

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Januar 2026

Konflikte an mehreren Fronten

Das Jahr beginnt mit einer Weltwirtschaft, die weder auf der Stelle tritt noch klar an Fahrt gewinnt, sondern zunehmend durch gleichzeitige und zeitweise widersprüchliche Kräfte geprägt wird. Das Wachstum war robuster als erwartet, die Inflation gab deutlich nach und die Finanzierungsbedingungen sind in den meisten Industrieländern weniger restriktiv. Dennoch bleibt die Unsicherheit hoch, weniger auf Grund eines zyklischen Ungleichgewichts, sondern eher auf Grund geopolitischer Aspekte, steuerlicher Auflagen und institutioneller Fragen, die erneut in den Vordergrund rücken.

Wachstum: Nahe am zyklischen Hochpunkt

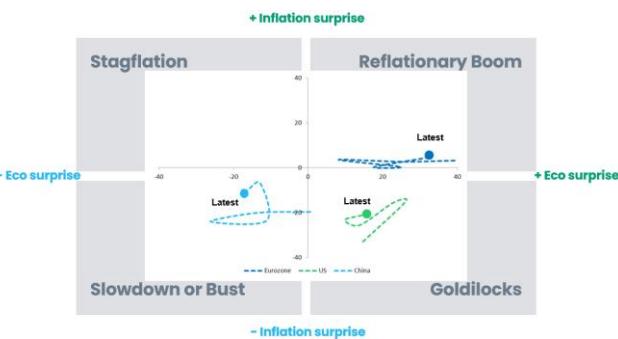
Die weltweite Konjunktur zeigte sich zum Ende des Jahres robust, dank einer gelockerten Geldpolitik und einer soliden Nachfrage der privaten Haushalte, allen voran in den USA. Die Dynamik allerdings wird zunehmend uneinheitlich. Umfragedaten verweisen auf eine Expansion, aber das verarbeitende Gewerbe hinkt in den meisten Industrieländern hinterher, während der Dienstleistungssektor der wichtigste Wachstumstreiber bleibt – kurzfristig stützend, aber weniger förderlich für Produktivitätssteigerungen und nachhaltige positive Überraschungen. In diesem Umfeld dürften die Märkte weniger von einem einzigen gesamtwirtschaftlichen Ergebnis, sondern eher durch strukturelle Kräfte angetrieben werden, die in allen Szenarien bestehen.

In den USA basiert das Wachstum auch weiterhin auf der Nachfrage der privaten Haushalte, wenngleich sich seine Zusammensetzung verändert hat. Der Konsum geht zurück, während sich das Lohnwachstum verlangsamt und das Vertrauen abschwächt, während Investitionen – allen voran in KI-Infrastruktur – zum vorherrschenden Treiber wurden. Insgesamt haben sich die Bedingungen auf dem Arbeitsmarkt nicht verschlechtert, während weniger neue Stellen geschaffen wurden, aber die Arbeitslosigkeit tendiert niedriger und der Druck auf die Löhne lässt nach. Das Rezessionsrisiko bleibt unter Kontrolle, aber Wachstumsüberraschungen dürfen enger und selektiver sein. Die Folgen für die Märkte sind klar: Das richtige Timing spielt im Zyklus eine weniger wichtige Rolle als die Ausrichtung auf weiterhin strukturellen Investmentthemen, auch in Szenarien mit geringerem Wachstum oder divergierenden geldpolitischen Pfaden.

Die Eurozone gibt ein durchwachsenes, aber sich stabilisierendes oder sogar verbesserndes Bild ab. Das Wachstum blieb bescheiden, mit ersten Anzeichen einer Verbesserung der Binnennachfrage, während niedrigere Hypothekenzinsen und nachlassende Inflation Wirkung zeigen. Die Arbeitsmärkte bleiben robust und stützen die Einkommen, aber höhere Sparquoten und schwaches Vertrauen bremsen den Konsum nach wie vor aus. Es gibt noch immer externen Gegenwind, auf Grund dessen der Nettohandel kaum bedeutsame Beiträge leisten dürfte. In den letzten Monaten waren die Konsenserwartungen so düster, dass selbst eine mittelprächtige Wachstumsrate als positive Überraschung ausreichte. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Steuerpolitik 2026 für einen gewissen Ausgleich sorgen dürfte (allen voran die massive Investitionsoffensive in Deutschland), aber die Umsetzung wird sehr allmählich erfolgen und lässt eher eine langsame Erholung als eine entschlossene Wende erwarten.

China bleibt ein Faktor mit asymmetrischem Risikoprofil im globalen Ausblick. Die strategische Unterstützung stabilisiert das Gesamtwachstum, aber die zugrunde liegende Dynamik bleibt schwach. Anpassungen im Immobiliensegment, zurückhaltende Anreize für Unternehmensinvestitionen und anhaltende deflationäre Kräfte belasten weiterhin die Binnennachfrage. Der Außenhandel dürfte – insbesondere in einem Umfeld strategischer Rivalität mit den Vereinigten Staaten – nicht mehr in gleichem Maße als Ausgleichsfaktor dienen wie in früheren Zyklen. Infolgedessen haben die Konjunkturveröffentlichungen in der zweiten Jahreshälfte 2025 systematisch negativ überrascht. Für Anleger unterstreicht dies die Notwendigkeit, sich von breit angelegten, betagtriebenen Engagements in den Schwellenländern zu lösen und stattdessen gezielt auf Themen zu setzen, die mit strategischen Lieferketten und Investitionsprioritäten im Bereich der Kapitalausgaben verknüpft sind.

Die drei führenden Weltregionen haben in den letzten sechs Monaten drei verschiedene Dynamiken gegenüber den Konsenserwartungen verzeichnet.



Quellen: Candriam, Citigroup, LSEG Datastream, Bloomberg© Diese Grafik zeigt eine Matrix mit der Entwicklung der wirtschaftlichen Überraschungen (X-Achse) und der Inflationsüberraschungen (Y-Achse) für Eurozone, USA und China in den letzten sechs Monaten.

Inflation: Wie weit können Zinssenkungen noch gehen?

Die Inflationsdynamik hat sich entscheidend verlagert. Die Desinflation hat sich in den Industrieländern stärker entwickelt als erwartet, so dass sich die politischen Debatten vom Preisdruck in Richtung Grenzen der geldpolitischen Lockerung verlagerten.

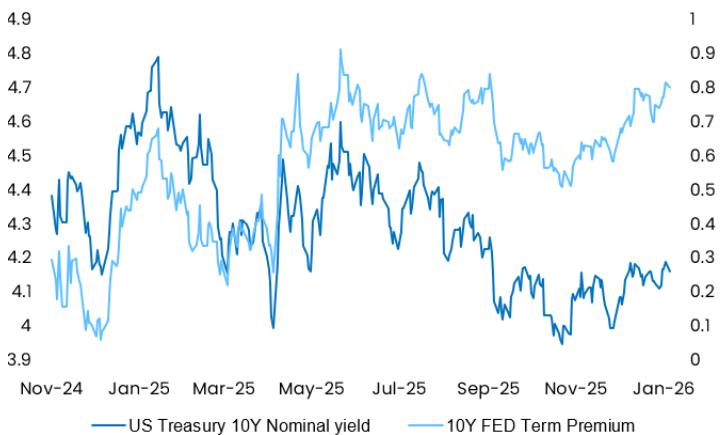
In den USA nähert sich die Inflation dem Zielwert an, gestützt auf nachlassendes Lohnwachstums und niedrigere Ölpreise. Zwei weitere Zinssenkungen durch die Fed werden für 2026 erwartet, aber der Weg dorthin ist zunehmend umstritten. Das liegt nicht etwa an der zweifelhaften Glaubwürdigkeit der Inflation, sondern daran, dass die institutionelle Glaubwürdigkeit Teil der Debatten geworden ist. Die erneuten Spannungen zwischen der Regierung und der Federal Reserve in Verbindung mit dem anstehenden Wechsel an der Fed-Spitze haben die Sorgen um die Unabhängigkeit der Zentralbank erneut auflieben lassen. Die Märkte preisen nicht etwa eine Rückkehr des Inflationsdrucks ein, sondern stattdessen höhere Laufzeitprämien, was die Unsicherheit hinsichtlich der fiskalischen Dominanz, steigender Defizite und des politischen Einflusses

auf die Geldpolitik zum Ausdruck bringt. Dies erklärt auch, warum die langfristigen US-Renditen hoch bleiben, obwohl davon ausgegangen wird, dass die Leitzinsen sinken.

In der Eurozone hat sich die EZB erneut zuversichtlich geäußert, dass die Politik angemessen ausgewogen ist. Das sehen auch wir so. Die Inflation befindet sich wieder im Zielkorridor, der Druck lässt nach und das Lohnwachstum verlangsamt sich. 2026 soll die Verbraucherpreisinflation in der Region unter 2% fallen. Daher dürfte die EZB 2026 keine Anpassungen vornehmen, da die Messlatte für weitere Zinssenkungen hoch liegt und kaum Interesse an einer Straffung besteht. Die Geldpolitik bietet keinen Rückenwind mehr, aber auch keinen Gegenwind. **Japan** bleibt mit seiner beharrlichen Inflation und einer besseren Lohndynamik die Ausnahme, was zu einer allmählichen Normalisierung der Geldpolitik, sprich: Zinsanhebungen, führt.

Während die Inflationsängste nachlassen, verlagert sich die Aufmerksamkeit hin zu steuerlicher Nachhaltigkeit und Laufzeitprämien. Hohe Haushaltsdefizite sind keine vorübergehende politische Antwort mehr, sondern ein strukturelles Merkmal. In den USA bleiben die Laufzeitprämien auf Grund steigender Defizite, anstehender Zwischenwahlen und institutioneller Unsicherheiten hoch. In Europa sind die steuerpolitischen Risiken uneinheitlicher, aber nach wie vor relevant, allen voran im Semi-Core-Segment. In unseren Portfolios werden Staatsanleihen weiterhin zu Diversifizierungszwecken und zum Schutz vor Verlusten genutzt, aber sie sind keine einfache Duration-Wette mehr. Die Renditen hängen zunehmend von der steuerlichen Glaubwürdigkeit und der politischen Stabilität ab, nicht nur von Inflation und Wachstum.

Die Unentschlossenheit der Anleger kommt in Laufzeitprämien zum Ausdruck, die nahe an ihren jüngsten Höchstständen liegen.



Quellen: Candriam, LSEG Datastream, Bloomberg®
Diese Grafik zeigt die Entwicklung 10-jähriger Anleiherenditen (links) und die 10-jährige Laufzeitprämie (rechts), wobei letzterne die Rendite nach oben zieht.

Multi-Asset-Allokation: Investiert bleiben, trotz geopolitischer Risiken

Vor dem Hintergrund eines robusten Wachstums und einer Inflation, die auf die Zielvorgaben der Zentralbanken zusteuert, bleiben wir in Aktien übergewichtet. Die regionale Allokation ist ausgewogen und legt den Schwerpunkt auf Ertragsvisibilität statt auf Engagements, die von einer weiteren konjunkturellen Beschleunigung abhängen. Unsere stärkste Überzeugung für 2026 besteht darin, dass die Märkte weniger von zyklischen Wendepunkten als viel mehr von langfristigen Investitionskräften angetrieben werden. Investitionen in Technologie, Elektrifizierung, Verteidigung und Infrastruktur sind keine zyklische Erholung, sondern bringen strategische Investitionsentscheidungen zum Ausdruck, die auf Geopolitik, Sicherheitsaspekten und Produktivitätssteigerungen basieren. Diese Kräfte stützen die Visibilität der Unternehmensgewinne – mit zweistelligen Konsens-Gewinnerwartungen für 2026 auf beiden Seiten des Atlantiks – und rechtfertigen es, auch 2026 investiert zu bleiben.

In den USA bleibt **Technologie** eine Kern-Allokation, gestützt auf starke Erträge, starke Bilanzen und nachhaltige Investitionen in KI-Infrastruktur. Es handelt sich nicht um eine Blase: Die Bewertungen sind hoch, aber sie stützen sich auf greifbare Cashflows und einen realen Investmentzyklus. Die Dynamik mag sich abschwächen und die Streuung zunehmen, aber Technologie bleibt eine strukturelle Allokation und kein spätzyklischer Überschuss. In Asien konzentriert sich das Engagement auf kostenführende KI- und Halbleiterchampions, wo die Bewertungen attraktiver und die politischen Unterstützungsmaßnahmen gezielter sind.

In Europa werden Chancen im Aktiensegment zunehmend durch steuerliche Entscheidungen bestimmt. Die geopolitische Spaltung hat die Kosten der Abhängigkeit in den Bereichen Energie, Verteidigung, Halbleiter und Rohstoffe offengelegt und zu einer strategischen Neuausrichtung der Staatsausgaben geführt. Programme, die auf Infrastrukturen, Verteidigung und industrielle Robustheit ausgerichtet sind, stützen die konstruktive Einstellung gegenüber **Industriewerten** mit einem besonderen Fokus auf dem **deutschen Mittelstand**, der von Standortvorteilen und sicheren staatlichen Investitionen profitiert. Nach Jahren der Skepsis hat Europa das Potenzial, 2026 Wachstum zu erzielen.

Diese Themen gehen weit über Aktien hinaus. Elektrifizierung, KI-Investitionen, Verteidigungsausgaben und Erneuerung der Infrastruktur sind überlappende Kräfte, die gemeinsam die **Nachfrage nach Basismetallen** stützen. Der jüngste Anstieg der Metallpreise bringt die Konvergenz der zyklischen Erholung, nachhaltiger KI-Investitionen, steigender Verteidigungsbudgets und der langfristigen Anforderungen der Energiewende zum Ausdruck, kombiniert mit anhaltenden Lieferproblemen. **Öl hingegen bleibt stärker von einem reichlichen Angebot und einer uneinheitlichen Nachfrage geprägt**, was eine selektive Haltung gegenüber Rohstoffen verstärkt wird.

Festverzinsliche Anleihen spielen in diesem Umfeld eine Doppelrolle. Duration hat als Portfolioabsicherung vor dem Hintergrund nachlassender Inflation, spätzyklischer Dynamiken und zunehmender Unsicherheit wieder an Bedeutung gewonnen. Gleichzeitig begrenzen historisch enge Spreads bei Anleihen aus Industrieländern das Renditepotenzial und verlagern den Fokus in Richtung Carry statt auf Spread-Einengung. Unsere stärkste Überzeugung liegt bei **Anleihen aus Schwellenländern**, gestützt durch einen schwächeren US-Dollar, die anhaltende Lockerung durch die Zentralbank, die verbesserte Nachfrage nach Rohstoffen, die stabilere Handelsdynamik mit den USA und die allmähliche Erholung der Investmentströme. Im Vergleich zu Anleihen aus Industrieländern bieten Anleihen aus Schwellenländern nach wie vor ein attraktiveres Gleichgewicht zwischen Renditen und Fundamentaldaten.

Die geopolitische Unsicherheit bleibt 2026 ein vorherrschendes Merkmal

Die Spannungen in der Ukraine, im Nahen Osten, im Iran und in Venezuela zeigen keine Anzeichen einer raschen Lösung, während der globale politische Kalender voll ist mit wichtigen Wahlen in etlichen Industrie- und Schwellenländern. Geopolitische Opposition ist kein Extremrisiko mehr, sondern ein strukturelles Merkmal. Für Anleger schafft dies neue Chancen und zerstört sie nicht, aber Selektivität ist hierbei das A und O. Vor diesem Hintergrund behalten Edelmetalle eine strategische Rolle in einem Multi-Asset-Portfolio angesichts rückläufiger Realrenditen, Diversifizierung der Rücklagen und hoher politischer Risiken.

Bei Devisen kommen diese Ansichten durch relative Positionen anstelle von gezielten Wetten zum Ausdruck. Erwartungen an einen schwächeren US-Dollar kommen in Währungen zum Ausdruck, die mit der strukturellen Nachfrage nach Rohstoffen und Investitionsgütern verknüpft sind. Insbesondere

die Präferenz für „Long-Positionen bei Basismetallen und Short-Positionen bei Öl“ kommt durch eine **positive Einstellung zum Australischen Dollar** gegenüber einer **negativen Einstellung zum Kanadischen Dollar** und eine taktische **Long-Position in Japanischen Yen** zum Ausdruck.

Insgesamt bleiben die Portfolios umfassend investiert, aber bewusst konstruiert. Ziel ist es nicht, das Engagement mit Blick auf ein einziges Makro-Ergebnis zu maximieren, sondern die Allokationen auf Kräfte auszurichten, die in diversen Szenarien bestehen bleiben dürften: robustes, aber uneinheitliches Wachstum, nachlassende geldpolitische Lockerung, wachsende geopolitische Spannungen und ein Investitionszyklus, der zunehmend auf Technologie, Sicherheit und Energiewende ausgerichtet 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.

