

Impulse 2024: 10 Themen im Rampenlicht

**Candriam
Outlook 2024**



2024

Marketing Kommunikation



Inhaltsverzeichnis.

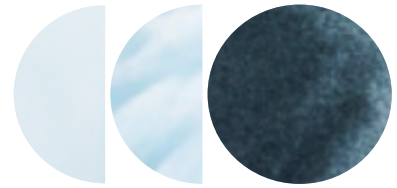
Einführung
Chronik einer angekündigten Rezession 04

Zentralbanken
**Geldpolitik: Hohe Zinsen ...
aber wie lange noch? 08**

Zinsen
**In einem Land der Möglichkeiten ...
sollten Sie sorgfältig auswählen 12**

Aktien
**Können Aktien auch ohne
„harte Landung“ fallen? 18**

Öffentliche Verschuldung
**Muss man sich über die Tragfähigkeit
der Staatsschulden in der Eurozone
Sorgen machen? 24**



Energiewende

**Energiewende-Turbulenzen:
Strukturell oder zyklisch?** **30**

Immobilien

**Frühlingsschmelze an den
Immobilienmärkten?** **36**

Aufstrebende Märkte

**Neue „Rising Stars“ im Universum
der Schwellenländermärkte** **42**

Gesundheitspflege

**Kann man davon ausgehen, dass der
Healthcare-Sektor im kommenden Jahr
eine defensive Rolle spielen wird?** **48**

US-Wahlen

**USA: Was können wir im Wahljahr
erwarten?** **54**

Vermögensallokation

**Welche Portfoliodiversifikation
für 2024?** **60**

Fazit

Investieren mit Überzeugung **64**

Chronik einer angekündigten Rezession



Nicolas Forest

Chief Investment Officer

Auch in diesem Jahr zeigen die Finanzmärkte einen sich stetig wandelnden Ausblick, der mit zahlreichen Herausforderungen gespickt ist und den Anlegern eine spannende Reise beschert.

Die geopolitischen Spannungen und die unsichere wirtschaftliche Lage wirken sich weltweit noch immer deutlich auf die Märkte aus. Zu diesen unmittelbaren Sorgen kommen die nicht minder kritischen Fragen der globalen Erwärmung und des Verlusts der biologischen Vielfalt hinzu, die auch 2024 und für künftige Generationen drängende Herausforderungen darstellen. All dies ist stärker miteinander verwoben als es zunächst den Anschein hatte, und erfordert eine erhöhte Aufmerksamkeit und das gemeinsame Handeln von Investoren, Unternehmen und Staaten.

In diesem volatilen Umfeld ist ein umfassendes Verständnis der zugrundeliegenden Faktoren, die die Weltwirtschaft beeinflussen, mehr denn je eine wesentliche Voraussetzung für die Identifizierung attraktiver Anlagechancen. In einem Wahljahr mit vielen Stolpersteinen, in dem populistische Versuchungen leider allgegenwärtig sein werden. Daher ist die Einbeziehung nicht-finanzieller Aspekte in unsere

Anlageentscheidungen aus unserer Sicht die beste Möglichkeit, für unsere Anleger Mehrwert zu generieren und gleichzeitig den Übergang in eine nachhaltigere Zukunft zu fördern. Dieser Ansatz ist in einer zunehmend unsicheren Welt unerlässlich und wir betrachten dieses Konzept als unsere Pflicht gegenüber unserer Kunden.



Von einem Jahr ins nächste: Die Weltwirtschaft im Widerstands-Modus

2023 wird ein Jahr, das viele Cassandra-Rufe und angeblich unverrückbare Gesetzmäßigkeiten der Finanzmärkte Lügen straft. Tatsächlich ist die am häufigsten angekündigte Rezession aller Zeiten trotz einer beispiellos schnellen und umfangreichen geldpolitischen Straffung, einer invertierten Zinsstrukturkurve am Anleihemarkt und einer Bankenkrise letztendlich ausgeblieben. Die Märkte wurden in diesen besonders stürmischen und anstrengenden letzten zwölf Monaten von geopolitischen Konflikten und wirtschaftlicher Unsicherheit gebeutelt und hatten mit Bewegungen der Zentralbanken zu kämpfen, die aufmerksamer beobachtet wurden als Taylor Swift – und kämpften krampfhaft dagegen an.

Stattdessen hat die Volatilität an den Anleihemärkten ein Comeback erlebt. Aber wie so oft kam die Überraschung aus einer Richtung, die wir am wenigsten erwartet hatten: Zwar waren wir von einem positiven Wachstum und einem Rückgang der Inflation ausgegangen, aber wir müssen zugeben, dass wir nicht mit der Stärke der US-Wirtschaft gerechnet hatten. Die Kaufkraft der privaten Haushalte übertraf alle Erwartungen und wurde durch Lohn- und Gehaltssteigerungen und ein bequemes Polster aus Ersparnissen gestützt, das sich während der Coronakrise gebildet hatte.

Ein Jahr später, nachdem der Konjunkturzyklus weiter fortgeschritten ist und sich die wirtschaftlichen Bedingungen verschärft haben, klopft das Schreckgespenst der Rezession an die Tür, und mehr denn je müssen wir vor dem Hintergrund des Paradigmenwechsels bei Anleihen unsere Anlageperspektiven überdenken. Im Zuge des Aufbaus unserer Allokationen befassen wir uns mit diesen Herausforderungen und deren Konsequenzen anhand von zehn Fragen, zu denen unsere Experten im Verlauf des Dezembers ihre Analysen und Überzeugungen darlegen werden. Hier ein erster Einblick.

Ein Paradigmenwechsel am Anleihemarkt

„*High for longer*“? Bis jetzt haben die Zentralbanken es mehr oder minder gut geschafft, die Inflation im Zaum zu halten. Die große Frage, die sich viele von uns, und ich zuallererst stelle, ist: Wird die Zentralbankpolitik 2024 weniger

restriktiv? Ist nun, angesichts des wieder attraktiven Zinsumfelds, der richtige Zeitpunkt, die Duration zu erhöhen und den Anleihemarkt weiter zu bevorzugen, dessen Widerstandsfähigkeit so manchen überrascht hat?

Auch die steigenden Zinsen haben sich auf die Dynamik bei Staatsverschuldung ausgewirkt. Aber stellt sich 2024 vor dem Hintergrund des langsameren Wachstums und der Verringerung der Ankaufprogramme der Zentralbanken erneut die Frage nach der Nachhaltigkeit der Schulden? Am Immobilienmarkt sorgte sie bereits für einen deutlichen Rückgang der Bauvorhaben und der Umsätze. Der Preisrückgang hielt sich zwar bis jetzt in Grenzen, aber muss man sich sorgen, dass die Preise noch schneller sinken oder handelt es sich vielmehr um eine hervorragende Gelegenheit zur Neupositionierung?

Aktien: unterschiedliche Zeiten, unterschiedliche Orte ... unterschiedliche Maßnahmen

Trotz der hohen Realzinsen zeigten sich die Aktienindizes widerstandsfähig. Die Hausse ist allerdings nur scheinbar vorhanden: Der Markt agiert äußerst selektiv und bevorzugt US-Mega-Caps zum Nachteil der Small- und Mid-Caps. Auf welche Sektoren, welche Regionen sollte man also künftig setzen?

Werden die Titel in den defensiven Wachstums-Sektoren, die 2023 durch die steigenden Zinsen abgestraft wurden, 2024 wieder zu ihrer Bestform zurückfinden und eine Outperformance erzielen? Werden diese Unternehmen, vor allem im Gesundheitswesen, die trotz solider Bilanzen und geringer Verschuldung Verluste hinnehmen mussten, erneut von der demografischen Entwicklung und ihrer starken Innovationskraft profitieren?

Was ist mit den erneuerbaren Energien? Die Zinssteigerungen, der sprunghafte Anstieg der Rohstoffpreise und eine mäßige Rentabilität haben sie schwer getroffen. Die Folgen der globalen Erderwärmung sind eindeutig und erinnern uns daran, dass die Energiewende notwendig ist, auch wenn sie kurzfristig für Herausforderungen sorgt. Die Investitionen/Anstrengungen reichen noch nicht aus, um die Ziele einer CO₂-Neutralität zu erreichen. Das Thema ist heute wie morgen unumgänglich – aber wie soll man es einordnen, welche Taktik anwenden?

Zu guter Letzt: Was wird aus Chinas Wachstumsmodell? Geht ihm die Luft aus, steht das Land kurz vor einer Japanisierung seiner Wirtschaft? Bieten andere Schwellenländer ein Wachstums- und Innovationsmodell, das dem Reich der Mitte Konkurrenz machen kann? Welche Alternativen bestehen?

2024: ein Jahr der Wahlen und Herausforderungen

Die Europawahlen sind ein wichtiges Thema von vielen – an erster Stelle steht die zentrale Frage der Energiewende. Im Herbst werden sich dann alle Augen auf die USA richten. Die dortigen Wahlen haben zwar etwas von einem Déjà-vu, aber wie könnten sie sich auf unser Szenario auswirken?

Letztendlich werden die Anleger angesichts eines instabilen geopolitischen Umfelds und einer fragilen Wirtschaft, in der vor allem die unmittelbar vorhandenen Daten zählen, weiterhin an den Lippen der Akteure aus Wirtschaft und Politik hängen und deren Signale deuten, um ihre Portfolios aufzubauen: Müssen wir vor diesem Hintergrund noch immer Anleihen den Aktien vorziehen?

Eines ist sicher: Der anhaltend angespannte Arbeitsmarkt wird ein stärkeres Inflationsszenario und somit potenzielle neue geldpolitische Straffungsmaßnahmen stützen. Eine Rückkehr von Trump 1.2 ins Oval Office würde die Spannungen mit Peking wiederbeleben. Eine Eskalation im Nahen Osten oder außerhalb der Ukraine würde die Karten bei den wirtschaftlichen Szenarien neu mischen.

Glücklicherweise gibt es auch zahlreiche gute (oder weniger schlechte) Nachrichten: Ein Einlenken der großen Geldgeber wäre eine lang ersehnte Kehrtwende und würde die riskantesten Anlageklasse unterstützen. Umfangreiche Fördermaßnahmen in China wären, vor allem in Europa, ebenfalls sehr willkommen. Schließlich bleibt noch der – zum Zeitpunkt, an dem wir diese Zeilen verfassen, fromme Wunsch nach einem Ende des Konflikts zwischen Russland und der Ukraine, was das geopolitische Risiko in Europa deutlich verringern würde.

Mit diesen positiven Gedanken wünschen das gesamte Candriam-Investmentteam und ich Ihnen alles Gute für ein erfolgreiches Jahr 2024. Wir werden weiterhin mit Ihnen gemeinsam daran arbeiten, die Herausforderungen und Chancen der Zukunft zu meistern.

Mit freundlichen Grüßen



Geldpolitik: Hohe Zinsen ... aber wie lange noch?

Auf dem Weg zu einer "normaleren" Zinskurve



Florence Pisani, PhD

Global Head of
Economic Research



Emile Gagna

Economist

„Es wird noch einige Zeit dauern, bis die Inflation wieder bei 2 % liegt“ erklärte J. Powell, Vorsitzender der Federal Reserve, im vergangenen Juni ; „Wir können noch keinen Sieg verkünden“ pflichtete ihm seine Kollegin Christine Lagarde von der Europäischen Zentralbank ein paar Wochen später bei. Trotz des anhaltenden Rückgangs der Inflation blieb die Botschaft der Zentralbanken auf beiden Seiten des Atlantiks über viele Monate hinweg unverändert: Die Zinsen werden noch "lange" hoch bleiben. Obwohl die Zentralbanken ihren Ton nicht wirklich geändert haben, haben die Marktteilnehmer ihre Zinserwartungen stark revidiert: Sie erwarten nun, dass die Leitzinsen auf beiden Seiten des Atlantiks bereits zu Beginn des Frühjahrs gesenkt werden. Auf längere Sicht bleiben sie jedoch sehr vorsichtig und gehen davon aus, dass die Leitzinsen bis Ende 2027 in den USA knapp unter 4% und in der Eurozone knapp über 2,5% liegen werden. Sind diese Erwartungen angemessen?

Eine kurze Geschichte zur Geldpolitik als Leitfaden...

Bevor die Märkte kürzlich ihre Erwartungen revidierten, schienen sie blindes Vertrauen in die Zusagen der Zentralbanker zu haben. Doch wie die monetäre Geschichte immer wieder zeigt, können Zentralbanker vernünftigerweise keine Versprechungen machen, die über einige Monate hinausgehen. Als die Federal Reserve im August 2003 versprach, eine straffe Geldpolitik für eine „beträchtliche Zeit“ beizubehalten, gab es viele Fragen zu diesem Zeitrahmen: Ging es um einige Monate, mehrere Quartale oder sogar Jahre? Fünf Monate später wurden diese Worte geschickt aus der geldpolitischen Erklärung entfernt, um die Märkte auf die nächste Zinserhöhung vorzubereiten ... die tatsächlich Ende Juni 2004 stattfand. Der „beträchtliche Zeitraum“ dauerte also „nur“ zehn Monate. Das Versprechen im März 2009, die Zinsen für einen „längeren Zeitraum“ niedrig zu halten, würde tatsächlich viel länger dauern, doch die Auswirkungen der Finanzkrise waren, wie man sich erinnern sollte, beispiellos. Im August 2011 wurde der „längere Zeitraum“ auf „mindestens bis Mitte 2013“, schließlich „bis Mitte 2015“ verlängert. Letztendlich hob die Fed ihre Zinsen erst im Januar 2016 an. Diesmal hat die Fed ihre Zinsen ganze sieben Jahre lang niedrig gehalten.

Diese kurze Zusammenfassung zeigt, dass ein mit den Begriffen „beträchtlich“, „länger“ oder „lang“ beschriebener Zeitraum sehr unterschiedlich ausfallen kann. Es ist für Zentralbanken sogar sicherer, vage bedingte Versprechen abzugeben, ähnlich wie das, was die EZB-Präsidentin Ende August gemacht hat: Die Zentralbank wird ihre hohen Zinsen „so lange wie nötig“ beibehalten.

Die Stabilisierung der Inflationserwartungen

Die Interpretation von Reden der Zentralbanken in dem Versuch, mehrere Quartale im Voraus die künftige Geldpolitik abzulesen, ist daher vergeblich. Man sollte sich vielmehr fragen, welche Bedingungen die Zentralbanken dazu veranlassen könnten, ihre Geldpolitik zu lockern. Ihr Ziel heute ist es, die Inflation wieder auf ihr 2%-Zielniveau zu bringen, was sowohl in Europa als auch in den Vereinigten Staaten eine Entspannung auf dem Arbeitsmarkt erfordert. Ohne einen Schock, der die Volkswirtschaften in eine Rezession stürzen würde, bedeutet das, dass das Wachstum für ein oder zwei Jahre unter sein Potentialniveau fallen muss. Natürlich weiß niemand genau, wie schnell sich die Situation entwickelt. Aber vermutlich müsste das Wachstum in den USA 2024 unter 1,5 % und in der Eurozone unter 0,5 % sinken, damit die Zentralbanken eine weniger restriktive Geldpolitik erwägen. Ist diese Bedingung erfüllt, könnte eine gewisse Lockerung der Geldpolitik erfolgen. Aber auch hier ist es nicht einfach, das „normale“ Niveau der Zentralbankzinsen einzuschätzen, da „normal“ im Zeitverlauf unterschiedlich hoch sein kann und vor allem von den Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure abhängt. Abhängig davon, ob die für die Folgejahre erwartete Inflation 2 % oder 4 % beträgt, sind mit einem Nominalzins von 4 % unterschiedliche Einschränkungen verbunden. Wenn es den Zentralbanken tatsächlich gelingt, die Inflation auf ihr Ziel zu senken, erscheint ein nominaler Leitzins in den USA bei etwa 3,5 % durchaus angemessen; in Europa liegt dieser Wert wahrscheinlich eher bei rund 2,5 %. In dieser Hinsicht scheint die Abwärtskorrektur der Markterwartungen seit Anfang November in die richtige Richtung zu gehen, auch wenn viele Marktteilnehmer sich immer noch des Risikos einer Rezession in den nächsten Jahren nicht bewusst sind.

Verringerung der Bilanzen

Ein letztes Argument spricht mittelfristig für niedrigere kurzfristige Zinssätze. Seit der „Großen Finanzkrise“ spielten die Bilanzen der Zentralbanken eine sehr spezielle Rolle in der geldpolitischen Steuerung: Sowohl die Federal Reserve als auch die EZB griffen auf quantitative Lockerungsmaßnahmen zurück, die zu einer explosionsartigen Vergrößerung ihrer Bilanzsummen führten, von weniger als 1 Billion (in nationalen Währungen) Anfang 2005 auf fast 9 Billionen Anfang 2022. Jetzt versuchen sie jeweils in ihrem eigenen Tempo, ihre Bilanzen zu verkleinern. Insbesondere die wirtschaftliche Lage rechtfertigt den Einsatz unkonventioneller Maßnahmen nicht mehr. Für eine Verringerung der Bilanzsummen gibt es aber auch politische Argumente: Die Zentralbanken können zwar Verluste machen und mit negativem Eigenkapital arbeiten, aber eine Verringerung der seinerzeit zu hohen Preisen eingekauften Titel in der Bilanz würde ihnen die Rückkehr zur Profitabilität erleichtern. Zudem würde es den Zentralbanken helfen, ihre Unabhängigkeit zu bekräftigen. Im Falle der EZB ist schließlich auch der rechtliche Aspekt wichtig: Das Urteil des Europäischen Gerichtshofs von 2018 über die Rechtmäßigkeit des PSPP (Public Sector Purchase Programme) unterstreicht den vorübergehenden Charakter der Programme zur quantitativen Lockerung. Dies zwingt die EZB zwar nicht, das Volumen ihres Wertpapierportfolios zu reduzieren, aber sie ist verpflichtet, zumindest zu erklären, inwiefern es dazu beiträgt, das Ziel der Preisstabilität zu erreichen. Aber unabhängig von der Begründung führt das weitere Abschmelzen der Zentralbankbilanzen – manchmal als „quantitative Straffung“ bezeichnet – zu höheren Laufzeitprämien¹ und, bei ansonsten gleichen Bedingungen, zu niedrigeren kurzfristigen Zinsen. Insgesamt führen verkürzte Bilanzen zu einer Normalisierung der Geldpolitik: Nachdem die Zinskurve mehrere Jahre lang flach oder gar invertiert war, kann sie nun endlich wieder einen normalen Verlauf nehmen.



¹ -Die Laufzeitprämie ist ein zusätzlicher Ertrag, den Investoren verlangen, um die Unsicherheit auszugleichen, die mit dem Halten von langfristigen Wertpapieren verbunden ist.



In einem Land der Möglichkeiten ... sollten Sie sorgfältig auswählen.



Philippe Noyard

Global Head of Fixed Income



Charudatta Shende

Head of Client Portfolio
Management - Fixed Income

„Zinsezinsen sind das achte Weltwunder“, sagte Albert Einstein. Im letzten Jahrzehnt konnten Anleihen-Investoren dieses Wunder allerdings nicht in vollem Umfang erleben, da die historisch niedrigen und sogar negativen Leitzinsen dies verhinderten..

Glücklicherweise sind die Zinsen seit Mitte 2022 wieder in die Höhe geschossen und sind wieder im positiven Bereich. Damit bieten sich für Investoren attraktive Einstiegspunkte in Staats- und Unternehmensanleihen, die zuletzt 2011 zu beobachten waren.

Um jedoch davon zu profitieren, müssen die Anleger die Augen offen halten. Während die Besorgnis über externe Faktoren abgenommen hat, gewinnen spezifische und idiosynkratische Risiken in den festverzinslichen Anlageklassen an Bedeutung.

Jede Menge Chancen?

Die Geldmarktrenditen nähern sich derzeit der Marke von 4 %¹. Damit wird es für Investoren attraktiver, Barmittel zu parken und nach Anlagechancen Ausschau zu halten. Investoren können auch in diese risikoärmere Anlageklasse investieren, um die Volatilität ihrer Anleihenportfolios zu steuern.

Mit **Euro-Investment-Grade-Unternehmensanleihen** können die Investoren derzeit interessante Renditen von 4,3 %² oder mehr erzielen – und das bei einer flachen Maturity-Curve. Investoren können sich verhältnismäßig hohe Renditen in einer relativ hochwertigen Anlageklasse über einen längeren Zeitraum sichern, während die Aktienmärkte zu ihrer früheren Rolle – mit niedrigeren Dividendenrenditen und höherer Volatilität – zurückkehren.

Die globalen High-Yield-Märkte weisen ein anderes Profil auf – mit attraktiven Coupons von über 8 %³, im Vergleich zu kaum 4 % vor zwei Jahren. Zudem hat sich die Qualität des High-Yield-Marktes seit 2011, als sich die Renditen zuletzt auf diesen Niveaus bewegten, erheblich verbessert: Der Euro-High-Yield-Markt⁴ beinhaltet derzeit rund 75 % Anleihen mit Rating von BB, gegenüber nur 50 % im Jahr 2011. Am US-High-Yield-Markt⁵ beträgt der Anteil heute 50 % gegenüber 35 %. Der globale High-Yield-Markt bietet derzeit Renditen von deutlich über 5 %.

Staatsanleihen stechen heraus. Die Anleger werden wohl kaum vergessen, dass noch vor zwei Jahren die deutsche Zinskurve der Staatsanleihen *negativ* war. Heute bietet das kurze Ende europäischer Staatsanleihen eine Rendite von rund 3,6 %⁶, während ihre US-Pendants sogar beachtliche 5,3 %⁷ vorweisen können – noch dazu mit einem geringen Spread-Risiko und ohne Kreditrisiko. Staatsanleihen von Schwellenländern zahlen teilweise Kupons von über 8,7 %⁸. Ein nicht unwesentlicher Teil des Marktes besteht aus potenziell unterbewerteten Restrukturierungsanleihen. Also Länder, die unserer Ansicht nach kurz vor dem Abschluss einer Vereinbarung mit Gläubigern stehen und im Durchschnitt Renditen von über 12 % bieten.

Risiken: von der Makro- zur Mikroökonomie.

Obwohl die Anleihenmärkte besonders einladend erscheinen, halten wir es für unbedingbar, **idiosynkratische Risiken zu identifizieren**. Die Renditen mögen wieder zurück sein, doch das Ausfallrisiko bleibt asymmetrisch. Ohne Unterstützung durch die Zentralbanken hängt die Bepreisung von Unternehmens- und Staatsanleihen wieder von den Fundamentaldaten ab. Anleihenmärkte, die noch vor Kurzem von den Zentralbanken tangiert wurden, werden jetzt wieder stärker durch Konjunkturdaten, Bilanzen und Geschäftsmodelle beeinflusst. Hinzu kommt die zunehmend größere Bedeutung von ökologischen, sozialen und Governance-Faktoren für das Kreditrisiko.

Die Unternehmen befinden sich nun in einem Umfeld, in dem die Refinanzierungskosten erheblich gestiegen sind. In diesem Zusammenhang sind wir der Ansicht, dass die aktuelle Höhe der Spreads von EUR-Investment-Grade-Anleihen (145 Basispunkte²) und globalen High-Yield-Anleihen (420 Basispunkte³) diesen Risiken nicht gerecht werden. Im High-Yield-Segment rechnen wir auch mit einer Ausweitung der Spreads auf rund 500 Basispunkte (allerdings mit bedeutender Volatilität im Jahr 2024) und einem leichten Anstieg der Ausfallraten auf über 5 %.

Trends im Zusammenhang mit der Digitalisierung, Automatisierung und künstlichen Intelligenz wirken sich erheblich auf die Geschäftstätigkeit der Unternehmen aus. Die Fähigkeit der Emittenten, sich anzupassen, wird entscheidend sein. Es scheint offensichtlich, dass große Unternehmen mit einem stark diversifizierten Geschäft, das nicht von den Endmarktverbrauchern abhängt, weniger unter einer Konjunkturverlangsamung leiden. Das neue Umfeld kommt Unternehmen mit geringem Fremdkapitalanteil und gut vorhersehbaren Cashflows zugute. Für einige Emittenten sind die Tilgungspläne



„Zinsezinsen sind das achte Weltwunder“. Sind Sie bereit für höhere Zinsen?

eine größere Belastung und sind mit der Tatsache konfrontiert, ihre Schulden zu höheren Zinsen zu refinanzieren. Das Investment-Grade-Segment wird zwar insgesamt kaum von einer „Maturity Wall“ betroffen sein. Doch auf den High-Yield-Bereich könnte 2025 und 2026 eine immense Refinanzierungshürde zukommen.

Staatliche Emittenten werden ebenfalls stärker von ihren Wirtschafts- und Schuldenprofilen geprägt und auch in diesem Bereich werden spezifische Risiken eine Rolle spielen. Die Haushaltspolitik und politische Risiken werden wieder in den Vordergrund rücken. Tatsächlich achten die Märkte jetzt aufmerksamer auf die Staatshaushalte und die Auswirkungen höherer Zinsen auf die Schuldentragfähigkeit. In der Vergangenheit wurde hauptsächlich zwischen Kern- und Peripherieländern unterschieden. Doch wir rechnen mit einer ganz anderen Zukunft. Betrachten Sie nur einmal das Beispiel Portugals: Nach der Steuerreform notieren portugiesische Anleihen mittlerweile mit niedrigeren Spreads als französische. Außerdem rechnen wir im kommenden Jahr auch mit erheblicher Volatilität infolge der anstehenden Wahlen in mehreren großen Ländern, unter anderem in den USA, Großbritannien, Indien und Indonesien.

Eine zunehmende Zahl von Schwellenländern wird sicherlich Unterstützung durch den IWF benötigen, der seine Hilfen wahrscheinlich von den Fundamentaldaten und vom politischen Willen abhängig macht. Einige Länder, wie Ghana, Sambia und Sri Lanka kommen mit ihrer Restrukturierung recht gut voran, während andere notleidende Länder keine Fortschritte machen.

Nachhaltigkeitskennzahlen haben mittlerweile einen entscheidenden Einfluss auf die Beurteilung der Kreditwürdigkeit von Staaten, da der Klimawandel erhebliche Auswirkungen auf die Wirtschaft hat. Indien kann zum Beispiel ein starkes Wachstum vorweisen, leidet aber unter der Umweltverschmutzung. In einigen Städten waren Schulen und öffentliche Institutionen mehrere Tage lang geschlossen und die langfristige gesundheitliche Belastung tritt auch heutzutage bereits in Erscheinung. Diese Elemente werden sich langfristig auf das allgemeine Schuldenprofil eines Landes auswirken.

Höhere Zinsen können sich positiv oder negativ auf die Rendite Ihres Portfolios auswirken. Machen Sie es wie Einstein. Rechnen Sie es sich aus.



Investieren: Eile ... mit Weile

Die Anleihen-Märkte bieten derzeit einige Renditechancen. Der Carry von Anleihen ist nicht nur für die Zinserträge wichtig, sondern auch für die Risikoabsicherung des Portfolios. Falls sich die Spreads in einem bestimmten Anleihensegment ausweiten, kann der Carry Anleger schützen, indem er den Rückgang des Marktwerts teilweise abfängt. Das neue Zinsumfeld – oder besser gesagt, die Rückkehr zu einem normalen Zinsumfeld – **spricht für eine diversifizierte Anleihen-Allokation**, da jedes Segment sowohl Zinserträge bietet als auch eine bestimmte Rolle im Portfolio spielt.

Um diese Chancen zu nutzen, müssen die Anleger die Risiken, **denen bestimmte Emittenten unterliegen, verstehen und analysieren.** Dieser „Bondpicker-Markt“ erfordert eine sorgfältige Auswahl der Emittenten und Titel, um risikobereinigte Erträge zu erzielen. Es ist mehr denn je nötig, sowohl staatliche als auch Unternehmensemittenten rigorosen und disziplinierten Bottom-up-Analysen zu unterziehen, um ihre Kreditwürdigkeit zu beurteilen und die spezifischen Risiken der jeweiligen Titel zu verstehen.

Die Einbeziehung von ESG-Analysen für alle Fixed-Income-Märkte ist eine Voraussetzung für ein umfassendes Verständnis der Schuldentragfähigkeit, die zukünftig eine wesentliche Rolle für Anleihenportfolios spielen wird.

Einsteins Beobachtung geht noch weiter: *„Zinseszinsen sind das achte Weltwunder. **Wer sie versteht, verdient sie. Wer sie nicht versteht, der zahlt sie.**“*

1 - €STR: (Euro Short-Term Rate) 3,902 % per 24.11.2023 - Quelle: Bloomberg

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

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

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

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

6 - Rendite zwölfmonatiger deutscher Staatsanleihen, per 24.11.2023 - Quelle: Bloomberg

7 - Rendite zwölfmonatiger US-Staatsanleihen, per 24.11.2023 - Quelle: Bloomberg

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



Können Aktien auch ohne „harte Landung“ fallen?



Thibaut Dorlet

CFA, Senior Multi-Asset Fund Manager

Aufgrund der Tatsache, dass es keine Rezession gab, verlief das Jahr 2023 für die Aktienindizes äußerst günstig. Dennoch verzeichneten diese einen ungleichmäßigen Anstieg, der durch eine starke Selektivität innerhalb der Mega-Caps in den Vereinigten Staaten und eine schwächere Performance der Small- und Mid-Caps gekennzeichnet war, die vom historischen Zinsanstieg betroffen waren.

Für das Jahr 2024 favorisieren wir die Hypothese einer Fortsetzung der sanften Landung der entwickelten Volkswirtschaften sowie einer Stabilisierung der chinesischen Wirtschaft.

Kann man jedoch das Risiko eines Rückgangs an den Aktienmärkten ausschließen?

Eine Herausforderung angesichts hoher Realzinsen

Hohe reale Anleiherenditen sind traditionell ungünstig für die Ausweitung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV). Nichtsdestotrotz war es ein Anstieg der Bewertungen, der die Aktienmärkte bis ins Jahr 2023 trug, und das vor dem Hintergrund eines unerwartet starken Wirtschaftswachstums.

Für das Jahr 2024 gehen wir davon aus, dass sich das Wachstum verlangsamen und die Inflation weiter sinken wird, was zu einem Abwärtsdruck auf die Realzinsen führen und ein günstiges Umfeld für die Aktienmarktbewertungen schaffen dürfte. Angesichts der bei den Aktienbewertungen bereits erwarteten Zinsniveaus gehen wir jedoch davon aus, dass diese Unterstützung relativ schwach oder sogar gleich Null sein wird.

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



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

Unterstützung durch Margen und Gewinne im Jahr 2024?

Obwohl die Bewertung möglicherweise keine zusätzliche Stütze für Aktien darstellt, sollte ein schwaches, aber positives Wachstum dennoch die Unternehmensgewinne stützen. Inwieweit?

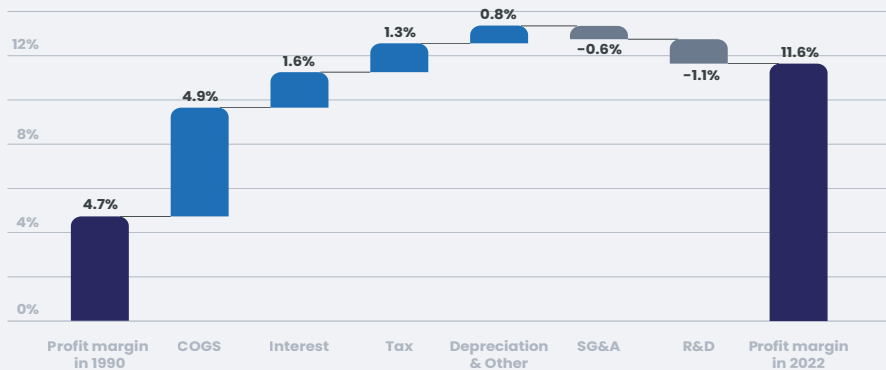
Für das Jahr 2024 prognostizieren unsere Ökonomen ein BIP-Wachstum von +1,9 % in den USA und +0,5 % in Europa (Szenario einer „sanften Landung“). Aus historischer Sicht stehen diese Werte im Einklang mit einem Gewinnwachstum bei Unternehmen von +7,5 % in den Vereinigten Staaten und von +2,5 % in Europa. Allerdings rechnen die Märkte bereits mit höheren Werten für das Jahr 2024 (+12 % in den USA und +6,5 % in Europa), was zu einer negativen Revision der Gewinnerwartungen für das nächste Jahr führen dürfte – zumal auf die Unternehmen ein zusätzlicher Druck auf ihre Margen zu erwarten ist.

Einerseits liegen die Gewinnmargen in allen Bereichen auf einem hohen Niveau und übertreffen das Niveau vor der Corona-Krise. Da die Reallöhne im Jahr 2024 aller Wahrscheinlichkeit nach steigen werden, wird es voraussichtlich schwieriger sein, diese Margen aufrechtzuerhalten.

Andererseits profitierten Unternehmen seit den 2000er Jahren von stetig sinkenden Anleihezinsen, weitreichenden Steuersenkungen und der Globalisierung. Diese positive Phase könnte aus folgenden Gründen vorbei sein:

- Der Finanzierungsbedarf der Staaten wächst, obwohl ihre Schulden aufgrund der fiskalischen Anstrengungen während der Pandemie bereits hoch sind. Die Quellensteuersätze begannen zu steigen (Druck auf den Bankensektor in Italien, Belgien oder Spanien, eine „Sondersteuer“ einzuführen; Abstimmung des amerikanischen Kongresses für einen Mindeststeuersatz von 15 % für große Unternehmen sowie eine Steuer auf Aktienrückkäufe), und dieser Trend könnte sich im Jahr 2024 fortsetzen.
- Ende der extrem expansiven Geldpolitik, die die finanziellen Kosten der Unternehmen dauerhaft erhöhen dürfte.
- jüngste Angebotsschocks, die sich auf die Unternehmensmargen auswirken könnten.

Drivers of S&P500 profit margin expansion since 1990



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

Angesichts dieser Abwärtsrisiken für die aktuellen Gewinnprognosen bleiben wir vorsichtig, was die Fähigkeit des Gewinnwachstums angeht, die Aktienmärkte im Jahr 2024 zu stützen.

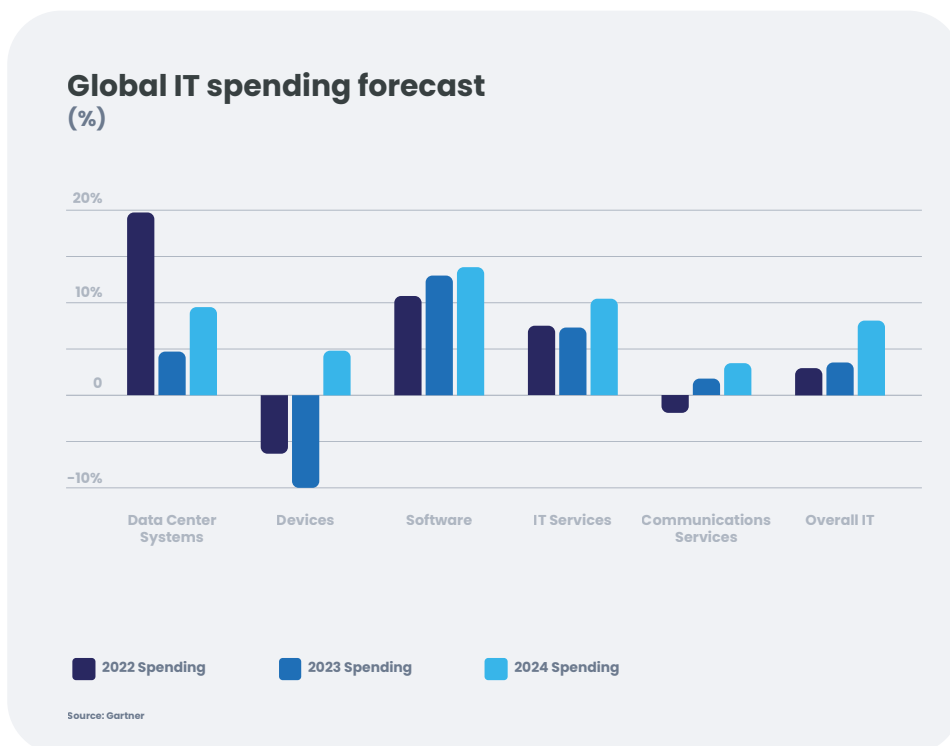
Darüber hinaus sind gute Nachrichten bereits in die Bewertungen eingeflossen.

Obwohl wir nicht mit einer „harten Landung“ (deutliche Rezession) rechnen, erscheint uns daher das Szenario eines horizontalen Aktienmarktes mit begrenztem Aufwärtspotenzial am wahrscheinlichsten.

Welche Regionen und Sektoren sind im Jahr 2024 zu bevorzugen?

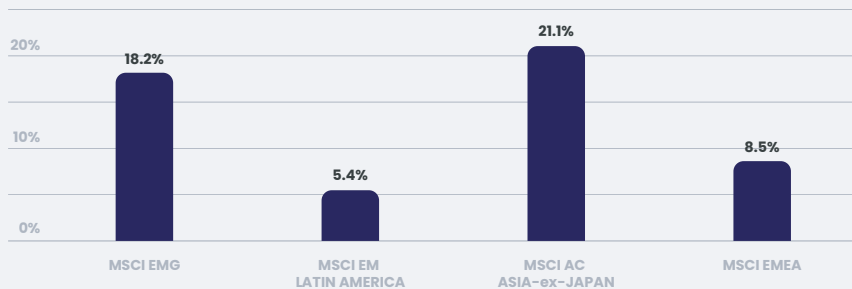
Auch wenn es dem Aktienmarkt insgesamt an Katalysatoren mangelt, gibt es dennoch attraktive Themen und Sektoren.

In den Vereinigten Staaten dürften Technologiaktien weiterhin eine Outperformance erzielen und von ihren Innovationsfähigkeiten profitieren, insbesondere durch die Monetarisierung von Cloud- und KI-Diensten (+10 %¹ Investitionen im nächsten Jahr)). Starke Bilanzen und eine niedrige Verschuldung verleihen dem Sektor eine erhöhte Widerstandsfähigkeit gegenüber einem wirtschaftlichen Abschwung. Angesichts des erwarteten langfristigen Wachstums des Sektors erscheinen die Bewertungen angemessen.



In den Schwellenländern sehen wir Chancen in **Lateinamerika**, das vor dem Hintergrund robuster Rohstoffpreise weiterhin von der Verlagerung der amerikanischen Industrie („Nearshoring“) profitieren dürfte. Bescheidene Erwartungen an das Gewinnwachstum, moderate Bewertungen und ein günstiges Zentralbankumfeld dürften die Märkte in der Region unterstützen, insbesondere Brasilien, das aktuell Steuerreformen durchführt.

EPS Growth changes 2024 - Emerging Equities

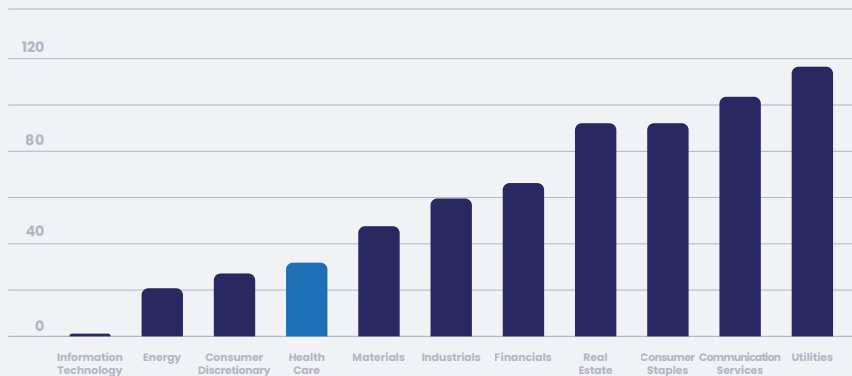


Source: Datastream, November 2023

In Europa bleibt die Wirtschaftslage düsterer mit schwachem Wachstum ohne sichtbaren Katalysator in den kommenden Monaten (anhaltende Volatilität der Energiepreise, hohe Leitzinsen, Deutschland muss sich neu erfinden). Daher bevorzugen wir Unternehmen, die am besten in der Lage sind, ihre Margen zu verteidigen, über eine solide Bilanz verfügen und in der Lage sind, von einem Zinsrückgang im Jahr 2024 zu profitieren, beispielsweise Aktien aus dem Gesundheits- und Basiskonsumgüterbereich.

- Mit Ausnahme bestimmter Emittenten wie Novo Nordisk² haben sich **Gesundheitsaktien** im Jahr 2023 größtenteils schlechter entwickelt als der Markt. Sie sollten im Jahr 2024 eine defensive Rolle spielen und ihre Innovationsfähigkeit zur Stützung der Margen nutzen, während sich ihre Aktivitäten nach der Pandemie offenbar normalisiert haben. Sie profitieren von einer Transparenz der Entwicklung ihrer Cashflows, da vor Ende des Jahrzehnts kein wichtiges Patent ausläuft, und von der Möglichkeit, von der Markteinführung neu entwickelter Medikamente positiv überrascht zu werden. Auch die geringe Verschuldung des Sektors ist im Hochzinsumfeld von Vorteil.

Net Debt to Equity European Equities (%)



Source: Bloomberg, November 2023

- **Basiskonsumgüter** verfügen ihrerseits über eine erhebliche Preissetzungsmacht, die es ihnen ermöglicht, hohe Margen aufrechtzuerhalten und gleichzeitig von einer guten Transparenz ihrer Aktivitäten zu profitieren. Die Bewertung des Sektors hat aufgrund der steigenden Zinsen im Jahr 2023 eine erhebliche Anpassung erfahren und wird voraussichtlich im Jahr 2024 von einem günstigeren Umfeld profitieren. Schließlich verfügt der Sektor aufgrund seiner defensiven Einstellung über die Fähigkeit, im Kontext einer Konjunkturabschwächung eine Outperformance zu erzielen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Aktien im Jahr 2023 ein günstiges Jahr hatten, das jedoch von einer starken Streuung geprägt war. In unserer Hypothese einer anhaltenden sanften Landung der entwickelten Volkswirtschaften im Jahr 2024 erscheint uns das Szenario eines horizontalen Aktienmarkts mit begrenztem Aufwärtspotenzial am wahrscheinlichsten. Auch das Abwärtspotenzial erscheint uns angesichts des Handlungsspielraums, den die Zentralbanken geschaffen haben, relativ gering. Die Stressepisode der amerikanischen Banken im März zeigte uns, dass die Fed notfalls in Bewegung blieb.

Wir ziehen es vor, stark fremdfinanzierte Aktien zu meiden und Unternehmen auszuwählen, die in diesem sich verlangsamenden Umfeld Widerstandsfähigkeit und Transparenz bieten. In den Vereinigten Staaten dürften Technologiewerte weiterhin Wachstum generieren, obwohl das Ausmaß der im Jahr 2023 erzielten Outperformance schwer zu wiederholen ist. In Europa bevorzugen wir defensive Qualitätsaktien.

1 - Quelle Gartner – IT-Ausgabenprognose 2024 ohne Kommunikationsdienste
2 - Der Wert ist in bestimmten von Candriam verwalteten Portfolios vorhanden



Muss man sich über die Tragfähigkeit der Staatsschulden in der Eurozone Sorgen machen?



Emile Gagna

Economist



Sylvain De Bus

Deputy Head of Global Bonds

In den letzten Jahren jagte eine Krise die andere (Pandemie und Energiepreisschock), und die Staaten häuften große Defizite auf, um die wirtschaftlichen und sozialen Folgen dieser Schocks zu begrenzen. Auf das Konzept "koste es, was es wolle" zur Aufrechterhaltung des Einkommens während der Pandemie folgte das Konzept "koste es, was es wolle" zum Kaufkraftverlust trotz steigender Energiepreise. Zwar zeugen die Arbeitslosenquoten vom Erfolg dieser Maßnahmen, aber an der Höhe der Staatsschulden zeigt sich auch, was sie kosten: Zwischen 2019 und 2023 stieg die staatliche Schuldenquote in Deutschland um sechs BIP-Punkte, in Belgien um acht, in Spanien und Italien um neun und in Frankreich sogar um über zwölf! Dennoch spiegelt diese hohe Verschuldung noch nicht das ganze Ausmaß der kumulierten Defizite wider.

Der Preis des „was immer es kostet“ abzüglich der Inflation

Die unter (2) aufgeführte Gleichung zeigt, dass das Schuldenvolumen in Höhe des Primärdefizits (also des Defizits ohne Zinsen) steigt, aber auch analog zur Differenz zwischen dem mittleren Zinssatz auf die Schulden (i) und dem nominalen Wachstum (g). Dieser Effekt wird üblicherweise als „Schneeballeffekt“ bezeichnet (die Schuldenlast steigt, wenn der $i-g$ -Abstand positiv ist) und hat diesmal den Anstieg der Schuldenlast gebremst ($i-g$ ist negativ). Seit 2020 bis heute profitierten die Staaten von einem günstigen Zeitfenster, in dem ein höheres nominales Wachstum bei durchschnittlichen Zinsen dazu beitrug, die Kosten des „was immer es kostet“ zu verringern (Abbildung a). Dass dieser Effekt eintrat, obwohl die Zinsen, zu denen die Staaten sich verschuldeten, stark anstiegen, kommt nicht überraschend. Bei einer durchschnittlichen Laufzeit von etwa acht Jahren wird nur ein Bruchteil der Schulden zu den aktuell marktüblichen Zinsen erneuert: Der Zinsanstieg wird daher nur sehr langsam auf die durchschnittlichen Kosten der Verschuldung übertragen. Aber der sprunghafte Anstieg der Preise (und damit des nominalen Wachstums) wirkt sich im Gegenzug unmittelbar auf die Schuldenlast aus. Jedoch ist das vorteilhafte Zeitfenster im Begriff, sich zu schließen ...

Schulden-Arithmetik

Die Schulden-Gleichung ist einfach:

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

D_t Schulden zum Datum t ; i_t durchschnittlicher Nominalzinssatz per t ; P_t Primärsaldo (d. h. Saldo ohne Zinszahlungen) am Tag t : Ist er positiv, dann handelt es sich um einen Primärüberschuss und sein Betrag reduziert die Verschuldung.

Dividiert man (1) durch das BIP im Zeitraum t , dann kann man zeigen, dass:

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

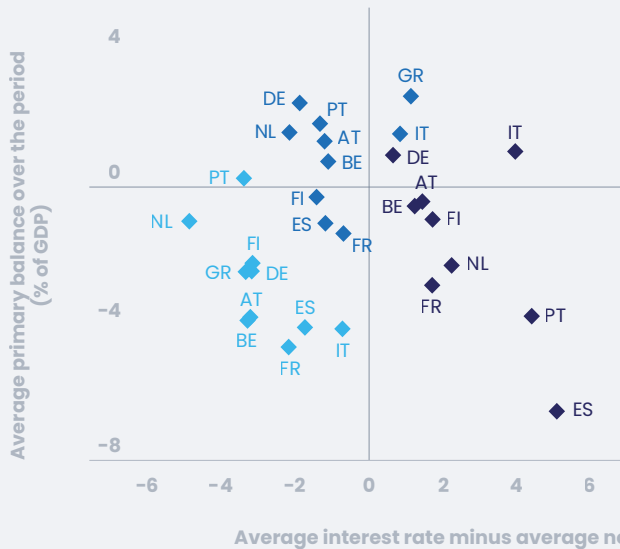
g = nominale BIP-Wachstumsrate; p = Primärsaldo bezogen auf das BIP und d = Staatsverschuldung bezogen auf das BIP.

Eine ungünstigere Arithmetik

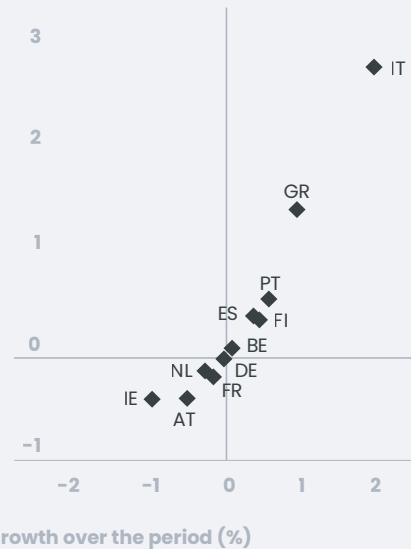
Angesichts steigender Schuldenlast und nach wie vor hohen Primärdefiziten im Vergleich zu 2019 beginnt für die Staaten eine ungünstigere Zeit. Die durchschnittlichen Kosten der Verschuldung werden steigen, und dabei werden sich weder die sinkende Inflation noch die schwachen Wachstumsaussichten als hilfreich erweisen. Mittelfristig bleibt den europäischen Staaten nichts anderes übrig als ihren primären Haushaltssaldo wieder ins Gleichgewicht zu bringen, wenn sie eine unkontrollierte Entwicklung ihrer Schuldenlast vermeiden wollen. Für Italien ist die Gleichung sogar noch komplizierter: Mit einer hohen Schuldenlast, hohen Zinsen und einem relativ schwachen Wachstum muss das Land dauerhaft Primärüberschüsse freisetzen.

Interest rate differential – growth and primary balance by period

a. 2008–2023



b. medium term



2009–2014 2015–2019 2020–2023

Sources: LSEG Datastream, Candriam

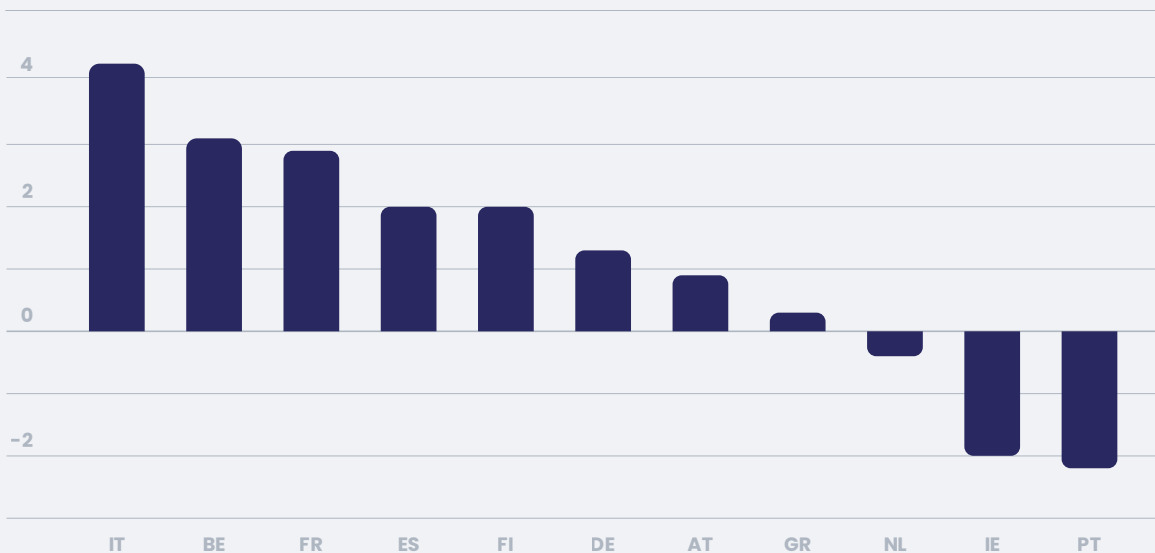
Für mindestens drei Länder sind die Anstrengungen in den nächsten Jahren alles andere als unerheblich: Frankreich, Belgien und Italien müssen ihr Primärdefizit um 3, 3,5 bzw. 4 BIP-Prozentpunkte reduzieren. Wir erinnern jedoch daran, dass Italien seit der Gründung der Eurozone im Jahr 1999 nur fünf Jahre (2009 und seit der Pandemie) ein Primärdefizit hatte, während Frankreich nur fünf Jahre lang (manchmal bescheidene!) Primärüberschüsse verzeichnete.

Neuer Finanzierungsbedarf

Eine Neuausrichtung der Haushalte ist umso notwendiger, als sich am Horizont ein neuer Finanzierungsbedarf abzeichnet. Der Krieg vor den Toren Europas und die wachsenden geopolitischen Risiken veranlassen viele Staaten, ihre Verteidigungsausgaben zu erhöhen. Die demografische Alterung verursacht zudem steigende Kosten für unsere Gesellschaften (Gesundheitsversorgung, Renten usw.). Schließlich erfordert die Energiewende erhebliche Investitionen, die

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

Effort (+) / Margin (-)



Sources: LSEG Datastream, Candriam

zum Teil vom öffentlichen Sektor getragen werden müssen. Die Europäische Kommission schätzt, dass die Erreichung der gesetzten Ziele (insbesondere *Fit for 55*) der Europäischen Union jährlich zusätzliche 620 Milliarden Euro kosten wird. Wenn der öffentliche Sektor 40% davon trägt, bedeutet dies zehn Jahre lang höhere öffentliche Ausgaben von 1,5 Prozentpunkten des BIP!

Welche Rolle spielt die Zentralbank?

Vor diesem Hintergrund macht die Einstellung der Anleihenkäufe der EZB – oder sogar die Verringerung ihrer Bilanz – die Haushaltsgleichung noch komplizierter: Während die Zentralbank in den letzten Jahren einen erheblichen Teil der Staatsanleihen absorbiert hat, muss der private Sektor nun diese Rolle übernehmen.

Daher ist die Verhinderung einer Dynamik, wie sie Anfang der 2010er Jahre zu beobachten war, nun von entscheidender Bedeutung. In diesem Punkt scheint die Zentralbank heute besser aufgestellt zu sein, um mögliche Zweifel an der Bonität eines Staates und die dadurch aufkommende Panik zu vermeiden. Im Rahmen ihres PEPP-Programms¹ kann sie, wie bereits im Sommer 2022, Beträge infolge von auslaufenden Anleihen in Titel eines Landes reinvestieren, das durch die Märkte unter Druck gerät. Schließlich kann die EZB, sofern insbesondere die öffentliche Verschuldung des betreffenden Landes als nachhaltig erachtet wird, ein letztes Instrument aktivieren (*Transmission Protection Instrument*) und am Sekundärmarkt intervenieren.

„The Times They Are a-Changin“

Die mit Zustimmung der Europäischen Kommission beschlossenen außerordentlichen Haushaltsstützungsmaßnahmen haben dazu beigetragen, die Coronakrise und die Auswirkungen der Energiekrise deutlich zu mildern. Sie haben jedoch den haushaltspolitischen Spielraum einiger Länder in der Eurozone deutlich verringert. Natürlich verringert die strengere Aufsicht des Bankensektors – vor allem die Anhebung der Eigenkapitalanforderungen – das Risiko, dass die Bedenken um die Zahlungsfähigkeit von Banken und Staaten einen Teufelskreis in Gang setzen. Zwar werden die durchschnittlichen Kosten der Verschuldung noch einige Jahre lang moderat bleiben, da die Länder in der Regel die niedrigen Zinsen vor der Pandemie genutzt haben, um die Laufzeit ihrer Schulden zu verlängern, aber dennoch soll der Privatsektor im Jahr 2024 eine große Menge an Emissionen aufnehmen (etwas mehr als 1200 Milliarden Euro Bruttoemissionen). Vor dem Hintergrund hoher Zinssätze, ungünstiger Wachstumspotenziale und eines hohen Investitionsbedarfs könnte die Glaubwürdigkeit der Staaten in Bezug auf ihre Haushalte auf den Prüfstand gestellt werden.

Für die Länder mit den größten Problemen müsste die Verpflichtung, ihren Haushalt wieder nachhaltig zu gestalten, Vorrang haben. Allerdings muss die Neuausrichtung schrittweise erfolgen: Zu einem Zeitpunkt, da neue Haushaltsregeln diskutiert werden, ist es wichtig, sich an die Staatsschuldenkrise von 2011 zu erinnern...

¹ - Pandemie-Notfallankaufprogramm „Pandemic Emergency Purchase Programme“



Energiewende- Turbulenzen: Strukturell oder zyklisch?



Alix Chosson

Lead ESG Analyst for
Environmental Research
& Investments



Nicolas Cleris

Senior Credit Analyst



Nicolas Rutsaert

Senior Equity Analyst



**Marouane
Bouchriha**

CFA, Senior Fund Manager,
Thematic Global Equities

Steigende Zinsen, Änderungen der Regulierung, schwankende und schnell wieder sinkende Inputkosten – noch nie wurde so viel Geld in saubere Energien investiert und noch nie waren die Herausforderungen so groß wie 2023.

Während die Märkte offenbar beabsichtigen, den gesamten Sektor zusammen mit dem inflationären Badewasser auszuschütten, ist es Zeit, die strukturellen Veränderungen von den Problemen zu trennen, die sich bei der Hochskalierung einer ganzen Branche zwangsläufig ergeben – und die auch wieder nachlassen dürften.

Die Wende geht weiter

Trotz Kriegen, Versorgungsstörungen, Inflation und geopolitischer Unsicherheit steht saubere Energie für die meisten Regierungen nach wie vor ganz oben auf der Agenda – man denke nur an die Zahl der Teilnehmer an der jüngsten UN-Klimakonferenz COP 28 in Dubai. Der Klimawandel ist nicht nur nach wie vor die große globale Herausforderung dieses Jahrhunderts. Die Notwendigkeit für entschlossene Klimaschutzmaßnahmen wird nur noch weiter an Bedeutung gewinnen, da sich das Zeitfenster zum Handeln schließt.

Wir haben (noch) keine Verlangsamung beim Tempo der Energiewende beobachtet. Im Gegenteil: Die Internationale Energieagentur IEA prognostiziert ein weiteres Rekordjahr. Schätzungen zufolge werden die neu hinzukommenden erneuerbaren Kapazitäten im Jahr 2023 auf 440 GW beschleunigen, eine Steigerung um über 100 GW gegenüber den im Jahr 2022 hinzugekommenen Kapazitäten. Dies trotz der steigenden Kosten in den meisten Bereichen. Die Elektrifizierung von Personenkraftwagen vollzieht sich in einem Tempo, das laut der IEA nahe an dem liegt, das für ihr außerordentlich ehrgeiziges Netto-Null Szenario erforderlich ist. Jedes fünfte im Jahr 2022 verkaufte Auto war ein Elektroauto, im Vergleich zu jedem fünfundzwanzigsten nur zwei Jahre zuvor¹.

Von den Finanzmärkten erhielten saubere Technologien und insbesondere erneuerbare Energien im Jahr 2023 jedoch wenig Unterstützung. Nach mehreren Jahren mit einer guten Performance, die von einer starken regulatorischen Unterstützung getragen wurde, leidet der Sektor jetzt unter gesamtwirtschaftlichen, geopolitischen und sektorspezifischen Gegenwinden.

Wird der saubere Energiebereich das im Pariser Abkommen anvisierte Ziel erreichen, die erneuerbaren Energiekapazitäten bis 2030 zu verdreifachen? Einfach ausgedrückt, wird dies von der Fähigkeit der Regierungen abhängen, in einem veränderlichen wirtschaftlichen Umfeld langfristige Anreize für Investitionen in erneuerbare Energien zu geben.

Rentabilität? Es ist kompliziert.

Nach mehreren Jahren der Verbesserung verschlechterte sich die Wirtschaftlichkeit erneuerbarer Energien im Großteil des Jahres 2023. Die Stromgestehungskosten² für den breit definierten sauberen Energiesektor stiegen von 2020 bis 2023 um rund 15% bis 25%³, obwohl die Kosten in einigen Segmenten sogar gesunken sind. Der Bau neuer fossiler Kraftwerke ist nach wie vor eine erheblich teurere Alternative. Zudem litten diese Kraftwerke unter Inputkostendruck aufgrund der steigenden Gas- und Kohlepreise im Jahr 2022.

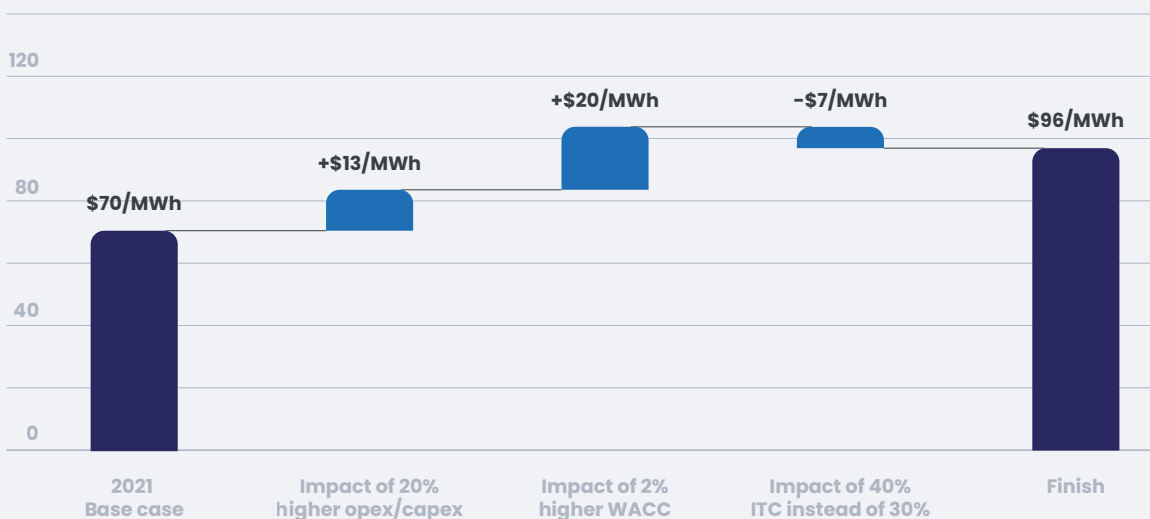
Die Rentabilität des erneuerbaren Energiesektors ist heterogen, sowohl nach Technologien als auch nach Regionen. Er wird stärker von der Politik als von der geografischen Lage beeinflusst. Höhere Stromgestehungskosten bedeuten jedoch nicht immer eine geringere Rentabilität, da die höheren Strompreise der installierten Basis bestehender erneuerbarer Energieerzeugungsanlagen zugutekamen.⁴

Die steigenden Zinssätze sind definitiv eine langfristige Veränderung. Doch trotz des steilen Anstiegs der Zinssätze und der hohen Kapitalinvestitionen in dieser Branche waren die Kapitalkosten nur ein Teil der Erklärung für die Verschlechterung der Wirtschaftlichkeit erneuerbarer Energien im Jahr 2023. Die Stromgestehungskosten hatten sich bereits vor den Zinserhöhungen verschlechtert. Grund dafür waren die steigenden Inputkosten. (Eine Grafik der Stahlpreise verdeutlicht dies.) Unabhängig davon, ob Sie die allgemeine Inflation als vorübergehendes Phänomen oder einen langfristigen Trend ansehen, sind die dramatischen Versorgungsstörungen und Engpässe der letzten zwei Jahre hoffentlich nicht die neue Normalität für den Anstieg der Inputkosten. Nach der enormen Belastung von 2022 und Anfang 2023 beginnen die Inputkosten im vierten Quartal 2023 bereits zurückzugehen.

Offshore Wind Cost Change – 2023E

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

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



Source: BNP Paribas

Erneuerbare Energien bleiben konkurrenzfähig. Aber nicht alle sauberen Technologien sind gleich.

Trotz des Anstiegs der Zinssätze und der heftigen Schwankungen der Inputkosten in den letzten Quartalen sind erneuerbare Energien gemessen an den Stromgestehungskosten nach wie vor sehr konkurrenzfähig. Wir erwarten, dass sich dies mindestens bis 2030 fortsetzt – sowohl aufgrund von technologischen Verbesserungen als auch dank unterstützender Gesetze wie dem Inflation Reduction Act in den USA.

Die verschiedenen Technologien – und viele Teile der Wertschöpfungskette für erneuerbare Energien – zeigten jedoch eine unterschiedliche Widerstandskraft gegenüber Veränderungen der Wirtschaftslage.

Die technologische Positionierung, der Grad der Integration und die Größe sind entscheidende Faktoren.

Man muss hinter die Durchschnitte blicken. Wie bei jeder ausgereiften Industrie gibt es Spitzenreiter und Schlusslichter. Einige saubere Energielösungen kommen aufgrund von technologischen Fortschritten und sinkenden Kosten etwas schneller in Fahrt als andere, zum Beispiel Solarenergie (Photovoltaik) und Elektrofahrzeuge. Zu den Schwachpunkten zählen die unzureichenden Investitionen in Stromnetze und Offshore-Windkraftprojekte. Ohne neu konzipierte Netze geht ein Teil der erneuerbaren Wind- und Solarenergie verloren, da sie die Endnutzer nicht erreichen kann. Zudem darf man nicht vergessen, dass die Hälfte des Wachstums aus China stammt. Daher heißt es, hinter die Gesamtwachstumswahlen zu blicken.

Insgesamt ist das Wachstumspotenzial gut. Eine Verdoppelung der Effizienz und eine Verdreifachung erneuerbarer Energien sind unbedingte Voraussetzungen, um das 1,5°C-Szenario des Pariser Abkommens zu erreichen. Die Bewertungsdebatte und die Fragen kreisen zum großen Teil um die Auftragspipeline und darum, welche Technologien dominieren werden. Doch wie bei jeder neuen Technologie – von Eisenbahnen bis zu Dotcom-Unternehmen – können hohe Wachstumsaussichten zu Überinvestitionen und Überkapazitäten führen. Die Anleger sollten diese Technologien und Geschäftsmodelle mit tiefgreifenden traditionellen Methoden analysieren und das Augenmerk vor allem auf fortgesetzte Wettbewerbsvorteile, die Rentabilität, ein vorhersehbares regulatorisches Umfeld und die Finanzierungsbedingungen richten. Projekte haben zumeist frühzeitige Cashflows, doch einige Unternehmen und Aktien in dem Sektor benötigen fast ständig Kapitalerhöhungen, um das in den Bewertungen vorweggenommene erwartete Wachstum beizubehalten. Wenn die Anleger dem Sektor den Rücken kehren, wird dies zum Problem.

Regulierung bleibt der wichtigste langfristige Trend.

Heute decken die meisten erneuerbaren Energieprojekte ihre Kapitalkosten mehr als ab.⁵ Doch aufgrund der vielen beteiligten Faktoren kann sich das Bild verändern wie ein Kaleidoskop. Wenn Investitionen des Privatsektors Erfolg haben sollen, muss die Regulierung vorhersehbar sein.

In Europa und den USA finden 2024 Parlaments- bzw. Präsidentschaftswahlen statt, bei denen prominente Kandidaten fossile Brennstoffe unterstützen. Außerdem könnte Europa eine weniger klimaorientierte Haltung einnehmen. Die Geopolitik wird ebenfalls eine entscheidende Rolle spielen. Wie werden Europa und die USA auf die Vorrangstellung Chinas in den Lieferketten für saubere Technologien reagieren? Wie wird sich die im IRA enthaltene Vorschrift zur Beschaffung in den USA auf den Markt auswirken? Wird Europa den „grünen Protektionismus“ verstärken?

Das Ziel der Behörden ist die Dekarbonisierung unserer Wirtschaft und die Sicherstellung der Energieversorgungssicherheit zu bezahlbaren Kosten für die Bürger. Dieses „Energie-Trilemma“ ist umso beunruhigender, wenn die Energiepreise hoch sind, was an den jüngsten Zweifeln von Regierungen aufgrund von erfolglosen Auktionen für erneuerbare Energieprojekte abzulesen war. Die Komplexität wird weiter zunehmen, wenn der Anteil erneuerbarer Energien wächst und es möglicherweise zu Konflikten mit der gegenwärtigen zentralisierten, auf „rein wirtschaftlichen Kriterien basierenden“ Funktionsweise der europäischen Strommärkte kommt.

Erneuerbare Energien sind ein sich beschleunigender langfristiger Trend. Das Tempo der Beschleunigung sowie die Widerstandsfähigkeit und Rentabilität der erneuerbaren Energien hängen von der Steuerung ab. Regierungen müssen sich entschlossen für die Energiewende einsetzen. Sie müssen sich gleichzeitig an das schwierigere gesamtwirtschaftliche Umfeld und die zunehmende Dringlichkeit des Klimaproblems anpassen. Die Geopolitik dürfte zu einem wichtigen neuen Faktor in diesem strukturellen „Energie-Trilemma“ werden, da saubere Technologie zu einer neuen Arena für Handelsstrategien und Machtdemonstrationen wird.

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

2 - Als Vergleichsbasis für Stromerzeugungstechnologien betrachten wir die Stromgestehungskosten (Levelized Cost of Electricity, LCOE): Bei erneuerbaren Energien fallen natürlich im Vorfeld Kapitalkosten an (und Wartungskosten in unterschiedlicher Höhe), während bei Energie aus fossilen Brennstoffen sowohl im Vorfeld Kapital investiert werden muss als auch laufende jährliche Brennstoffkosten anfallen.

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

4 - Der jüngste Kostenvergleich zwischen erneuerbarer und thermischer Stromerzeugung ist für langfristige Prognosen praktisch nutzlos, da die Energiekrise im Jahr 2022 in Europa dazu führte, dass die Kosten für die thermische Stromerzeugung 2022 in die Höhe schossen und 2023 wieder fielen. Die Kosten für die thermische Erzeugung liegen jedoch nach wie vor über den langfristigen Durchschnitten.

5 - Ein Beispiel: Laut Bernstein deckt der prognostizierte interne Zinsfuß (IRR) aller landgestützten Windkraft- und Solarenergieprojekte, auf der Basis der jüngsten Auktionspreise, ihre gewichteten Durchschnittskapitalkosten (WACC) spielend ab. Eine Ausnahme bildete die spanische Onshore-Windauktion im November 2022, als sich die Stahlpreise am Höhepunkt befanden.

Die IEA beurteilt das Wachstum erneuerbarer Energien zuversichtlich, unter anderem aufgrund der bedeutenden bestehenden Fertigungskapazitäten für Solaranlagen. Zum Beispiel wird vermutet, dass einige chinesische Solaranlagenhersteller nur mit 25% ihrer Kapazität produzieren.



Frühlingsschmelze an den Immobilienmärkten?



Lucie Hamadache

CFA, Credit Analyst



Simon Martin

Chief Investment Strategist
& Head of Research, Tristan
Capital Partners



René Clerix

CFA, Senior Institutional
Portfolio Manager – Equity

Die Märkte für Immobilien und Immobilieninvestitionen waren fast das gesamte Jahr 2023 über „eingefroren“. Die Immobilienbewertungen unterliegen einem hohen Druck, und Refinanzierungen werden schwieriger. Unter ihrem Mantel aus Eis jedoch stellen sich die Immobilieninvestoren und -verwalter schon auf die wärmere Saison ein.

Immobilien unter Druck

Das Geschäftsvolumen befindet sich angesichts des rapiden Zinsanstiegs im freien Fall und bringt es derzeit in Europa kaum auf 20 % des Vorpandemiestands.¹ Aus Mangel an Preisinformationen auf dem Markt haben Bewertungsunternehmen und Gutachter ihre Immobilienwertschätzungen hauptsächlich auf Zinsänderungen gestützt. Das Ausmaß und die Volatilität der Fremdkapitalkosten hat in den meisten Sektoren zu einem deutlichen Anstieg der Kapitalisierungssätze und damit zu einer Korrektur der Schätzwerte nach unten geführt. Der Umfang dieser Korrekturen konnte dabei durch die vergleichsweise starken Leasing-/Mietmärkte und durch Indexierungsvereinbarungen, die das Nettobetriebsergebnis sogar erhöht haben, geringfügig abgefedert werden.

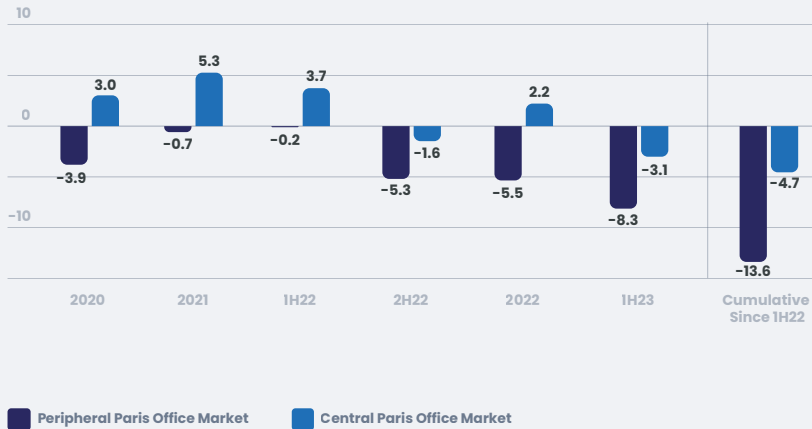
Trotz des marktweiten Preiseinbruchs ist das Ausmaß des Rückgangs in den einzelnen Teilsegmenten unterschiedlich. In einigen Segmenten ist die Talsohle bereits erreicht; bei anderen ist mit einem weiteren Preistrückgang zu rechnen.

Savills zufolge lagen die Mieterträge für Spitzenobjekte in Europas zentralen Geschäftsbezirken in der ersten Jahreshälfte 2023 bei etwa 4,5 %, was einer Erhöhung um 86 Basispunkte gegenüber der Vorjahresperiode entspricht.

Der Büromarkt im Großraum Paris hat sich in jüngster Zeit in zwei unterschiedliche Richtungen entwickelt: Im Zentrum der Metropole gingen die Bewertungen im mittleren einstelligen Bereich zurück, in ihren Randbezirken dagegen seit Mitte 2022 im mittleren zweistelligen Bereich – wenn auch ausgehend von unterschiedlichen Basiswerten. In der *Défense* erreichten die Nettoanfangsrenditen durchschnittlich 6,5 %, während die Mieten für Spitzenobjekte in den Geschäftsvierteln der Pariser Stadtmitte Renditen von rund 3 % einbrachten.

¹ - Real Capital Analytics.

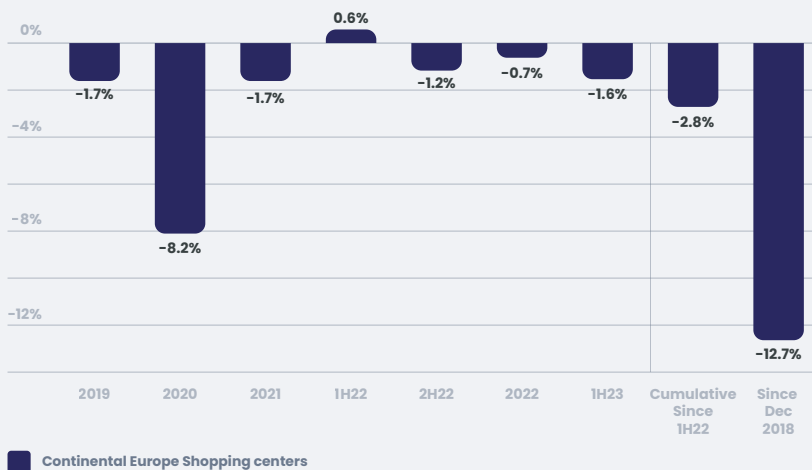
Paris in Two Parts: The Office Markets



Source: Candriam Analysis

Die Vermieter von Einzelhandelsobjekten mussten in Europa größere Immobilienbewertungsverluste schultern als die meisten anderen Segmente. Die Bewertungen von Shopping-Centern im Premiumsegment sind in Europa seit dem ersten Halbjahr 2022 um nur 3 % gefallen, während sie seit 2018 um 15 % zurückgegangen waren, und bieten seit HI 2023 nun Nettoanfangsrenditen von etwa 5,5 %.

European Shopping Centres: Valuation Declines Slowing



Source: Candriam Analysis

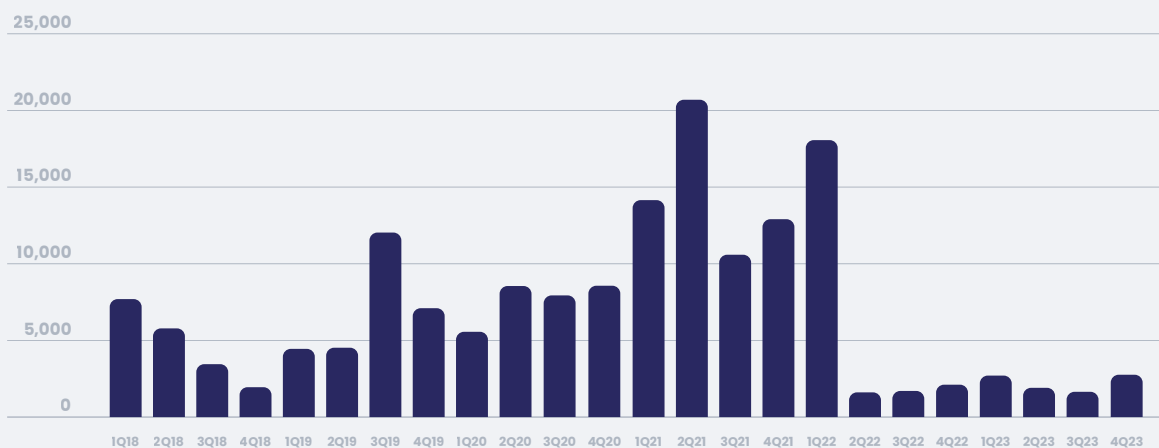
Refinanzierungsbedarf hoch, Kreditgeber jedoch zurückhaltend

Die Verlangsamung des Transaktionszyklus hat unter anderem einen sprunghaften Anstieg der Refinanzierungsaktivitäten mit sich gebracht. Investoren mit Refinanzierungsbedarf haben sich dabei in erster Linie an private Kapitalgeber gewandt. Unter den Banken ist die Kreditvergabebereitschaft drastisch zurückgegangen, seit die bankaufsichtlichen Änderungen ihren Tribut fordern. In Reaktion auf die mangelnde Nachfrage nach vorrangigen unbesicherten Schuldtitel haben die Emittenten den Banken Sicherheiten geboten.

Was Refinanzierungen über börsennotierte Schuldtitel angeht, hatten die meisten Immobilienemittenten seit dem 2. Quartal 2022 praktisch keinen Zugang zum Markt für vorrangige Anleihen, wie die Grafik zeigt. In jüngster Zeit zeichnen sich „Green Shoots“ ab – einige große Emittenten wie Covivio und Unibail-Rodamco-Westfield sind auf den Primärmarkt zurückgekehrt, und das Interesse an diesen Neuemissionen unter den Anlegern ist groß.

Angesichts eines derart hohen Refinanzierungsbedarfs ist die Sicherung der Liquidität zur obersten Priorität geworden, wozu auch die Kürzung von Dividenden, das Verstreichenlassen der Call-Termine von Hybridanleihen und die Veräußerung von Vermögenswerten gehören.

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



Source: Bloomberg

Fundamentaldaten – Langfristige Perspektive

Die operative Performance des Sektors wird durch langfristige Faktoren gestützt. Die Mieten in Europa beginnen zu steigen, die Leerstände sinken. Bei den Managern, die über die attraktivsten Objekte verfügen, die z. B. besonders umweltfreundliche Merkmale sowie eine gute Einrichtung und Lage aufweisen, ist die Nachfrage der Nutzer hoch und steigend. Die Mieten wurden durch Indexierungsklauseln in den Mietverträgen und geringe Leerstände bei qualitativ hochwertigen Anlagen gestützt, und in einigen Sektoren konnten wir einen erheblichen Anstieg der Erträge verzeichnen. Dies hat die Auswirkungen der höheren Kapitalisierungssätze reduziert, und es zeigen sich erste Anzeichen für eine Stabilisierung der Immobilienbewertungen.

Was manche überraschen mag, die **Fundamentaldaten für den deutschen Wohnungsmarkt** sind so gut wie schon seit Jahrzehnten nicht mehr. Auf dem größten europäischen Markt (gemessen an den Investitionen) herrscht derzeit das größte Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage seit mindestens einer Generation. Wohnungssuchende sehen sich mit extrem niedrigen Leerstandsquoten konfrontiert. Das geringere Angebot, doppelt eingeschränkt durch höhere Bau- und Finanzierungskosten, kann die aufgrund der drastischen demografischen Entwicklungen steigende Nachfrage nicht decken und vergrößert so die „Lücke“ auf dem deutschen Wohnungsmarkt.

Der Trend zum Home-Office hat sich auf den Markt für Büroflächen ausgewirkt, im Rahmen dessen die Mieter nach nachhaltigen Gebäuden und ganz allgemein nach „besseren Quadratmetern“ suchen. Diese Flucht in die Qualität hat dazu geführt, dass Spitzenimmobilien mehr Widerstandskraft zeigen als sekundäre Objekte.

Die Nachfrage nach Logistikimmobilien ist trotz der Normalisierung nach dem pandemiebedingten Anstieg nach wie vor hoch. Angesichts des Mangels an geeigneten Standorten, der Schwierigkeiten bei der Einholung von Baugenehmigungen, des Wachstums des E-Commerce und dem Bedarf an Onshoring in den Lieferketten wird dieses Wachstum voraussichtlich auch längerfristig anhalten.

Einkaufszentren, aber auch der konventionelle Einzelhandel, leiden seit langem unter dem E-Commerce und wurden obendrein von der Pandemie besonders in Mitleidenschaft gezogen. Die entsprechenden Bewertungen wurden schon gesenkt, bevor die Zinsen überhaupt zu steigen begannen. Die Fundamentaldaten der Einkaufszentren in Europa profitieren von der Erholung nach der Pandemie. Da die Mieterträge hier höher sind als in anderen Segmenten, reagieren sie weniger empfindlich auf Zinserhöhungen (solange sich die operative Performance nicht verschlechtert).

Kapitalmärkte

Angesichts knapper Kapitalressourcen wittern gut dotierte Immobilieninvestoren eine Chance. Eine Handvoll wichtiger Marktakteure hat Kapital aufgenommen, so dass in zahlreichen Immobiliensegmenten erhebliche Mittel für Investitionen zur Verfügung stehen. Darüber hinaus erwägen einige Immobilieneigner mit höherer Risikobereitschaft den Wiedereinstieg in einige Teilssektoren, die während der letzten Phase des Aufschwungs einen hohen Fremdkapitalanteil aufgewiesen haben – insbesondere in Deutschland und Schweden. Hier sehen wir bereits erhebliche Rekapitalisierungsmöglichkeiten.

Die cleversten Immobilienunternehmen nutzten die niedrigen Zinssätze, um ihre Laufzeiten zu sehr niedrigen Kosten zu verlängern. In dem neuen Zinsumfeld hat sich der Schwerpunkt auf die Nettoverschuldung und die Zinsdeckungsquoten verlagert.

Daraus könnten sich Chancen für verschiedene Anlageklassen ergeben. Die Aktienmärkte haben Immobilienunternehmen schwer bestraft. Dementsprechend sind einige dieser Unternehmen, die einen geringeren Verschuldungsgrad und/oder längere Laufzeiten haben, besonders attraktiv. Dies gilt erst recht, wenn sie auch noch über einen soliden Betrieb mit freiem Cashflow verfügen.

Bei börsennotierten Anleihen könnten Renditen von 5 bis 6 % in Verbindung mit einem üblichen Emissionsvolumen das Jahr 2024 zu einem Schlüsseljahr machen – insbesondere, wenn sich die Zinssätze stabilisieren und die Märkte wieder anziehen. Diese Art von Umfeld dürfte qualitativ hochwertigen Emittenten mit gesunden Bilanzen und einer guten operativen Performance entgegenkommen.

Wir rechnen mit Chancen für Private Capital, vor allem, wenn die Immobilienwerte in der Nähe ihrer Talsohle angekommen sind. Das Zusammenspiel von Zinssätzen und Spreads hat die potenziellen Renditen für vorrangig besicherte Darlehen auf „equity-like“ angehoben. Es kommt nur äußerst selten vor, dass europäische Private-Debt-Investoren einerseits so gut bezahlt werden und andererseits ein so offenes Spielfeld vorfinden. Die Eiseskälte auf dem Markt ist überstanden.

Fazit

Der Immobilienmarkt scheint zwar zu Beginn des Winters noch „eingefroren“, seine wichtigsten Akteure jedoch befinden sich keineswegs im Winterschlaf. Der Markt bietet risikobewussten Teilnehmern Chancen. Kapitalgeber und Investoren können die Unsicherheit und Volatilität der letzten beiden Jahre jetzt zu ihrem Vorteil nutzen, wenn sie mit der gebotenen Vorsicht vorgehen.

Bringt 2024 das „Tauwetter“ nach dem „Frost“?



Neue „Rising Stars“ im Universum der Schwellenländermärkte



Paulo Salazar

Head of Emerging
Markets Equity



Kroum Sourov

Lead ESG Analyst, ESG
Sovereign Research



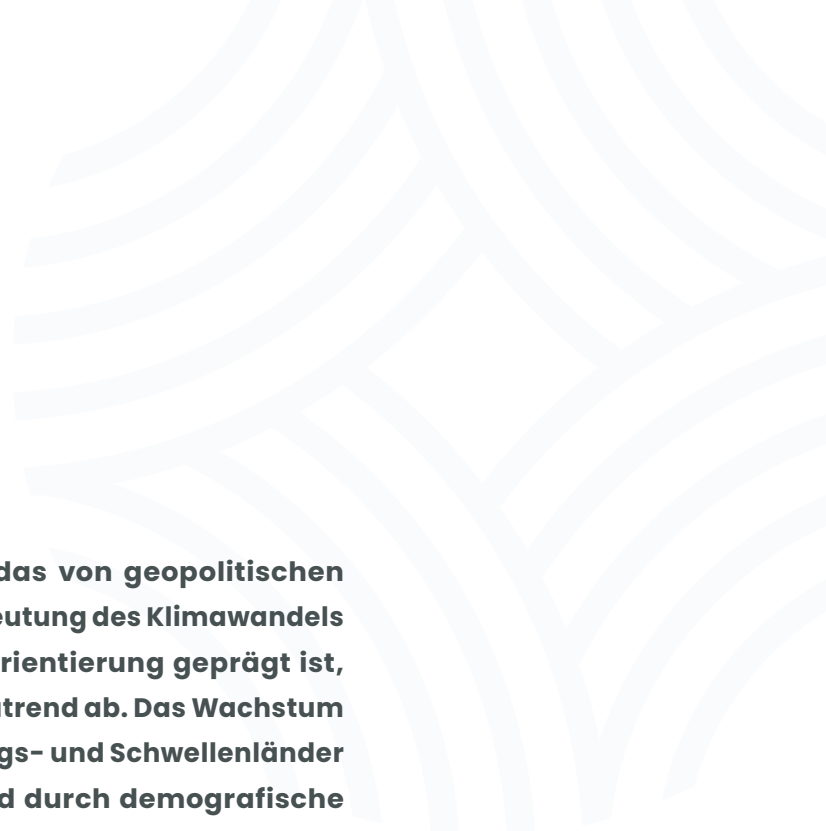
Vivek Dhawan

CFA, Portfolio Manager,
Emerging Markets Equity



**Alfred
Sandeman**

Analyst, ESG Sovereign
Research



In einem Umfeld im ständigen Wandel, das von geopolitischen Spannungen, der zunehmend größeren Bedeutung des Klimawandels und einer globalen wirtschaftlichen Neuorientierung geprägt ist, zeichnet sich ein deutlich erkennbarer Megatrend ab. Das Wachstum verlagert sich allmählich auf die Entwicklungs- und Schwellenländer außerhalb Chinas. Diese Entwicklung wird durch demografische Vorteile und die sich wandelnde globale Wirtschaftsstruktur verstärkt. Während die geopolitischen Spannungen den Trend zum Nearshoring fördern, stehen einige Schwellenländer vor Herausforderungen, da ihre einst so vorteilhafte demografische Struktur jetzt ein Risiko darstellt, weil die Bevölkerung altert. Die einschneidenden Auswirkungen des Klimawandels und der KI-getriebenen Automatisierung verkomplizieren die globale Wirtschaftsgleichung zusätzlich.

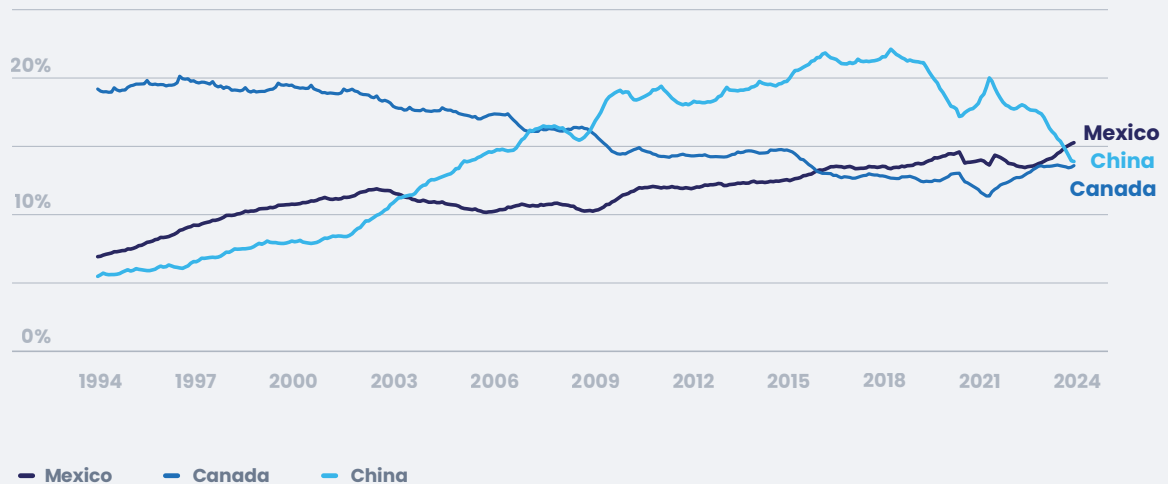
Am globalen Markt werden die Karten neu gemischt

Die 90er Jahre erlebten den Aufstieg der modernen Technologie-Revolution, die zum Outsourcing und Offshoring der Produktion in Länder mit billigeren Arbeitskräften und lascheren Umweltstandards führte. Die Umgestaltung der Lieferketten oder „China-plus-One“-Strategien schaffen Chancen für viele andere Entwicklungs- und Schwellenländer, insbesondere in Mexiko, Indien und Südostasien, in denen globale Unternehmen begonnen haben, in alternative Lieferketten zu investieren.

Mexiko profitierte aufgrund seiner geografischen Nähe zu den USA sehr früh davon und ist mittlerweile zum größten Handelspartner der USA geworden. In Asien sorgen die Bemühungen um eine Diversifizierung der Lieferketten für Rückenwind für das Wachstum von Fertigungs- und exportorientierten Unternehmen in Indien – in Sektoren wie Pharma, Biotech und Elektronik.

Mexico has become the US's largest trading partner

As a % of US total Imports



Source: Candriam, BNEF, December 2023

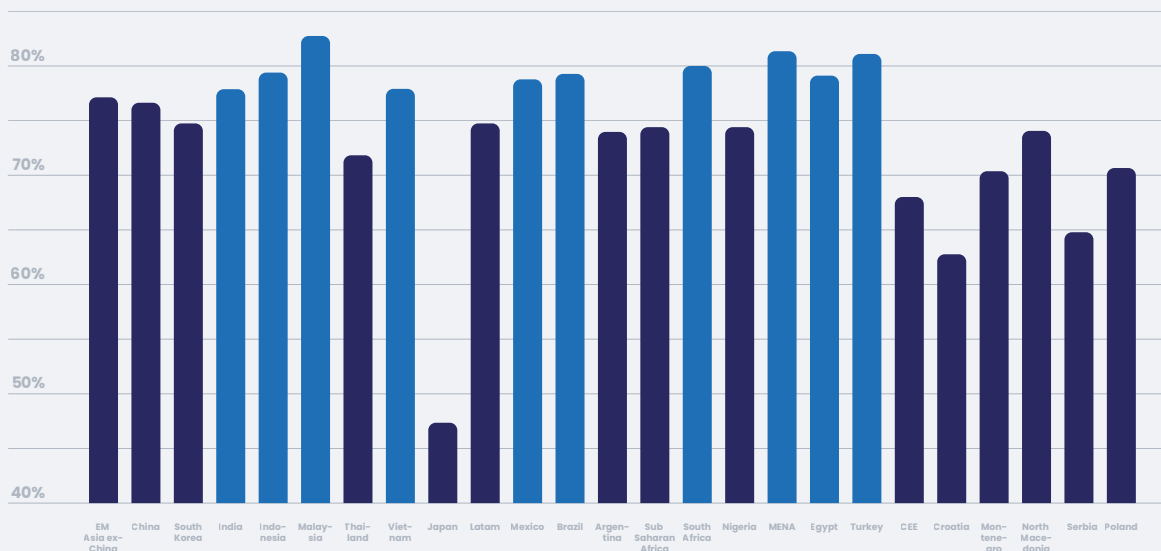
Bei der Beurteilung des Potenzials einzelner Länder, von der neuen dekarbonisierten Weltwirtschaft zu profitieren, müssen die Bevölkerungsdynamik und die Kapazität des betreffenden Landes berücksichtigt werden, aktiv zum Wandel beizutragen und neue Nachfragequellen im Inland und auf der lokalen Ebene zu erschließen.

Die demografischen Dividenden neigen sich zugunsten neuer Spitzenreiter in den Schwellenländern

China profitierte viele Jahre lang vom beträchtlichen Anteil der Bevölkerung im Erwerbsalter. Inzwischen erlebt das Land jedoch eine demografische Verschiebung zu einer alternden Bevölkerung während sich die Wirtschaft weiterentwickelt. Um eine klarere Perspektive zu gewinnen, müssen wir

verschiedene Faktoren berücksichtigen, die sich auf das künftige Nachfragewachstum auswirken. Unser Ländernachhaltigkeitsmodell bietet zusätzliche Einblicke in die Wachstumsaussichten der einzelnen Regionen und Länder. Um die Bedingungen am Arbeitsmarkt zu beurteilen, müssen die Zahlen für die Bevölkerung im Erwerbsalter angepasst werden. Dies umfasst die Zusammensetzung nach Geschlechtern, die Erwerbsquote, Sektorprofile und Arbeitsbedingungen. Darüber hinaus erstreckt sich der Einfluss der Gesundheitssysteme über die Menschen im erwerbsfähigen Alter und in sehr jungen Jahren hinaus. Bei der Beurteilung des Potenzials sollte der Anteil der jungen Menschen in den einzelnen Länder auch im Zusammenhang mit der Qualität und Verfügbarkeit von Bildung beurteilt werden. Auf Basis dieser Kennzahl dürften Länder wie **Indien, Indonesien und Malaysia** zukünftig besser abschneiden.

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



Source: The World Bank, Candriam Sovereign Sustainability Framework

Neue Allianzen bei der Energiewende eröffnen Wachstumschancen für Schwellenländer außerhalb Chinas

Die Welt befindet sich im Übergang zu neuen Technologien, die die Elektrifizierung der Weltwirtschaft antreiben. Im Fokus stehen Batterietechnologien und Halbleiter. Die Lieferketten für wichtige Mineralien wie Lithium, Nickel, Kobalt, Graphit und Mangan, wichtige Grundstoffe für Elektrofahrzeug-Batterien, sind stark konzentriert und werden hauptsächlich von Australien und China dominiert. Geopolitische Erwägungen und politische Maßnahmen in den USA und der EU sind darauf ausgerichtet, die Abhängigkeit von ausländischen Lieferketten zu verringern.

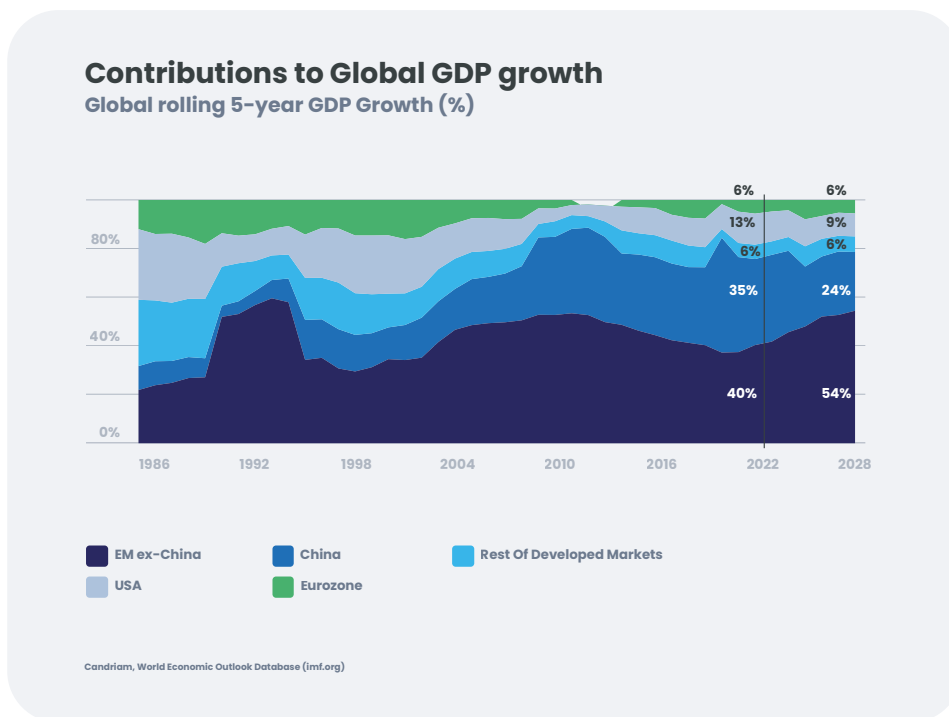
Mit Blick auf die Gewinnung von Mineralien kann eine Diversifizierung angestrebt werden, insbesondere bei Graphit, für das es in Europa und Brasilien beträchtliche Reserven gibt. Verbesserte geologische Gutachten in Schwellenländern sind enorm wichtig, ebenso wie Fortschritte bei der Recyclingtechnologie. Im Augenblick dominiert China die Produktion von Batteriezellen, Korea und Japan spielen jedoch entscheidende Rollen in Downstream-Bereichen. Mit entsprechender politischer Unterstützung und geopolitischen Veränderungen könnten andere Entwicklungs- und Schwellenländer aufholen.

Die Energiewende in der EU und den USA korreliert mit Partnerländern außerhalb Chinas und bietet Wachstumschancen für andere Entwicklungsländer. Gesetze wie der Critical Materials Act der EU¹ und der Inflation Reduction Act in den USA² schaffen die Grundlagen für Energiewendechancen in Ländern wie **Korea**³, **Indonesien und Lateinamerika**.

Emerging Markets ex-China, die eine zentrale Rolle in der Wertschöpfungskette für die KI-Technologie spielen

Die globale Versorgungskette der Halbleiter wird von Taiwan und Südkorea dominiert, zwei Regionen, die ein bedeutendes Gewicht in den Emerging Markets ex-China haben. Eine genauere Betrachtung der ergiebigen

KI-Wertschöpfungskette in den Schwellenländern verdeutlicht ihre entscheidende Bedeutung für die Bereitstellung der wesentlichen Infrastruktur für den globalen KI-Goldrausch – von Halbleiter- und Hardware-Produktionszentren in Asien bis zur Entstehung innovativer Technologien wie Speicher mit hoher Bandbreite und Chip-on-Wafer-on-Substrate. Dadurch sind diese Regionen wichtige Treiber von strukturellen und technologischen Entwicklungen in der gesamten KI-Lieferkette und versprechen ein potenziell signifikantes Wachstum in den kommenden Jahren.



Fazit: Die Anlagechancen in den Schwellenländern gehen weit über China hinaus und befinden sich an einem wichtigen Wendepunkt. **Vorteilhafte demografische Dynamiken, positive geopolitische Entwicklungen und Chancen durch die Energiewende und Halbleiter-Lieferketten könnten diese Märkte in die Lage versetzen, das globale Wachstum nachhaltig anzuführen.** Es sollte keine Überraschung sein, dass die Schwellenländer außerhalb Chinas in den kommenden Jahren die

größten Treiber des globalen Wachstums sein dürften. Wie sie diese Wachstumschancen umsetzen und nutzen, wird darüber entscheiden, in welcher Rolle und in welchem Maße sie zum globalen Wirtschaftswachstum beitragen. Während die Welt den Blick auf sie richtet, müssen sich diese Märkte der Situation gewachsen zeigen und den Weg zu einem nachhaltigen und robusten Wachstum in der sich ständig wandelnden globalen Wirtschaftslandschaft finden.

1 - Europäisches Gesetz zu kritischen Rohstoffen, https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/green-deal-industrial-plan/european-critical-raw-materials-act_en

2 - Inflation Reduction Act, CHIPS Fuel Construction Boom With Intel, TSM and Samsung Key Players Investor's Business Daily, <https://www.investors.com/news/inflation-reduction-act-chips-fuel-construction-boom-with-intel-tsm-and-samsung-key-players/>

3 - Grüne Partnerschaft EU und Republik Korea, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_2816



Kann man davon ausgehen, dass der Healthcare-Sektor im kommenden Jahr eine defensive Rolle spielen wird?




Rudi Van den Eynde

Head of Thematic Global Equity



Antoine Hamoir

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



Der Healthcare-Sektor zeigt trotz nicht so guter Verfassung wie zum Ende der Pandemie eine Resilienz mit vielversprechenden Indikatoren, wenn die Wirtschaft möglicherweise zu schwächeln beginnt.

2023: Ein enttäuschender, außer Atem geratener Sektor

Das Gesundheitswesen gilt in der Regel als defensiver Sektor, der stabiles, sequenzielles Wachstum liefert. Dennoch enttäuschte der Bereich im Jahr 2023 – und zwar selbst ungeachtet all der Probleme, mit denen die Welt konfrontiert war, von der Inflation über den Konjunkturabschwung bis hin zum Krieg. Dafür gibt es einige Gründe:

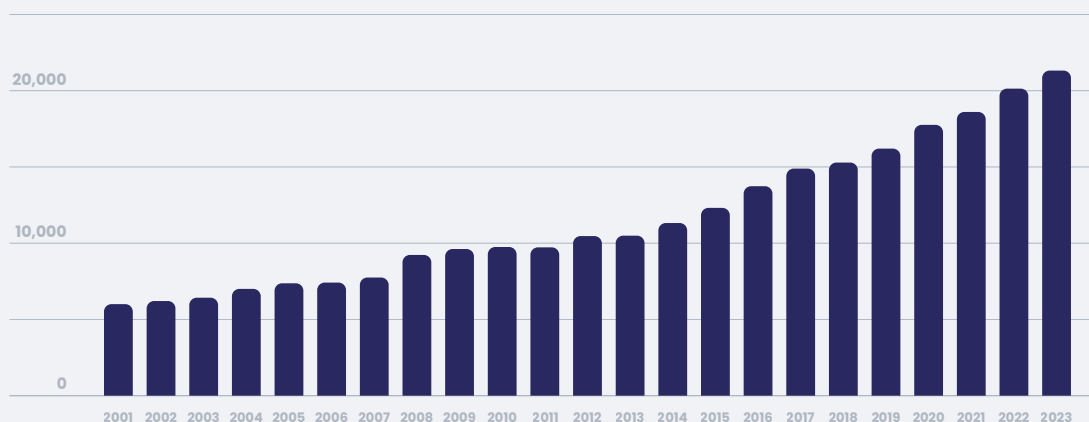
- Die starke Fokussierung der Investoren auf KI und Technologie im Allgemeinen in diesem Jahr hat die meisten anderen Sektoren aus dem Rampenlicht gedrängt.
- Die generelle Underperformance der Small und Mid Caps hat den innovationsorientierten Biotechnologiesektor empfindlich getroffen.
- Schließlich hat auch der Abbau der Lagerbestände unter den Kunden der Life-Science-Anbieter (zu denen etwa die Hersteller von Biopharmazeutika und die biomedizinische Forschung zählen) einige Unternehmen erheblich belastet. Das Umfeld im Anschluss an die Pandemie hat offensichtlich diejenigen Unternehmen bestraft, die ihren Umsatz aufgrund ihres direkten oder indirekten Exposures gegenüber Impfstoffen steigern konnten und jetzt Schwierigkeiten haben, vergleichbare Ergebnisse einzufahren.

Wie sehen wir die Entwicklung für 2024?

Der Gegenwind legt sich in vielerlei Hinsicht: Einerseits wird die Vergleichsbasis der Covid-Pandemie im Jahr 2024 immer einfacher, und andererseits signalisieren viele Life-Science-Unternehmen, dass sich der Abbau der Lagerbestände unter den Kunden einpendelt und wieder mehr Aufträge eingehen.

Zudem bietet die Underperformance aufgrund des makroökonomischen Hintergrunds derzeit attraktive Möglichkeiten im Hinblick auf aktuelle Bewertungen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Teilsektors Pharmazeutika weist mit 15 auf eine Unterbewertung hin und liegt unter seinem langfristigen Durchschnitt¹. Dies ist besonders bemerkenswert mit Blick auf die Tatsache, dass die grundlegenden Unternehmenskennziffern wie die Innovation nach wie vor intakt sind. Vor allem die Biotechnologie- und Gesundheitsbranche hat ein starkes Engagement für Innovationen gezeigt, wie die stetig wachsende Zahl der Medikamente in der Entwicklungspipeline belegt. Von 5.995 im Jahr 2001 ist diese Zahl bis zum Jahr 2023 auf beeindruckende 21.292 angestiegen. Auch die Zulassungsrate der FDA spiegelt diese Dynamik wider: Allein im Jahr 2023 werden mindestens 60 neue Medikamente zugelassen – ein deutlicher Anstieg im Vergleich zu den 39–53 Zulassungen der vorangegangenen vier Jahre (letzte Daten vom 8. Dezember 2023)².

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



Source: Pharmaprojects, January 2023

Andere gute Nachrichten begünstigen ebenfalls die Diagnose:

- So hatte sich das harte Vorgehen der chinesischen Regierung gegen die Korruption in Krankenhäusern und deren Ökosystemen negativ auf einige in China exponierte Unternehmen ausgewirkt, da die Krankenhäuser sämtliche Bestellungen von Neugeräten und sogar von Verbrauchsmaterialien einstellten bzw. einschränkten, bis die Untersuchungen abgeschlossen waren. Auch dieser negative Effekt dürfte sich bis Anfang 2024 wieder in Rückenwind (Nachholaufträge) umkehren.

- Ein großer positiver Faktor (zumindest für den Healthcare-Sektor) ergibt sich aus unserem Konjunkturszenario: So sind in vielen Regionen wie China und einigen europäischen Ländern bereits Anzeichen einer Abschwächung zu erkennen; gleichzeitig erwarten wir jedoch auch, dass sich die US-Wirtschaft im Jahr 2024 in einem langsameren Rhythmus bewegen wird, da die hohen Zinssätze weiterhin eine konjunkturelle Belastung bleiben. Die Inflation nimmt bereits ab, und wir erwarten, dass diese „Normalisierung“ anhält und die Aussicht auf Zinssenkungen der FED im Jahr 2024 sowie sinkende langfristige Zinssätze eröffnet. Die Kombination aus geringerem Wachstum bei niedrigeren Zinssätzen ist eine sehr attraktive makroökonomische Mischung für den Healthcare-Sektor, da das Healthcare-Geschäft im Vergleich zu anderen Branchen viel weniger von wirtschaftlichen Bedingungen abhängig ist - die Nachfrage nach Behandlungen besteht immer, unabhängig von wirtschaftlichen Bedingungen. Niedrigere Zinsen werden das Investorenvertrauen in noch nicht profitabel, aber innovative Biotechnologieunternehmen stärken.

Fieberhafte Aktivität ist derweil für die GLP-1-Arzneimittelkategorie Adipositas zu erwarten.

Adipositas (Fettleibigkeit), eine globale Herausforderung für das öffentliche Gesundheitswesen, betraf im Jahr 2020 mehr als 40%³ der Erwachsenen in den USA. Bis 2035 wird dieser Anteil voraussichtlich auf 50 % steigen. Die Folgen der Adipositas sind gravierend und führen zu einer Vielzahl von damit verbundenen Gesundheitsaufwendungen. Arzneimittel zur Adipositas-Behandlung waren in der Vergangenheit oft von Sicherheitsbedenken und Marktrücknahmen überschattet, was zu Skepsis gegenüber therapeutischen Optionen führte. Ansätze, die auf Änderungen der Lebensweise basieren, erwiesen sich allerdings oft als unzureichend für nachhaltigen Gewichtsverlust. Erste therapeutische Optionen waren durch frühere therapeutische Optionen waren von Nebenwirkungen abgelenkt, wiesen geringe Rezeptorspezifität auf, führten zu Dopaminersatz und somit zu Sucht sowie zu Verhaltensnebenwirkungen. Nach 100 Jahren voller gescheiterter Bemühungen erleben wir mit der Zulassung einer neuen Arzneimittelklasse, die auf Glukagon-ähnliches Peptid-1 (GLP-1) abzielt, einen echten Paradigmenwechsel. Zum ersten Mal überhaupt werden wirksame Medikamente zur Gewichtsabnahme mit akzeptabler Toleranz angeboten, nachdem sie sich bereits als Diabetes-Medikamente bewährt haben. Angesichts der positiven Endpunktergebnisse zu Co-Morbiditäten wächst unter den privatwirtschaftlichen Versicherungsunternehmen und den staatlichen Versicherungsträgern die Zahl der Befürworter der Kostenübernahme. Im klinischen und regulatorischen Umfeld liegt der Schwerpunkt auf der Sicherheit sowie auf greifbaren Endpunkten wie kardiovaskulären Ereignissen und Mortalität, wobei die GLP-1-Therapien bisher ihre Wirksamkeit bewiesen haben.

Der Sektor könnte jedoch an einigen hartnäckigen Infekten laborieren

Einige Teilsektoren der Healthcare-Branche gerieten jedoch unter Druck, da die Anleger befürchten, dass die Nachfrage nach kardiovaskulären Geräten oder orthopädischen Implantaten parallel zur Verbesserung der öffentlichen Gesundheit sinken könnte. Unserer Meinung nach sind GLP-1-Medikamente wirksam und markieren einen großen Fortschritt bei der Behandlung von Adipositas. Gleichzeitig scheint es übertrieben, Medizintechnikunternehmen den Untergang zu prophezeien, da kardiovaskuläre und andere Probleme vielfältige Ätiologien haben und auch das Ergebnis jahrzehntelangen Übergewichts sind. Daher sehen wir in ihnen eine Kaufgelegenheit für die betroffenen MedTech-Unternehmen. Darüber hinaus sind stark adipöse Patienten von bestimmten Operationen ausgeschlossen. Einen weniger extremen Body-Mass-Index (BMI) zu erlangen, könnte es diesen Patienten ermöglichen, beispielsweise eine künstliche Hüfte zu erhalten. Folglich können sich die Ergebnisse von GLP-1 auf Medizintechnikunternehmen auch positiv auswirken. Bei näherer Betrachtung der Einzelheiten aus der Ergebnisstudie von Novo Nordisk zeigt sich, dass der gesundheitliche Nutzen für US-Patienten weniger ausgeprägt war. Die genauen Gründe dafür sind noch nicht geklärt, stehen aber möglicherweise in Verbindung mit den sehr hohen BMI-Ausgangswerten bei Studienbeginn. Auch hier scheint die Annahme übertrieben, dass kardiovaskuläre und andere Erkrankungen verschwinden würden, wie einige Reaktionen am Aktienmarkt vermuten lassen.

Sind die US-amerikanischen Wahlen gut für das soziale Wohl?

Angeichts der bevorstehenden Präsidentschaftswahlen in den USA (sowie der Tatsache, dass auch einige Sitze im Kongress zur Neuwahl stehen) besteht das Risiko negativer Kommentare auf der Kostenseite des Healthcare-Sektors – ein Thema von eindeutiger Relevanz. Unserer Ansicht nach könnte es diesmal anders verlaufen, da das Gesundheitswesen dieses Mal nicht der Schauplatz des Gefechts zu sein scheint. Bei den Wahlen geht es eher um den internationalen

Handel, die Sicherheit und allgemeine soziale und gesellschaftliche Fragen, weshalb wir bei diesen Wahlen weniger Angst vor negativer Rhetorik haben.

Dies bedeutet nicht, dass die Gesundheitskosten im Allgemeinen nicht im Mittelpunkt stehen.

Präsident Biden unterzeichnete im 2022 den *Inflation Reduction Act* [Gesetz zur Bekämpfung der Inflation], der auch Bestimmungen für Medicare enthält. Im Rahmen dieses Gesetzes können *Centers for Medicare & Medicaid Services* (CMS) nun die Preise von Arzneimitteln aushandeln. Das CMS wählt aus den Top 50 der qualifizierten Originalpräparate die Medikamente mit den höchsten Gesamtausgaben aus. Die kumulative Liste beginnt mit 10 Medikamenten aus Teil D (die zu Hause verabreicht werden) im Jahr 2026, 15 aus Teil D im Jahr 2027, 15 entweder aus Teil B (die im Krankenhaus verabreicht werden) oder aus Teil D im Jahr 2028 und 20 aus beiden im Jahr 2029.

Die verhandelbaren Arzneimittel sind Markenmedikamente oder Biologika ohne Generika/Biosimilars, die je nach Medikamententyp erst nach 9-13 Jahren auf dem Markt zugelassen werden können. Es sollte erwähnt werden, dass Medikamente ohnehin bereits mit dem Verlust der Exklusivität (LOE) oder mit Patentklippen konfrontiert sind. Daher ist der Schutz von 12 Jahren für Biologicals, der im Biden-Plan angeboten wird, sowieso nahe am effektiven Patentschutz nach Beginn der Vermarktung, den ein neues Medikament de facto genießt. Letztendlich ist die Wirkung des Plans also eher begrenzt.

Darüber hinaus legt der *Inflation Reduction Act* (IRA) auch Faktoren fest, die zu Ausschlüssen von Preisverhandlungen führen, wie beispielsweise

Arzneimittel für seltene Krankheiten, Arzneimittel, für die Generika/Biosimilars verfügbar sind, oder auch Arzneimittel von Kleinunternehmen aus dem Bereich der Biotechnologie.

Die genauen Auswirkungen des Plans bleiben aufgrund verschiedener Faktoren ungewiss, darunter Unklarheiten in der Verhandlungssprache und anhängige Gerichtsverfahren in Pharma-Angelegenheiten. Angesichts der bevorstehenden Präsidentschaftswahlen ist die Umsetzung selbst dieses Plans im Jahr 2026 alles andere als sicher.

Zu Beginn des Jahres 2024 wird nach wie vor große Unsicherheit herrschen. Dementsprechend werden die Anleger im Healthcare-Sektor bei der Auswahl ihrer Aktien und der Zusammenstellung ihres Portfolios erneut solides Urteilsvermögen beweisen und gründliche Analysen vornehmen müssen. Wir sind überzeugt, dass Innovation und Unternehmen, die den nächsten Durchbruch in der Arzneimittelentwicklung schaffen, den besten Schutz gegen jede politische Einmischung darstellen. In den USA wird Innovation stets belohnt. Und tatsächlich schützt der Plan von Joe Biden die Innovationstätigkeit, indem er neu zugelassene Arzneimittel für einen beträchtlichen Zeitraum von jeder Preisverhandlung ausschließt, wodurch die Ursprungsunternehmen und Innovationen schaffenden Unternehmen Visibilität erlangen.

Wir gehen davon aus, dass der Healthcare-Sektor im Jahr 2024 mehr Resilienz zeigen wird. Unabhängig von der letztendlichen Entwicklung des Sektors stehen wir Ihnen selbstverständlich unterstützend zur Seite, damit Ihre Portfolios bestmöglich von diesen Chancen profitieren. Mit unseren besten Wünschen für ein gesundes 2024!

1 - Quellen: Bloomberg, Durchschnitt 2018-2022, Index: MSCI World Pharmaceuticals

2 - New Drugs at FDA: CDER's New Molecular Entities and New Therapeutic Biological Products, FDA, <https://www.fda.gov/drugs/development-approval-process-drugs/new-drugs-fda-cders-new-molecular-entities-and-new-therapeutic-biological-products> und Biological Approvals by Year, FDA, <https://www.fda.gov/vaccines-blood-biologics/development-approval-process-cber/biological-approvals-year>

3 - Lobstein, T., Brinsden, H. & Neveux, M. (2022). World obesity atlas 2022 „Obesity Exceptionalism: It's Different This Time. Framing the Opportunity and Challenges for a New Era of Obesity Treatment“ (September 2023) von BMO Capital Markets



USA: Was können wir im Wahljahr erwarten?



Nicolas Forest

Chief Investment Officer



Emile Gagna

Economist



**Florence Pisani,
PhD**

Global Head of
Economic Research



Nadège Dufossé

CFA, Global Head of
Multi-Asset

Am 5. November 2024 findet die amerikanische Präsidentschaftswahl statt. Dies wird im kommenden Jahr zweifellos im Fokus der Finanzmärkte stehen. Ein erneutes Duell zwischen Biden und Trump scheint derzeit am wahrscheinlichsten. Die Ziellinie ist allerdings noch in weiter Ferne, und andere Szenarien sind ebenfalls möglich. Vor allem, selbst wenn das Biden-Trump-Duell wiederholt werden sollte, könnten die Auswirkungen auf die Finanzmärkte dieses Mal recht unterschiedlich sein. Was können wir aus historischen Beobachtungen des Marktverhaltens in einem Wahljahr lernen? Welche Folgen könnte diese Wahl für die US-Wirtschaft haben? Wird die Volatilität an der Börse steigen? Nehmen die Zweifel hinsichtlich der Tragfähigkeit der US-Staatsverschuldung zu?

„It's the economy, stupid“ ... wirklich?

Knapp ein Jahr vor den Präsidentschaftswahlen bleibt das Wachstum dynamisch, bis zum 15. Dezember liegt der S&P 500 auf einem Rekordhoch, die Desinflationbewegung kommt gut voran, die Arbeitslosenzahlen nähern sich einem Rekordtief, die Kluft zwischen den höchsten und den niedrigsten Gehältern hat sich verringert und die Reindustrialisierung ist in vollem Gange! Die wirtschaftliche Bilanz der Regierung Biden kann sich also durchaus sehen lassen – besonders im Vergleich zu den Erwartungen der meisten Beobachter. Diese waren nämlich Ende 2022 in der Tat größtenteils noch davon überzeugt, dass die US-Wirtschaft unweigerlich in die Rezession rutschen würde, falls die Federal Reserve die Zinsschraube anziehen sollte... denn das war doch der einzige Weg zur Abschwächung der Inflation, oder etwa nicht?

Wer nun jedoch glauben sollte, dass Biden angesichts dieser Bilanz den Sieg bei der Wiederwahl bereits in der Tasche hätte, würde den Bogen etwas überspannen. Die Stimmung in vielen amerikanischen Haushalten ist vermutlich nicht so positiv, wie es die Indikatoren vermuten lassen, da die Preise trotz der gesunkenen Inflationsrate weiterhin deutlich höher sind als vor der Pandemie (+25 % bei Lebensmitteln, +20 % bei Neuwagen und sogar +35 % bei Gebrauchtwagen). Auch die steigenden Zinsen – sowohl für Verbraucherkredite als auch für Hypotheken – könnten sich negativ auf diese Wahrnehmung auswirken, da sie die Haushaltbudgets und die Erschwinglichkeit von Wohnraum belasten. Und nicht zuletzt ist es in einem extrem polarisierten politischen Umfeld keineswegs sicher, dass diese Wahl allein durch die Entwicklung der Wirtschaft und der Börse entschieden wird!

Wie verhalten sich die Märkte in einem Wahljahr?

Auch wenn es schwierig ist, Lehren aus früheren Erfahrungen zu ziehen, bietet das bisherige Verhalten des Aktienmarktes in Wahljahren dennoch einige Anhaltspunkte. So ist die Volatilität in der Regel höher als gewöhnlich und die Aktienmarktperformance etwas schwächer als „normal“. Die Grenzen dieser Studien liegen natürlich in ihrer geringen Stichprobengröße sowie in der Tatsache, dass schwere Rezessionen in manchen Wahljahren die Renditen empfindlich schmälern können. Dennoch lassen sich aus diesen Studien mehrere Lektionen ziehen: Seit 1984 war die durchschnittliche Aktienperformance in Wahljahren zwar positiv, aber dennoch schwächer als in anderen Jahren.¹ Gestützt wird diese Performance durch Gewinnsteigerungen der Unternehmen, die im Allgemeinen von den günstigen wirtschaftlichen Bedingungen im Vorfeld von Wahlen profitieren, während die Risikoprämie in der Regel ebenfalls steigt. Diese Performancesteigerung lässt sich ebenso wie der Volatilitätsanstieg auf die zunehmende wirtschaftspolitische Unsicherheit in Wahljahren zurückführen. In diesen Jahren steigt der „wirtschaftspolitische Unsicherheitsindex“ tendenziell ab dem Sommer an und normalisiert sich dann erst wieder nach Bekanntgabe der Wahlergebnisse.

Eine eingeschränkte Fiskalpolitik

Die Märkte werden aufmerksam die fiskalpolitischen Entscheidungen der Kandidaten verfolgen. Obwohl die entsprechenden Programme noch nicht festgeschrieben sind, hat Donald Trump bereits versprochen, „seine“ Steuersenkungen – beschlossen im Jahr 2017, gültig bis 2025 – weiter zu verlängern. Nach Berechnungen des CRFB² würde dies den Haushalt über einen Zeitraum von zehn Jahren mit rund 3,3 Billionen US-Dollar belasten (bzw. 3,8 Billionen US-Dollar unter Berücksichtigung des gestiegenen Zinsaufwands). Dadurch würde – unter gleichbleibenden Bedingungen – das Staatsdefizit um mehr als einen vollen Prozentpunkt des BIP steigen und die Staatsverschuldung bis 2033 auf 125 % des BIP anheben, gegenüber 115 % bei unveränderter Politik (d. h. bei Auslaufen der Steuersenkungen).

Die Finanzierung dieser von Ex-Präsident Trump angekündigten Steuersenkungen durch eine zehnprozentige Erhöhung der Zölle auf alle US-Importe könnte theoretisch über zehn Jahre hinweg 2,5 Billionen US-Dollar in den Haushalt

**Wird sich die Wahl auf den
Aktienmärkten voraussichtlich
eher auf sektoraler als auf
makroökonomischer Ebene
niederschlagen.**



einbringen. Diese Summe würde allerdings voraussichtlich durch Einbußen bei Einfuhren sowie durch einen Einbruch des Wachstums geschmälert. Vor allem jedoch würde eine derartige Erhöhung die Weltwirtschaft in einen Handelskrieg ungeahnter Ausmaße schicken. Eine Sanierung des Haushalts durch die Kürzung der nicht-militärischen Ausgaben, wie sie ebenfalls von Trump vorgeschlagen wird, ist illusorisch: Diese Ausgaben belaufen sich derzeit auf nicht einmal 3 % des BIP, und eine Reduzierung um mehr als 30 % ist unrealistisch.

Die Ratingagentur Moody's unterstrich kürzlich erneut die Risiken im Zusammenhang mit der Haushaltslage des Landes und setzte ihr AAA-Rating auf „negative watch“. Es stellt sich die Frage, wie die Anleihenmärkte auf den anhaltenden Anstieg der Schuldenlast und eine eventuelle Herabstufung des US-Ratings reagieren werden. Das Vertrauen der Anleger in die Fähigkeit der Regierung, ihren Schuldenberg in den Griff zu bekommen, ist im Laufe der Jahre immer weiter gesunken: So ist die CDS-Prämie für die USA bereits von 10 Basispunkten (Bp) im Jahr 2021 auf über 50 Bp Ende November abgerutscht (im Frühjahr 2023 lag sie anlässlich der Pattsituation bei der Schuldenobergrenze bei über 70 Bp).³ Investoren werden wieder gute Gründe haben, nervös zu werden...

Herausforderungen mehr sektorspezifisch als makroökonomisch

Angesichts des nun begrenzten fiskalpolitischen Spielraums wird sich die Wahl auf den Aktienmärkten voraussichtlich eher auf sektoraler als auf makroökonomischer Ebene niederschlagen. Und doch weisen die Positionen der Kandidaten für die Märkte in radikal entgegengesetzte Richtungen. So hat Joe Biden bis 2025 die Entkarbonisierung des Energiesektors und bis 2050 die Klimaneutralität versprochen. Die Vorgängerregierung unter Trump trat aus dem Pariser Abkommen aus und hat mehrere Umweltschutzgesetze und -verordnungen aufgehoben. Sollte Trump zum zweiten Mal zum Präsident gewählt werden, ist anzunehmen, dass er diesen Kurs auch weiter beibehalten wird. Auch die Zukunft des ACA (Affordable Care Act) steht im Fall von Trumps Wiederwahl in den Sternen. Nicht zuletzt könnten die Pläne der Kandidaten zur Regulierung der künstlichen Intelligenz ebenfalls die Märkte beeinflussen. Jedoch wird auch die Art der Mehrheit im Präsidentenamt genauso wichtig sein wie der gewählte Kandidat. Keiner der beiden Männer wird nach dem Amtsantritt seine Versprechen einhalten können, wenn seine Partei nicht die Mehrheit im Kongress gewinnt.

Geldpolitik unter Druck

Die Frage nach der Unabhängigkeit der US-Notenbank könnte ebenfalls für Unruhe auf den Finanzmärkten sorgen. Trump hat die Zentralbank schon oft unter Beschuss genommen und sich dabei manchmal kaum zurückgehalten. So bezeichnete er etwa ihren Vorsitzenden, Jerome Powell, im Jahr 2019 als „Bonehead“ (Dumpfbacke) – und versuchte, Judy Shelton, eine scharfe Kritikerin der Institution und eine eifrige Verfechterin für die Rückkehr zum klassischen Goldstandard, zu ernennen. Sollte Trump wiedergewählt werden, so stünden Judy Shelton vermutlich die Türen zur Fed offen (natürlich unter der Voraussetzung, dass der Senat sich nicht erneut gegen sie stellt) bzw. könnte sie eventuell gar deren Leitung von Powell übernehmen, da dessen Amtszeit als Vorsitzender im Januar 2026 ausläuft. Sich über die Unabhängigkeit der Zentralbank hinwegzusetzen oder dies auch nur anzudeuten, noch bevor die Erinnerung an die jüngste Inflationsphase verblasst ist, wäre gefährlich.

Steigende Eigenkapitalrisikoprämien und Volatilität am Horizont

Die Programme von Donald Trump und Joe Biden werden die amerikanische Wirtschaft folglich auf sehr unterschiedliche Kurse bringen. Die entsprechende Unsicherheit wird unweigerlich die Aktienmärkte belasten und die Volatilität erhöhen, solange sich kein Kandidat durchsetzt. Auch wenn sich nicht unbedingt aus der Vergangenheit auf die Zukunft schließen lässt, muss man sich diesbezüglich in Erinnerung rufen, dass Biden bei den Wahlen im Jahr 2020 zwar 7 Millionen Stimmen mehr als sein Gegner erhalten hat, die Wahl jedoch aufgrund der Besonderheiten des US-Wahlsystems dennoch am seidenen Faden hing und letztlich mit weniger als 100.000 Stimmen in einer Handvoll Bundesstaaten entschieden wurde! Das Schlimmste für die Märkte wäre natürlich, wenn die Ungewissheit am 5. November 2024 gar nicht ausgeräumt wäre.



1 - Analyse von Candriam, Daten von Bloomberg
2 - Committee for a Responsible Federal Budget, eine gemeinnützige Einrichtung
3 - Quelle: Bloomberg. Stand: 2. Mai und 30. November



Welche Portfoliodiversifikation für 2024?



Nadège Dufossé

CFA, Global Head of Multi-Asset

Auf der Suche nach einer „neuen“ Normalität

Als die Pandemie im Jahr 2020 ausbrach, wurden die Orientierungspunkte der Anleger dadurch über den Haufen geworfen. Die aufeinander folgenden Schocks der Coronakrise und dann der Energiekrise führten zu extremen Entwicklungen sowohl auf wirtschaftlicher als auch auf finanzieller Ebene. Diese Störungen beginnen nun, wie bei jedem wellenförmigen Phänomen, sich abzuschwächen. Das Jahr 2023 war von ungleichen wirtschaftlichen Leistungen geprägt und auch die Unternehmensergebnisse fielen durchwachsen aus. Wenn man nun bedenkt, dass das Jahr positiv für die Anleihen und Aktien endet, jedoch durch von stark unterschiedlichen Wertentwicklungen und signifikanten spezifischen Risiken geprägt war ... Welches Portfolio sollte man dann für 2024 aufbauen?

2024 dürfte eine höhere Visibilität für die Anleger mit sich bringen

Eine höhere Visibilität oder bessere Lesbarkeit? Wohl beides. Manche Konjunkturdaten bewegen sich endlich wieder in „bekanntem“ Gefilde. Die Inflation hat nachgelassen und dürfte in den USA sowie auch in der Eurozone rasch unter 3 % fallen¹ und somit nicht mehr die größte Sorge der Anleger darstellen. Zugleich dürften sich die Unterschiede des Konjunkturwachstums zwischen den Ländern den Prognosen des IWF zufolge in 2024/2025 umfassend verringern, nachdem die Schocks absorbiert wurden. Desgleichen gilt für die Geldpolitik: Wir befinden uns am Ende des geldpolitischen Straffungszyklus, da die Zentralbanken ihre Aufgabe erfolgreich erledigt haben und wieder über Handlungsspielraum verfügen. Nun stellt sich nicht mehr die Frage, ob es Zinssenkungen geben wird, sondern wann diese eintreten werden.

Die Anlegerstimmung ist mittlerweile, ebenso wie ihre Positionierung, weitaus positiver als noch zu Beginn des Jahres. Und genau dieser Hintergrund lässt eine neue Frage für 2024 aufkommen: Inwiefern ist dieses anscheinend besser vorhersehbare und überschaubare Umfeld bereits eingepreist?

Die strukturellen Zinsänderungen verändern das Portfoliogleichgewicht

Der Wendepunkt der Zentralbanken in den USA und Europa dürfte wirklich im kommenden Jahr eintreten, in unserem Basisszenario rechnen wir allerdings nicht mit einer größeren Zinssenkung. Wir befinden uns aktuell bereits sehr nahe an unseren Zinszielen in den USA und Deutschland für das Jahr 2024. Die Inflation hat schnell nachgelassen, doch die mittelfristigen Inflationserwartungen (5-10 Jahre) sind in den USA fest bei 3 % verankert, was dem Durchschnitt von 1998-2008 entspricht². Aufgrund des anhaltenden Umfelds mit höheren Zinsen verändert sich das Gleichgewicht eines diversifizierten Portfolios, da die Anleger mehr Vermögenswerte mit positiven Realrenditen zur Verfügung haben.

Zum aktuellen Jahresende scheinen die Anleger aufgrund der erwarteten Renditen bei Aktien und Anleihen nur wenig geneigt, die Risikopositionen ihrer Portfolios anzuheben. Die erwarteten Wertentwicklungen an den Aktienmärkten sind laut unseren Hypothesen unzureichend, um das Risiko eines enttäuschenden

Konjunkturwachstums und die geopolitischen Risiken abzusichern. Im Jahr 2024 stehen für die Hälfte der Weltbevölkerung Wahlen an! Bei den Anleihen bietet das Carry den Anlegern eine relativ sichere Rendite.

Aus diesem Grund bevorzugt unser Zielfortfolio für 2024 Anleihen gegenüber Aktien mit einer längeren Duration, da die Zentralbanken in den USA und Europa bei ihrer letzten Sitzung im Dezember ihren Wendepunkt bestätigten. Bei Anleihen investieren wir in Staatsanleihen (inkl. US-Dollar, mit Wechselkurssicherung). Wir bevorzugen zudem hochwertige (*Investment Grade*) Anleihen, die auf Euro und US-Dollar lauten. Schließlich bieten Schwellenländeranleihen in US-Dollar sowie auch in Lokalwährungen attraktive Renditen und sie dürften sich in einem Umfeld mit niedrigerem aber positivem Wachstum und einem weniger starken US-Dollar gut entwickeln.

Eine selektive Anlage in Aktien

Zum Ende des Jahres 2023 preisen die Aktienmärkte erneut ein – für sie positives – „Goldilock“³-Szenario ein. Wenn man von dem aktuellen Niveau der wichtigsten Indizes ausgeht, erwarten wir eine einstellige Rendite, die sich auf ein niedriges aber positives Gewinnwachstum und die Dividendenrendite stützt ([siehe unsere Einschätzung zu Aktien](#)). Wir können uns somit vorstellen, dass die Aktienmärkte sich ohne wirklichen Trend entwickeln werden, wobei das Aufwärts- sowie das Abwärtspotenzial begrenzt ausfallen. Denn bei einer wirtschaftlichen Enttäuschung oder einem exogenen Schock könnten die Zentralbanken heute viel einfacher eingreifen als noch vor einem Jahr.

Wenngleich es uns scheint, dass es dem Markt an Antriebsfaktoren mangelt, sind wir dennoch der Ansicht, dass **in bestimmten Themen attraktivere Chancen bestehen**. Dies ist beispielsweise bei hochwertigen defensiven Unternehmen aus **den Sektoren Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter** der Fall. Diese Sektoren entwickelten sich im Jahr 2023 weitaus unterdurchschnittlich, da sie teilweise durch die steigenden Zinsen und ein im Jahr 2023 letztendlich weitaus stärker als erwartetes Wachstum in den USA belastet wurden. Im Jahr 2024 bieten diese Unternehmen somit zwei Vorteile: eine geringere Sensitivität gegenüber der Entwicklung des Konjunkturzyklus und relativ attraktive Bewertungen. Wir schätzen Unternehmen aus dem **Technologiesektor, die von dem Thema KI profitieren, ebenfalls positiv ein**. Ihre Wertentwicklung an der Börse wird durch ein stärkeres Gewinnwachstum gestützt, was auch im kommenden Jahr noch anhalten dürfte. Zugleich dürfte das Zinsumfeld für ihre Bewertung kein Hindernis darstellen. Schließlich sehen wir bei Titeln Chancen, die durch teils gezwungene und undifferenzierte

Verkäufe beeinträchtigt wurden. Dies ist der Fall bei **Unternehmen mit den kleinsten Marktkapitalisierungen in Europa sowie in den USA**. Ihre nachhaltige Erholung wird jedoch durch eine gute Entwicklung der Geschäftstätigkeit bedingt sein.

„Prognosen sind schwierig, insbesondere wenn sie die Zukunft betreffen.“ Was ist, wenn wir falsch liegen ?

Kann unsere Allokation den verschiedenen möglichen Szenarien stand halten? Sollten die Ängste einer Rezession wieder aufflammen, müssten sich die Staatsanleihen gut entwickeln und es ermöglichen, den riskantesten Teil des Portfolio (vor allem Aktien) teilweise abzusichern. Die Korrelation zwischen den beiden Anlageklassen der Anleihen und Aktien würde in einem Umfeld mit einer normalen Inflation erneut negativ. Auch andere Vermögenswerte könnten den Rückgang der Aktien abfedern: Gold, der Yen oder auch alternative Anlagestrategien dürften sich in diesem Umfeld gut entwickeln.

Eine erneut ansteigende Inflation wäre allgemein das ungünstigste Szenario für ein diversifiziertes Portfolio, da in diesem ein Abwärtsrisiko sowohl auf den Anleihen als auch den Aktien lasten würde, wie dies im Jahr 2022 der Fall gewesen war. In diesem Fall müsste man Liquidität und das Exposure in bestimmten Rohstoffen wie Gold oder Energie (Erdöl) bevorzugen, um den Rückgang des Portfolios einzugrenzen.

Der letzte Risikotyp ist das exogene Risiko (geopolitisches Risiko, Risiko für die finanzielle Stabilität). Solch ein Schock würde einen umfassenden Anstieg der Volatilität auslösen, wobei dessen Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeiten bedacht werden müssen. Dies führt uns wieder zu unserem ersten Fall: Staatsanleihen, Gold, Yen und alternative Anlagestrategien können ein diversifiziertes Portfolio teilweise absichern.

Wir bevorzugen somit für 2024 einen ausgewogenen und selektiven Ansatz: bei Anleihen Suche nach Carry mit einer längeren Duration, Exposure in hochwertigen Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen; und bei Aktien ein spezifischeres Exposure in bestimmten Themen mit stärkerem Aufwärtspotenzial als die Indizes: Basiskonsumgüter, Technologie, Unternehmen mit den kleinsten Marktkapitalisierungen.

1 - Schätzung von Candriam

2 - Quelle: Bloomberg

3 - Ein ideales Szenario, bei dem die Wirtschaft weder zu stark noch zu schwach ist

Investieren mit Überzeugung: Fazit



Nicolas Forest

Chief Investment Officer

Als unsere Experten im vergangenen Monat ihre Überzeugungen für 2024 darlegten, wurde deutlich, dass der Markt das erhoffte Szenario zum Teil bereits vorweggenommen hat!


Der anhaltende Rückgang der Inflation und die sich abschwächenden makroökonomischen Daten weckten die Hoffnung auf eine unerwartet schnelle Normalisierung der Geldpolitik und unterstützten eine Senkung der Zinssätze um 100 Bp und eine gute Performance der risikoreichen Anlageklassen.

Die Jahresendrallye darf jedoch nicht die zehn strukturellen Fragen überschatten, die wir uns dieses Jahr gestellt haben.

Die Kosten für die Kreditaufnahme sind zwar gesunken, aber sind die Erwartungen an Zinssenkungen nicht zu schnell und zu ausgeprägt? Die Zentralbanken werden die Zinssätze 2024 normalisieren, aber sie werden sie

höher halten als im letzten Jahrzehnt. Das „neutrale“ Niveau im aktuellen Kontext zu bestimmen, ist alles andere als einfach. „**Hohe Zinsen... für wie lange?**“ ist eine gewagte Wette! Die Zinssenkungen und ihre zeitliche Abfolge werden vom Ausmaß des wirtschaftlichen Abschwungs und der künftigen Inflationsentwicklung abhängen.





Anleihen haben ihr Comeback gefeiert! Die Risikoprämien sind zwar gesunken, aber der Carry ist immer noch vorhanden. Selektion wird das Gebot der Stunde bleiben, vor allem in den am stärksten verschuldeten Gebieten.

„Anleiherenditen bieten eine Vielzahl von Möglichkeiten ... aber man muss sorgfältig auswählen“.

Die Staaten haben sich in den letzten Jahren stark verschuldet, um die wirtschaftlichen und sozialen Folgen der Pandemie und der Energiekrise abzumildern. **„Müssen wir uns Sorgen um die Tragfähigkeit der Staatsschulden in der Eurozone machen?“** Während die durchschnittlichen Kosten der Staatsverschuldung weiter steigen werden, werden die sinkende Inflation und die schwachen Wachstumsaussichten nicht dazu beitragen, die öffentlichen Finanzen wieder ins Gleichgewicht zu bringen. In einem Wahljahr wird die Entwicklung der Defizite ein Punkt sein, den es zu beobachten gilt.

Die steigenden Zinsen haben den Immobilienmarkt 2023 größtenteils eingefroren, aber das Tauwetter könnte anhalten! **„Immobilien... Tauwetter im Frühling“** Es gibt Chancen in mehreren Anlageklassen mit relativ soliden Strukturen, einschließlich privater Schuldtitel.

Im Jahr 2023 haben Aktien schlussendlich ein günstiges Jahr erlebt, das jedoch von einer starken Streuung geprägt war. **„Können Aktien 2024 auch ohne Rezession fallen?“** Auch wenn wir das Aufwärtspotenzial nach der Jahresendrallye für unwahrscheinlich halten, erscheinen uns einige Werte immer noch attraktiv:

- Unternehmen, die vor allem im Gesundheitssektor tätig sind, profitieren von der demografischen Entwicklung und ihrer starken Innovationskraft, nachdem sie im letzten Jahr mit Gegenwind zu kämpfen hatten. **„Wird der Gesundheitssektor wie erwartet seine defensive Rolle spielen?“**

- Der Sektor für erneuerbare Energien wurde von steigenden Zinsen und hohen Inputkosten geplagt und weist eine niedrige Rentabilität auf. Aber die Energiewende geht weiter und bleibt eine Priorität, und wie in jedem Sektor wird es Gewinner und Verlierer geben. Die technologische Positionierung, der Grad der Integration und die Größe werden Schlüsselfaktoren sein. „[Turbulenzen in der Energiewende: zyklisches oder strukturelles Phänomen](#)“.
- Auch in den Schwellenländern außerhalb Chinas gibt es Möglichkeiten. Eine günstige Bevölkerungsdynamik, positive geopolitische Entwicklungen und Chancen in den Bereichen Energiewende und Halbleiterindustrie verleihen einigen Ländern eine neue Rolle für das globale Wachstum. „[In der Galaxie der Schwellenländer, entdecken Sie die neuen aufsteigenden Sterne](#)“.

Als unsere Experten im vergangenen Monat ihre Überzeugungen für 2024 darlegten, wurde deutlich, dass der Markt das erhoffte Szenario zum Teil bereits vorweggenommen hat!



Neben den wirtschaftlichen Herausforderungen werden auch die Herausforderungen der Wahlen den Rhythmus des Kalenders bestimmen! In der Tat sind 60% des weltweiten BIP von Wahlen betroffen, darunter die Wahl in den Vereinigten Staaten im November. Auch wenn ein erneutes Duell zwischen Biden und Trump heute am wahrscheinlichsten erscheint, wird die Unsicherheit die Märkte belasten und ihre Volatilität nähren. „[USA: Was ist in einem Wahljahr zu erwarten?](#)“

In einem instabilen geopolitischen Umfeld, einer fragilen Wirtschaft und einem Jahr voller Herausforderungen stellt sich die Frage: „[Wie sollten Sie Ihr Portfolio aufbauen?](#)“. Unser Zielportfolio für den Beginn des Jahres 2024 gibt Anleihen gegenüber Aktien und selektiven Anlagen den Vorzug. Wir glauben, dass es Chancen bei defensiven Unternehmen aus den Sektoren Gesundheit und nichtzyklischer Konsum, Technologie und Nutznießer des KI-Themas sowie bei kleineren Unternehmen gibt. Vergessen wir nicht, dass Gold, der Yen und alternative Strategien das Portfolio schützen können.

Das Investmentteam von Candriam und ich wünschen Ihnen ein außergewöhnlich erfolgreiches Jahr 2024! Gemeinsam bleiben wir fest entschlossen, eng mit Ihnen zusammenzuarbeiten, um die Herausforderungen zu meistern und alle Chancen zu nutzen, die sich uns bieten werden. Möge dieses Jahr für Erfolg und fruchtbare Errungenschaften stehen. Lassen Sie uns gemeinsam eine nachhaltige und vielversprechende finanzielle Zukunft aufbauen!



144 € Mrd.

**verwaltetes Vermögen
Stand: Juni 2023***



+600

**experten in
Ihrem Dienst**



+25 Jahre

**Vorreiter für
nachhaltiges Investieren**

Dies ist eine Marketing-Mitteilung. Bitte beachten Sie den Fondsprospekt und das Basisinformationsblatt, bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Diese Marketing-Mitteilung stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten noch eine Anlageempfehlung oder eine Bestätigung einer Transaktion dar, es sei denn, es wurde ausdrücklich vereinbart. Obwohl Candriam die Daten und Quellen in diesem Dokument sorgfältig auswählt, können Fehler oder Auslassungen nicht von vornherein ausgeschlossen werden. Candriam kann nicht für direkte oder indirekte Verluste haftbar gemacht werden, die sich aus der Verwendung dieses Dokuments ergeben. Die geistigen Eigentumsrechte von Candriam müssen jederzeit respektiert werden, der Inhalt dieses Dokuments darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung nicht vervielfältigt werden.

Hinweis: Die vergangene Wertentwicklung eines bestimmten Finanzinstruments oder Indexes oder einer Wertpapierdienstleistung oder -strategie sowie Simulationen der vergangenen Wertentwicklung oder Prognosen der künftigen Wertentwicklung lassen keine Rückschlüsse auf künftige Erträge zu. Die Bruttoleistung kann durch Provisionen, Gebühren und andere Kosten beeinträchtigt werden. Wertentwicklungen, die in einer anderen Währung als der des Landes, in dem der Anleger seinen Wohnsitz hat, angegeben sind, unterliegen Wechselkursschwankungen, die sich negativ oder positiv auf die Gewinne auswirken können. Wenn in diesem Dokument auf eine bestimmte steuerliche Behandlung verwiesen wird, hängen diese Informationen von der individuellen Situation des jeweiligen Anlegers ab und können sich ändern. Das Risiko eines Kapitalverlusts trägt der Anleger.

*Ab dem 30.06.2023 änderte Candriam die Berechnungsmethode für das verwaltete Vermögen (AUM) und das AUM umfasst nun bestimmte Vermögenswerte, wie nicht-diskretionäres AUM, externe Fondsauswahl, Overlay-Services, einschließlich ESG-Screening-Services, [Beratungsdienstleistungen], White-Labeling-Services und Modellportfolio-Bereitstellungsservices, die sich nicht als regulatorisches verwaltetes Vermögen qualifizieren, wie im Formular ADV der SEC definiert. Die AUM werden in USD angegeben. AUM, die nicht auf USD lauten, werden zum Kassakurs vom 30/06/2023 umgerechnet.