

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Langsam lichtet sich der Nebel

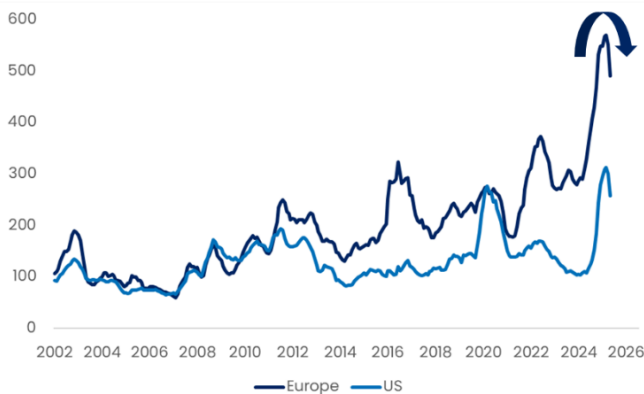
Die globalen Märkte gehen mit einer besseren Planungssicherheit in den November als im bisherigen Jahresverlauf: Das Wachstum ist stärker als erwartet, die Inflation niedriger als erwartet und die Politik im Großen und Ganzen unterstützend. Auch wenn die kurzfristigen Prognosen nach wochenlang durchwachsenen Daten und zurückhaltender Anlegerstimmung düster bleibt, zeichnen sich doch die Umrisse der nächsten Monate ab. Da sich die Konjunktur stabilisiert hat und der Preisdruck nachlässt, bleibt die Volatilität unter Kontrolle. Investoren müssen sich bald nicht mehr auf Vermutungen verlassen, sondern sollten genug von der vor ihnen liegenden Entwicklung sehen, um mit mehr Zuversicht allmählich das Tempo zu beschleunigen.

Langsam kehrt die Transparenz zurück, ist jedoch noch nicht vollständig wiederhergestellt.

Im August erreichte die Verunsicherung ihren Höhepunkt und flaut seitdem wieder ab. Die politischen Risiken haben nachgelassen, die finanziellen Rahmenbedingungen haben sich verbessert und selbst geopolitische Schlagzeilen haben inzwischen weniger "Schockpotential". Ein Jahr nach einer Präsidentschaftswahl, die Turbulenzen versprach, wirkt das makroökonomische Umfeld stabiler und nicht erschüttert. Für die Märkte ist dies von Bedeutung: Das Gleichgewicht zwischen Zurückhaltung und Chancen verschiebt sich hin zur Risikobereitschaft.

Die Weltwirtschaft zeigt sich einmal mehr resilienter als von der Allgemeinheit in den düsteren Tagen des Liberation Day im April erwartet. Seitdem hat das Wachstum in den USA und Europa positiv überrascht, und die US-Inflation, für die ein Anstieg auf über 4% erwartet worden war, dürfte zum Jahreswechsel ihren Höchststand bei 3,75% erreichen. Überraschungen in puncto Wirtschaft und Inflation haben die Polarität kippen lassen: Stärkere Wirtschaft, schwächere Inflation. Diese Kombination hat die Glaubwürdigkeit unseres Szenarios einer weichen Landung wiederhergestellt und dabei die Dauer der aktuellen Expansion verlängert.

Die wirtschaftliche Unsicherheit erreichte im August ihren Höhepunkt, hat aber weiter Spielraum für eine „Normalisierung“



Quellen: Candriam, Bloomberg©

Der Abbildung ist die Entwicklung der wirtschaftlichen Unsicherheit auf beiden Seiten des Atlantiks in den letzten beiden Jahrzehnten zu entnehmen. In den letzten Jahren wurde sie durch die Pandemie, den russischen Angriffskrieg in der Ukraine und seine Auswirkungen auf die Energiepreise sowie durch Unsicherheiten im Handel befeuert.

Das Dilemma der Fed

Zugleich wird die politische Ausrichtung insgesamt klarer, auch wenn die Ansätze voneinander abweichen. Die Federal Reserve ist nach ihren aufeinander folgenden Zinssenkungen im September und Oktober in die nächste Zyklusphase eingetreten: eine schrittweise, bedingte Lockerung, die die Märkte beruhigt, ohne die Spekulation anzuheizen. Die EZB beschreibt ihre Haltung als „gut positioniert“ und signalisiert damit, dass sie mit dem aktuellen Niveau zufrieden ist und keine Ambitionen hat, etwas zu ändern. Die Bank of Japan bereitet nach jahrelangem Renditeverzicht vorsichtig die nächste Straffung vor. Die Zentralbanken marschieren eindeutig nicht mehr im Gleichschritt - paradoxerweise sieht Stabilität aber genau so aus. Abweichungen wurden zum Beweis für Normalisierung anstatt zur Ursache von Ängsten.

Die Fed sieht sich jedoch mit einer zunehmenden Undurchsichtigkeit konfrontiert. Der rekordverdächtige Shutdown der Regierung und die damit einhergehende Datenblockade haben den politischen Entscheidungsträgern ihren üblichen Leitfaden genommen. Erstmals seit 1919 wird kein monatlicher Verbraucherpreisindex für Oktober veröffentlicht; und auch der monatliche Arbeitsmarktbericht, der seit 1948 ohne Unterbrechung erscheint, fehlt. Wer hätte sich in der modernen Wirtschaftsgeschichte eine leere Seite vorstellen können?

Theoretisch hätten diese fehlenden Informationen Argumente für eine Zinssenkung im Dezember liefern müssen: Keine neuen Erkenntnisse, kein Grund, die entgegenkommende Haltung von Jackson Hole zu ändern, die im Dot-Plot von September bestätigt wurde. Doch das Gegenteil ist passiert. Die Pressekonferenz im Oktober offenbarte tiefere Spaltungen innerhalb des FOMC, und die jüngsten Äußerungen von Fed-Vertretern haben die Diskrepanz noch verstärkt. Powells Plädoyer für einen schrittweisen Kurswechsel – seine Metapher vom „Fahren im Nebel“ – deutete darauf hin, dass die derzeitige Unsicherheit Geduld statt Aktionismus erfordert. Die Logik widerspricht jeder Intuition, bringt aber das aktuelle Dilemma von Jerome Powell zum Ausdruck: Wenn er sich für eine Zinssenkung im Dezember entscheidet, hat er zwar die Mehrheit der 12 Stimmen auf seiner Seite, riskiert aber drei, vier oder sogar fünf Gegenstimmen – genauso wie er drei Gegenstimmen der Gouverneure riskiert, wenn er sich gegen eine Zinssenkung entscheidet.

Dies ist ziemlich beispiellos, da die Politik der Fed – anders als die der Bank of England – vom Vorsitzenden im Dialog mit einzelnen FOMC-Teilnehmern und dem Ausschuss gestaltet wird. Dieser Prozess schafft einen Konsens, eine zentrale Sichtweise, mit der die meisten leben können. Die Märkte gewähren bis dato einen Vertrauensvorschuss - aber die Glaubwürdigkeit der Lockerung wird davon abhängen, wie schnell die Fed ihr Narrativ ändert, wenn neue Daten vorliegen. Und natürlich wird die Lockerung für eine reibungslose Finanzierung der gigantischen Investitionen des KI-Ökosystems unerlässlich sein.

Der Beginn eines neuen Zinssenkungszyklus der Fed hat die Finanzierungsbedingungen weiter verbessert



Quellen: Candriam, Goldman Sachs, Bloomberg©
Dieser Grafik ist die Entwicklung der amerikanischen Finanzierungsbedingungen im letzten Vierteljahrhundert zu entnehmen.

Bislang hat jedoch die erneute geldpolitische Lockerung dem System wieder Flexibilität verliehen. Die amerikanischen Finanzierungsbedingungen sind inzwischen lockerer als im langfristigen Durchschnitt und berücksichtigen die Zinssenkungen von Oktober und die Stabilität der Kreditmärkte. Liquide Mittel sind reichlich verfügbar, die Volatilität hat nachgelassen und die Signale des Anleihemarktes sind kohärent: Die Wirtschaft kühlt sich langsam ab, schrumpft aber nicht.

Anleihen bleiben stabil: Investment Grade bietet ein stabiles Carry mit minimaler Volatilität; High Yield hat sich über den Fair Value hinaus verengt und begründen unsere neutrale Position. Wir bevorzugen nach wie vor Qualität gegenüber Quantität, europäische IG gegenüber HY, Schwellenländer- gegenüber Industrieländern. Gerade Schwellenländeranleihen profitieren von hohen Realrenditen, sinkenden US-Zinsen und dem schwächeren Dollar.

Auch bei europäischer Core-Duration bleiben wir konstruktiv, allen voran bei Bundesanleihen, die weiterhin als Absicherung und zur Ertragsgenerierung verwendet werden. Wir sehen Ausgewogenheit in der aktuellen Struktur: niedrigere Inflation, höheres nominales Wachstum und weniger politische Einmischung.

Klarheit kehrt an anderer Stelle zurück

Während die Fed weiter im Nebel stochert, verbessert sich die Planungssicherheit anderswo und werden Sorgen überwunden. Das europäische Narrativ schaltet von komplett negativ auf optimistischer um. Die wirtschaftliche Unsicherheit hat ihren Zenith überschritten und bietet Raum für Normalisierung, während die Einkaufsmanagerindizes wieder über 50 Punkten liegen und nach zwei Jahren lustlosem Wachstum erneut auf Expansionskurs stehen. Das verarbeitende Gewerbe bleibt zwar durchwachsen, schrumpft aber nicht mehr, während der Dienstleistungssektor an Dynamik gewinnt. Die Fiskalpolitik – angeführt von Deutschlands Konjunkturpaket und den EU-Konjunkturlösungen – sorgt für Rückenwind. Die Inflation ist wieder auf Zielkurs, so dass sich die EZB in Geduld üben kann, ohne in die Defensive zu geraten. Die zur Jahresmitte vorherrschenden politischen Risiken haben nachgelassen. Die Credit-Spreads verengen sich und die Renditen von Bundesanleihen tendieren in einem engen Korridor zwischen 2,5 und 2,8%. Stabilität ist erneut das führende Merkmal in der Region. Das Zusammenwirken von strategischer Planungssicherheit und einem verbesserten Ertragswachstum nach zuletzt negativen Entwicklungen machen europäische Aktien zu einer attraktiven Übergewichtung in globalen Portfolios.

Die jüngsten Zinssenkungen der EZB haben der Wirtschaft in der Eurozone gestützt



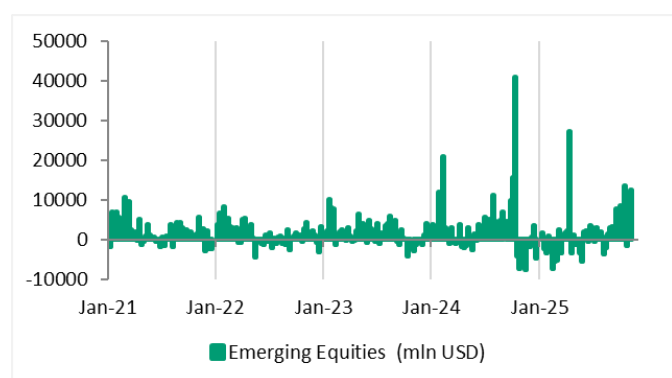
Quellen: Candriam, Goldman Sachs, Bloomberg©
Dieser Grafik ist die Entwicklung der Einkaufsmanagerindizes (PMI) im Euro-Raum zu entnehmen. Sie stützt sich auf Umfragen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor der Region.

Auch Chinas mittelfristige Prognosen sind entspannter. Der Ende Oktober erzielte Handelsfrieden mit Washington hat das nächste Jahr berechenbarer gemacht, während die Binnennachfrage noch keine Anzeichen einer Stabilisierung zeigt. Die strukturelle Rivalität mit den USA hält an, aber der Fokus hat sich von Krisenmanagement hin zu einem kontrollierten Ausgleich verschoben. Selbst die Deflation bleibt ein Hemmnis, aber keine Abwärtsspirale.

Die Schwellenländer verzeichnen nach längerem Zögern erneut Zuflüsse. Kapital kehrt parallel zur Abschwächung des US-Dollar zurück und die Risikobereitschaft nimmt zu. Stärkere Leistungsbilanzen und eine disziplinierte Geldpolitik bieten eine starke Grundlage. Asien übernimmt die Führungsrolle, wobei Korea und Indien Boden gewinnen, während Lateinamerika weiterhin von hohen Carry-Erträgen, einer verbesserten Steuerdisziplin und stetigeren Handelsströmen profitiert.

Genau diese Dynamik stützt Schwellenländeranleihen. Die Spreads von Staats- und Unternehmensanleihen bieten attraktive Realzinsen in Bezug auf Industriemärkte, während kontrollierte Emissionsvolumen die technischen Faktoren verbessern. Diese Faktoren rechtfertigen unsere Übergewichtung bei Schwellenländeranleihen in Ergänzung zu unserem Aktien-Exposure in denselben Regionen.

Wöchentliche Zuflüsse in Schwellenländer-Aktienfonds



Quellen: Candriam, Bank of America, Bloomberg©
Diese Grafik zeigt die wöchentliche Entwicklung der letzten fünf Jahre bei Zeichnungen und Rücknahmen in Schwellenländer-Aktienfonds.

Das große Ganze - Noch nicht klar, aber doch klarer

Die makroökonomische Lage am Ende des ersten Jahres der zweiten Amtszeit von Präsident Trump ist auffallend normal – und genau darin liegt ihre Stärke. Die Inflationserwartungen liegen auf dem gleichen Stand wie im November 2024, die Arbeitslosigkeit ist nach wie vor niedrig und das Wirtschaftswachstum hält an. Die zu Beginn dieses Jahres entworfenen Horrorszenarien sind ausgeblieben. Die Zölle haben sich mittlerweile (auf hohem Niveau) stabilisiert, die Steuerpolitik ist besser vorhersehbar und der Welthandel passt sich weiter an, anstatt zu zerbrechen. Die Welt hatte Angst vor einem strukturellen Bruch, aber es kam lediglich zu zyklischen Anpassungen.

Die Märkte haben schnell reagiert. Risikoanlagen haben sich ohne überschwängliche Begeisterung erholt. Außerhalb des KI-Ökosystems zeigen die Bewertungen Zuversicht, keine Euphorie. Die Credit-Spreads sind straff, die Volatilität niedrig und die anlagenübergreifenden Korrelationen zurück bei den vor der Pandemie geltenden Normen. Anleger handeln wieder mit Fundamentaldaten, nicht Strategien. Das Marktverhalten ist wieder vertraut – und nach Jahren der Schocks ist diese Normalität wahrscheinlich die bemerkenswerteste Errungenschaft.

In den kommenden Monaten werden wir sehen, wie weit diese neue Planungssicherheit reicht. Datenlücken und interne Debatten legen der Fed nach wie vor Steine in den Weg, die Erholung in Europa bleibt bescheiden und der Wachstumspfad Chinas ist uneben. Zweifel an der vorsichtigen Lockerung der Fed, kostspielige Bewertungen im KI-Ökosystem und eine anhaltende Markt-Rally bei den Ergebnisveröffentlichungen im dritten Quartal haben uns zu einer taktischen Straffung des Portfolio-Beta veranlasst, während wir gleichzeitig einen konstruktiven Ausblick für Aktien aufrechterhalten. Die mittelfristige gesamtwirtschaftliche Ausrichtung bietet eine Stütze für besseres Wachstum, niedrigere Inflation und eine stabilere, konsequentere Strategie. Wir setzen weiterhin auf dieses Umfeld: Übergewichtung von Aktien, lange Duration bei Bundesanleihen, Übergewichtung von Schwellenländeranleihen, Neutralität bei High Yields und eine moderate Untergewichtung beim US-Dollar. Daneben ermöglichen Edelmetalle eine gute Absicherung in einer Welt, in der sich die Planungssicherheit zwar verbessert hat, aber noch nicht perfekt ist.

CANDRIAM HOUSE VIEW UND ÜBERZEUGUNGEN

Die Tabelle unten gibt Anhaltspunkte für die wesentlichen Exposures 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.