

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Geduld

Der weltweite Wirtschaftsausblick für das Jahr 2024 ist komplex und durch zwei Faktoren geprägt: der wirtschaftlichen Widerstandsfähigkeit und den sich abzeichnenden Herausforderungen. In den USA ist das robuste Wachstum während des gesamten Jahres 2023, das in einer jährlichen Wachstumsrate von 3,3 % im vierten Quartal seinen Höhepunkt fand, ein eindrucksvoller Präzedenzfall. Auf der anderen Seite verdeutlicht der vorsichtige Aufschwung in der Eurozone, dass die Anleger Geduld haben müssen. Die Zentralbanken, insbesondere die US-Notenbank (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB), setzen mittlerweile auf einen vorsichtigen Ansatz zur geldpolitischen Lockerung. Vor diesem Hintergrund ist ein geduldiger Ansatz bei der Kapitalanlage geboten. Insgesamt halten wir an einer neutralen Allokation in Aktienindizes außerhalb von Europa fest. Der europäische Markt hat augenscheinlich die Talsohle erreicht, ist aber immer noch vergleichsweise weniger attraktiv als der Rest der Welt. Im festverzinslichen Segment nutzen wir nach wie vor die Renditevorteile (Carry) von Investment-Grade-Unternehmensanleihen und Emerging Market Debt.

Die Tugend der Geduld in Wachstum und Politik

Das beeindruckende Wachstum der US-Wirtschaft, mit einer Steigerung von 1,9% in 2022 auf 2,5% im Gesamtjahr 2023, verdeutlicht die Vorteile eines bedächtigen und geduldigen Ansatzes gegenüber konjunkturellen Herausforderungen. Trotz dieser stabilen Entwicklung in den letzten Quartalen könnten Echtzeitindikatoren, wie die Wirtschaftsaktivität und die Einkaufsmanagerindizes, die Wirtschaftsdynamik immer noch unterschätzen. Die Schaffung von Arbeitsplätzen hat sich in letzter Zeit wieder verbessert, insbesondere im Privatsektor, während die Arbeitslosenquote nach wie vor bei 3,7% liegt.

Die Entscheidung der US-Notenbank (Fed), den Leitzins bei 5,5% zu belassen, spiegelt von einem vorsichtigen Balanceakt wider – in Erwartung eindeutigerer Anzeichen für eine nachhaltige Annäherung der Inflation an das 2%-Ziel. Fed-Chef Jerome Powell betonte, dass ein größeres Vertrauen in die Inflationstrends nötig sei, bevor eine Anpassung

der Zinssätze in Betracht gezogen werden könne. Dies unterstreicht die Entschlossenheit, bei der Normalisierung der Geldpolitik Geduld zu üben.

Im Februar hält keine der großen Zentralbanken eine Sitzung ab. Damit haben die Märkte genügend Zeit, ihre Erwartungen an den Zeitpunkt und die Höhe der künftigen Zinssenkungen weiter anzupassen. Die Wahrscheinlichkeit einer ersten Zinssenkung der Fed bereits im März hat sich in nur sechs Wochen von 90% auf weniger als 20% verringert. **Unser Szenario, in dem wir davon ausgehen, dass der Lockerungszyklus im kommenden Sommer beginnt, wird zunehmend zur Konsensmeinung.**

Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung der Fed um 25 Basispunkte im März 2024, in %



Quellen: Candriam, Bloomberg©

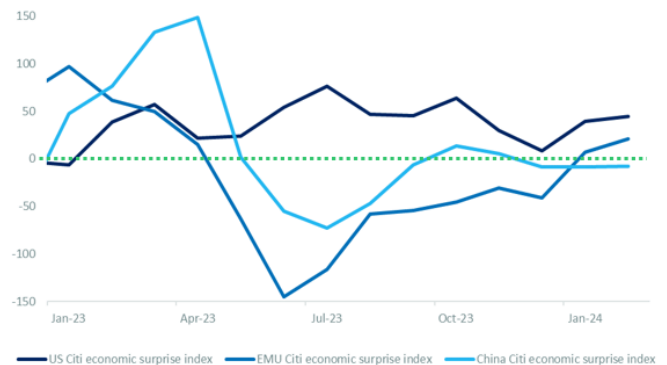
Die Grafik zeigt die Entwicklung der Wahrscheinlichkeit einer Senkung der Federal Funds Rate um 25 Basispunkte seit dem letzten August.

Auf dieser Seite des Atlantik ist die Konjunkturerholung in der Eurozone mit Vorsicht zu betrachten, da die wirtschaftliche Landschaft der Region von Kontrasten geprägt ist.

Es gibt zwar Anzeichen für eine Verbesserung, insbesondere in der Industrie, doch insgesamt ist die Dynamik verhalten, wie aus den PMI-Umfragen und den Arbeitsmarktdaten hervorgeht. **Die Region steuert auf ein leicht positives BIP-Wachstum im Jahr 2024 zu (0,5%, wie im Jahr 2023).** Dies geht mit einem allmählichen disinflationären Trend einher. Dieser zaghafte Erholungsprozess erfordert einen vorsichtigen und geduldigen Ansatz der Währungspolitik und der Wirtschaftsförderung.

Während „gute“ Nachrichten zur Wirtschaft und zu den Unternehmensgewinnen in den USA offensichtlich so aufgefasst werden, wie sie erscheinen (gute Nachrichten treiben die Wertpapierkurse nach oben), beobachten wir, dass das Fehlen von zunehmend „schlechteren“ Nachrichten in der Eurozone allmählich als gute Nachricht gesehen werden sollte. Vor allem aber **gehen in der Region zum ersten Mal seit November 2020 positive Überraschungen in Bezug auf das Wachstum (höher) mit negativen Überraschungen bei der Inflation (niedriger) einher.**

In den USA und in Europa sind die Wachstumsüberraschungen positiv, während sie in China immer noch richtungslos sind



Quellen: Candriam, Bloomberg©

Die Grafik zeigt die Entwicklung der Überraschungen bei den Konjunkturdaten im Vergleich zu den Konsenserwartungen für die USA, die Eurozone und China. Die Daten wurden von Citigroup zusammengetragen.

Anleger üben sich in Geduld

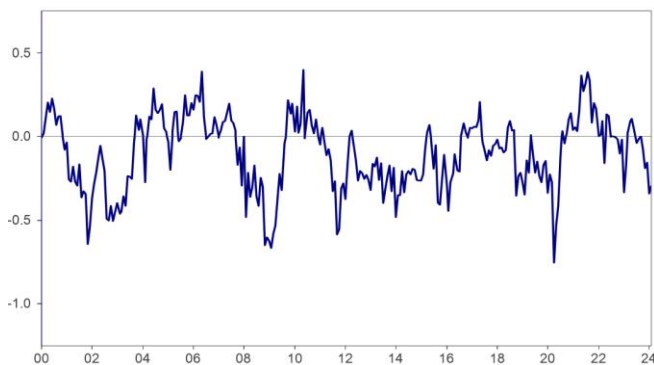
Wir sind der Meinung, dass die Anleger eine gewisse vorsichtige Haltung gegenüber globalen Aktien einnehmen und regionale Allokationen außerhalb Europas bevorzugen sollten.

In den USA legt die Widerstandsfähigkeit des Marktes in Verbindung mit der geduldigen Politik der Fed eine selektive Strategie nahe, die Sektoren bevorzugt, die von einem anhaltenden Wirtschaftswachstum und einer überschaubaren Inflation profitieren dürften. Der Technologiesektor, insbesondere im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz (KI), und das Gesundheitswesen, könnten wertvolle Chancen bieten, die den fortgesetzten digitalen Wandel und die demografischen Trends widerspiegeln.

In Europa könnte es sich für die Anleger lohnen, Geduld zu üben und auf Sektoren zu achten, die von einer letztendlichen Stabilisierung der Wirtschaft und vom geldpolitischen Richtungswechsel der EZB profitieren werden. Die Puzzleteile könnten sich allmählich zusammenfügen, und deutlichere Anzeichen eines vorteilhafteren geldpolitischen Mix könnten ein willkommenes Signal für die Vermögenswerte der Region sein. Im Augenblick sind die Prognosen der Analysten an die zukünftigen Unternehmensgewinne sehr schwach. Dies belastet europäische Aktien.

Die Schwellenländer, vor allem solche, die nicht direkt von der Wirtschaftsentwicklung in China abhängen, könnten attraktive Bewertungen und Wachstumsaussichten bieten. Dies erfordert einen selektiven Anlageansatz.

Gewinnkorrekturen für den MSCI Europe



Quellen: Candriam, Bloomberg®, LSEG Datastream®
Die Grafik zeigt die Entwicklung der Aufwärts- und Abwärtskorrekturen der erwarteten Unternehmensgewinne bei europäischen Aktien in den nächsten zwölf Monaten

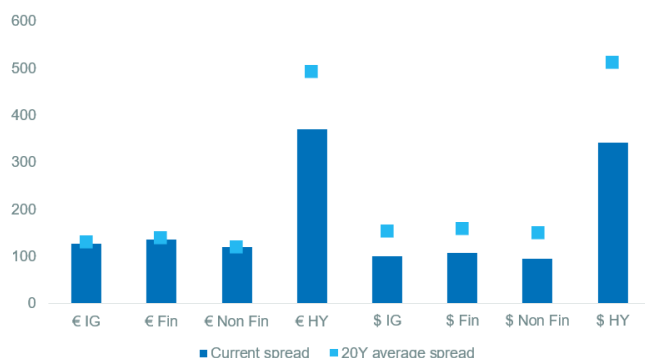
Die Rentenlandschaft bietet Anlegern, die bereit sind, sich mit Geduld durch ihre Komplexität zu navigieren, eine vielfältige Palette an Möglichkeiten.

US-Treasuries und Investment-Grade-Anleihen bieten einen defensiven Anker in Portfolios. Sie profitieren von der vorsichtigen Zinssteuerung der Fed.

Europäische Anleihen, insbesondere im Investment-Grade-Segment, sind attraktiv, da wir einen Renditevorteil im Zusammenhang mit wahrscheinlichen künftigen geldpolitischen Anpassungen der EZB suchen.

Schwellenländeranleihen, die von der moderaten Haltung der lokalen Zentralbanken unterstützt werden, könnten Anlegern, die geduldig genug sind, potenzielle Schwankungen auszusitzen, attraktive Gesamtrenditen bieten.

Außerhalb Europas liegen die aktuellen Spreads unter ihrem 20-jährigen historischen Durchschnitt, in Basispunkten



Quellen: Candriam, Bloomberg®.
Die Grafik zeigt die aktuelle Spreadhöhe und den entsprechenden 20-Jahresdurchschnitt

Eine gute ausgewogene Asset-Allokation

Zu Beginn des Jahres 2024 ist „Geduld“ das Leitmotiv für die globalen Wirtschafts- und Investitionsaussichten. **In einer Welt, in der die Zentralbanken einen vorsichtigen Ansatz gegenüber geldpolitischen Anpassungen verfolgen, müssen Anleger auf Geduld als Leitmotiv setzen.**

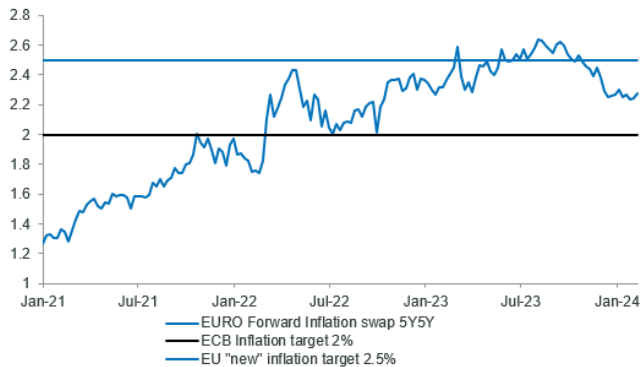
Unsere Strategie berücksichtigt, dass sich die Stimmung gedreht hat, die Ungleichgewichte zugenommen haben und die Finanzmärkte die Zinssenkungen der Fed bereits im März in Frage stellen. **Eine ausgewogene Strategie – unter Beachtung der sich verändernden Narrative und Wahlkampagnen in den USA, im Euroraum und darüber hinaus – wird entscheidend sein,** um die kommenden Chancen und Herausforderungen zu meistern.

Unsere Asset Allocation zeigt eine Vorliebe für Anleihen gegenüber Aktien, da die Risikoprämien für Aktien immer noch unzureichend sind, um die Anleger zu einer wesentlichen Höhergewichtung der Anlageklasse zu bewegen.

Fixed Income Allokation:

- Wir konzentrieren uns auf qualitativ hochwertige Anleihen und bleiben in Schwellenländeranleihen engagiert, um von ihrem attraktiven Carry zu profitieren.
- Weiterhin investieren wir in europäische Staatsanleihen mit dem Ziel, vor dem Hintergrund einer sich abschwächenden Inflation, der schleppenden Konjunktur und der bevorstehenden Zinssenkungen der Zentralbanken von Renditevorteilen zu profitieren. Da die Inflationserwartungen nach wie vor gut verankert sind, ist die EZB zu einer weniger restriktiven Rhetorik umgeschwenkt.
- Die US-Renditen sind von 5,0% Mitte Oktober auf 3,8% Ende 2023 gefallen. Daher haben wir bei unserer Long-Position auf die US-Duration Gewinne mitgenommen. In Bezug auf US-Staatsanleihen sind wir neutral aufgestellt und halten Ausschau nach einem neuen, attraktiven Einstiegspunkt, da wir davon ausgehen, dass die Märkte ihre Erwartungen an die Fed revidieren werden.

Die Inflationserwartungen sind zwischen 2,0 und 2,5% gut verankert; ein akzeptables Niveau für die EZB, in %



Quellen: Candriam, Bloomberg©

Die Grafik zeigt die Entwicklung der an den Swap-Märkten der Eurozone eingepreisten langfristigen (10 Jahre) Inflationserwartungen.

Unsere Überzeugungen in Bezug auf Aktien:

- Die Gesamtmarktbewertung hat sich in den letzten Monaten von der Höhe der realen Renditen gelöst, dies impliziert ein weniger attraktives Niveau für Käufe.
- Angesichts der vergleichsweise optimistischen Gewinnwachstumserwartungen sehen wir nur ein begrenztes Aufwärtspotenzial für Aktien und sind daher derzeit eher vorsichtig. Dies zeigt sich in einer Untergewichtung von Aktien der Eurozone und einer neutralen Gewichtung in anderen Regionen.
- Wir warten auf ein besseres Risiko-Rendite-Verhältnis und ein deutlicheres Signal der Zentralbank, bevor wir unser Aktienengagement anheben.
- Andererseits setzen wir bei Aktien auf bestimmte Themen. Unter anderem gefallen uns die Bereiche Technologie und KI. Ebenso achten wir auf Chancen bei abgeschlagenen Aktien von Small Caps und Mid Caps bzw. im Bereich erneuerbare Energien. Wir sind auch nach wie vor Käufer von spätzyklischen Sektoren wie dem Gesundheitswesen und Verbrauchsgüter.

Absicherung und Diversifizierung:

- Wir halten eine Long-Position im japanischen Yen und Engagements in einigen Rohstoffen, unter anderem in Gold. Beides sind gute Absicherungen in einem risikoaversen Umfeld.
- Weiterhin rechnen wir mit einer guten Entwicklung von alternativen Anlagen, da sie eine gewisse Dekorrelation gegenüber traditionellen Vermögenswerten bieten.

Die Bewertung des S&P 500 ist trotz der höheren Realzinsen gestiegen



Quellen: Candriam, Bloomberg©, LSEG Refinitiv

Die Grafik zeigt die Entwicklung der 10-jährigen realen US-Renditen (invertiert, links, dunkelblaue Kurve) und die Höhe des KGV auf Basis der Konsenserwartungen auf Sicht von zwölf Monaten (rechts, eisblaue Kurve)

CANDRIAM HOUSE VIEW UND ÜBERZEUGUNGEN

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

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 beurteilen Aktien eher vorsichtig und gehen davon aus, dass die Zinsen später gesenkt werden als die Märkte erwarten. Die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums könnte die Gewinne belasten.
USA	●●●●		●●●	▶	Abgesehen von den großen Technologieunternehmen ist das Risiko-Rendite-Verhältnis in den USA auf kurze Sicht nicht besonders attraktiv, da die jüngste Rally das künftige Aufwärtspotenzial begrenzt.
EWU	●●●		●●	▶	Wir gehen davon aus, dass sich die Stagnation in der Region im Großteil des Jahres fortsetzen wird. Dies deutet auf Abwärtskorrekturen der Unternehmensgewinne hin.
Europa ohne EWU	●●●		●●●	▶	An den britischen Märkten sind die Bewertungen nach wie vor attraktiv. Damit besteht Potenzial für eine Höherbewertung. Andererseits bestehen immer noch verschiedene Risiken für die Aussichten, einschließlich einer unangenehm hohen Inflation.
Japan	●●●		●●●	▶	In Japan bestehen Ungewissheiten, da die BoJ weniger moderat ist und ein Potenzial für eine stärkere Währung besteht.
Schwellenländer	●●●●		●●●	▶	Ohne glaubwürdige Impulse bleiben die Wirtschaftsaktivität und die Kurse in China bis 2025 anfällig. Wir bevorzugen Brasilien, Indien, Taiwan und Korea.
Anleihen	●●●●		●●●●	▶	Auf mittlere Sicht sind die erwarteten Anleihenrenditen attraktiv. Doch eine mögliche Anpassung der Markterwartungen an die geldpolitische Lockerung könnte die kurzfristige Performance beeinträchtigen.
Europa					Die bisherige Geldpolitik der EZB hat die Renditen auf attraktive Niveaus in die Höhe getrieben. Doch die bevorstehenden Zinssenkungen und die nachlassende Inflation dürften die Anlageklasse unterstützen.
	Kerneuropa	●●●●	●●●●	▶	
	Europäische Peripherieländer	●●●	●●●	▶	Es gab einige beruhigende Meldungen zur Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes. Doch angesichts des hohen Emissionsvolumens zu Beginn des Jahres und der schrumpfenden EZB-Bilanz bleiben wir insgesamt neutral.
	Investment Grade Europa	●●●●	●●●●	▶	Wir bevorzugen nach wie vor europäische Investment-Grade-Anleihen gegenüber US-Investment-Grade-Titeln und beurteilen die Mehrrendite gegenüber Staatsanleihen als attraktiv. Refinanzierungen könnten im 1. Quartal eine Herausforderung darstellen.
	Europa High Yield	●●●	●●●	▶	Die Spreads haben sich deutlich verengt. Dadurch könnte diese Anlageklasse künftig weniger Unterstützung erhalten.
USA					Die US-Renditen sind von 5,0% Mitte Oktober auf 3,8% Ende 2023 gefallen. Daher nahmen wir bei unserer Long-Position auf die US-Duration Gewinne mit. Wir halten nach einem attraktiven Einstiegspunkt Ausschau.
	USA	●●●●	●●●	▶	
	USA IG	●●●●	●●●	▶	Die kurzfristigen Erträge könnten durch eine Konsolidierung nach der starken Spreadverengung beeinträchtigt werden, doch längerfristig ist der Carry attraktiv.
	USA HY	●●●	●●●	▶	Bei US-High-Yield-Anleihen ist eine gewisse Vorsicht angebracht, da sich die Puffer gegen eine Zunahme der Ausfälle durch die Spread-Verengung verringert haben.
Schwellenländer					Schwellenländeranleihen bieten nach wie vor den attraktivsten Carry und die Spreads liegen immer noch über der Durchschnittshöhe der letzten 20 Jahre. Die moderaten Zentralbanken sorgen zusätzlich für Unterstützung.
	Staatsanleihen	●●●●	●●●●	▶	
	Unternehmensanleihen	●●●	●●●	▶	Der Carry bleibt attraktiv, während die Bilanzen robust erscheinen.
Währungen					Die geopolitischen Spannungen könnten den Yen oder Rohstoffwährungen in die Höhe treiben.
EUR	●●●		●●●	▶	Die jüngste moderate Rhetorik der EZB hat die Währung etwas geschwächt.
USD	●●●		●●●	▶	Die Märkte könnten ihre Erwartungen an die Zinssenkungen der Fed verschieben. Dies würde den Greenback unterstützen.
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.