

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Er ist wieder da

Nach der Rückkehr von Donald Trump ins Weiße Haus werden wir eine klarere Vorstellung davon bekommen, in welche Richtung seine Politik gehen wird. Sein Diskurs und seine politischen Entscheidungen werden die Wirtschaft und die Finanzmärkte prägen und verändern. Im weiteren Verlauf des Jahres 2025 werden sich die Finanzmärkte weiter robust zeigen, gestützt auf das anhaltende globale Wachstum, die entgegenkommende Währungspolitik und ein starkes Gewinnwachstum im Technologiesektor. Vor diesem Hintergrund starten wir mit einer leichten Übergewichtung globaler Aktien, wobei unser Fokus auf USA liegt, unterstützt durch fundamentale Rahmenbedingungen. Bei Anleihen bevorzugen wir weiterhin die Duration in den europäischen Kernländern (Deutschland), da wir für 2025 ein schwaches Wachstum erwarten und die EZB ihre Zinsen weiter senken wird. Umgekehrt sind wir bei der US-Duration negativ aufgestellt. Das Risiko für steigende US-Renditen bleibt bestehen, und die Zukunft wird von der Strategie der neuen Regierung abhängen. Wir nehmen beim US-Dollar und beim japanischen Yen eine Long-Position ein.

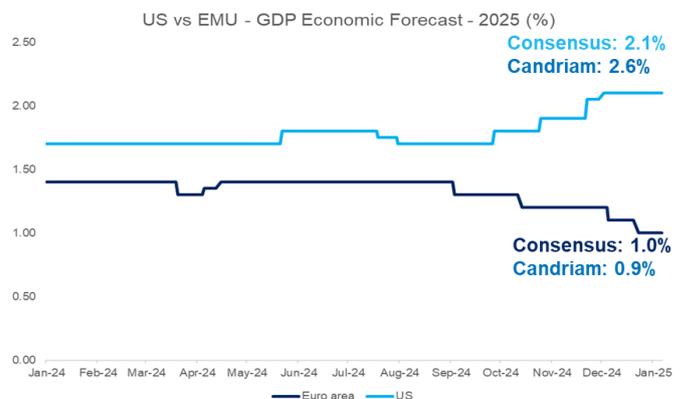
Das robuste Wirtschaftswachstum in den USA ist die treibende Kraft für Aktien

Die Erwartungen für 2025 verweisen auf ein robustes Wirtschaftswachstum in den USA, ergänzt durch eine schwache, aber stabile Expansion in der Eurozone. Wir rechnen in den USA mit einem BIP-Wachstum von 2,6%, gestützt auf einen dynamischen Arbeitsmarkt, robusten Konsum und erhöhte Investitionen in Technologie. Die Verbraucherausgaben bleiben eine wichtige treibende Kraft, gestützt auf gestiegene verfügbare Einkommen und eine relativ niedrige Arbeitslosigkeit. Zum Jahreswechsel wird die Weltwirtschaft auch durch den robusten Dienstleistungssektor und die Erholung der Lieferketten gestützt. Diese werden wir in den kommenden Monaten beobachten, da sie frühzeitige Warnsignale hinsichtlich der Auswirkungen potenzieller neuer Zölle auf die Preise aussenden können.

Im Gegensatz dazu spiegelt das verhaltene erwartete BIP-Wachstum der Eurozone von 0,9% 2025 strukturelle Herausforderungen wider, darunter eine schleppende Produktivität und demografische Gegenwinde. Aber die Verbesserung im

Einzelhandel, defensive Steuermaßnahmen und gezielte Investitionen in grüne Energie und Infrastrukturen sind Grund zu Optimismus bezüglich einer Fortdauer der Expansion.

Erneute Erwartungen eines starken Wachstums in den USA und mäßiges Wachstum in der Eurozone 2025



Quellen: Candriam, Bloomberg©
Diese Grafik zeigt die Entwicklung der Konsenserwartungen für das BIP-Wachstum 2025 in den USA und der Eurozone

Aktien: Leichte Übergewichtung in den USA und Untergewichtung in Europa

Die Folge ist, dass wir den Aktienmärkten insgesamt konstruktiv gegenüberstehen und hier US-Aktien bevorzugen. Obwohl die Performance und die Bewertung des US-Aktienmarktes bereits einen gewissen Optimismus zum Ausdruck bringt, ist das Wachstum der US-Wirtschaft und der Unternehmensgewinne deutlich stärker und robuster als das anderer Industrieländer, beispielsweise in Europa.

Der Abstand bei Investment- und Produktivitätssteigerungen gegenüber den USA wird größer und die politische Lage in Frankreich und Deutschland wird durch die politische Spaltung belastet. Attraktive Bewertungen allein werden nicht ausreichen, um eine nachhaltige Rückkehr der Investoren zu gewährleisten. Wir nehmen zur Kenntnis, dass die Schwächung des Euro, weitere EZB-Zinssenkungen und eine schwache Positionierung in den letzten Wochen eine gewisse Stütze für europäische Blue Chips geboten haben.

Aber Europa braucht bessere Wachstumsaussichten, Deutschland muss seine Schuldenbremse lockern und die Spannungen im Handel mit den USA müssen richtig gemanagt werden. Die starke Abhängigkeit der Eurozone von Industrieausfuhren, allen voran Autos und Maschinen, machen sie besonders anfällig für Änderungen in der Handelspolitik. Wir gehen davon aus, dass diese Unsicherheiten bestehen bleiben, während die PMI-Aktivitätsindikatoren weiterhin Schwierigkeiten haben, sich zu stabilisieren.

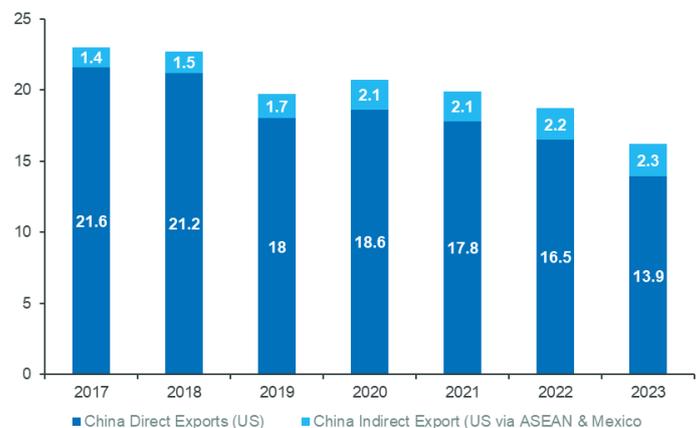
Herabstufung von Schwellenländeraktien auf neutral

Die Wahl von Donald Trump und der republikanische Wahlerfolg im November 2024 haben die Unsicherheit in der globalen Handelspolitik erheblich erhöht und sie auf ein Niveau zurückgeführt, das über dem seiner ersten Amtszeit liegt. Vorgeschlagene Zölle, insbesondere auf chinesische Importe, bergen das Risiko, Handelskriege neu zu entfachen und geopolitische Spannungen zu verschärfen. Schwellenländer, insbesondere solche mit engen Verbindungen zur chinesischen Wirtschaft, sind

mit erheblichen Herausforderungen konfrontiert, da USA einen protektionistischen Kurs einschlägt. Zollbedingte Disruptionen könnten die globalen Handelsvolumen senken, das Vertrauen der Investoren schwächen und die Volatilität der Währungen verstärken und so das Wachstum behindern.

Angesichts der veränderten Handelsdynamik und fehlender Einzelheiten zu geld- und steuerpolitischen Anreizen vor den für März anberaumten „zwei Sitzungen“ des chinesischen Volkskongresses stufen wir die Schwellenländer in unserer empfohlenen Allokation herab. Neue US-Zölle dürften die ausfuhrzentrierte chinesische Wirtschaft direkt und indirekt treffen und darüber hinaus auch Lieferketten in ganz Asien in Mitleidenschaft ziehen. Die erwartete Verlangsamung des BIP-Wachstums in China (wir erwarten für 2025 4,5%) verweist auf die Herausforderungen für Schwellenländer bei der Anpassung an diese Disruptionen und an den stärkeren US-Dollar.

Neue Senkungen der US-Einfuhrzölle schaden den direkten und indirekten Ausfuhren Chinas in die USA



Quellen: Candriam, Bloomberg©

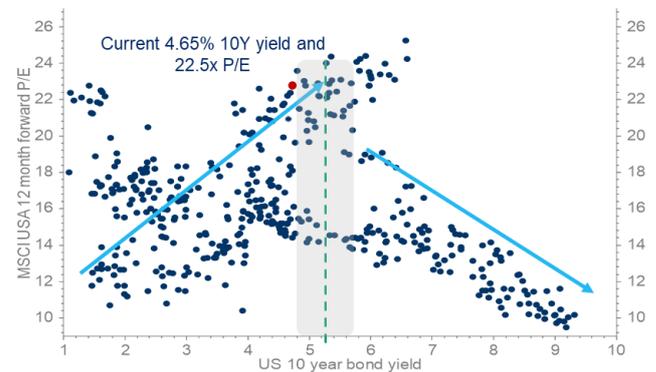
Diese Grafik zeigt die direkten und indirekten chinesischen Ausfuhren in die USA, ausgedrückt in % der US-Gesamtimporte

Beobachtung des Verhältnisses zwischen Anleihen und Aktien

Steigende Anleiherenditen, die eng mit dem Risiko von Inflationsmaßnahmen durch höhere Zölle und weniger Arbeitskräfte aus der Immigration zusammenhängen, stellen eine Gefahr für unser zentrales Szenario dar. Eine überproportionale Erhöhung der Zölle könnte einen Stagflationsimpuls auslösen, die Inflationserwartungen erhöhen und gleichzeitig die Realzinsen senken. Ein potenzieller zusätzlicher Anstieg der Anleiherenditen könnte zu einem Bewertungsrisiko für Aktien führen. Während die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen unter der kritischen 5%-Schwelle verharren, könnte ein weiterer Anstieg die Bewertungen unter Druck setzen, vor allem in langfristig aufgestellten Branchen, einschließlich Technologie. Kurzum: Das Risiko für US-Renditen bleibt bestehen und wird von der Strategie der neuen Regierung abhängen.

In finanzieller Hinsicht muss das Zusammenspiel zwischen steigenden Renditen und der Wertentwicklung auf dem Aktienmarkt unter genaue Beobachtung gestellt werden, da eine drastische Anpassung eine allgemeinere finanzielle Instabilität auslösen könnte, weil die Märkte nicht vergessen haben, dass US-Regionalbanken ihre Anlagen in Treasuries im Frühjahr 2023 abschreiben mussten. Die steigenden Laufzeitprämien der letzten Wochen bringen die Sorgen der Anleger angesichts Fiskalpolitiken, Inflationsrisiken und steigender Staatsverschuldung zum Ausdruck. Die jüngsten Arbeitsmarkt- und Inflationsdaten für Dezember haben auch die Datenabhängigkeit erneut veranschaulicht, wobei das Risiko einer Zinsanhebung durch die Fed zunächst stieg und dann erneut abnahm, was zu drastischen Umkehrbewegungen führte.

Solange die Renditen unter 5% bleiben, dürfte die Bewertung kein Hindernis sein



Quellen: Candriam, LSEG Datastream©
Diese Grafik zeigt den Zusammenhang zwischen den Kurs-Gewinn-Verhältnissen bei Aktien von MSCI USA und den Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen.

Festverzinsliche Anlagen: Differenzen in der Geldpolitik führen zu einer nuancierten Allokation

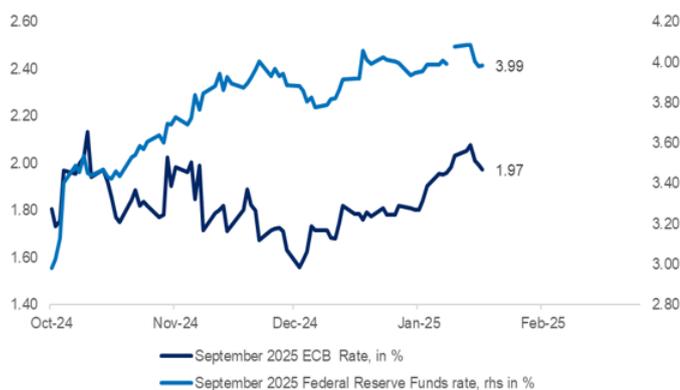
Die Geldpolitik bleibt weiterhin unterstützend, da die Zentralbanken der führenden Volkswirtschaften die Zinsen weiter senken. Marktimplizierte Prognosen verweisen in 2025 auf weitere Zinssenkungen in den USA und der Eurozone, allerdings in unterschiedlichem Tempo: dieses Jahr rechnen wir mit zwei Zinssenkungen durch die Federal Reserve (Fed) und vier durch die Europäische Zentralbank (EZB), weil sich der Wachstums-/Inflationsmix in entgegengesetzte Richtungen entwickelt.

Die Fed agiert zurückhaltender, da die Fortschritte bei der Disinflation begrenzt sind, obwohl sich der Druck gegenüber den Höchstständen von 2024 abgeschwächt hat. Die Bemühungen, die wirtschaftliche Aktivität zu stützen, sind weniger intensiv, während innenpolitische Unsicherheiten bevorstehen. Die ersten Entscheidungen der neuen US-Regierung werden durch das Prisma einer Reduzierung des Risikos von Zinsanhebungen und nicht einer steigenden Wahrscheinlichkeit von Zinssenkungen gesehen. Die Einführung von Zöllen und Einwanderungsmaßnahmen könnte den Disinflationsprozess verzögern und somit den Handlungsspielraum der Fed begrenzen.

In Europa treibt die schwache Binnenwirtschaft die EZB zu Zinssenkungen, eher aus Notwendigkeit als aus freiem Willen. Die EZB zielt darauf ab, schwaches Wachstum und anhaltende disinflationäre Kräfte zu bekämpfen. Angesichts rückläufiger kurzfristiger Renditen wird mit niedrigeren Kreditkosten gerechnet, um die Investitionen von Unternehmen und die Verbraucherausgaben zu stimulieren. Die Anleihemärkte in Europa stehen unter dem Einfluss steigender Renditen in den USA, was unserer Ansicht nach eine Gelegenheit bietet. Wir halten daher eine Long-Position in deutschen Anleihen mit längerer Laufzeit.

Die Divergenz der Geldpolitik zwischen Industrieländern und Schwellenmärkten erschwert die globale Finanzlage. Während Zinssenkungen in entwickelten Märkten die Liquidität erhöhen, sind Schwellenländer auf Grund von Währungsdruck und Inflationsrisiken mit strengeren Geldmarktbedingungen konfrontiert. Diese Dichotomie hebt die Bedeutung der selektiven Positionierung auf den Anleihemärkten hervor: In Europa nehmen wir eine leichte Long-Position ein, in den USA sind wir leicht short, und gegenüber Schwellenländeranleihen neutral. Bei Unternehmensanleihen bleiben wir im Investment Grade- und im High Yield-Segment insgesamt neutral, da die Spreads eng sind und nur mit wenigen Ausfällen zu rechnen ist.

Die am Markt implizierten Leitzinsen der Zentralbanken für September 2025 zeigen anhaltende Zinssenkungen auf beiden Seiten des Atlantiks, in %



Quellen: Candriam, Bloomberg©
 Diese Grafik zeigt die erwartete Leitzinsentwicklung der Zentralbanken im September 2025 für die USA und die Eurozone

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	●●●●	Exposure reduziert	▼
Neutral	●●●	Exposure 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.