

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

März 2026

Durch die Meerengen navigieren

Die Finanzmärkte befinden in einer Phase, in der geopolitische Faktoren, Rohstoffe und die Geldpolitik so eng miteinander verflochten sind wie seit Jahren nicht mehr. Der Krieg im Iran ist zum zentralen makroökonomischen Katalysator geworden, nicht nur wegen der militärischen Eskalation an sich, sondern auch wegen der Auswirkungen auf die Weltwirtschaft. Die Energiemärkte, die Schifffahrtsrouten und die Inflationserwartungen reagierten zeitgleich und zwangen Anleger und politische Entscheidungsträger gleichermaßen, die makroökonomischen Aussichten neu zu bewerten.

In diesem Umfeld stehen die Zentralbanken nun im Mittelpunkt des Interesses der Anleger. In den kommenden Wochen wird sich zeigen, wie schnell sie reagieren können und ob die aktuelle Krise nur ein vorübergehender geopolitischer Schock bleibt oder sich zu einer dauerhafteren makroökonomischen Krise entwickelt.

Ein Schock auf drei Dimensionen

Die unmittelbarsten Auswirkungen des Krieges waren die Unterbrechungen der Energie- und Logistikströme im gesamten Nahen Osten. Schifffahrtswege und Flugverkehr sind betroffen, und die Straße von Hormus ist zum Mittelpunkt der Anlegeraufmerksamkeit geworden. Angesichts seiner zentralen Rolle bei der globalen Öl- und LNG-Versorgung wirkt sich jede anhaltende Unterbrechung unmittelbar auf die Energiepreiserwartungen aus.

In dieser Phase stellt sich daher die entscheidende Frage, wie sich der Schock entwickelt. Wir betrachten die Situation unter drei Gesichtspunkten: Dauer, Ausbreitung und Ausmaß.

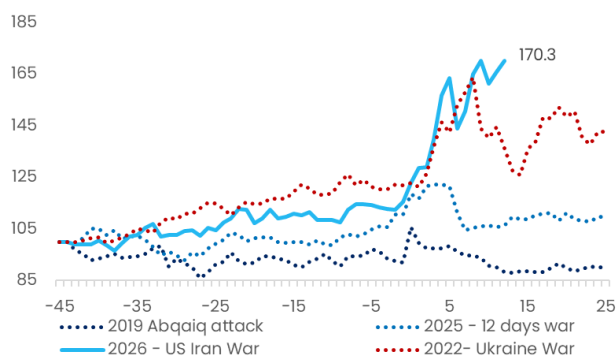
Die Dauer wird darüber entscheiden, ob der Schock nur vorübergehend bleibt oder sich im makroökonomischen Umfeld verfestigt. Dabei spielt zwar die Dauer des Konflikts selbst eine Rolle, doch noch wichtiger ist es, die Dauer der tatsächlichen Sperrung der Straße von Hormus sowie die Geschwindigkeit zu berücksichtigen, mit der die Energieproduktion und die logistische Infrastruktur wiederhergestellt werden können. Eine kurzzeitige Unterbrechung würde sich wahrscheinlich auf Marktvolatilität beschränken. Eine anhaltende Unterbrechung würde sich hingegen direkt auf die Inflations- und Wachstumserwartungen auswirken.

Die Ausbreitung gibt an, in welchem Umfang sich der Konflikt ausbreitet. Ein Szenario, in dem die Spannungen im Iran weitgehend eingedämmt

bleiben, ohne dass es zu einer weiteren Eskalation der Vergeltungsmaßnahmen kommt, hätte andere Auswirkungen auf den Markt als eines, dass eine breitere regionale Ansteckung mit sich bringt. Zusätzliche Schäden an der Öl- und LNG-Infrastruktur würden den Schock verstärken, während die Auswirkungen auf andere Rohstoffe wie Weizen oder Düngemittel den Inflationsimpuls über die Energiepreise hinaus verstärken würden.

Das Ausmaß spiegelt die Tragweite des Schocks für die Gesamtwirtschaft wider. Die Märkte reagieren bereits auf die Terminkurve im Energiesektor und die steigenden Inflationserwartungen. Die wichtigsten Variablen, die beobachtet werden müssen, sind die Reaktionsfunktionen der Zentralbanken, wenn wieder Inflationsrisiken auftauchen, die Auswirkungen auf das Verbrauchervertrauen, die Unternehmensausgaben und letztlich auf das BIP-Wachstum. Je tiefer der Schock ist, desto wahrscheinlicher ist es, dass sich die politische Entwicklung und die finanziellen Bedingungen ändern.

Der Brent-Ölpreis bildet derzeit eher das Muster nach, das zu Beginn des Ukrainekriegs beobachtet wurde, statt den üblichen Reaktionsmustern früherer Ereignisse im Nahen Osten (Index 100 = -45 Tage).



Quellen: Candriam, LSEG Datastream, Bloomberg©
Diese Grafik zeigt die Entwicklung des Ölpreises (Brent) um die jüngsten Konflikte im Nahen Osten und die russische Invasion in der Ukraine

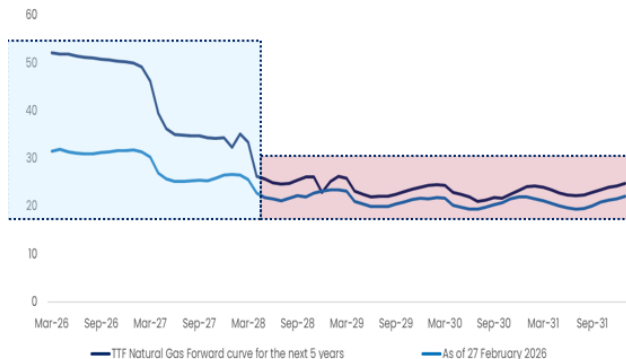
Das Dilemma in Europa

Die Öl- und Gaspreise sind stark gestiegen, was die Befürchtungen hinsichtlich anhaltender Lieferengpässe und Infrastrukturschäden widerspiegelt. Die Transportkosten sind in die Höhe geschossen, was die Reibungen in den Lieferketten verstärkt und den Inflationsimpuls verstärkt. Die schwierige Lage in Europa ist durch eine strukturelle Sackgasse gekennzeichnet: Zwar haben die Wirtschaftsländer ihren Gasverbrauch gesenkt, doch spiegelt diese Entwicklung eher einen schmerzhaften Abbau der industriellen Basis wider als einen Schritt hin zu echter Widerstandsfähigkeit.

Insbesondere sind die europäischen Volkswirtschaften nach wie vor sehr anfällig für Schwankungen der Gaspreise, wie der anhaltende Aufschlag bei den Terminkontrakten verdeutlicht. Die Kontraktkurve der Title Transfer Facility (TTF), der europäischen Referenz für den Erdgaspreis, weist für die nächsten 12 bzw. 24 Monate Aufschläge von 20 EUR und 15 EUR gegenüber dem Stand von Ende Februar auf, was darauf hindeutet, dass die Märkte davon ausgehen, dass die hohen Energiekosten anhalten werden.

Dies ist besonders kritisch für die industrielle Basis Europas, wo Branchen wie die Chemie- und Stahlindustrie strukturell weiterhin von den Gaspreisen abhängig sind. Trotz einer gewissen Anpassung durch Effizienzsteigerungen und Nachfragerückgang liegt der Gasverbrauch deutlich unter den Niveaus von vor 2022, was eher auf eine eingeschränkte Produktion als auf eine echte Widerstandsfähigkeit zurückzuführen ist. Da die Energiekosten immer noch deutlich höher sind als in konkurrierenden Regionen wie den USA, steht die europäische Industrie vor einer anhaltenden Kluft bei der Wettbewerbsfähigkeit, was die Produktion, die Investitionsentscheidungen und letztlich die Wachstumsaussichten belastet.

Europäische Gasverträge beinhalten eine signifikante Prämie für die nächsten 12 und 24 Monate, aber auch eine kleine Prämie für die nächsten 5 Jahre ggü. Ende Februar, in EUR/MWh



Quellen: Candriam, LSEG Datastream, Bloomberg©

Diese Grafik zeigt die physischen Terminkurse für Erdgas, das vom März 2026 bis Ende 2031 an den virtuellen Handelspunkt Niederländische Titel-Transfer-Fazilität (TTF) geliefert wird, ggü. der gleichen Terminkurve am Tag vor Beginn des Krieges im Iran.

Zentralbanken bewältigen geldpolitische Unklarheiten

Über den Rohstoffsektor hinaus bremsen Energieschocks das Wachstum, indem sie die Kaufkraft untergraben und das Vertrauen schwächen. Gleichzeitig erschweren sie die Inflationsaussichten, insbesondere in einer Zeit, in der sich die Zentralbanken einer ausgewogeneren Geldpolitik näherten. Je länger die Unterbrechung anhält, desto größer ist das Risiko, dass sich der Makromix hin zu einer stagflationären Konstellation verschiebt. Vor diesem Hintergrund verlagert sich der Fokus auf die Zentralbanken. Die Märkte erwarten, dass sie die Zinsen kurzfristig unverändert lassen, doch ihre Signale werden entscheidend sein.

Die Herausforderung besteht darin, dass die Inflationsdynamik erneut von externen Energiefaktoren und nicht von der Binnennachfrage bestimmt wird. In den USA hat der Anstieg der Benzinpreise auf 3,84 USD/Gallone bereits begonnen, die Verbraucherstimmung zu belasten. Während sich die Inflation abgeschwächt hatte, bringt der

Energieschock erneute Aufwärtsrisiken mit sich. Dies bringt die Federal Reserve in eine schwierige Lage. Eine weitere Lockerung scheint nun von der Entwicklung der Energiepreise abhängig zu sein. Das Problem ist nicht die Glaubwürdigkeit der Inflation, sondern die Unsicherheit darüber, wie hartnäckig der Schock sein wird und wie er sich in die Erwartungen einmischt.

In Europa ist die Lage noch heikler. Wie oben dargelegt, ist die Region durch ihr Engagement in importierte Energie, insbesondere LNG, anfällig für erneuten Inflationsdruck. Das ist nicht ideal für die EZB, welche die Inflationserwartungen möglicherweise aktiver steuern muss.

Die Bank of Japan und die Reserve Bank of Australia befinden sich unterdessen weiterhin im Straffungsmodus, was die Dynamik im Inland widerspiegelt, die sich von der in anderen Industrieländern unterscheidet. Diese Divergenz verstärkt die Komplexität der globalen politischen Landschaft.

Makroökonomische Faktoren bleiben günstig, spielen jedoch eine untergeordnete Rolle

Vor Kriegsausbruch waren die makroökonomischen Rahmenbedingungen insgesamt günstig. Das Wachstum zeigte sich robust, insbesondere in den USA, wo die Inlandsnachfrage und Investitionen des privaten Sektors die Konjunktur weiterhin ankurbelten. Auch in Europa gab es Anzeichen einer Stabilisierung, die durch eine Verbesserung der Inlandsnachfrage und fiskalpolitische Maßnahmen unterstützt wurde, während China restriktiver blieb und die Wachstumsdynamik trotz der politischen Unterstützung durch strukturelle Herausforderungen begrenzt wurde.

Im aktuellen Umfeld sind die makroökonomischen Fundamentaldaten jedoch nicht mehr der dominierende Treiber der Marktperformance. Stattdessen prägen geopolitische Entwicklungen und deren Auswirkungen auf Energie und Inflation die Aussichten unmittelbar. Ein anhaltender Anstieg

der Ölpreise würde das Wachstum belasten und die Inflation in die Höhe treiben, wodurch die geldpolitische Lockerung möglicherweise verzögert und die Finanzierungsbedingungen verschärft würden. Eine längere Unterbrechung der Energieflüsse könnte diese Effekte verstärken und das makroökonomische Gleichgewicht in Richtung Stagflation verschieben.

Portfoliopositionierung: Risikominimierung bei erhöhter Unsicherheit

Angesichts der Eskalation des Konflikts und der Unsicherheit über Dauer, Ausbreitung und Tragweite des Konflikts haben wir das Gesamtrisiko des Portfolios reduziert und eine ausgewogenere Positionierung in allen Anlageklassen gewählt.

Bei Aktien sind wir derzeit insgesamt neutral gewichtet, wobei wir in den USA leicht übergewichtet sind. Europa, Japan und die Schwellenländer haben wir aufgrund ihrer höheren Empfindlichkeit gegenüber den Energiepreisen und der globalen Handelsdynamik auf neutral herabgestuft.

Im Bereich festverzinslicher Wertpapiere haben wir das Gesamtengagement reduziert, behalten aber eine leichte Übergewichtung der Duration in europäischen Kernländern bei, wenn auch auf einem niedrigeren Niveau als zuvor. Die Anleihemärkte zeigten sich widerstandsfähig, doch die Spreads sind nach wie vor eng. Vor diesem Hintergrund bevorzugen wir einen selektiven, qualitätsorientierten Ansatz anstelle einer breit angelegten Risikobereitschaft. Wir haben europäische Investment-Grade-Anleihen auf „neutral“ herabgestuft und nehmen eine leicht negative Haltung gegenüber US-High-Yield-Anleihen ein, wo sich das Risiko-Rendite-Profil verschlechtert hat. Wir halten nach wie vor eine Übergewichtung in Schwellenländeranleihen, sowohl in Hart- als auch in Lokalwährungen, die durch attraktive Renditen und Carry unterstützt werden.

Bei Währungen bleiben wir in US-Dollar untergewichtet, allerdings aufgrund der erneuten geopolitischen Nachfrage weniger stark als zuvor. Wir halten Long-Positionen in rohstoffgebundenen Währungen wie AUD, NOK und BRL sowie eine Long-Position im japanischen Yen zur Diversifizierung.

Insgesamt spiegelt das Portfolio eine vorsichtigeren Steuerung des aktuellen Umfelds mit reduziertem directionalem Risiko und einer stärkeren Betonung von Carry, Diversifizierung und Widerstandsfähigkeit wider.

Blick in die Zukunft

Die Finanzmärkte werden nach wie vor von geopolitischen Entwicklungen und ihren makroökonomischen Auswirkungen dominiert. Der weitere Verlauf des Krieges im Iran wird darüber entscheiden, ob die aktuelle Episode eine Quelle der Volatilität bleibt oder sich zu einem dauerhafteren wirtschaftlichen Schock entwickelt.

Der Rahmen von Dauer, Verbreitung und Ausmaß bietet eine strukturierte Möglichkeit, diese Entwicklung zu beurteilen. Er hebt die wichtigsten Variablen hervor, die Anleger überwachen sollten, und unterstreicht die Bedingtheit des aktuellen Ausblicks.

Bis sich mehr Transparenz ergibt, bleibt ein disziplinierter und selektiver Ansatz beim Aufbau des Portfolios unerlässlich. In einer Welt, in der Energie, Geopolitik und Politik immer enger miteinander verflochten sind, werden die Zentralbanken und ihre Maßnahmen weiterhin fest im Fokus der Märkte stehen.

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.