

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

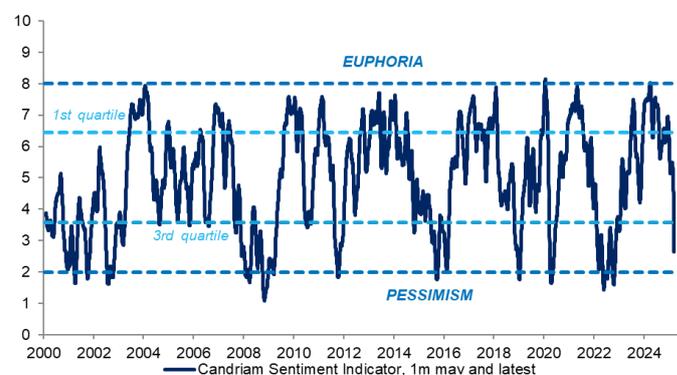
Haushaltspolitische Hoffnungen in Europa, Furcht vor einer „Trumpzession“ in den USA

Während die wirtschaftliche Unsicherheit in den Vereinigten Staaten zunimmt, wird die Haushaltspolitik in Europa zum Hoffnungsschimmer. Unsere Strategie für dieses von der Risikoaversion geprägte Umfeld besteht darin, dass wir Aktienpositionen aus den USA zugunsten der europäischen Märkte umschichten und unter globalen Aktien diversifizieren. Gleichzeitig treibt die steigende Risikoprämie eine Umschichtung in Staatsanleihen der USA und Europas an. Unsere Anlageüberzeugungen unterstreichen die wachsende Sorge über eine potenzielle „Trumpzession“. Dies steht im Gegensatz zu den Bemühungen zur Ankurbelung des Wirtschaftswachstums, vor allem durch massive Verteidigungs- und Infrastrukturinvestitionen in Deutschland. Infolgedessen haben wir unsere Beurteilung globaler Aktien auf „Neutral“ gesenkt und verfolgen jetzt in den Sektoren und Regionen außerhalb der USA einen ausgewogenen Ansatz, während wir bei US-Aktien zu einer Untergewichtung übergehen. Bei den Anleihen bevorzugen wir ein Durationsexposure in Kerneuropa (Deutschland), da 2025 weiterhin ein niedriges Wachstum und Disinflationstrends erwartet werden. Im Gegensatz dazu setzen wir jetzt nicht mehr auf eine kurze US-Duration, da wir davon ausgehen, dass die Abwärtsrisiken für das Wachstum in den kommenden Monaten schwerer ins Gewicht fallen als das Risiko einer höheren Inflation. Außerdem stellen wir die Position im Währungspaar Euro/US-Dollar glatt und bleiben Käufer des japanischen Yen.

Risikoaversion und US-Markt

Das aktuelle Marktklima verlangt einen vorsichtigeren Ansatz, bei dem die geographische Diversifikation ein hohes Gewicht erhält, um die Marktvolatilität abzufangen. An den Märkten hat sich eine risikoaverse Stimmung breit gemacht. Dies veranlasst die Anleger dazu, ihr Engagement in US-Aktien zu reduzieren.

Der Candriam-Stimmungsindikator hat sich in den letzten Wochen in den USA deutlich verschlechtert



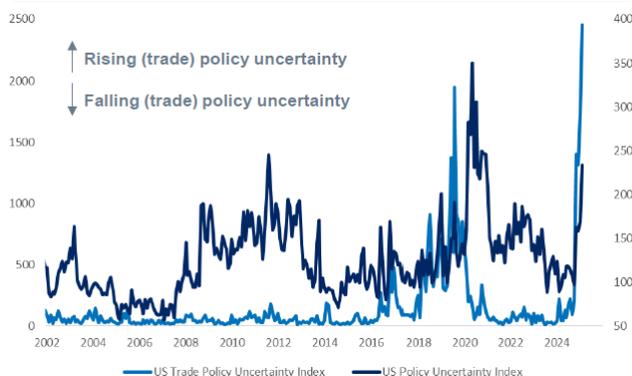
Quellen: Candriam, Bloomberg©

Die Grafik zeigt die Entwicklung des Candriam-Stimmungsindicators für die USA. Dieser firmeneigene Index stützt sich auf eine Vielzahl beobachteter Finanzmarktdaten.

Nach der Rückkehr von Donald Trump in die Politik sind Befürchtungen über eine Eskalation der Zölle, potenzielle Handelskriege und letztlich auch eine fiskalische Straffung aufgekommen, die die Konjunkturdynamik abwürgen könnte. Die Zollbeschlüsse der USA gegen Kanada und Mexiko bergen eine bedeutende wirtschaftliche Tragweite, vor allem aufgrund der integrierten Versorgungsketten Nordamerikas. Viele Marktteilnehmer, die Trumps Zollpläne als reine Verhandlungstaktik betrachtet hatten, waren gezwungen, ihre ursprünglichen Erwartungen zu revidieren.

Die drastische Zunahme der handelspolitischen Unsicherheit während Trumps zweiter Amtszeit übersteigt alles bisher Dagewesene, auch das Niveau während seiner ersten Amtszeit. Diese Unsicherheit behindert Anlageentscheidungen, die Lagerbestandsverwaltung und allgemeine Konjunkturprognosen. Sie resultiert in Abwärtskorrekturen der Wachstumserwartungen für die USA und fördert daher eine negative Rückkopplungsschleife.

Nach einer kurzen Stabilisierung im Dezember hat die handelspolitische Unsicherheit seit dem Amtsantritt von Trump weiter zugenommen



Quellen: Candriam, Bloomberg©
Die Grafik zeigt die Entwicklung der Handelspolitik und der allgemeinen wirtschaftspolitischen Indizes in den USA.

Noch beunruhigender ist möglicherweise die willkürliche Umsetzung politischer Maßnahmen. Dies macht die Risikobeurteilung und -bewertung außerordentlich schwierig. Alles in allem haben mehrere Faktoren zu der ungünstigeren Lage beigetragen, die die Summe ihrer Teile übersteigt. Dies wirkt sich nachteilig auf das Geschäftsklima und das Verbrauchervertrauen aus und schürt die Sorge über eine „Trumpzession“. Kurz gesagt wurde dieses, sich rasant verschlechternde Umfeld durch mehrere Faktoren verursacht:

- **Eine Konjunkturverlangsamung in den USA:** Das BIP-Wachstum in den USA wird voraussichtlich abbremsen, wobei einige Indikatoren auf eine Verlangsamung von knapp 3% im Jahr 2024 auf 2% im Jahr 2025 hindeuten. Die zunehmenden Handelsspannungen, die wirtschaftliche Unsicherheit und restriktivere Finanzierungsbedingungen belasten das Vertrauen und die bevorstehenden Konjunkturdaten jetzt schon. Diese Verlangsamung führt zu einem Abwärtstrend der wirtschaftlichen Überraschungen, die Ende Februar von positiv auf negativ umgeschlagen sind – ein Spiegelbild der Bewegung des letzten Frühjahrs.
- **Handelskriegsrisiken:** Die Verhängung aggressiver US-Importzölle für China, Mexiko und Kanada, gefolgt von „gegenseitigen“ Zöllen für den Rest der Welt könnte die weltweiten Handelsflüsse beeinträchtigen, was die Unternehmensgewinne und das Wirtschaftswachstum mindern könnten.
- **Fiskalische Sparmaßnahmen:** Die aktuellen Haushaltsdebatten in den USA deuten auf potenzielle Ausgabenkürzungen hin, die vor allem einkommensschwächere Haushalte überproportional belasten und damit den Konsum und die Wirtschaftstätigkeit beeinträchtigen könnten.

Um uns gegen diese Risiken abzusichern, sichten wir Kapital nach Europa und in die Schwellenländer um, wo die Bewertungen attraktiver sind und staatliche Konjunkturimpulse an Zugkraft gewinnen.

Fiskalische Impulse in Europa: ein Kontrastprogramm

Während sich die US-Wirtschaft mit der politischen Unsicherheit herumschlägt, setzt Europa auf eine proaktivere Fiskalpolitik. Die jüngsten Initiativen deuten auf die Entschlossenheit hin, das Wachstum zu unterstützen und Europa als stabilere Destination für Investitionen zu positionieren. Dies verstärkt die Abwendung von US-Aktien:

- **Lockerung der fiskalpolitischen Beschränkungen:** Die Europäische Kommission deutete eine größere Flexibilität der Haushaltsregeln an und will eine höhere Defizitfinanzierung zulassen, um das Wachstum anzukurbeln.
- **Investitionen in die Verteidigung und die Industrie:** Der Großteil der finanzpolitischen Lockerung in Europa dürfte für höhere

Verteidigungsausgaben und Anreize für die Industrie verwendet werden. Dies trägt zu optimistischeren Wachstumsaussichten bei.

- **Deutschlands 500 Mrd. Euro schwerer Infrastrukturfonds:** Wie zur Bestätigung dieses spektakulären Umdenkens im Hinblick auf den fiskalpolitischen Sparkurs hat Deutschland ein auf zehn Jahre ausgelegtes Infrastrukturfonds vorgeschlagen. Schwerpunkte sind Eisenbahnen, die digitale Infrastruktur und Stromnetze. Dadurch soll die Wirtschaftstätigkeit ab 2026 jährlich um knapp 1% des BIP angekurbelt und ein vorteilhafteres Umfeld für langfristige Investoren geschaffen werden, auch in mittelständischen Unternehmen.
- **Stärkung der Gewinne europäischer Unternehmen:** Infolge des Pakets werden die Erwartungen an die Unternehmensgewinne in Europa nach oben korrigiert, im Gegensatz zu den Abwärtskorrekturen in den USA. Diese fundamentale Stärke untermauert die Outperformance europäischer Aktien seit Jahresbeginn.

Wir behalten jedoch im Auge, dass Europa bisher weniger von der US-Handelspolitik betroffen ist. Potenzielle künftige Zölle – möglicherweise ab dem 2. April – könnten aber neue Risiken schaffen. Dies ist ein wichtiger fundamentaler Faktor, der uns an einer optimistischeren Einschätzung europäischer Aktien hindert.

Die Gewinnkorrekturen der Analysten für die nächsten zwölf Monate entwickeln sich in Europa und den USA in entgegengesetzte Richtungen – zugunsten Europas



Quellen: Candriam, LSEG Datastream, Bloomberg©
Die Grafik zeigt die Entwicklung der erwarteten Unternehmensgewinne in Europa und der US-Aktienindizes im kommenden Jahr.

Auf der anderen Seite des großen Teichs stellen wir fest, dass der US-Aktienmarkt nach einer langen, von Mega-Cap-Technologieunternehmen angetriebenen Rally auf Gegenwind stößt, da die Unternehmensgewinne unter Druck geraten sind. Trumps Motto „Drill baby, drill“ führt zu einem Überangebot an Öl und drückt die Ölpreise weltweit. Dies verringert zwar sicherlich die Inflationsbefürchtungen, aber auch das Gewinnwachstum im Energiesektor, da die OPEC-Länder entschlossen sind, die Förderung wieder in vollem Umfang aufzunehmen.

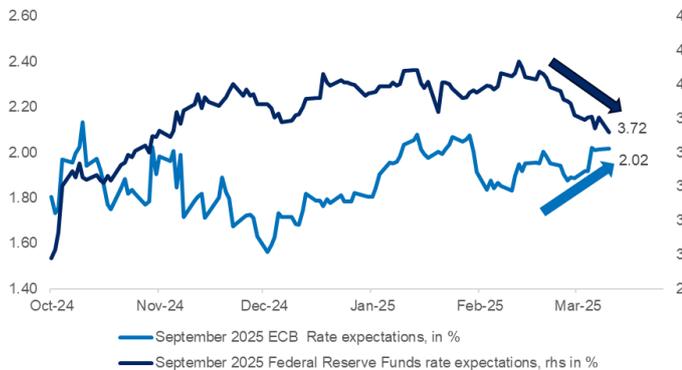
Infolgedessen haben wir unsere Beurteilung globaler Aktien auf „Neutral“ gesenkt und verfolgen jetzt in den Sektoren und Regionen außerhalb der USA einen ausgewogenen Ansatz, während wir bei US-Aktien zu einer Untergewichtung übergehen.

Obwohl wir das Engagement in den USA reduzieren, ist es im Jahr 2025 wichtig, ein diversifiziertes Aktienengagement zu halten. Trotz der größeren Unsicherheit auf kurze Sicht bieten globale Aktien immer noch gute langfristige Wachstumschancen. Daher verteilen wir Kapital auf verschiedene Regionen und Sektoren: Die Schwellenländer und Japan beurteilen wir insgesamt nach wie vor neutral. Vor allem China ist trotz der anhaltenden geopolitischen Risiken weiterhin ein wichtiger Akteur an den globalen Märkten. Die Entschlossenheit des Landes, die Wirtschaft durch eine fiskalpolitische Unterstützung und den Ausbau der industriellen Kapazitäten zu stärken, bietet selektive Anlagechancen.

Upgrade von Anleihen: Anhebung der US-Duration, Beibehaltung der Long-Position in Europa

Die Faktoren, die den Abwärtskorrekturen der Prognosen für das Wirtschafts- und Gewinnwachstum zugrunde liegen, machen sich auch an den Zinsmärkten bemerkbar: Die geldpolitischen Erwartungen wurden durch die Bedenken über das US-Wachstum und die Hoffnungen auf die Staatsausgaben in Europa in unterschiedliche Richtungen beeinflusst. Im Falle von Deutschland dürfte die Anhebung der Verteidigungsfinanzierung lediglich ein kleiner technischer Ausrutscher in Bezug auf die Absorption der zusätzlichen Emissionen sein, aber kein fundamentales Problem für den AAA-Status des Landes.

Die vom Markt implizierten Leitzinserwartungen für Europa und die USA per September 2025 entwickeln sich in entgegengesetzte Richtungen



Quellen: Candriam, Bloomberg®

Diese Grafik zeigt die Entwicklung des erwarteten Referenzzinsniveaus für die USA und den Euroraum im September 2025

Wenn die wirtschaftliche Unsicherheit wächst, nimmt auch die Attraktivität hochwertiger Anleihen zu. Da sich die Risikoprämien ausweiten, schieben die Anleger ihre Portfolios um und beziehen längerfristige Anleihen der USA und Europas mit ein. Wir vertreten folgende Überzeugungen:

- **Positiv in Bezug auf europäische Anleihen:** Da die fiskalischen Impulse das Wachstum unterstützen und die Inflation relativ eingedämmt bleibt, ist eine Long-Position in europäischer Duration nach wie vor attraktiv. Die deutschen Realzinsen sind gestiegen, worin das Vertrauen auf die Haushaltspläne zum Ausdruck kommt, während die Kreditrisikoprämien (Spreads) europäischer Anleihen weiterhin relativ stabil sind. Vor diesem Hintergrund halten wir eine lange Duration über deutsche Bundesanleihen.
- **Neutral am US-Anleihenmarkt:** Trotz der kurzfristigen wirtschaftlichen Unsicherheit dürfte die US-Notenbank (Fed) vorerst bei ihrer vorsichtigen Haltung in Bezug auf die Zinssätze bleiben. Dies bietet eine Gelegenheit, die Duration von US-Treasuries zu verlängern und damit von höheren

Renditen zu profitieren, aber potenzielle Aktienmarktrisiken zu mindern. Im Gegensatz zu den Markterwartungen, die sich seit Ende 2024 deutlich verändert haben, sind unsere Erwartungen an die Geldpolitik der Fed nach wie vor bei rund zwei Zinssenkungen im Jahr 2025 verankert. 2026 dürften dann zwei weitere Lockerungsschritte folgen.

- **Herabstufung von Hochzinsanleihen auf eine Untergewichtung:** Im Einklang mit dem insgesamt vorsichtigeren Anlageumfeld haben wir europäische und US-amerikanische Hochzinsanleihen auf eine Untergewichtung herabgestuft. Die Spreads liegen nach wie vor unter den historischen Niveaus, da die technischen und fundamentalen Faktoren von Kredittiteln immer noch gut sind. Hochzinsanleihen erscheinen als schwächstes Glied in einem Multi-Asset-Portfolio, da eine Verbesserung des Umfelds kaum Auswirkungen auf die Spreads hätte, während eine Verschlechterung zu einer Ausweitung führen könnte. Die Konvexität wurde natürlich ausgepreist, da die politische Unsicherheit wächst und die Stimmung dämpft.

Als Fazit stellen wir fest, dass eine proaktive und flexible Anlagestrategie in diesem veränderlichen wirtschaftlichen Umfeld entscheidend ist. Ein vorsichtigerer Ansatz erfordert eine Reduzierung des US-Aktienengagements, aber die Beibehaltung eines diversifizierten Portfolios. Vor allem die fiskalischen Impulse in Europa bieten ein Gegengewicht zu den Unsicherheiten in den USA. Dies untermauert das Argument für eine Umschichtung in europäische Märkte. An den Anleihenmärkten unterstützt der Anstieg der Risikoprämien eine Umschichtung in Anleihen mit langer Duration in den USA und in Europa, bei gleichzeitiger Reduzierung des Hochzins-Engagements. Da die Besorgnis über eine Trumpzession wächst, müssen die Anleger diese Dynamiken sorgfältig austarieren und in einer volatilen Welt nach Stabilität suchen.

CANDRIAM HOUSE VIEW UND ÜBERZEUGUNGEN

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

| | | | |
|---------------|-------|--------------------|---|
| Stark positiv | ●●●●● | Keine Veränderung | ▶ |
| Positiv | ●●●● | Exposure reduziert | ▼ |
| Neutral | ●●● | Exposure angehoben | ▲ |
| Negativ | ●● | | |
| Stark negativ | ● | | |

| | Positionierung (Aktuelle Einschätzung) | Kursgewinn |
|------------------------------|---|------------|
| Globale Aktien | ●●● | ▼ |
| USA | ●● | ▼ |
| EWU | ●●● | |
| Europa ohne EWU | ●●● | |
| Japan | ●●● | |
| Schwellenländer | ●●● | |
| Anleihen | ●●●● | |
| Europa | | |
| Kerneuropa | ●●●● | |
| Europäische Peripherieländer | ●●● | |
| Investment Grade Europa | ●●● | |
| Europa High Yield | ●● | ▼ |
| USA | | |
| USA | ●●● | ▲ |
| USA IG | ●●● | |
| USA HY | ●● | ▼ |
| Schwellenländer | | |
| HW-Staatsanleihen | ●●● | |
| LW-Staatsanleihen | ●●● | |
| Währungen | | |
| EUR | ●●● | ▲ |
| USD | ●●● | ▼ |
| GBP | ●●● | |
| AUD/CAD/NOK | ●●● | |
| JPY | ●●●● | |

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