerindizes für die Industrie in den kommenden Monaten zu beiden Seiten des Atlantik bei rund 45 Punkten die Talsohle erreichen. Noch ist der Wendepunkt der US-Notenbank (Fed) nicht erreicht. Doch früher oder später werden die Zentralbanken einen Kompromiss zwischen dem Kampf gegen die Inflation und dem Risiko einer finanziellen Instabilität finden müssen. Dies wird weiterhin erhebliche Schwankungen in allen Anlageklassen auslösen. Unsere Analysen der Anlegerstimmung, der Marktpsychologie und der technischen Gegebenheiten deuten auf einen verbreiteten Pessimismus hin und fördern allgemein schwache Kennzahlen zutage. Diese extreme Konfiguration entspricht einem Kaufsignal und spricht für eine kurzfristige Markterholung. Vor diesem Hintergrund haben wir aus taktischen Gründen beschlossen, wieder mehr US-High Yield sowie einige US- und EMU-Aktien in das Portfolio aufzunehmen.

Die nächsten Überraschungen im Wachstums- und Inflationmix

Das globale Wirtschaftswachstum und die Inflation lassen weiter nach. Inzwischen gibt es jedoch erste **positive Überraschungen beim Wachstum und weniger böse Überraschungen durch hohe Inflationsraten**. Die meisten Länder befinden sich gerade am Übergang von der „Verlangsamung“ zur „Kontraktion“. Der globale Manufacturing PMI für die Industrie ist mit 49,8 Punkten zum ersten Mal seit Juni 2020 unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten gefallen, während die vom Marktkonsens geschätzte Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den nächsten zwölf Monaten in allen Regionen stark gestiegen ist. Das Urteil über die Stärke des Konjunkturrückgangs steht noch aus.

Während dieser Konjunkturverlangsamung sind die kurzfristigen Zinssätze weltweit seit über einem Jahr gestiegen.

In den Industrieländern schießen die kurzfristigen Zinssätze über das Ziel hinaus



Quellen: Candriam, Bloomberg®

Diese Grafik zeigt die Entwicklung von gewichteten 2-jährigen Zinssätzen der USA, Europas, Japans und Großbritanniens

Es ist allgemein bekannt, dass die Geldpolitik mit einer Verzögerung wirkt. Die meisten Zentralbankvertreter deuten in ihren Reden darauf hin, dass die geldpolitische Straffung noch nicht vorbei ist, die globale Inflation aber offenbar den Höhepunkt überschritten hat. Wir beobachten einige interessante Entwicklungen:

- **Der Druck auf die Lieferketten lässt nach**, da die Knappheit in einen Überschuss umschlägt. Die verlangsamte Nachfrage fällt schwerer ins Gewicht als die Versorgungsunterbrechung in den Lieferketten. Der Übergang von einem Unterangebot zu einem Überangebot an Waren könnte in den Wintermonaten zu negativen Überraschungen bei der Inflation führen.
- **Die Produktionspreise von Industrieunternehmen in den USA und in China geben nach.** Die Umfragen in der Industrie deuten auf eine Stabilisierung der Preise in den beiden größten Volkswirtschaften hin. Außerdem scheinen sich die Produktionspreise in China im Abwärtstrend zu befinden. Nachdem sie vor einem Jahr, im Oktober 2021, bei 13,5 % im Vorjahresvergleich den Höhepunkt erreicht hatten, lagen sie im September bei 0,9 % zum Vorjahr.
- **Die haushalts- und marktbasierten Inflationserwartungen geben nach.** Während die marktbasierten Inflationserwartungen (10-jährige Breakeven-Rates bzw. 5-jährige Breakeven-Rates auf Sicht von 5 Jahren) zu beiden Seiten des Atlantik vor sechs Monaten den Höhepunkt erreicht haben, ist die Kehrtwende bei den Inflationserwartungen der US-Haushalte erst vor Kurzem eingetreten, aber mittlerweile auch in Gang gekommen.

Die Inflationserwartungen der Haushalte haben offenbar den Höhepunkt erreicht



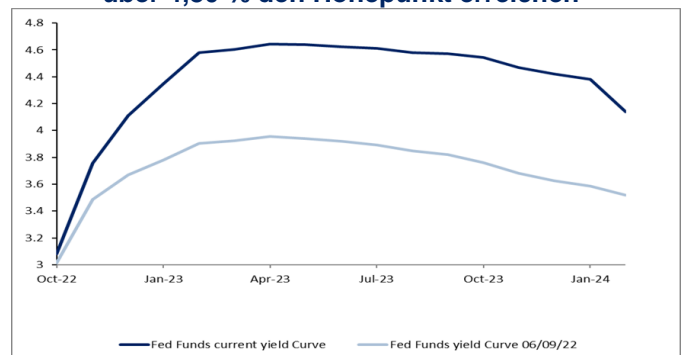
Quellen: Candriam, Bloomberg®
Die Grafik zeigt die Entwicklung der Erwartungen der US-Haushalte an die US-Inflationsraten in den nächsten 5-10 Jahren

Die Erwartungen an die kurzfristigen US-Zinsen sind nach wie vor gefestigt

Die Erwartungen an die kurzfristigen US-Zinsen sind nach wie vor gefestigt, da die **Fed-Mitglieder weiterhin ihre Bereitschaft zu weiteren Leitzinserhöhungen bekunden**. Sie streben eine Arbeitslosenquote von ca. 4,5 % im nächsten Jahr an.

Der jüngste Arbeitsmarktbericht und die Verbraucherpreisdaten für den September haben sicherlich nichts an ihrer Entschlossenheit geändert. Die Nominalrendite der 10-jährigen US-Anleihe ist seit dem 6. September kontinuierlich gestiegen. Der Hauptgrund für diesen Trend war vermutlich die Veränderung der Realzinsen. Nach den über Erwarten hohen Verbraucherpreisdaten am 13. August ist die 10-jährige Breakeven-Rate leicht zurückgegangen, ein Zeichen des Vertrauens in die Bereitschaft der Fed zur Bekämpfung der Inflation.

Fed Funds Rate dürfte im 1. Halbjahr 2023 über 4,80 % den Höhepunkt erreichen



Quellen: Candriam, Bloomberg®
Die Grafik zeigt die marktbasierten Erwartungen an die Fed Funds Rate bis Anfang 2024

US-Hochzinsswerte – Zeit zum Aufbau einer Position in einem Multi-Asset-Portfolio

Nach dem steilen Anstieg der Zinssätze im letzten Jahr erscheinen die Erwartungen an die kurzfristigen Zinssätze – und daher auch die langfristigen Renditen – trotz des volatilen Umfelds mittlerweile relativ gut verankert. **Daher fassen wir eine Anhebung des festverzinslichen Engagements im Portfolio ins Auge.**

Unseres Erachtens erscheinen US-High Yield aus der Multi-Asset-Perspektive allmählich attraktiv. Die aktuellen optionsbereinigten Spreads (OAS) liegen über 500 Basispunkten. Damit ist das durchschnittliche

Spreadniveau der letzten zehn Jahre (550 Bp.) mittlerweile in Reichweite gerückt. Nach unseren Berechnungen sollten **der Carry von 9,3 % und die Volatilität von 7 %, die im letzten Jahr zu beobachten waren, zu einem attraktiven Risiko-Rendite-Verhältnis führen**. Nicht zuletzt implizieren die aktuellen Spreads eine **Ausfallquote von 7 % bis 8 %, deutlich über dem aktuellen Niveau von 1,4 %** und der für 2023 erwarteten Rate von 3 %.

Die Spreads von US-Hochzinsanleihen liegen nahe an ihrem 10-Jahres-Durchschnitt



Quellen: Candriam, Bloomberg®
Die Grafik zeigt die Entwicklung der OAS von US-Hochzinsanleihen gegenüber US-Treasuries über einen Zeitraum von 10 Jahren

US-Aktien nehmen mehr als eine sanfte Landung vorweg

Wir haben die Erwartungen an das Gewinnwachstum je Aktie für die USA und für Europa auf der Basis folgender Faktoren berechnet:

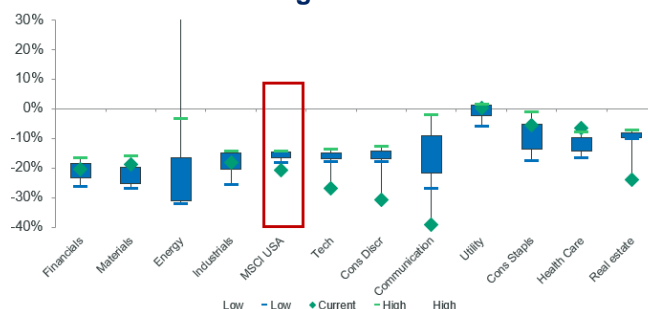
- globale Einkaufsmanagerindizes
- handelsgewichteter US-Dollar-Index
- Ölpreis
- 10-jährige US-Rendite

Unter Berücksichtigung der 20-jährigen Beziehung dieser Variablen zum prognostizierten Gewinnwachstum der nächsten zwölf Monate **stellen wir fest, dass sich die Erwartungen an das Gewinnwachstum noch abschwächen müssen**. Das US-Gewinnwachstum je Aktie könnte bis zum Ende dieses Jahres um 3 % nach unten korrigiert werden, während die Prognose für das Gewinnwachstum je Aktie in Europa um 9 % gesenkt werden könnte.

Eine Eskalation im Ukraine-Krieg oder eine stärkere Verlangsamung der Wirtschaft in der Eurozone könnte natürlich eine zusätzliche Belastung darstellen. Andererseits könnten eine Entspannung der Gasversorgungslage oder bessere Nachrichten zum Krieg in der Ukraine die Bewertungen kräftig

unterstützen, da der Risikoaufschlag in diesem Fall schrumpfen würde.

Aktuelle Sektorperformance im Vergleich zu historischen Entwicklungen während sanfter Landungen – MSCI US



Quellen: Candriam, Bloomberg®, Refinitiv
Die Grafik zeigt den aktuellen Rückgang von US-Aktien und Aktiensektoren im Vergleich zu früheren Marktrückgängen

Wenn wir die Daten des letzten Vierteljahrhunderts betrachten, erkennen wir drei sanfte Landungen und fünf Aktienbaissen in den USA.

Wir stellen fest, dass die Performance der **US-Indizes mehr als eine sanfte Landung vorwegnimmt**. Die aktuelle Performance von zinsensiblen Sektoren liegt deutlich unter dem Szenario einer sanften Landung. Die meisten Sektoren nehmen indes eine starke Verschlechterung vorweg. Die (logische) Ausnahme in diesem Panorama ist der Energiesektor, der keineswegs eine sanfte Landung einpreist.

Sollten wir aufhören, uns über Aktien Sorgen zu machen? Wahrscheinlich nicht. Doch angesichts des aktuellen Kursniveaus **heben wir unser Aktienengagement taktisch an, indem wir zu einer leichten Übergewichtung am US-Markt und zu einer neutralen Gewichtung in der Eurozone übergehen**. Abgesehen davon deuten die Stimmung, die Positionierung und die Marktpsychologie ebenfalls auf eine kurzfristige Erholung hin, wie nachstehend eingehender erläutert.

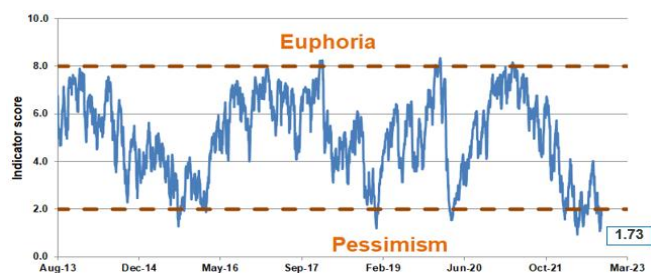
Der Pessimismus, die Positionierung und saisonale Faktoren sorgen mittlerweile für Unterstützung

Neben unseren Fundamentalanalysen verwenden wir auch zahlreiche technische und statistische Daten, um **die Wahrscheinlichkeit einer Kehrtwende am Markt zu beurteilen und zu quantifizieren.**

Einer der maßgeblichen Faktoren, die unseren Ansatz in Bezug auf die Anlegerpsychologie bestimmen, ist die Feststellung, dass **eine Markterholung schnell übertrieben weit gehen könnte**, da die exogenen Faktoren sehr vorteilhaft sind. Insbesondere ist die **Saisonalität** nach dem schwierigen September sehr günstig geworden, während die **Positionierung** extrem schwach erscheint.

Nicht zuletzt deutete unser firmeneigener Stimmungsindikator in den letzten Wochen auf einen **extremen Pessimismus** hin. Aus konträrer Sicht stellt dies **ein Kaufsignal** dar.

Der Candriam-Stimmungsindikator zeigt einen erheblichen Pessimismus an



Quellen: Candriam, Bloomberg®

Die Grafik zeigt die Entwicklung des firmeneigenen Stimmungsindikators

CANDRIAM HOUSE VIEW UND ÜBERZEUGUNGEN

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

Stark positiv	●●●●●	Keine Veränderung	▶
Positiv	●●●●	Engagement reduziert	▼
Neutral	●●●	Engagement angehoben	▲
Negativ	●●		
Stark negativ	●		

	Strategische Allokation (12-Monat-Ansicht)	Kursgewinn	Positionierung (Aktuelle Ansicht)	Kursgewinn	Grundgedanke
Aktien	●●●		●●●●	▲	Unsere Asset Allocation ist angesichts der attraktiven Kursniveaus zuversichtlicher geworden, bleibt aber flexibel und kann schnell angepasst werden.
USA	●●●		●●●●	▲	Wir erkennen allmählich positive Überraschungen beim Wachstum und weniger hohe Inflationsüberraschungen als zu Beginn des Jahres. Die Stimmung, die Positionierung und die Marktpsychologie deuten auf einen kurzfristigen Aufschwung hin.
EWU	●●●		●●●	▲	Die Region könnte ebenfalls von einer breiter abgestützten taktischen Erholung profitieren.
Europa ohne EWU	●●●●		●●●●	▶	Bevorzugung gegenüber der EWU aufgrund der attraktiven Bewertung britischer Aktien, widerstandsfähiger Segmente und des globalen Engagements, das durch die schwächere Währung unterstützt wird.
Japan	●●●		●●●	▶	Die expansive Geldpolitik der Zentralbank und der schwache JPY auf der einen Seite und die zyklische Sektorausrichtung in einem globalen Abschwung wirken sich in entgegengesetzte Richtungen auf die Attraktivität für die Anleger aus.
Schwellenländer	●●●●		●●●	▶	Wir rechnen mit einer Verbesserung in China, sowohl bei den COVID-19-Lockdowns als auch im Hinblick auf die Konjunkturimpulse im 4. Quartal 2022 und im 1. Halbjahr 2023.
Anleihen	●●●		●●	▶	Leicht kurze taktische Duration, nachdem die Duration in diesem Jahr strategisch angehoben wurde, da die Zinssätze erheblich gestiegen sind.
Europa					
Kerneuropa	●●		●●	▶	Eine geringere geldpolitische Akkommodierung und eine zunehmende fiskalpolitische Unterstützung dürften die Zinssätze etwas nach oben treiben.
Europäische Peripherieländer	●●		●●	▶	Vorsicht angesichts des bevorstehenden Richtungswechsels der EZB mit einer potenziellen Neukalibrierung des Wertpapierkaufprogramms. Achten Sie auf eine Verschlechterung der Lage in Italien.
Investment-Grade Europa	●●●●		●●●	▶	Bevorzugung von europäischen Investment-Grade-Anleihen gegenüber US-Investment-Grade-Titeln
Europa High Yield	●●●		●●	▶	Weiterhin untergewichtetes Engagement, da die Spreads das Ausfallrisiko noch nicht berücksichtigen.
USA					
USA	●●●		●●●	▶	Die US-Notenbank erscheint entschlossen, die Zinssätze noch weiter anzuheben und länger auf dem höheren Niveau zu halten.
IG USA	●●●		●●●	▶	Erwartete kurzfristige Erträge dürften durch steigende Zinssätze beeinträchtigt werden
IG USA	●●●		●●●	▲	Beginnender Aufbau einer Position zur Nutzung des attraktiven Carry mit ordentlichen Puffern für steigende Ausfallraten.
Schwellenländer					
Staatsanleihen	●●●●		●●●	▶	Positiver Carry und relativ übereinstimmend mit der Reaktion der Fed, da die Zentralbanken der Schwellenländer den Straffungsprozess früher eingeleitet haben als die Banken der Industrieländer
Unternehmensanteile	●●●		●●●	▶	Der Carry bleibt attraktiv
Währungen					Geopolitische Spannungen treiben Rohstoff- und Zufluchtwährungen in die Höhe
EUR	●●●		●●	▶	
USD	●●●		●●●	▶	Der US-Dollar ist derzeit stark, da er Zinserhöhungen der Fed vorwegnimmt.
GBP	●●●		●●●	▶	
AUD/CAD/NOK	●●●		●●●●	▲	Positiv für Rohstoffwährungen, vor allem CAD
JPY	●●●		●●●●	▲	Attraktive Niveaus, die Währungsinterventionen auslösen könnten.

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 auf Englisch oder in den Landessprachen der Länder verfügbar, in denen der Fonds zum Vertrieb zugelassen ist.