

## HOUSE VIEW & CONVICTIONS

### Lichtblicke im Frühjahr

Wir sind der Meinung, dass es an der Zeit ist, das Portfolio zyklischer auszurichten, um von einem besseren Marktumfeld zu profitieren. Während sich die Disinflationstrends in Europa fortsetzen, sind die wirtschaftlichen Überraschungen in der Region positiv, was zu einer besseren Stimmung und mehr Kapitalzuflüssen führt. Wir beobachten, dass das Anlegerinteresse allmählich zurückkehrt. Da die Risikoprämien insgesamt attraktiv sind, könnten sich Aktien, die bisher zurückgeblieben sind, dank der Konjunkturerholung besser entwickeln und aufholen. Aus diesem Grund beurteilen wir Aktien der Eurozone als zyklische Anlage jetzt neutral. Ebenso nehmen wir Small und Mid Caps ins Portfolio auf. Abgesehen von der Datenlage haben uns die jüngsten Zentralbanksitzungen beruhigt. Unseres Erachtens sind die erwarteten bevorstehenden Zinssenkungen ein zusätzliches unterstützendes Element, das die Aktienmärkte stärken und die langfristigen Anleihenrenditen begrenzen dürfte, was unsere positive Einschätzung der Duration untermauert. Wir haben unser Engagement in europäischen Investment-Grade-Unternehmensanleihen von einer Übergewichtung auf eine neutrale Gewichtung reduziert und nutzen Schwellenländeranleihen nach wie vor, um von Zinsvorteilen (Carry) zu profitieren.

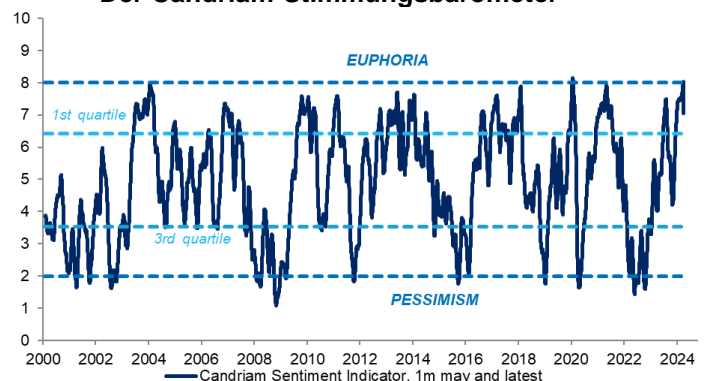
### Kurzfristige Stabilisierung

Unser Stimmungsbarometer, der auf einer umfassenden Auswahl von Marktfaktoren, technischen Daten und Anlegerumfragen beruht, erreichte Mitte März den „Euphorie“-Bereich. Dies löste ein konträres Verkaufssignal für US-Aktien aus. Nach der guten Performance in den letzten zwei Quartalen könnte zu Beginn des 2. Quartals eine Stabilisierungsphase eintreten.

Zusätzlich zu empirischen Belegen im Zusammenhang mit diesem Indikator, deuten die technischen Analysen ebenfalls auf eine Stabilisierung im mittleren einstelligen Bereich hin. Unserer Ansicht nach ist es jetzt Zeit, Portfolios zyklischer auszurichten, um vom verbesserten fundamentalen Umfeld zu profitieren: Die Disinflationstrends sind nach wie vor weitgehend intakt, insbesondere im Euroraum. Dies ermöglicht es den

Zentralbanken, die restriktive Geldpolitik zu lockern. Zugleich fielen die Wirtschaftsdaten besser aus als erwartet.

**Der Candriam-Stimmungsbarometer**



Quellen: Candriam, Bloomberg©  
Die Grafik zeigt die Entwicklung unseres eigenen Investment-Stimmungsindicators, normalisiert zwischen 0 und 10 und auf der Basis verschiedener Dateninputs.

## 6. Juni: Unabhängigkeitstag für die EZB

Abgesehen von einer möglichen kurzfristigen Stabilisierung beruht unsere konstruktivere Sicht auf europäische Aktien, bei denen wir Spielraum für eine Verbesserung der Kapitalzuflüsse und eine bessere Performance sehen, auf eine einfache grundlegende Überlegung: Zinssenkungen der EZB und eine Verbesserung der Wirtschaft.

Wir stimmen der Analyse der kontinuierlich sinkenden Inflation in der Eurozone durch die Europäische Zentralbank (EZB) zu. Sowohl die Gesamt- als auch der Kerninflationindex von rund 2,5 % gegenüber dem Vorjahr sollten für die EZB ausreichen, um die Zinsen im Juni zu senken. EZB-Präsidentin Christine Lagarde erklärte, dass die EZB „nicht von der US-Notenbank abhängt“, und bestätigte unsere Erwartung, dass die Zinsen in diesem Jahr ab Juni mehrmals gesenkt werden dürften.

Inwieweit könnten enttäuschende Inflationszahlen in den USA und eine weniger moderate Haltung der US-Notenbank (Fed) den geldpolitischen Ausblick der EZB beeinflussen? Die EZB bestätigte im April, dass sie – unabhängig davon, was die Fed tut – auf eine Zinssenkung im Juni zusteuert, sofern keine größeren Überraschungen oder Schocks eintreten. In gewisser Weise war dies eine Unabhängigkeitserklärung von der US-Notenbank.

Diese Abweichung von der Fed ist möglich, da sich die Inflationszahlen in den USA und in Europa in entgegengesetzte Richtungen bewegen. Bemerkenswert ist, dass dies das erste Mal in der 25-jährigen Geschichte der EZB ist, dass sie den Leitzins nicht aufgrund einer Wirtschaftsschwäche senkt, sondern wegen der Verbesserung der Desinflation.

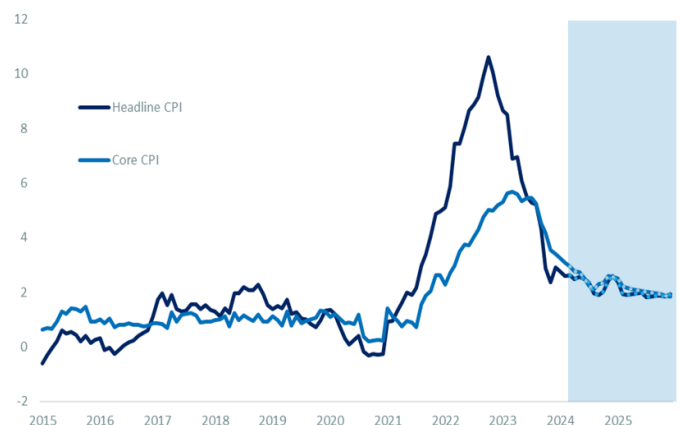
## Die Wende im Fertigungssektor hat begonnen

Der zweite Impuls für die Anhebung der Zyklizität des Portfolios besteht in der weltweiten Verbesserung der Aktivität. Im März überraschten die Wachstumsdaten in allen großen Regionen (USA, Europa und China) positiv. Da sich die Wirtschaft weiter erholt, dürfte der Aktienbesitz weiter ausgeweitet werden. Dies kommt zyklischen Substanzwerten zugute, die hinter der Marktrally zurückgeblieben sind, ebenso wie Small und Mid Caps.

Vor allem europäische Small Caps zogen nicht mit der jüngsten Verbesserung der Konjunkturdaten mit und zählen zu den Schlusslichtern unter zyklischen Vermögenswerten. Wir sind zuversichtlich, dass die PMIs für den Fertigungssektor in der Region im vergangenen Winter die Talsohle durchschritten haben und die bevorstehenden Berichte weitere Lichtblicke enthalten werden.

Insgesamt halten wir eine leichte Übergewichtung in Aktien und fügen zyklische Werte zu unserem Portfolio hinzu, da die Konjunkturdaten besser ausgefallen sind als erwartet und die restriktive Geldpolitik zurückgefahren wird. Um diese zyklische Ausrichtung zu erreichen, beurteilen wir Aktien der Eurozone – und insbesondere Small Caps – jetzt neutral. Wir halten nach wie vor thematische Anlagen, um von bestimmten Verzerrungen und langfristigen Gewinnern zu profitieren.

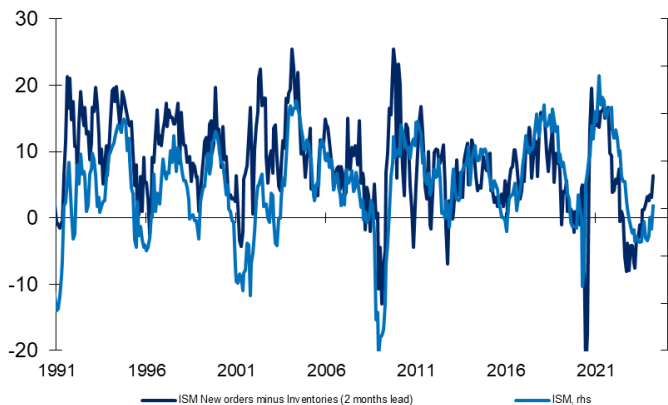
### Der Disinflationstrend in Europa hat Fahrt aufgenommen



Quellen: Candriam, Refinitiv, Bloomberg©.

Die Grafik zeigt die Entwicklung der Gesamt- und Kern-Verbraucherpreisindizes im Euroraum, in %. Die Prognosen im schattierten Bereich stammen von Candriam.

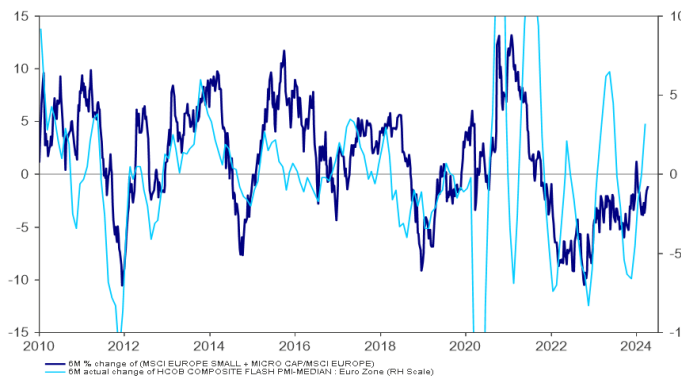
## ISM-Index für den US-Fertigungssektor bestätigt die Trendwende



Quellen: Candriam, Bloomberg©

Die Grafik zeigt die Entwicklung des ISM-Index für den Fertigungssektor der USA und den Unterschied der zwei Subindizes, Auftragsengänge minus Lagerbestände, um 2 Monate verschoben.

## Eurozone: Small Caps blieben hinter der Verbesserung der Wirtschaftsaktivität zurück



Quellen: Candriam, Bloomberg©

Die Grafik zeigt die relative Performance europäischer Small Caps und die Entwicklung des Gesamt-Einkaufsmanagerindex für die Eurozone.

## Europäische Duration weiterhin positiv bewertet

Die EZB bestätigte, dass der Mix aus Wachstum und Inflation nichts enthält, was die erwartete Zinssenkung im Juni verhindern könnte. Daher empfanden wir die Zentralbanksitzungen als beruhigend und sind der Ansicht, dass die bevorstehenden Zinssenkungen ein zusätzliches Element sein werden, das die langfristigen Anleihenrenditen begrenzt.

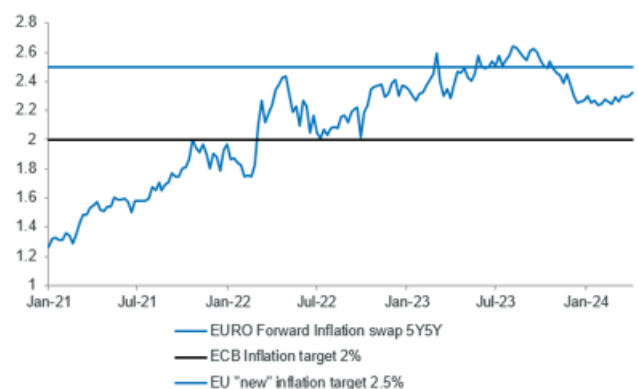
Aus diesem Grund beurteilen wir europäische Duration nach wie vor positiv und streben danach, im Umfeld der nachlassenden Inflation Zinsdifferenzen (Carry) zu nutzen. Insbesondere halten wir nach wie vor

Engagements in Schwellenländeranleihen, um von ihrem attraktiven Carry zu profitieren.

Im Rahmen der festverzinslichen Allokation beurteilen wir US-Staatsanleihen nach wie vor neutral. Da die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen von 3,8 % auf 4,5 % gestiegen ist, befinden wir uns wahrscheinlich abermals nicht weit entfernt von einem attraktiven Einstiegspunkt.

Im Hinblick auf den Portfolioaufbau gleichen wir die Heraufstufung von Aktien von Neutral auf eine leichte Übergewichtung durch die Reduzierung des Engagements in europäischen Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating von einer Übergewichtung auf Neutral aus. Auf diese Weise nahmen wir vor dem Hintergrund der engen Credit Spreads und der etwas erhöhten Volatilität der Renditen bei dieser seit langem gehaltenen Überzeugung erfreuliche Gewinne mit.

## Die Inflationserwartungen bleiben gut in der „EZB-Bandbreite“ verankert



Quellen: Candriam, Refinitiv, Bloomberg©.

Die Grafik zeigt die Entwicklung des Euro und die Inflationserwartungen für die nächsten 10 Jahre

## Zyklischere Ausrichtung unserer Allokation führt zu einer leichten Übergewichtung in Aktien

**Aktien:** Wir halten eine leichte Übergewichtung. Aktien scheinen das Wirtschaftsszenario einer sanften Landung vorwegzunehmen. Doch die jüngsten positiven Wachstumsüberraschungen und die bevorstehenden Zinssenkungen könnten die Märkte weiter unterstützen.

**Anleihen:** Auf mittlere Sicht sind die erwarteten Anleihenrenditen attraktiv. Doch die gegenwärtige Anpassung der Markterwartungen an die geldpolitische Lockerung könnte die kurzfristige Performance beeinträchtigen.

**Währungen:** Geopolitische Spannungen könnten den Yen in die Höhe treiben.

## Wir beurteilen die Eurozone als zyklische Anlage jetzt neutral.

Es ist Zeit, das Beta des Portfolios anzuheben und es zyklischer auszurichten, um von der Ausweitung des Goldilocks-Umfelds (niedrigere Inflation und höheres Wachstum als erwartet) zu profitieren.

Vor allem in Europa sind wie wirtschaftlichen Überraschungen jetzt positiv. Dies führt zur Verbesserung der Stimmung und der Kapitalzuflüsse.

Deshalb stufen wir Aktien der Eurozone von Negativ auf Neutral hoch und nehmen Small Caps und Banken in das Portfolio auf.

Dadurch verbessert sich das Gesamtrating für Aktien von Neutral auf eine leichte Übergewichtung.

## Herabstufung des Gesundheitswesens auf Neutral

Wir haben das Portfolio angepasst, indem wir den Gesundheitssektor auf Neutral herabgestuft haben. Diese Entscheidung beruht auf der Top-down-Einschätzung, wobei wir die Stärke der US-Wirtschaft und die potenziellen Gegenwinde für defensive Sektoren wie das Gesundheitswesen berücksichtigt haben.

Trotz dieser taktischen Veränderung beurteilen wir das Gesundheitswesen langfristig nach wie vor positiv. Die Zulassungen neuer Medikamente sind rekordhoch, die Fusions- und Übernahmeaktivität ist lebhaft und die Bewertungen erscheinen attraktiv. Die aktuelle Stärke der Wirtschaft könnte jedoch die kurzfristige Outperformance des Sektors begrenzen. Sobald deutlichere Anzeichen eines Konjunkturabschwungs zu erkennen sind, wird sich eine hervorragende Kaufgelegenheit ergeben.

## Gewinnmitnahmen bei Euro-IG, Festhalten an Schwellenländeranleihen

Wir empfanden die Zentralbanksitzungen als beruhigend und sind der Ansicht, dass die bevorstehenden Zinssenkungen ein zusätzliches Element sein werden, das für Unterstützung sorgen und die langfristigen Anleihenrenditen begrenzen dürfte.

Zum ersten Mal in der 25-jährigen Geschichte der EZB wird sie den Leitzins nicht aufgrund einer Wirtschaftsschwäche senken, sondern wegen der Verbesserung der Desinflation.

**EMU Core:** Bevorstehende Zinssenkungen und die nachlassende Inflation dürften die Anlageklasse unterstützen.

**EMU Non-Core:** Neutrale Einschätzung angesichts der hohen Emissionen Anfang 2024 und der Reduzierung der EZB-Bilanz.

**Euro-IG:** Wir haben unser Engagement von einer Übergewichtung auf Neutral gesenkt. Auf diese Weise nahmen wir vor dem Hintergrund der engen Credit Spreads und der etwas erhöhten Volatilität der Renditen bei dieser seit langem gehaltenen Überzeugung erfreuliche Gewinne mit.

**Euro-HY:** Die Spreads von Hochzinsanleihen sind eng, während die restriktiveren Kreditkonditionen belasten. Der Ratingtrend stabilisiert sich, doch die Ausfälle nehmen zu.

**US-Staatsanleihen:** Die US-Renditen sind von 5,0 % Mitte Oktober auf 3,8 % Ende 2023 gefallen und dann wieder auf 4,5 % gestiegen. Ein attraktiver Einstiegspunkt dürfte nicht mehr weit entfernt sein.

**US-IG:** Die kurzfristigen Erträge könnten durch eine Stabilisierung nach der starken Spreadverengung beeinträchtigt werden, doch längerfristig ist der Carry attraktiv.

**US-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.

**Staatsanleihen aus Schwellenländern:** Die fortgesetzte Disinflation und der Lockerungsspielraum der Zentralbanken der Schwellenländer sorgen für Unterstützung.

**Unternehmensanleihen aus Schwellenländern:** 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.

## **Long-Position im JPY zur Absicherung.**

**EUR:** Der EUR wird derzeit davon unterstützt, dass die Aktivität den Tiefpunkt überwunden hat. Er ist jedoch mit einer schnelleren geldpolitischen Lockerung im Vergleich zu den USA konfrontiert.

**USD:** Die Märkte könnten ihre Erwartungen an die Zinssenkungen der Fed verschieben. Dies würde den Greenback unterstützen.

**JPY:** Wir halten eine Long-Position im japanischen Yen zur Absicherung in einem potenziell risikoaversen Umfeld.

## 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 (Einschätzung über 12 Monate)	Kursgewinn	Positionierung (Aktuelle Einschätzung)	Kursgewinn
<b>Aktien</b>		●●●		●●●	▲
USA		●●●●		●●●●	▶
EWU		●●●		●●●	▶
Europa ohne EWU		●●●		●●●	▶
Japan		●●●		●●●	▶
Schwellenländer		●●●●		●●●	▶
<b>Anleihen</b>		●●●●		●●●●	▶
Europa	Kerneuropa	●●●●		●●●●	▶
	Europäische Peripherieländer	●●●		●●●	▶
	Investment Grade Europa	●●●●		●●●	▼
	Europa High Yield	●●●		●●●	▶
USA	USA	●●●●		●●●	▶
	USA IG	●●●●		●●●	▶
	USA HY	●●●		●●●	▶
Schwellenländer	Staatsanleihen	●●●●		●●●●	▶
	Unternehmensanleihen	●●●●		●●●●	▶
<b>Währungen</b>					
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](http://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.