

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Februar 2026

Digitale Spaltung

Die führenden US-Aktienindizes traten auf der Stelle. Seit dem Höhenflug des Technologiesektors Ende Oktober bewegte sich der S&P 500 seitwärts und kaschierte eine de facto entscheidende Rotation. Der Energiesektor legte um mehr als 20 % zu, der Rohstoffsektor um fast 20 % und der Basiskonsumgütersektor um hohe zweistellige Werte. Dafür gab der Technologiesektor im gleichen Zeitraum um ca. 11 % nach. Der gleichgewichtete Index arbeitete sich unauffällig vor und schloss auf neuen Höchstständen. Es gibt mehr Sektoren, die zulegen, als solche, die verlieren. Vordergründig sieht es nach Stillstand aus; im Hintergrund jedoch steigt die Spannung und Kapital wird neu verteilt.

Was wir derzeit erleben, ist keine generelle Marktpause. Sondern eine Neubewertung von Geschäftsmodellen. Künstliche Intelligenz ist nicht mehr nur ein Wachstumsnarrativ: Sie ist zu einem Sortiermechanismus geworden. Der Markt unterscheidet zwischen denen, die auf der Infrastrukturebene des KI-Stacks positioniert sind, und denen, deren Margen und Preissetzungsmacht dadurch strukturell gefährdet sein könnten.

KI: Von der Fokussierung zur Polarisierung

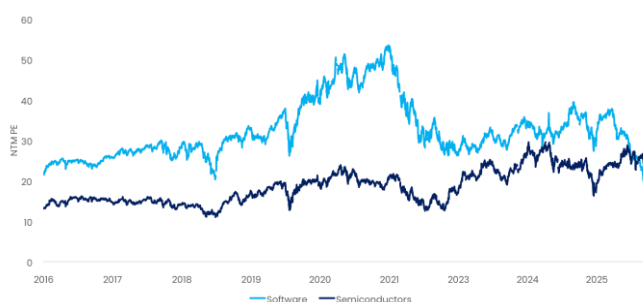
KI ist seit letztem Jahr gleichbedeutend mit Mega-Cap-Konzentration. Diese Phase entwickelt sich nun weiter. Investitionen in KI-Infrastruktur – Halbleiter, Speicher, Hardware für Rechenzentren, Netzwerke, Stromversorgung – bleiben stabil. Hyperscaler setzen Kapital weiterhin aggressiv ein. Hardware- und Komponentenlieferanten korrigieren ihre Gewinne nach wie vor nach oben. Kapitalintensität und Kapitalrendite stehen wieder im Mittelpunkt.

Teile des Software- und Software-as-a-Service-Universums (SaaS) verzeichnen dagegen eine andere Dynamik. KI-fähige Agenten und Automatisierungstools drohen, die Preise zu komprimieren und traditionelle Zeichnungsmodelle zu untergraben. Die Wachstumsprognosen werden derzeit revidiert. Das Problem ist nicht der Einbruch der Nachfrage, sondern der Verdrängungswettbewerb. Die Streuung im Technologiesektor hat sich erheblich ausgeweitet. Wir bewerten Halbleiter und Hardware nach wie vor zuversichtlich, sind aber bei Software zurückhaltender.

Diese Polarisierung erklärt einen Großteil der jüngsten Rotation. Gleichgewichtete Indizes entwickeln sich überdurchschnittlich, da sich die Basis verbessert hat und Indexschergewichte korrigierten. Rohstoffe und Teile des Energiesektors profitieren von den physischen Auswirkungen der KI – Stromerzeugung, Netzmodernisierung, Kühlung, Metalle.

Auf regionaler Ebene sind die Auswirkungen ebenso klar. Asien, insbesondere Korea und Taiwan, konzentrieren sich weiterhin auf den Hardware- und Halbleiterzyklus. Die USA behalten ihre Führungsrolle bei KI, wenngleich weniger eindeutig. Europa, oft als Nachzügler abgetan, verbessert sich indirekt über industrielle Lieferketten und Staatsausgaben für Infrastruktur und Verteidigung. KI entwickelt sich nicht rückläufig, sondern reift und differenziert sich.

Erstmals seit einem Jahrzehnt fällt die vorlaufende 12-Monats-Bewertung von Softwareaktien unter die von Halbleitern



Quellen: Candriam, LSEG Datastream, Bloomberg©

Diese Grafik zeigt die Entwicklung der Software- und Halbleiterbranche in den USA in den nächsten zwölf Monaten (vorlaufendes 12-Monats-KGV). Die Prämie für Software ist erstmals seit einem Jahrzehnt verschwunden.

Die Märkte sind aus dem Takt

Das bestimmende Merkmal dieser Phase ist fehlender Rhythmus. Regionen, Branchen und Währungen bewegen sich nicht mehr im Einklang. Gleichgewichtete Indizes weichen von kapitalisierungsgewichteten Benchmarks ab. Hardware übertrifft Software. Asiatische Halbleiterhersteller verhalten sich anders als US-

Plattformen. Schwellenländerwährungen erstarben, obwohl die US-Zinsen hoch bleiben.

Infolgedessen besteht das Ziel nicht darin, das Exposure gegenüber einem einzigen gesamtwirtschaftlichen Ergebnis zu maximieren, sondern sich an strukturellen Kräften auszurichten, die Szenario übergreifend bestehen: KI-Infrastruktur statt Softwareplattformen, Kapitalintensität statt illusorische Margen und Carry statt Komprimierung.

Im Rohstoffsegment werden Basismetalle durch das Zusammenwirken bestimmter Einflüsse gestützt: KI-Infrastruktur, Elektrifizierung, Verteidigungsausgaben und umfassende Kapitalerneuerung. Erdöl ist nach wie vor stärker von der Angebotsdynamik und zyklischen Nachfrageschwankungen abhängig. Edelmetalle behalten ihre strategische Rolle in Multi-Asset-Portfolios angesichts rückläufiger Realrenditen, Diversifizierung der Rücklagen und hoher politischer Risiken.

Abgesehen von den unmittelbaren Auswirkungen für Aktien und Rohstoffe trägt unsere Währungspositionierung dieser Dynamik Rechnung. Wir beurteilen Schwellenländerwährungen gegenüber dem US-Dollar weiterhin konstruktiv. Die relative Präferenz von Basismetallen gegenüber Erdöl führt zu einer positiven Einschätzung des australischen gegenüber dem kanadischen Dollar. Eine taktische Long-Position im japanischen Yen bietet eine Diversifizierung in einem Umfeld, in dem die Unsicherheit anhält.

Geopolitische Spannungen – Ukraine, Naher Osten, Iran und Venezuela – bleiben ein strukturelles Merkmal des Umfelds. Wahlen in den führenden Volkswirtschaften sorgen für zusätzliche Unvorhersehbarkeit. Für Anleger schafft dies neue Chancen und vernichtet sie nicht; aber es erfordert auch Disziplin und ein klares Rahmenkonzept.

Seit dem Höchststand bei Technologiewerten am 29. Oktober letzten Jahres vollzog sich in den USA in den vergangenen drei Monaten eine signifikante Branchen- und Faktorenrotation.

Branche (S&P 500)	29. Okt. 2025 – 12. Feb. 2026
Verbrauchsgüter	-7,0%
Basiskonsumgüter	14,8%
Energie	20,6%
Finanzwerte	-2,7%
Gesundheitswesen	6,3%
Industrie	9,4%
Informationstechnologie	-12,1%
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	17,8%
Kommunikationsdienste	-1,0%
Versorger	-1,4%
S&P 500	-2,7%
S&P 500 Equal Weight	4,6%
Russell 2000	3,3%

Quellen: Candriam, LSEG Datastream, Bloomberg©

Diese Tabelle zeigt die Branchenentwicklung seit Ende Oktober in den USA. Auf Indexebene wurde der S&P 500 durch die bloße Gewichtung seiner IT-Komponenten leicht nach unten gezogen, während sich die gleichgewichteten oder Russell 2000-Indizes besser entwickelten.

Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse und bleiben im Laufe der Zeit nicht konstant

Wachstum: Stabil, aber zweitrangig

Die makroökonomischen Bedingungen sind nach wie vor günstig, aber im aktuellen Umfeld nicht mehr die dominierende Kraft der Marktführerschaft. Das US-Wachstum stützt sich nach wie vor auf die Nachfrage der privaten Haushalte, wobei Investitionen – allen voran in künstliche Intelligenz – eine größere Rolle spielen als der Konsum. Das verarbeitende Gewerbe hat sich stabilisiert und erreichte im Januar sogar ein Vier-Jahres-Hoch. Die Rezessionsrisiken bleiben begrenzt. Dennoch handelt es sich hierbei nicht um eine allgemeine Wiederbelebung, sondern

um ein Umfeld, das von engeren, selektiveren Überraschungen geprägt ist.

Der Euroraum bietet ein bescheidenes, aber sich verbesserndes Bild. Die Inlandsnachfrage reagiert allmählich auf niedrigere Hypothekenzinsen und eine nachlassende Inflation. Die Fiskalpolitik – allen voran in Deutschland – dürfte schrittweise Unterstützung bieten, und die Umsetzung hat, wenn auch zögerlich, begonnen: Industrieaufträge nahmen im November und Dezember 2025 deutlich zu, und zwar in einem Tempo, das es seit der Wiedervereinigung 1990 nicht mehr gegeben hatte. Die Konsenserwartungen waren so niedrig, dass selbst moderate Daten positiv überraschten. Das ist eine Stabilisierung des Wachstums, kein Boom.

China bleibt strukturell eingeschränkt. Politische Unterstützung ist vorhanden, aber die Anpassung des Immobilienmarktes, gedämpfte Unternehmensanreize und anhaltende deflationäre Kräfte belasten weiterhin die innenwirtschaftliche Dynamik. Der Außenhandel bietet in einer von strategischer Rivalität geprägten Welt keinen vollständigen Ausgleich. Das Ergebnis ist Asymmetrie: Stabilisierung ohne klaren Beschleunigungsmotor.

Kurzum: Das globale Wachstum verschlechtert sich nicht. Für die Anleger ist es in diesem Stadium auch nicht entscheidend. Es kommt vielmehr auf die Dynamik der Branchen und Themen an.

Keine Inflationsdebatte, sondern strategische Optionen

In den Industrieländern lässt die Inflation weiter nach. Die Debatte hat sich von Preisdruck auf die Grenzen der geldpolitischen Lockerung verlagert. In den USA nähert sich die Inflation dank moderater Löhne und niedrigerer Energiepreise ihrem Zielwert. Es wird eine weitere Lockerung der Geldpolitik erwartet, aber der Weg ist umstritten

– nicht, weil die Glaubwürdigkeit der Inflation angezweifelt wird, sondern weil institutionelle Glaubwürdigkeit inzwischen ein Thema ist.

Die Spannungen zwischen der amerikanischen Regierung und der US-Notenbank haben zusammen mit dem bevorstehenden Wechsel an der Fed-Spitze von Jerome Powell zu Kevin Warsh die Unabhängigkeit der Zentralbanken als Marktvariable wieder ins Spiel gebracht. Die Anleger preisen keinen erneuten Inflationsschock ein. Sondern höhere Laufzeitprämien. Die langfristigen Renditen bleiben hoch – allerdings unter den jüngsten Höchstständen –, obwohl die Leitzinsen fallen dürften, was die Sorgen über die haushaltspolitische Dominanz und die politische Unsicherheit zum Ausdruck bringt.

In der Eurozone signalisiert die EZB Vertrauen in ihren geldpolitischen Kurs. Die Inflation ist auf Zielkurs und der Kerndruck lässt nach. Eine längere Pause bleibt unser Basisszenario. Die Geldpolitik bietet weder Rückenwind noch Gegenwind. Japan zeichnet sich durch eine hartnäckigere Inflation und eine allmähliche Normalisierung nach dem Erdrutschsieg von Sanae Takaichi aus.

Staatsanleihen dienen in unseren Portfolios weiterhin als Diversifizierungsinstrument, nicht mehr als Duration Call. Die Renditen hängen zunehmend von der steuerlichen Glaubwürdigkeit und der politischen Stabilität ab, nicht nur von Inflation und Wachstum. Dementsprechend halten wir an einer leichten Tendenz zu längerer Duration über Bundesanleihen fest.

Credit und EM: Carry in einer komprimierten Welt

Die Anleihemärkte stehen unter Spannung. Die Spreads sind eng, die Risikobereitschaft ist nach wie vor hoch und die Verdichtung geht ihren Gang. In den Industrieländern liegt das Renditepotenzial eher bei der Carry als bei einer weiteren Verengung der Spreads. Selektive Kapitalstrukturkancen – beispielsweise bei nachrangigen Bankinstrumenten – bieten relativen Wert, aber die Fehlertoleranz ist geringer als vor einem Jahr.

Schwellenländeranleihen sind im Anleihe-segment nach wie vor unsere stärkste Überzeugung. Das Umfeld ist konstruktiv: Nachlassende Vorliebe für US-Dollar, anhaltende Lockerung der Zentralbanken in Teilen des Schwellenländeruniversums, robuste Rohstoffnachfrage und bessere Fondszuflüsse. Im Vergleich zu Anleihen aus Industrieländern bieten Anleihen aus Schwellenländern nach wie vor ein attraktiveres Gleichgewicht zwischen Renditen und Fundamentaldaten. Dieses Segment bietet eine Carry-Allokation in einer Welt, in der die Spreads eng sind.

Oberflächlich betrachtet mag alles ruhig erscheinen, aber darunter verändern sich die Märkte, preisen neu ein und schichten Kapital um. Das Verstehen dieser Umverteilung und die entsprechende Positionierung ist unsere Aufgabe für die kommenden Monate.

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.