

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Entwicklungen im März

Die transatlantische Debatte über die Geldpolitik der Zentralbanken ist mittlerweile nur noch eine Frage des Zeitpunkts und des Umfangs, da die Zeichen zweifellos auf eine sanfte Landung hindeuten. Der US-Arbeitsmarkt ist nach wie vor stark und zwingt uns, die Inflationserwartungen neu einzuschätzen. Doch die Arbeitslosenquote bewegt sich in die richtige Richtung, wenn auch recht langsam. Der Vorsitzende der US-Notenbank (Fed) bestätigte Zinssenkungen im Jahr 2024, während die Europäische Zentralbank (EZB) den Weg für Zinssenkungen ab Juni frei machte. Das Kernszenario von Candriam geht von drei Zinssenkungen ab Juni im Euroraum aus, während in den USA drei bis vier Lockerungsschritte im Raum stehen. Die kurzfristigen Renditen nehmen Zinssenkungen der EZB und der US-Notenbank im Jahr 2024 vorweg.

Nicht zu heiß und nicht zu kalt – für die Meisten

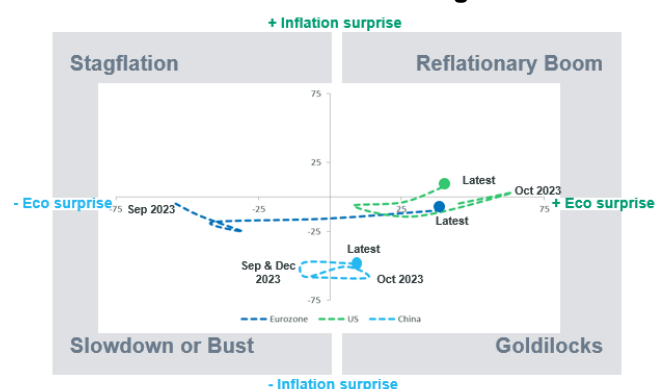
Während das Frühjahr 2024 näher rückt, haben die Inflationsüberraschungen in den letzten vier Wochen einen Punkt der Stabilität erreicht und die Wachstumsüberraschungen scheinen besser zu harmonisieren.

In allen führenden Regionen haben sich die Inflationsüberraschungen stabilisiert. Die Preiselastizität in den USA hat zu einer leichten Aufwärtsüberraschung geführt. Dies ist das erste Mal seit April 2023, dass alle wichtigen Regionen positive Wachstumsüberraschungen verzeichnet haben.

Trotz der anhaltend „hartnäckigen“ Inflation in den USA, die aus den jüngsten Erzeuger- und Verbraucherpreisindizes hervorging, dürfte dies angesichts des jüngsten Trends keine wesentliche Gefahr für die Wirtschaft darstellen. Im Euroraum liegen sowohl die Wachstums- als auch die Inflationsüberraschungen nach wie vor klar im „Goldilocks“-Quadranten. Das heißt, die Wirtschaft überraschte positiv, während die Inflationszahlen unter den Erwartungen lagen. Eine solche Situation war zuletzt im November 2020 zu beobachten.

Unterdessen bleiben die Konjunkturdaten aus China unvorhersehbar.

Matrix der globalen Wachstums- und Inflationsüberraschungen



Quellen: Datastream, Bloomberg, Candriam
Die Grafik zeigt die Entwicklung der Wirtschafts- und Inflationsüberraschungen in drei wichtigen Regionen und ordnet sie vier Kategorien zu: Stagflation, reflationärer Aufschwung, Verlangsamung oder Abschwung und Goldilocks.

Geopolitik und Unsicherheit

Als vor zwei Jahren der Krieg in der Ukraine begann, wurden die Erdgasreserven schnell zur Achillesferse des Euroraums. Dank des milden Winters und der Unterstützung durch die Europäische Union und die EU-Regierungen wurden die Gasspeicher jedoch auf ein Niveau aufgefüllt, das eine gewisse Beruhigung im Hinblick auf die kurz- und mittelfristigen Aussichten bietet. Darüber hinaus dürften die globalen Flüssigerdgas-Kapazitäten in den nächsten vier Jahren um über 40 % steigen, da sich die westliche Welt bemüht hat, für die Zukunft schnell die größtmögliche Unabhängigkeit von russischen Ressourcen zu erlangen.

Im Euroraum wird die Stimmung durch die schwache Entwicklung der deutschen Wirtschaft belastet. Die größte Volkswirtschaft der Eurozone war in den letzten 18 Monaten die schwächste in der Europäischen Union, da der schleppende globale Auftragsengang, die rekordhohen Zinsen und die Haushaltskrise ihren Tribut forderten.

Die Unsicherheit über die deutsche Wirtschaft ist groß und die schwache Wirtschaftsentwicklung belastet die Stimmung

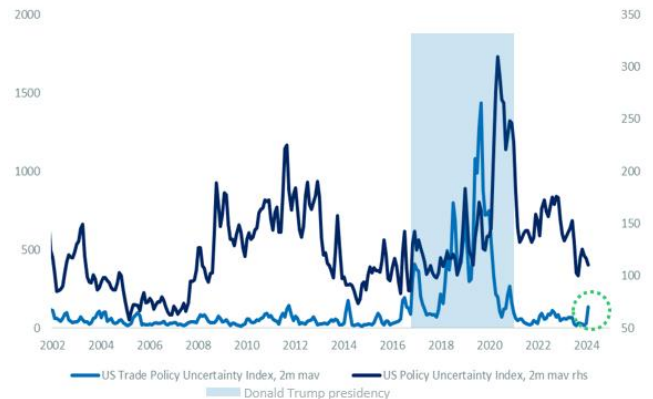


Quellen: Bloomberg, Refinitiv, Candriam
Die Grafik zeigt die Entwicklung der wirtschaftlichen Unsicherheit nach Ländern (gleitender Durchschnitt über 6 Monate).

In den USA rückt die Handelspolitik ins Blickfeld, obwohl Donald Trump „nur“ ein Kandidat für die Nominierung ist. Anfang Februar bestätigte der Spitzenkandidat der Republikaner seine Absicht, die Zölle auf chinesische Importe um 60 % oder mehr anzuheben, falls er sich trotz der gegen ihn anhängigen Verfahren eine zweite Amtszeit sichern sollte. Diese Zollstrategie könnte den Handelskonflikt wieder aufflammen lassen, den er in seiner ersten Amtszeit von 2016 bis 2020 entfacht hatte, als er Produkte aus China mit Zöllen in Höhe von 250 Mrd. USD belegt hatte. Die US-Amerikaner werden am 5. November über ihren nächsten Präsidenten abstimmen. Die Spitzenkandidaten werden voraussichtlich die gleichen sein wie 2020. Der amtierende Präsident Joe Biden ist der

unangefochtene Kandidat der Demokraten. Damit sind die Voraussetzungen für eine Neuauflage der Wahl gegeben.

Indikatoren der wirtschaftspolitischen Unsicherheit in den USA



Quellen: Bloomberg, Refinitiv, Candriam
Die Grafik zeigt die Entwicklung der Indizes für die handelspolitische und die politische Unsicherheit in den USA.

Das Kernszenario für die US-Wirtschaft besteht in einer sanften Landung, da die hohen Zinssätze und die straffen Kreditbedingungen zu einer Verlangsamung der Aktivität beitragen. Die Arbeitslosenquote dürfte leicht steigen, während der Druck auf die Preise und Löhne weiter nachlässt. In Europa rechnen wir mit einer leichten Belebung der Wirtschaftsaktivität, da die Inflation weiter sinkt. Dies stellt einen Teil der Kaufkraft wieder her und hält das Verbrauchervertrauen stabil.

In unserer Anlageklassen übergreifenden Strategie berücksichtigen wir das zentrale Wirtschaftsszenario sowie die identifizierten Risikofaktoren.

Wachstumserwartungen und regionale Aktienpräferenzen

Während einige Konjunkturindikatoren weniger pessimistisch sind, bleiben die Wachstumserwartungen in der EU sehr niedrig.

Anders sähe es aus, wenn sich das Wirtschaftswachstum beleben würde oder die Bewertungen der aktuellen Wirtschaftslage entsprächen. Kurz gesagt: Im Augenblick dauern die wirtschaftlichen Unsicherheiten in der Eurozone an, da die Unterstützung durch die Gewinne fehlt, ganz zu schweigen vom Kapitalabzug der institutionellen Anleger.

Performance Europa vs. USA, in % (EPS-Basis: 100 im Jahr 2009)



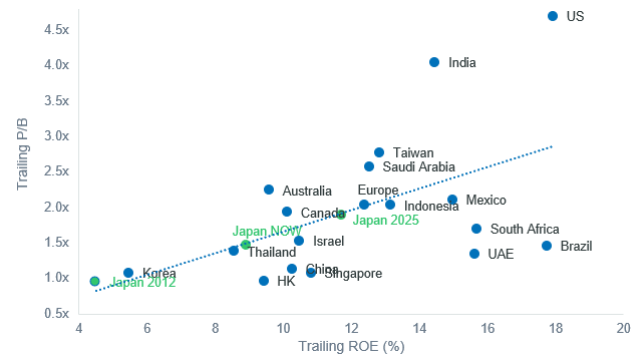
Quellen: Bloomberg, Refinitiv, Candriam
Diese Grafik zeigt die Entwicklung der Gewinne je Aktie im MSCI Europe im Vergleich zu den USA und die relative Performance des MSCI Europe gegenüber dem MSCI US.

Trotz der vergleichsweise attraktiven Bewertungen in Europa ist die Gewinndynamik der wesentliche Faktor für die Performance. Die Erwartungen an das Wachstum der Gewinne je Aktie (EPS) sind jedoch im Vergleich zu anderen Regionen nach wie vor zu schwach, um im Augenblick eine dauerhafte Outperformance europäischer Aktien zu erwarten.

Daher bleiben wir bei unserer neutralen Einschätzung von Aktien. Diese Haltung kommt in der Präferenz für die USA und der fortgesetzten Untergewichtung von europäischen Aktien zum Ausdruck.

Japan scheint einen strukturellen Wandel zu durchlaufen, wobei die Entwicklung des Yen im Vergleich zu den Aktienkursen in den kommenden Monaten ein wichtiger Indikator sein wird. Chancen ergeben sich aus der jüngsten Performance, die zum großen Teil auf die Abwertung des japanischen Yen zurückgeführt wurde. Darüber hinaus sind Struktur-reformen im Gange, die den Eigenkapitalrenditen (RoE) zugutekommen dürften. Durch diese Maßnahmen nähert sich Japan an andere globale Regionen an.

Steigende Eigenkapitalrenditen würden zu einer fortgesetzten Höherbewertung Japans führen



Quellen: Candriam, Bloomberg, Datastream
Die Grafik zeigt die Entwicklung des nachlaufenden Kurs-Buchwert-Verhältnisses und der nachlaufenden Eigenkapitalrendite (ROE) Japans im Jahr 2012, den heutigen Stand und die Prognosen bis 2025.

Kurzfristig könnte die aktuelle Höhe des Yen jedoch ein Hindernis darstellen, das aber überwunden werden könnte, wenn die Reformen fortgesetzt werden. Die wesentlichen Risiken umfassen den Ausstieg aus der Negativzinspolitik, der zu einer Abwertung des Yen führen könnte, wenn er nicht gut gesteuert wird. Ein Szenario für 2024 mit einem fortgesetzt enttäuschenden Wachstum der chinesischen Wirtschaft und einer möglichen harten Landung in den USA könnte sich ebenfalls sehr nachteilig auf die Gewinne je Aktie in Japan auswirken.

Unter den Schwellenländern lag Lateinamerika im Jahr 2023 in Führung, während China mit einer schleppenden Wiederöffnung, einer Krise im Immobiliensektor und einer Konsumflaute zu kämpfen hatte. Im bisherigen Verlauf dieses Jahres war die Performance des lateinamerikanischen Aktienmarktes jedoch schwächer und wir sind von unserer Übergewichtung der Region unter den Schwellenländern abgerückt. Auf mittlere Sicht wird Lateinamerika von verschiedenen Faktoren profitieren. Dazu zählt die relative geopolitische Ruhe, der Reichtum an Rohstoffen, die für den „grünen Wandel“ benötigt werden, sowie eine Verlagerung der Fertigung aus Asien nach Mexiko. Kurzfristig sind Petrobras und Vale, zwei Schwergewichte am brasilianischen Aktienmarkt, jedoch während der Amtszeit von Präsident Lula da Silva mit unberechenbaren politischen Risiken konfrontiert. Die Besorgnis über eine Rezession in Argentinien unter der neuen Regierung von Javier Milei trübt die Stimmung ebenfalls.

In China müsste sich das Wirtschaftswachstum beleben, um eine Outperformance der größeren Region anzutreiben. Chinesische Aktien widerspiegeln nach wie vor ein schwaches Wachstum und ein deflationäres Umfeld, da die Regierung keinen glaubwürdigen Plan vorgelegt hat, um ihr Ziel eines BIP-Wachstums von 5 % in diesem Jahr zu erreichen. Die gegenwärtige fragile Stabilisierung deutet auf einen Mangel an nachhaltigem Vertrauen in chinesische Aktien hin. Darüber hinaus war eine minimale Verbesserung der chinesischen Verbraucher- und Erzeugerpreis-inflation zu beobachten. Beide Indikatoren haben sich nur geringfügig aus dem negativen Bereich herausbewegt. **Im Augenblick bleiben wir in Bezug auf die gesamte Region neutral.**

Chancen bei Anleihen

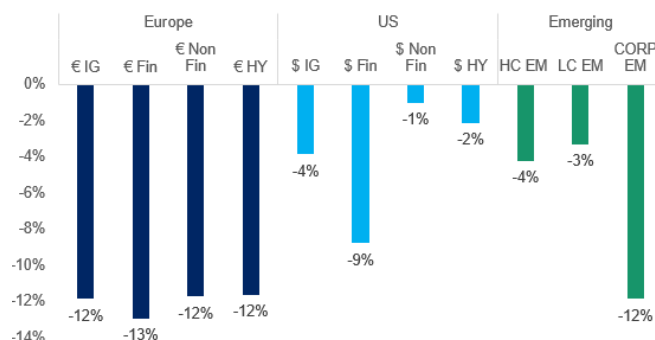
Der Fixed-Income-Bereich bleibt vielseitig und bietet Anlegern, die bereit sind, sich auf seine Eigenheiten einzulassen, eine Fülle von Möglichkeiten.

In dieser Landschaft dienen US-Treasuries und Investment-Grade-Anleihen als defensive Anker für Anlageportfolios, da sie von der vorsichtigen Leitzinsstrategie der US-Notenbank unterstützt werden.

Wir bevorzugen jedoch europäische Anleihen, insbesondere im Investment-Grade-Bereich. Sie sind attraktiv, da die Anleger angesichts der erwarteten geldpolitischen Anpassung der Europäischen Zentralbank nach höheren Renditen suchen.

Schwellenländeranleihen, die durch die akkommodierende Haltung der lokalen Zentralbanken gestärkt werden, könnten Anleger, die bereit sind, potenzielle Schwankungen zu ertragen, ebenfalls attraktive Renditen bieten.

In Europa und den Schwellenländern sind die Spreads seit Jahresbeginn weiter geschrumpft



Quellen: Candriam, Bloomberg©.

Die Grafik zeigt die Verengung der Spreads in festverzinslichen Anlageklassen.

Taktische Änderungen und langfristige Vision

Candriam hat einen eigenen Stimmungsindikator entwickelt. Nachdem er sich wochenlang über der Euphoriezone bewegt hatte, gab er noch kein Verkaufssignal ab. Unsere Analysen deuten jedoch darauf hin, dass der Aktienmarkt eine Pause einlegen und seitwärts tendieren könnte, während er Atem schöpft. Daher beurteilen wir Aktien insgesamt neutral, wobei wir US-amerikanische gegenüber europäischen Aktien bevorzugen, da die Aussichten für die Gewinne je Aktie und das BIP-Wachstum in Europa schwächer sind.

Da wir in den nächsten Monaten mit einem stärkeren Seitwärtstrend der Märkte rechnen und die allgemeinen Erwartungen in Bezug auf den Technologiesektor übermäßig optimistisch sein könnten, stufen wir den US-Technologiesektor auf neutral herab. Unser langfristiger Ausblick bleibt jedoch stark positiv.

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 neutral ausgerichtet. Die Aktienkurse nehmen das zentrale Wirtschaftsszenario einer sanften Landung offenbar bereits vorweg. Dies begrenzt das weitere Aufwärtspotenzial. In den USA ist das Risiko-Rendite-Verhältnis von Aktien auf kurze Sicht nicht besonders attraktiv, da die jüngste Rally das künftige Aufwärtspotenzial begrenzt.
USA		●●●●		●●●	▶	
EWU		●●●		●●	▶	Die Region leidet unter der anhaltenden wirtschaftlichen Unsicherheit und derzeit ist kein Wachstumstreiber in Sicht, der eine Beschleunigung des Gewinnwachstums auslösen könnte.
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		●●●		●●●	▶	Japan profitiert von strukturellen Rückenwinden. Der Yen-Kurs ist ein wichtiger Impulsgeber für japanische Aktien.
Schwellenländer		●●●●		●●●	▶	Für eine Outperformance der Region muss das Wachstum in China anziehen. Doch die jüngsten Maßnahmen können die Anleger nicht überzeugen.
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	Kerneuropa	●●●●		●●●●	▶	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.
	Europäische Peripherieländer	●●●		●●●	▶	Neutrale Einschätzung angesichts der hohen Emissionen Anfang 2024 und der Reduzierung der EZB-Bilanz. Die wirtschaftlichen Unterschiede in Europa, insbesondere die schlechten Aussichten für Deutschland, sprechen derzeit für die Anleihenmärkte der Peripherieländer.
	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. Der Finanzierungsbedarf im Jahr 2024 kann leicht absorbiert werden.
	Europa High Yield	●●●		●●●	▶	Die Kreditrisikoprämien von Hochzinsanleihen sind eng, während die restriktiveren Kreditkonditionen belasten. Der Ratingtrend stabilisiert sich, doch die Ausfälle nehmen zu.
USA	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 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	Staatsanleihen	●●●●		●●●●	▶	Die fortgesetzte Disinflation und der Lockerungsspielraum der Zentralbanken der Schwellenländer sorgen für Unterstützung. Nach dem historischen Kapitalabzug ist die Positionierung vorteilhaft.
	Unternehmensanleihen	●●●		●●●	▶	Die höchsten realen Renditen auf regionaler Ebene bieten Carry. Spreads und Renditen liegen über dem historischen Durchschnitt. Eine moderate Geldpolitik der Zentralbanken von Schwellenländern könnte für Unterstützung sorgen.
Währungen						Die geopolitischen Spannungen könnten den Yen oder Rohstoffwährungen in die Höhe treiben.
EUR		●●●		●●●	▶	Der EUR erhält derzeit eine gewisse Unterstützung durch die engen Spreads von Peripherieländeranleihen, die das Vertrauen der Anleger stärken.
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.