

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Verbreiterung

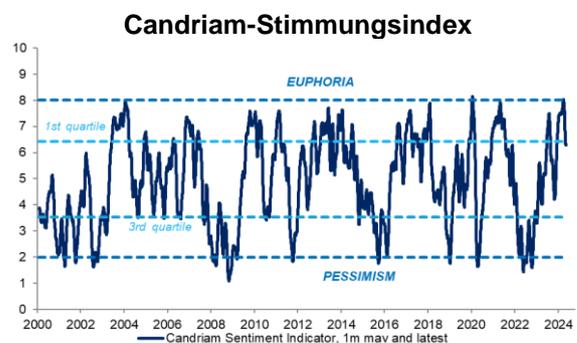
Die Märkte haben die kurzfristige Konsolidierung überwunden, da sowohl Bottom-up- als auch Top-down-Elemente vorteilhaft waren: Auf der mikroökonomischen Ebene zeigte sich das 1. Quartal zu beiden Seiten des Atlantik positiv, nach einer unerwartet starken Entwicklung der Weltwirtschaft zu Beginn des Jahres. Anzeichen, dass die Industrie die Rezession hinter sich lässt, lassen darauf schließen, dass die nächste Etappe in einer Ausweitung des Gewinnwachstums über die USA und den Technologiesektor hinaus bestehen könnte. Mit Blick auf die makroökonomische Seite beobachten wir, dass die Meldungen aus den USA im Gegensatz zu den Nachrichten aus Europa und China stehen: Unerwartet schwache Konjunkturdaten in den USA werden durch positive Überraschungen in den beiden letztgenannten Regionen kompensiert. Die gute Nachricht ist, dass die restriktive Neubewertung der Zinssenkungen der US-Notenbank (Fed) vermutlich beendet ist. Nicht zuletzt haben die jüngsten Inflationsdaten, vom Rückgang des Ölpreises bis zu den Verbraucherpreisindizes für den April, die globalen Disinflationstrends bestätigt. Eine Stagflation mag ein Risikoszenario darstellen, aber zum gegenwärtigen Zeitpunkt haben die Zinsen ihren Höhepunkt erreicht und das Wachstum bleibt stabil, was eine vorteilhafte Mischung für unsere übergewichtete Haltung gegenüber Aktien und unsere Positionierung mit langer Duration darstellt.

Im Mai investiert bleiben

Wie erwartet kam es nach der guten Entwicklung in den beiden vorhergehenden Quartalen zu einer Stabilisierung. Infolgedessen ist unser Stimmungsindex, der sich aus einer Reihe von Marktfaktoren, technischen Daten und Anlegerbefragungen zusammensetzt, wieder zurückgegangen, nachdem er Mitte März mit dem Erreichen des „Euphorie-Niveaus“ ein Warnsignal gesetzt hatte.

Wir haben beobachtet, dass Aktien in US-Wahljahren historisch gesehen im Mai ihren Tiefpunkt erreichen und sich bis August erholen. Daher könnte die richtige Taktik darin bestehen, „im Mai investiert zu bleiben“ und dies auch im Juni, Juli und August fortzusetzen, bevor der Wahlkampf im Herbst in seine heiße Phase eintritt.

Mit Blick auf die Zukunft sind wir geneigt, die fundamentalen Faktoren zu berücksichtigen.



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

Der europäische Wirtschaftszyklus hat eine Wende vollzogen

Unsere optimistischere Einschätzung europäischer Aktien wird auch dadurch unterstützt, dass die BIP-Daten den Tiefpunkt erreicht haben: Im ersten Quartal ist die Wirtschaft im Euroraum um 0,3 % gewachsen, während eine nahezu stagnierende Aktivität erwartet wurde. Diese Erholung gegenüber einer Quasi-Stagnation dürfte die Aktienbewertungen in der Region unterstützen und zu einer weiteren Ausweitung der Performance beitragen. Die zukunftsgerichteten Indikatoren deuten zweifellos in diese Richtung.

Darüber hinaus bestätigte die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Absicht, am 6. Juni mit der Rücknahme der restriktiven Geldpolitik zu beginnen. Sie orientiert sich mehr an einer Verbesserung (das heißt, einem Rückgang) der Inflation als an der US-Notenbank.

Bei genauerem Hinsehen sollte die Inflation in Europa schneller und nachhaltiger sinken als in den USA. Sofern es nicht zu einem Schock kommt, zeigen unsere Prognosen, dass die Gesamtinflation im Euroraum gegen Ende des 3. Quartals 2,0 % erreichen könnte, bevor sie wieder leicht anzieht und dann den Großteil des Jahres 2025 knapp unter dem Inflationsziel der EZB von 2,0 % verbringt. Die Kerninflation in der Region dürfte allmählich auf 2,0 % im 1. Halbjahr 2025 zusteuern. Zusammenfassend lässt sich sagen, dass ein Gesamt- und Kernverbraucherpreisindex von heute 2,5% im Jahresvergleich und ein Wert von unter 2 % im Jahr 2025 gute Bedingungen für den Beginn von Zinssenkungen durch die EZB im Juni darstellen.

Im gleichen 18-Monats-Zeitraum erwarten wir, dass der Gesamt- und der Kernverbraucherpreisindex in den USA in diesem Jahr über 3,0 % liegen werden, bevor sie im 1. Halbjahr 2025 auf das Ziel der Zentralbank sinken. Es liegt auf der Hand, dass die EZB dank dieser Dynamik die Zinsen früher senken kann als die Fed.

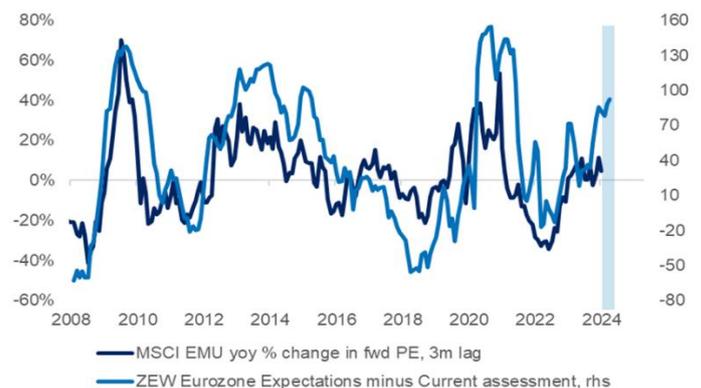
Die bevorstehenden Zinssenkungen der Zentralbank sind ein Element, das die langfristigen Anleihenrenditen nach oben begrenzen dürfte. Für uns ist dies ein Grund, auf eine lange Duration zu setzen. Bemerkenswert ist auch, dass die EZB zum ersten Mal in ihrer 25-jährigen Geschichte den Leitzins nicht aufgrund einer Wirtschaftsschwäche senkt, sondern wegen der Verbesserung der Disinflation.

Die US-Konjunkturdaten sind schwächer als erwartet – dies ist eine gute Nachricht

Das Wirtschaftswachstum in den USAS hat in den vergangenen 18 Monaten immer wieder positiv überrascht. Dies hatte zur Folge, dass die Prognosen nach oben korrigiert wurden. Aus diesem Grund wurde die Latte für Überraschungen der US-Wirtschaft immer höher gelegt – im Gegensatz zur relativ düsteren Situation in Europa, wo das Wirtschaftswachstum aufgrund des niedrigen Ausgangspunkts nicht wirklich enttäuschen kann.

Obwohl das Wachstum in den USA insgesamt immer noch stabil ist, wäre es daher recht optimistisch, vom aktuellen Niveau aus eine Beschleunigung zu erwarten. In den letzten Wochen lagen einige Konjunkturdaten unter den Erwartungen, das heißt, die Wirtschaft überraschte negativ.

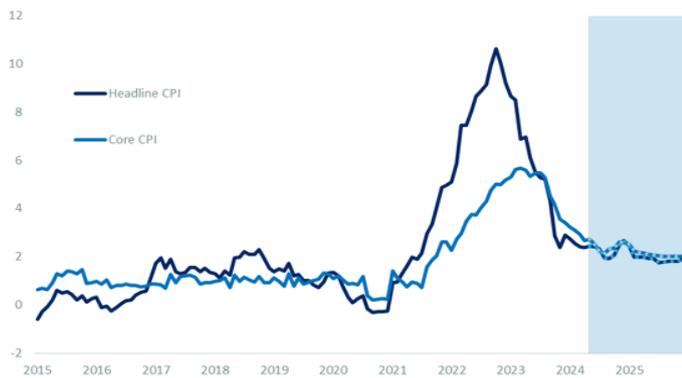
Die Konjunkturerholung in Europa dürfte sich positiv auf die Bewertungen auswirken



Quellen: Candriam, Refinitiv, Bloomberg©.

Die Grafik zeigt die Veränderung der Bewertung des MSCI EMU und des Kern-Verbraucherpreisindex im Euroraum über zwölf Monate, in %. Letzterer läuft dem ersteren um drei Monate voraus, wie im schattierten Bereich zu sehen ist.

Die Entwicklung des Gesamt- und des Kern-VPI ist eine gute Voraussetzung für den Beginn der Zinssenkungen der EZB im Juni



Quellen: Candriam, Bloomberg©

Die Grafik zeigt die Entwicklung der Gesamt- und Kern-Verbraucherpreisindizes im Euroraum, in %. Der schattierte Bereich entspricht den Prognosen von Candriam.

USA: Die Märkte dürften bei der Anpassung der Erwartungen an Zinssenkungen der Fed zu weit gegangen sein



Quellen: Candriam, Bloomberg©

Die Grafik zeigt die Markterwartungen an Zinssenkungen der US-Notenbank bis Ende Januar 2025 und die Entwicklung der wirtschaftlichen Überraschungen

Diese negativen Überraschungen enthalten auch eine gute Nachricht: Die Markterwartungen an Zinssenkungen der Fed dürften den Wendepunkt erreicht haben. Die zunehmend restriktiveren Markterwartungen an die Fed seit Anfang des Jahres dürften am Endpunkt angelangt sein. Dies entspricht einem Höhepunkt der Rendite 10-jähriger US-Treasuries bei 4,70 % Ende April. Interessanterweise wurden die langfristigen Renditen in der letzten Zeit sowohl von den Breakeven-Raten als auch von den Renditen bestimmt. Dies spiegelt die Erwartungen an die Inflation und das Wachstum in Zukunft wieder.

In diesem Umfeld Staatsanleihen und Aktien kaufen

Wir haben die Zentralbanksitzungen als beruhigend empfunden und sind der Meinung, dass die

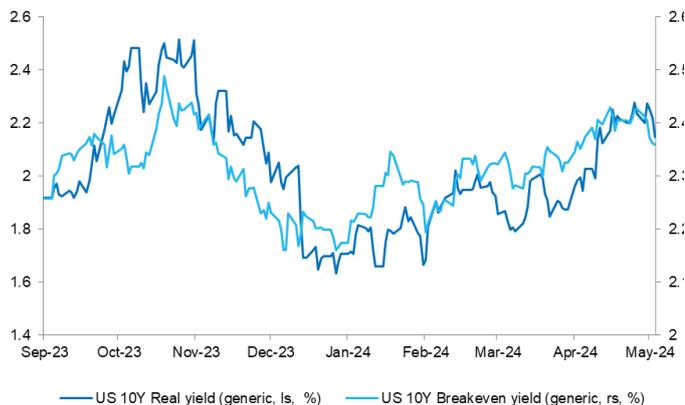
bevorstehenden Zinssenkungen in Europa ein zusätzliches Element sein werden, das für Unterstützung sorgen und die langfristigen Anleihenrenditen nach oben begrenzen dürfte. Daher halten wir an der langen Duration über europäische und US-amerikanische Staatsanleihen fest.

In den USA ist die Rendite der 10-jährigen US-Treasuries von 5,0 % Mitte Oktober auf 3,8 % Ende 2023 gefallen und dann wieder auf 4,7 % im April gestiegen. Damit ist der attraktive Einstiegspunkt erreicht, nach dem wir Ausschau gehalten hatten. Daher haben wir unsere Duration in dieser Region ebenfalls angehoben.

Im Gegensatz dazu haben wir vor Kurzem unser Engagement in Investment-Grade-, High-Yield- und Schwellenländeranleihen auf Neutral reduziert. Auf diese Weise konnten wir vor dem Hintergrund der engen Credit Spreads bei dieser seit langem gehaltenen Überzeugung erfreuliche Gewinne mitnehmen. Wir erwarten zwar in absehbarer Zeit keinen wesentlichen Anstieg der Spreads, aber es gibt auch wenig Spielraum für Verbesserungen. Wir ziehen es vor, Durations-Risiken über Staatsanleihen einzugehen.

In Bezug auf Aktien heben wir unserer Engagement von einer leichten Übergewichtung auf eine Übergewichtung an. Unsere Allokation ist nach wie vor zyklisch ausgerichtet. Daher stocken wir bei japanischen und europäischen Aktien auf, während wir das Engagement in den USA etwas reduzieren: Unter den großen Anlageregionen weisen die USA die geringste Sensitivität gegenüber einem Anstieg der globalen Aktivitätsindikatoren, wie dem globalen Einkaufsmanagerindex auf.

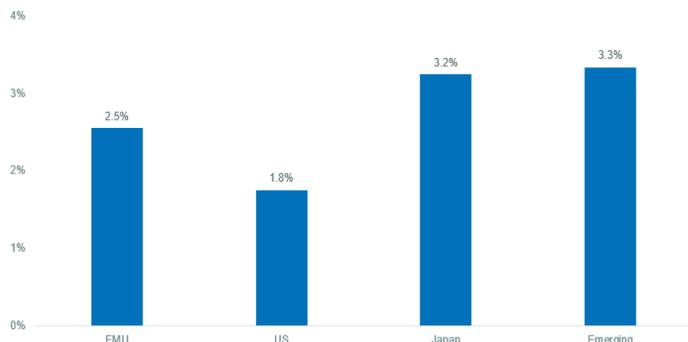
USA: Breakeven- und Realzinsen bewegen sich parallel



Quellen: Candriam, Refinitiv, Bloomberg©.

Die Grafik zeigt die Entwicklung der 10-jährigen Breakeven- und Realzinsen in den USA. Sie spiegeln die Erwartungen an die künftige Inflation und das Wachstum im nächsten Jahrzehnt wieder.

Regionale Sensitivität gegenüber einem Anstieg des globalen Einkaufsmanagerindex um einen Punkt, gemessen an der Entwicklung des Aktienindex (in %)



Quellen: Candriam, Refinitiv, Bloomberg©.

Die Grafik zeigt die Sensitivität verschiedener regionaler Aktienindizes gegenüber einem Anstieg des globalen Einkaufsmanagerindex um 1 Punkt.

Weitere Anhebung der Allokation auf eine Übergewichtung in Aktien

Aktien: Wir haben unser Engagement in Aktien weiter von einer leichten Übergewichtung auf eine Übergewichtung an. Die jüngsten Aktivitätsindikatoren und bevorstehende Zinssenkungen könnten die Märkte weiter unterstützen.

Anleihen: Wir haben die Zentralbanksitzungen als beruhigend empfunden und sind der Ansicht, dass die bevorstehenden Zinssenkungen ein zusätzliches Element sein werden, das für Unterstützung sorgen und die langfristigen Anleihenrenditen nach oben

begrenzen dürfte. Zum ersten Mal in ihrer 25-jährigen Geschichte dürfte die EZB den Leitzins nicht aufgrund einer Wirtschaftsschwäche senken, sondern wegen der Verbesserung der Disinflation.

Währungen: Rohstoffwährungen könnten wieder attraktiver werden, wenn der globale Fertigungszyklus anzieht. Wir haben unsere Long-Position auf den japanischen Yen reduziert, da die Bank of Japan (BoJ) übermäßig vorsichtig erscheint.

Wir heben das Engagement in Industrieländern (ohne USA) auf eine leichte Übergewichtung an

Außerdem erhöhen wir das Beta und die Zyklizität des Portfolios weiter, um von der Ausweitung des vorteilhaften Umfelds (niedrigere Inflation und höheres Wachstum als erwartet) zu profitieren. Vor allem in Europa sind die wirtschaftlichen Überraschungen jetzt positiv. Dies führt zur Verbesserung der Stimmung und der Kapitalzuflüsse. Deshalb stufen wir Aktien der Eurozone weiter von Neutral auf Leicht Positiv hoch und stocken Small Caps und Banken im Portfolio auf.

In Großbritannien sind die Bewertungen attraktiv. Damit besteht Potenzial für eine Höherbewertung, während die Bank of England in diesem Sommer mit Zinssenkungen beginnen dürfte – nach der EZB.

Das Ende der seit Jahrzehnten andauernden Deflation und die Auswirkungen der Corporate-Governance-Reformen dürften die weniger moderate Haltung der BoJ mehr als aufwiegen.

In den USA verlief die Ergebnisberichtssaison für das 1. Quartal gut und die Neubewertung der geldpolitischen Erwartungen dürfte den Endpunkt erreicht haben. Die nächste Etappe könnte in einer Ausweitung des Gewinnwachstums über die USA und den Technologiesektor hinaus bestehen. Daher stufen wir die Region von einer Übergewichtung auf eine leichte Übergewichtung herab.

Keine Veränderung bei der Einstufung globaler Aktien, Hochstufung des europäischen Immobiliensektors

Im letzten Monat haben wir 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.

Aus regionaler Sicht haben wir den Immobiliensektor in Europa hochgestuft. Von Anlagen in Büroobjekten und Einkaufszentren raten wir jedoch ab, selbst wenn sie sehr günstig bewertet sind. Wir bevorzugen die Bereiche Logistik, Studentenwohnungen, Seniorenresidenzen und Wohnimmobilien. Aus technischer Sicht stellen wir fest, dass die relative Stärke eine konstruktive Sequenz entwickelt.

Carry gegenüber Spreads bevorzugen

Wir haben die Zentralbanksitzungen als beruhigend empfunden 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 ihrer 25-jährigen Geschichte dürfte die EZB den Leitzins nicht aufgrund einer Wirtschaftsschwäche senken, sondern wegen der Verbesserung der Disinflation.

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

EMU Non-Core: Die Wende der Geldpolitik der EZB könnte für Unterstützung sorgen.

Euro-IG: Wir haben unser Engagement kürzlich von einer Übergewichtung auf Neutral gesenkt. Auf diese Weise haben wir vor dem Hintergrund der engen Credit Spreads bei dieser seit langem gehaltenen Überzeugung erfreuliche Gewinne mitgenommen.

Euro-HY: Die Spreads von High Yield sind eng, während die sich verschärfenden Kreditkonditionen als

Gegenwind wirken. 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 4,7 % im April gestiegen. Damit ist der attraktive Einstiegspunkt erreicht, nach dem wir Ausschau gehalten hatten.

US-IG: Die kurzfristigen Erträge könnten durch eine Korrektur nach der starken Spread-Verengung 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.

EM Government Debt: Die fortgesetzte Disinflation und der Lockerungsspielraum der Zentralbanken der Schwellenländer sorgen für Unterstützung, während die höchsten regionalen Realzinsen Carry bieten. Die Spreads haben sich jedoch bereits deutlich verengt. Zusätzlich zu den Engagements in Hartwährungen stellt ein starker US-Dollar ein zusätzliches Risiko für Lokalwährungsanleihen dar.

EM Corporate: 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.

Rohstoffwährungen kaufen, da der globale Fertigungszyklus nach oben dreht.

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 haben ihre Erwartungen an Zinssenkungen der Fed verschoben. Dies dürfte den Greenback unterstützen.

JPY: Wir haben unsere Long-Position auf den japanischen Yen reduziert, da die BoJ übermäßig vorsichtig erscheint.

AUD/CAD/NOK: Rohstoffwährungen könnten wieder attraktiver werden, wenn der globale Fertigungszyklus anzieht.

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	●		

	Positionierung (Aktuelle Einschätzung)	Kursgewinn
Globale Aktien	●●●●●	▲
USA	●●●●●	▼
EWU	●●●●●	▲
Europa ohne EWU	●●●●●	▲
Japan	●●●●●	▲
Schwellenländer	●●●	
Anleihen	●●●●●	
Europa		
Kerneuropa	●●●●●	
Europäische Peripherieländer	●●●●●	▲
Investment Grade Europa	●●●	
Europa High Yield	●●●	
USA		
USA	●●●●●	
USA IG	●●●	
USA HY	●●●	
Schwellenländer		
HW-Staatsanleihen	●●●	▼
LW-Staatsanleihen	●●●	▼
Währungen		
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 zur Verfügung stehen.** Diese Informationen sind auf Englisch oder in den Landessprachen der Länder verfügbar, in denen der Fonds zum Vertrieb zugelassen ist.