

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Fundamentale Unterstützung für unsere zuversichtliche Einschätzung

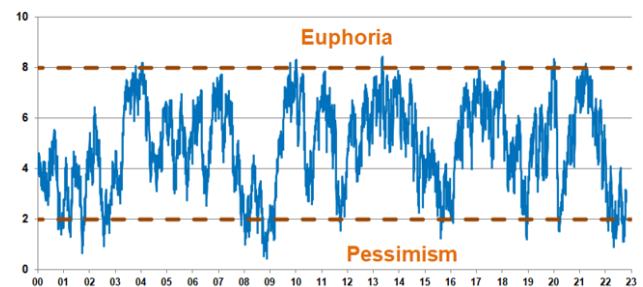
Im Oktober stimmten uns die Ergebnisse unserer Analyse der Marktkonfiguration zuversichtlicher. In diesem Monat lieferte die fundamentale Unterstützung weitere Gründe für die Beibehaltung dieser Ansicht. Die Unsicherheit im Hinblick auf die Aussichten für die Weltwirtschaft ist jedoch nach wie vor hoch und die Abwärtsrisiken für die Gewinne bestehen weiter. Daher dürften sich die Schwankungen in allen Anlageklassen fortsetzen. Vor diesem Hintergrund haben wir beschlossen, unsere taktische Übergewichtung in Aktien über die USA und die Schwellenländer beizubehalten und im festverzinslichen Bereich weiterhin Kredittitel gegenüber Staatsanleihen zu bevorzugen.

Der Ausgangspunkt: Eine extreme Marktkonfiguration

Unsere Analysen der Anlegerstimmung, der Marktpsychologie und der technischen Situation deuteten im Oktober auf einen verbreiteten Pessimismus hin und förderten allgemein **schwache Kennzahlen** zutage. Diese extreme Konfiguration ist normalerweise ein Kaufsignal und spricht für eine kurzfristige Markterholung. Dies veranlasste uns zu einer zuversichtlicheren Einschätzung von Risikoanlagen und zur Aufstockung von Aktien und Hochzinsanleihen.

Zuletzt **beobachteten wir eine Normalisierung** dieser extremen Situation. Es gibt aber immer noch Spielraum für eine Verbesserung. So erklärten 91 % der Anleger, dass sich die weltweiten Gewinne in den nächsten zwölf Monaten nicht verbessern würden. Dies ist wohl kaum ein Zeichen für eine überschwängliche Haltung der Anleger.

Der Candriam-Stimmungsindikator



Quellen: Candriam, Bloomberg©

Die Grafik zeigt die Entwicklung des firmeneigenen Stimmungsindikators, normalisiert zwischen 0 und 10, auf der Basis verschiedener Dateninputs.

Die Stimmungsindikatoren und Marktpsychologie sind nicht mehr extrem, aber aus längerfristiger Sicht immer noch ziemlich niedrig.

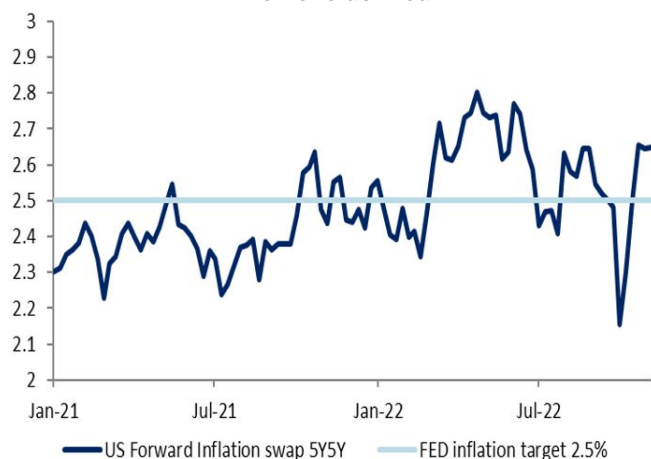
Verlangsamung der geldpolitischen Straffung

Die erste Phase der Erholung an den Finanzmärkten wurde offenbar von einer extremen Marktkonfiguration angetrieben. Doch für die nächste Phase der Aufwärtsbewegung ist eine fundamentale Unterstützung nötig. Glücklicherweise hat sich die **Einschätzung der Geldpolitik der Zentralbanken gewandelt**. Derzeit sehen die Märkte das Glas nicht mehr als halb leer an, sondern als halb voll.

Die Anleger haben bemerkt, dass sich das Tempo und der Umfang der Zinserhöhungen der Zentralbanken in aller Welt im Vergleich zu den Vormonaten verlangsamt hat. Auch wenn der Umfang der Zinserhöhungen abnehmen könnte, waren die jüngsten Kommentare der Mitglieder der Europäischen Zentralbank (EZB) eindeutig restriktiv.

Die wichtigste Frage für Multi-Asset-Investoren lautet natürlich, **wo und wann die US-Notenbank (Fed) eine Pause im Straffungszyklus einlegen wird**. Dies hängt unserer Meinung nach von den Trends am Arbeitsmarkt ab. Die Fed wird die Trends am Arbeitsmarkt aufmerksam beobachten. Einige Maßstäbe könnten auf eine weniger angespannte Lage hindeuten. **Die US-Löhne haben offenbar den Höhepunkt erreicht**. Ihr Trend wird darüber entscheiden, auf welchem Niveau die Fed eine Pause einlegt. Die **Inflationserwartungen sind jedoch nach wie vor hoch**.

Die Inflationserwartungen liegen nach wie vor über der Zielhöhe der Fed



Quellen: Candriam, Bloomberg©. Die Grafik zeigt die Entwicklung der 5-jährigen Forward-Inflationsswaps in 5 Jahren und das Inflationsziel der Fed.

Rückgang der wirtschaftlichen, sozialen und politischen Risikoprämien

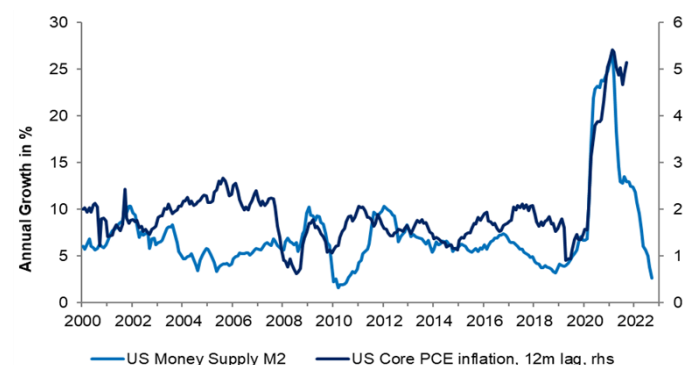
Der Rückgang der Risikoprämien in Bezug auf die wirtschaftlichen und politischen Aussichten ist ein weiterer fundamentaler Unterstützungsfaktor für die Finanzmärkte.

In den meisten Ländern zeigen die Umfragedaten inzwischen eine rückläufige Industrieproduktion an. Doch in den harten Daten müssen sich die Auswirkungen der bisher realisierten geldpolitischen Straffung erst noch zeigen.

Der globale Einkaufsmanagerindex für die Industrie liegt im zweiten Monat in Folge unter 50 Punkten und signalisiert damit eine Kontraktion der Wirtschaftsleistung. Interessanterweise hat sich das Tempo der Verlangsamung auf der globalen Ebene im zweiten Monat in Folge verringert, aber in der Eurozone weiter beschleunigt. **Für die Anleger ist dies inzwischen keine Überraschung mehr**.

Die Wachstumsüberraschungen sind wieder im positiven Bereich, während die Überraschungen durch unerwartet hohe Inflationszahlen allmählich abnehmen. Im Hinblick auf die künftige Inflation betonen wir noch einmal, dass die Geldpolitik mit einer unterschiedlich langen zeitlichen Verzögerung Wirkung zeigt. Dies sollte dazu beitragen, die Inflation zu drücken. **Die Geldmenge in den USA hat sich deutlich verringert**. Dies deutet auf einen bevorstehenden Rückgang der Inflation hin.

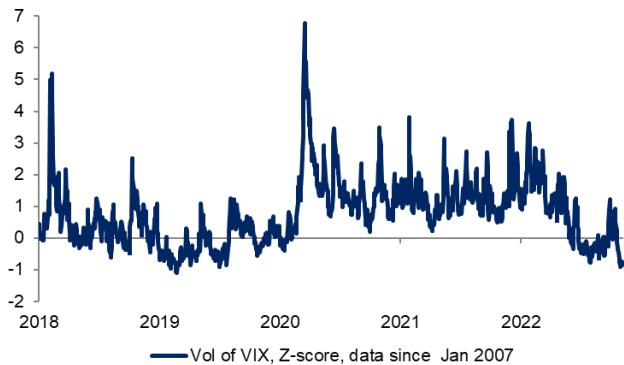
Wird die Inflation der Geldmenge nach unten folgen?



Quellen: Candriam, Bloomberg©. Die Grafik zeigt die jährliche Wachstumsrate der US-Geldmenge und des US-Kernindex der privaten Konsumausgaben

Darüber hinaus nehmen die Märkte einen Rückgang der Unsicherheit/Volatilität in Bezug auf geopolitische Risiken vorweg. Die Volatilität der Volatilität ist **auf Niveaus der Zeit vor der Pandemie gesunken**.

Die Volatilität der Volatilität ist seit Mitte Oktober stark zurückgegangen



Quellen: Candriam, Bloomberg©
Die Grafik zeigt die Entwicklung der Volatilität der impliziten Aktienvolatilität (VIX) in den USA

Der Rückgang der Risikoprämien ging auch mit besseren Nachrichten aus China einher, die auf ein mögliches Ende der Null-Covid-Strategie im Jahr 2023 hindeuteten.

Wie dies genau ablaufen soll, ist unklar, aber es werden bereits Vorbereitungen getroffen. Im Hinblick auf mögliche Impfstoffe stellen wir fest, dass der inhalierbare Impfstoff von CanSino nach dem Parteikongress zugelassen wurde und nun verteilt werden könnte. Darüber hinaus wurde der mRNA-Impfstoff von BioNTech für Ausländer in China zugelassen.

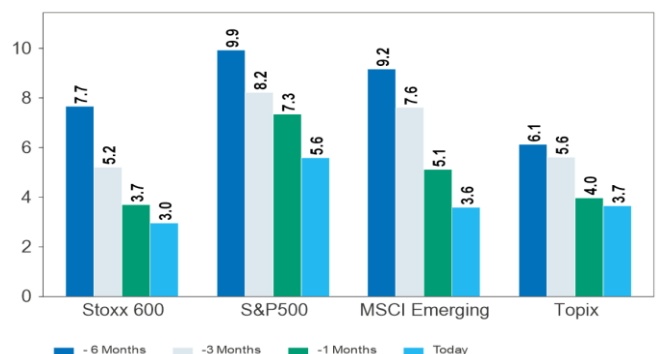
Obwohl die Regierung vor Kurzem das Festhalten an der Null-Covid-Strategie bekräftigte, sind Anleger der Ansicht, dass sie im Frühjahr – nach der Reisewelle zum neuen Jahr und den beiden Parteikongressen im nächsten März – umschwenken könnte. Die Finanzmärkte neigen dazu, eine solche Wiederöffnung vorwegzunehmen. Auf Basis der Beobachtungen im Westen könnte die positive Dynamik zwei bis drei Monate andauern.

Die Gewinnprognosen werden nach unten korrigiert

Für das nächste Jahr wird nach wie vor **ein positives Wachstum der Gewinne je Aktie (EPS) erwartet**. Doch der Trend wird allmählich negativ. Das Ausmaß der Korrekturen unterscheidet sich unter den Regionen und Sektoren:

- In den USA betreffen die Abwärtskorrekturen in erster Linie den Technologie- und den Kommunikationssektor.
- In Europa sind hauptsächlich Nicht-Basiskonsumgüter- und Grundstoffunternehmen von negativen Korrekturen betroffen.
- In den Schwellenländern werden vor allem die Gewinnerwartungen von Energie- und Nicht-Basiskonsumgüter-Unternehmen nach unten korrigiert.
- Innerhalb der Schwellenländer wurden die Gewinnprognosen für Korea und Taiwan besonders deutlich zurückgeschraubt.

Änderungen der Konsenserwartungen an das Gewinnwachstum im Jahr 2023



Quellen: Candriam, Bloomberg©, Refinitiv
Die Grafik zeigt die aktuellen Konsenserwartungen an das Gewinnwachstum im Jahr 2023 und die tatsächlichen Wachstumsraten vor einem, drei und sechs Monaten.

Wie bereits angedeutet, haben wir die Erwartungen an das EPS-Wachstum für die USA und für Europa auf Basis der globalen Einkaufsmanagerindizes, des handelsgewichteten US-Dollar-Index, der Ölpreise und der 10-jährigen US-Rendite modelliert.

Wir sind der Meinung, dass die Gewinnwachstumserwartungen künftig zurückgeschraubt werden müssen. In den USA könnte das EPS-Wachstum bis zum Ende dieses Jahres um 2 % nach unten korrigiert werden, während das europäische EPS-Wachstum eine Abwärtskorrektur von 8 % erfahren könnte.

Im Hinblick auf die Performance stellen wir fest, dass die **US-Indizes mehr als eine sanfte Landung vorwegnehmen**. Genauer gesagt, nehmen Zykliker mit langer Duration eine harte Landung vorweg. In Europa bewegen sich die Performancedaten jedoch auf den Niveaus früherer sanfter Landungen. Die Höherbewertung im letzten Monat kam Substanzwerten (Value-Aktien) zugute, die jetzt keine sanfte Landung mehr vorwegnehmen.

Beurteilung der aktuellen Positionierung

Kurz gesagt richten wir unsere Multi-Asset-Portfolios derzeit auf die folgenden drei Richtungen aus:

- **Wir folgen dem positiven Trend für Aktien, jedoch mit einem kontrollierten Risikobudget.**
- **Wir behalten eine leicht untergewichtete Duration bei.**
- **Wir beurteilen Kredittitel weiterhin positiv.**

In der ersten Oktoberhälfte hatten die Marktsignale extreme Niveaus erreicht. Seit Oktober haben sich die Aktienmärkte stark erholt, was zu einer raschen Normalisierung und einer überzeugenden Markterholung führte.

Die Zentralbanken haben den Wendepunkt ihres Straffungstempos erreicht. Dies sollte zu stabileren, wenn auch immer noch restriktiven Finanzierungsbedingungen in der nächsten Zeit führen. Infolgedessen bewegen sich die Anlegererwartungen nahe an Höchstwerten für den aktuellen wirtschaftlichen Hintergrund.

Im Hinblick auf die Performance ist die Rally möglicherweise noch nicht zu Ende. Sie dürfte sich jedoch auf einer breiteren Basis fortsetzen. Die führenden Value- und zyklischen Sektoren profitierten am stärksten und erscheinen allmählich überkauft, während der Technologiesektor hinterher hinkt.

Aus der fundamentalen Sicht wäre **für eine nachhaltige Markterholung die Unterstützung** durch verbesserte Nachrichten nötig. An der geopolitischen Front könnte dies eine Abnahme der Unsicherheiten sein (Russland/Ukraine, Wiederöffnung in China, Zwischenwahlen in den USA). Im Hinblick auf die Wirtschaft könnte dies die Aussicht auf eine Bodenbildung der Einkaufsmanagerindizes oder der EPS-Abwärtskorrekturen sein.

CANDRIAM HOUSE VIEW UND ÜBERZEUGUNGEN

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

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

	Strategische Allokation (12-Monat-Ansicht)	Kurs-gewinn	Positionierung (Aktuelle Ansicht)	Kurs-gewinn	Grundgedanke
Aktien	●●●		●●●●	▶	Unsere Asset Allocation ist angesichts der attraktiven Kursniveaus zuversichtlicher geworden. Dies wird jetzt auch durch eine Verbesserung der Fundamentaldaten unterstützt.
USA	●●●		●●●●	▶	Positive Wachstumsüberraschungen gingen mit weniger hohen Inflationsüberraschungen einher. Die Stimmung, die Positionierung und die Marktpsychologie lösten einen kurzfristigen Aufschwung aus, der jetzt auch fundamentale Unterstützung erhält.
EWU	●●●		●●●	▶	Die Region könnte ebenfalls von breiten Rally profitieren.
Europa ohne EWU	●●●●		●●●	▶	Unterstützung durch ein globales, nicht inländisches, Engagement und eine schwächere Währung. Die attraktiven Bewertungen von britischen Aktien sorgen mittelfristig für Unterstützung.
Japan	●●●		●●●	▶	Akkommodierende Zentralbank und schwacher JPY auf der einen Seite, zyklische Sektorausrichtung in einem globalen Abschwung auf der anderen.
Schwellenländer	●●●●		●●●	▶	Wir rechnen mit einer Verbesserung in China, sowohl in puncto COVID-19/Lockdowns als auch im Hinblick auf die Konjunkturimpulse im 4. Quartal 2022 und im 1. Halbjahr 2023.
Anleihen	●●●		●●	▶	Leicht kurze taktische Duration, nachdem die Duration in diesem Jahr strategisch angehoben wurde, da die Zinssätze erheblich gestiegen sind.
Europa					
Kerneuropa	●●		●●	▶	Eine weitere geldpolitische Straffung und eine zunehmende fiskalpolitische Unterstützung dürften die Zinssätze etwas nach oben treiben.
Europäische Peripherieländer	●●		●●	▶	Vorsicht angesichts des bevorstehenden Richtungswechsels der EZB mit einer potenziellen Neukalibrierung des Wertpapierkaufprogramms.
Investment-Grade Europa	●●●●		●●●●	▲	Bevorzugung von europäischen Investment-Grade-Anleihen gegenüber US-Investment-Grade-Titeln, da europäische Kredittitel (mit Rating von AAA bis BB) die höchsten Puffer gegen eine Spreadausweitung bieten.
Europa High Yield	●●●		●●●	▶	
USA					
USA	●●●		●●●	▶	Die US-Notenbank erscheint entschlossen, die Zinssätze noch weiter anzuheben und länger auf dem höheren Niveau zu halten.
IG USA	●●●		●●●	▶	Die kurzfristig erwarteten Renditen könnten durch steigende Zinssätze beeinträchtigt werden.
IG USA	●●●		●●●	▶	Beginnender Aufbau einer Position zur Nutzung des attraktiven Carry mit ordentlichen Puffern für steigende Ausfallraten.
Schwellenländer					
Staatsanleihen	●●●●		●●●	▶	Positiver Carry und relativ übereinstimmend mit der Reaktion der Fed, da die Zentralbanken der Schwellenländer den Straffungsprozess früher eingeleitet haben als die Banken der Industrieländer.
Unternehmensanleihen	●●●		●●●	▶	Der Carry bleibt attraktiv.
Währungen					Geopolitische Spannungen treiben Rohstoff- und Zufluchtswährungen in die Höhe.
EUR	●●●		●●	▶	
USD	●●●		●●●	▶	Der US-Dollar ist derzeit stark, da er Zinserhöhungen der Fed vorwegnimmt.
GBP	●●●		●●●	▶	
AUD/CAD/NOK	●●●		●●●●	▶	Positiv für Rohstoffwährungen, vor allem CAD.
JPY	●●●		●●●	▶	Wir schlossen die JPY-Long-Position.

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.