

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Tail Risks schwinden, die Ungewissheit bleibt

In den letzten Wochen haben verschiedene „Tail Risks“ abgenommen, was den Druck auf die Finanzmärkte reduziert hat: Unterstützt durch ein geringeres Risiko einer unmittelbar bevorstehenden Eskalation im Nahen Osten gab der Ölpreis erheblich nach, wodurch ein Ausufern der Anleihenrenditen und des US-Dollar vermieden werden konnte. Die Inflation setzt ihren Abwärtstrend fort und dürfte sich den Zielen der Zentralbanken in den kommenden 12 Monaten nähern. Aufgrund der nach wie vor hohen Unsicherheit - von der aktuellen geopolitischen Lage über potenzielle Anfälligkeiten bis hin zu restriktiven Finanzmarktbedingungen - sind die Risiken für die globalen Wachstumsaussichten jedoch nach wie vor eher rückläufig.

Infolgedessen sind wir bei unserer Asset Allocation zuversichtlicher, was die Verlängerung der Duration angeht, wenn wir davon ausgehen, dass der Höhepunkt der Zinssätze bei den großen Zentralbanken hinter uns liegt. In Bezug auf Anleihen sind wir positiv gegenüber Investment-Grade-Anleihen eingestellt, die in einem Abschwungzyklus eine widerstandsfähige Anlageklasse darstellen und eines der besten Carry-Volatilitäts-Verhältnisse aufweisen.

Auf der anderen Seite sind wir der Meinung, dass die Risikoprämie für Aktien derzeit nicht attraktiv genug ist, um Anleger angesichts der identifizierten Abwärtsrisiken in unseren Szenarien zu einer Neugewichtung der Anlageklasse zu bewegen.

Eine Abweichung beim Wachstum

Das Wachstum ist weiterhin nicht synchron. **Wir haben unsere Prognosen für die Wirtschaftstätigkeit in den Jahren 2023 und 2024 als Reaktion auf das in den Vereinigten Staaten erzielte Wachstum nach oben korrigiert**, und auch die Inflation zeigt positive Anzeichen. Der Lohndruck scheint endlich nachzulassen. Vor diesem Hintergrund ist es wahrscheinlich, dass die Fed an ihrer Haltung des „höher über einen langen Zeitraum“ festhalten wird, wenngleich sie ihre Zinsen nicht weiter anhebt.

Das Wachstum in Europa wird wahrscheinlich im kommenden Jahr größtenteils langsam entwickeln, während die Deflation zunimmt: Die Inflationsrate der Verbraucherpreise in der Eurozone ist in nur einem Jahr von ihrem Höchststand über

mehrere Jahrzehnte von 10,7 % im Oktober 2022 auf 2,9 % gesunken, womit sie in Reichweite des EZB-Ziels rückt. Die politischen Entscheidungsträger versuchen, die Anleger daran zu erinnern, dass die „letzte Meile“ die schwierigste ist. Diese Entwicklung lockert jedoch etwas den Druck, der auf der EZB lastet. So könnte sie im kommenden Jahr bei Bedarf schneller als erwartet eine Lockerung vornehmen.

In China hat die Wirtschaft zaghafte Anzeichen einer Stabilisierung gezeigt, während die Preisentwicklung weiterhin deflationär ist. Dies ist eindeutig ein Anzeichen einer schwachen Inlandsnachfrage, weshalb eine überzeugende Erholung etwas Zeit brauchen könnte.

Europa weist nach wie vor die schwächsten Fundamentaldaten auf, denn die Konjunktur sowie die Inflation liegen hinter den Erwartungen, was eine negative Überraschung darstellt. Zu Beginn des 4. Quartals fallen nicht nur die Überraschungen in Bezug auf das Wachstum in der Eurozone eindeutig schlechter als in den USA und China aus, denn die Überraschungen bei der Inflation haben im vergangenen Jahr eine Kehrtwende eingelegt und liegen nun unter dem in den USA verzeichneten Überraschungsniveau.

Die Inflationsüberraschungen in der Eurozone liegen das erste Mal seit mehr als 2 Jahren unter jenen in der USA



Quellen: Candriam, Bloomberg©

Diese Grafik zeigt die monatliche Entwicklung der Inflationsüberraschungen für die drei wichtigsten Regionen: den Euroraum, die USA und China. Hierbei wird die Differenz zwischen den veröffentlichten Zahlen und den allgemeinen Erwartungen der Ökonomen gemessen. Nachdem die höheren Zahlen zunächst „überraschten“, stellten die jüngsten Inflationsdaten nun eine negative Überraschung dar.

Eine positive Einschätzung von Anleihen

Wir weisen aktuell eine lange Duration bei Anleihen auf, da wir im März von einer Untergewichtung auf eine neutrale Ausrichtung übergegangen sind und dann seit April eine lange Duration eingenommen haben. Wir sind überzeugt, dass unsere Positionierung den verbesserten Einstiegspunkt widerspiegelt, nämlich ein attraktives Renditeniveau und einen schwächeren Ausblick für den Mix aus Wachstum und Inflation für das kommende Jahr.

Der Grund für unsere Long-Duration-Position ist einfach: **Unsere Strategie soll von steigenden Zinsen und Anleihenrenditen in einem Umfeld der nachlassenden Konjunktur und der sich abkühlenden Inflation profitieren.**

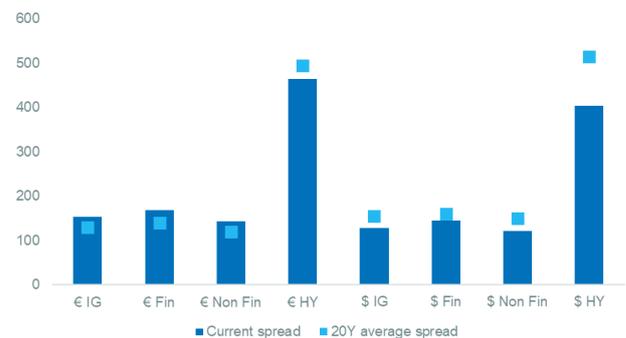
Die Eckpfeiler unserer Fixed-Income-Allokation in 2023 waren die Erhöhung der Rendite des Portfolios durch Investment-Grade-Anleihen und die Diversifizierung in Schwellenländeranleihen und High-Yield-Anleihen.

Da die Renditen der Staatsanleihen aufgrund der geldpolitischen Straffung der Zentralbanken auf Höchststände über mehrere Jahrzehnte gestiegen

sind, befinden sich die Spreads der meisten festverzinslichen Vermögenswerte in der Nähe ihres langfristigen Durchschnitts. Somit **haben die Renditen bei einem ausgewogenen Portfolio wieder ordentliche Niveaus erreicht, was ein Polster über die kurzfristige Volatilität hinaus bietet.**

Aktuell **liegt die Rendite bis zur Fälligkeit der festverzinslichen Anlagen in einem diversifizierten Portfolio bei etwa 5 %.** Das ist eine erhebliche Veränderung gegenüber der Vergangenheit: Vor zwei Jahren lag die Rendite auf Portfolioebene nahe bei Null.

Spreads bewegen sich nahe des historischen Durchschnitts der 20 letzten Jahre



Quellen: Candriam, Refinitiv, Bloomberg©

Die Balken in dieser Grafik zeigen den aktuellen Spread verschiedener festverzinslicher Vermögenswerte und die blauen Punkte zeigen den durchschnittlichen Spread in den vergangenen zwei Jahrzehnten.

Aktien sind vergleichsweise weniger attraktiv

Wir beobachten, dass die Aktienbewertungen sich zwar angepasst haben, jedoch nach wie vor angespannt sind. Denn es werden weiterhin ein positives Wachstum der Gewinne je Aktie und hohe Margen erwartet, obwohl eine historische finanzielle Straffung zu beobachten ist. Darüber hinaus scheint eine unterstützende, sanfte Landung der US-Wirtschaft in den Aktienkursen eingepreist zu sein, was das weitere Aufwärtspotenzial einschränkt.

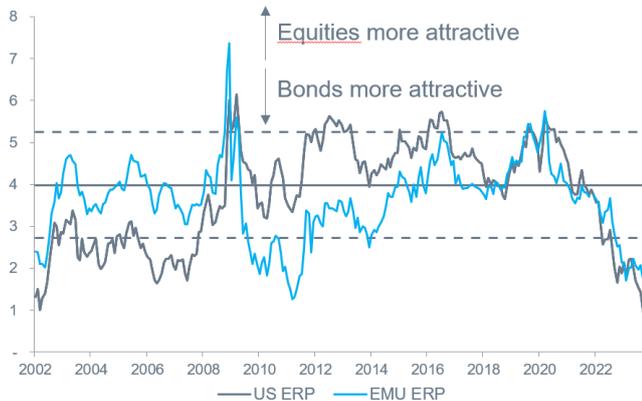
Genauer gesagt **scheint das Risiko-Rendite-Verhältnis nicht sonderlich attraktiv, da die Aktienrisikoprämie aktuell unzureichend ist,** um die Anleger zu einer Neugewichtung der Anlageklasse zu bringen.

Im Vergleich zum vergangenen Sommer sind einige positive Entwicklungen anzumerken: **Das Risiko einer harten Landung und eines Fehlers bei der Geldpolitik hat in den USA abgenommen** und die Situation in China scheint sich zu stabilisieren. Die geopolitischen Extremrisiken scheinen zudem in kurzfristiger Hinsicht begrenzt auszufallen.

Andererseits **sehen wir ein begrenztes Aufwärtspotenzial bei Aktien** und der erwartete

Ertrag ist unserer Ansicht nach im aktuellen Umfeld im Vergleich zu Anleihen nicht attraktiv genug. Der Durchschnitt erwartet ein Gewinnwachstum von 5-10 %, was angesichts des erwarteten Konjunkturabschwungs schwer zu erreichen sein wird. Die Bewertungen preisen jedoch bereits einen Rückgang der Realzinsen ein.

Aktienrisikoprämien für USA und Eurozone sind zurückgegangen und bieten ein weitaus kleineres Polster für Aktien



Quellen: Candriam, Refinitiv, Bloomberg©
Diese Grafik zeigt die Entwicklung der Aktienrisikoprämie im Vergleich zu Anleihen

Bei der regionalen Allokation sind wir in Aktien der Eurozone untergewichtet, da die Wahrscheinlichkeit einer rückläufigen Konjunktur zugenommen hat. Wir sind in den USA, in Japan und in den Schwellenländern neutral ausgerichtet. Die Schwellenländer sind dem Druck vonseiten der US-Zinsen und dem Gegenwind des USA gegenüber anfällig.

Bei den Sektoren halten wir an unserer defensiven Ausrichtung für das Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter fest. Die Zykliker preisen bereits eine Konjunkturerholung ein, was angesichts der Konjunkturphase, eines Abschwungs und der noch nicht ganz am Ende ihres Straffungszyklus angekommenen Zentralbanken verfrüht erscheint. Schließlich schätzen wir angesichts des von uns erwarteten schrittweisen Rückgangs der Anleihenrenditen und der nachweislichen Widerstandsfähigkeit der Ergebnisse seit Kurzem **den US-Technologiesektor positiver ein.**

CANDRIAM HOUSE VIEW UND ÜBERZEUGUNGEN

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

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

	Strategische Allokation (12-Monat-Ansicht)	Kursgewinn	Positionierung (Aktuelle Ansicht)	Kursgewinn	Grundgedanke
Aktien	●●●		●●	▶	Wir sind zu einer leichten Untergewichtung von Aktien umgeschwenkt. Die „höheren Zinsen über einen langen Zeitraum“ belasten die Aktienbewertungen, während die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums die Gewinne beeinträchtigen wird.
USA	●●●●●		●●●	▶	Das Risiko-Rendite-Verhältnis von US-Aktien ist nicht besonders attraktiv, da die Märkte die verbesserten Aussichten für die Wirtschaft bereits vorwegnehmen. Dies begrenzt das künftige Performancepotenzial.
EWU	●●●		●●	▶	Die Konjunktur verschlechtert sich und das Wirtschaftswachstum dürfte im Großteil des nächsten Jahres mäßig bleiben. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit einer Konjunkturabkühlung.
Europa ohne EWU	●●●		●●●	▶	Die Bewertungen an den britischen Märkten bleiben attraktiv, doch nach wie vor bestehen für die Aussichten verschiedene Risiken, wie etwa eine beunruhigend hohe Inflation, die die Bank of England erst einmal in den Griff bekommen muss.
Japan	●●●		●●●	▶	In Japan bestehen Ungewissheiten, da die BoJ weniger moderat ist und ein Potenzial für eine stärkere Währung besteht.
Schwellenländer	●●●●		●●●	▶	Wir verringerten unser Exposure auf eine neutrale Ausrichtung, da in China sich die Konjunkturindikatoren allmählich verbessern. Bis zu einer überzeugenden Erholung könnte es jedoch noch etwas dauern.
Anleihen	●●●●●		●●●●●	▶	Die auf mittlere Sicht erwarteten Erträge von Anleihen sind attraktiv. Für die kurzfristige Performance kann ein Überschießen der Renditen jedoch recht schmerzhaft sein.
Europa					
Kerneuropa	●●●●●		●●●●●	▶	Die restriktive Geldpolitik der EZB hat die langfristigen Renditen auf attraktive Kaufniveaus getrieben, während sich das Verhältnis zwischen Wachstum und Inflation (also das nominale Wachstum) stark entspannt.
Europäische Peripherieländer	●●●		●●●	▶	Über einen längeren Zeitraum höhere Zinsen und schrumpfende EZB-Bilanzen könnten zur Belastung werden. Die Neukalibrierung des Wertpapierkaufprogramms würde ein zusätzliches Risiko darstellen.
Investment Grade Europa	●●●●●		●●●●●	▶	Bevorzugung von europäischen Investment-Grade-Anleihen gegenüber US-Investment-Grade-Titeln.
Europa High Yield	●●●		●●●	▶	Die Spreads bewegen sich nahe am historischen Durchschnitt und die Verschärfung der Kreditbedingungen könnte zu einer Hürde für die Anlageklasse werden.
USA					
USA	●●●●●		●●●●●	▶	Wir rechnen weiter mit einem schwächeren Wachstum, einer geringeren Inflation, niedrigeren US-Leitzinsen und niedrigeren Renditen 10-jähriger US-Anleihen bis Ende 2024. Deshalb macht eine lange Duration Sinn.
USA IG	●●●●●		●●●	▶	Die kurzfristigen Erträge könnten vom nachlassenden Wachstum beeinträchtigt werden, doch längerfristig ist der Carry attraktiv.
USA HY	●●●		●●●	▶	Vorsichtiger bei US-Hochzinsanleihen, da der Puffer für die Zunahme der Ausfälle geschrumpft ist.
Schwellenländer					
Staatsanleihen	●●●●●		●●●●●	▶	Schwellenländeranleihen bieten nach wie vor den attraktivsten Carry. Die moderaten Zentralbanken stellen nun eine Unterstützung für die Anlageklasse im 4. Quartal 2023 dar.
Unternehmensanleihen	●●●		●●●	▶	Der Carry bleibt attraktiv.
Währungen					Die geopolitischen Spannungen könnten den US-Dollar oder Rohstoffwährungen in die Höhe treiben.
EUR	●●●		●●●	▶	Die Straffung der EZB stützt die Währung.
USD	●●●		●●●	▶	Der Zinserhöhungszyklus der Fed ist mittlerweile vollständig eingepreist.
GBP	●●●		●●●	▶	
AUD/CAD/NOK	●●●●●		●●●	▶	
JPY	●●●●●		●●●●●	▶	Wir halten eine Long-Position im japanischen Yen zur Absicherung in einem potenziell risikoaversen Umfeld.

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.