

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Dürre im Januar

Nachdem Finanzwerte sich in der Endphase des letzten Jahres besonders gut entwickelt haben, sind unsere Portfolios inzwischen so positioniert, dass sie eine Konsolidierungsphase überstehen können: Die Stimmung ist optimistisch geworden, die Ungleichgewichte haben zugenommen und die Zinssenkungserwartungen an die US-Notenbank (Fed) wurden bereits auf das aktuelle Quartal vorgezogen. In unserem Szenario einer sanften Landung und anhaltender Inflationsreduzierung gehen wir davon aus, dass die erste Zinssenkung der Fed später erfolgen wird, als es sich der Markt derzeit erhofft. Daher nutzten wir den steilen Rückgang der US-Renditen seit Mitte Oktober, um bei unseren Long-Positionen auf die US-Duration Gewinne mitzunehmen und das Portfolio neutral auszurichten. Insgesamt erscheinen die globalen Aktienindizes jedoch immer noch vergleichsweise weniger attraktiv als Anleihen. Wir zielen darauf ab, mit Investment-Grade-Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen Zinsvorteile (Carry) zu erzielen.

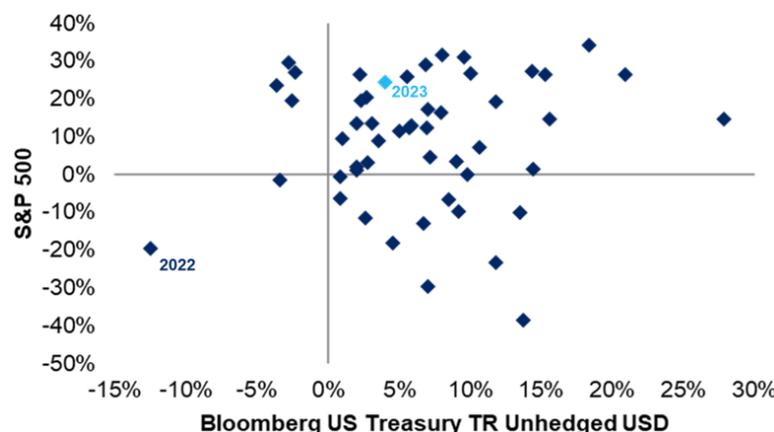
2023: Desynchronisiertes Wachstum

2023 war von einer schwankenden wirtschaftlichen Entwicklung und durchwachsenen Unternehmensergebnissen geprägt. Das Jahr endete positiv für Anleihen und Aktien, dies ging allerdings mit bedeutenden Performanceunterschieden und signifikanten Risiken einher. Das Jahr 2022 erscheint eindeutig als Ausreißer, während sich die Performance von Anleihen und Aktien im Jahr 2023 eher auf dem Niveau der letzten 50 Jahre bewegte. Daher ist der Start in das neue Jahr weniger extrem als vor zwölf Monaten.

Die Stimmung und die Positionierung der Anleger sind jedoch deutlich positiver als noch zu Beginn des Jahres 2023. Und hier kommt die Frage für 2024 auf: Inwieweit sind die scheinbar guten Nachrichten bereits berücksichtigt worden?

Die Stimmungs- und Konjunkturindikatoren haben noch keine extremen Niveaus erreicht, doch auf lange Sicht betrachtet sind sie inzwischen ziemlich hoch.

2023 bewegte sich die Performance von Anleihen und Aktien eher im Rahmen der letzten 50 Jahre



Quellen: Candriam, Bloomberg®
Die Grafik zeigt die Jahresperformance von US-Aktien und -Staatsanleihen seit 1973

Wir beobachten, dass die Credit Spreads und die Volatilität deutlich zurückgegangen sind. Ebenso haben verschiedene technische Indikatoren den Anstieg der Finanzmärkte widergespiegelt, da Momentum- und Relativitätskennzahlen etwas überspannt worden sind. In ähnlicher Weise widerspiegeln verschiedene technische Indikatoren den Anstieg des Finanzmarktes, da die Maßstäbe für das Momentum und die relative Stärke inzwischen recht angespannt sind.

Kurz gesagt: Unser allgemeiner Stimmungsindikator bewegt sich auf das Niveau zu, das er Ende letzten Juli erreicht hatte – nahe an unserem „Euphorie“-Niveau. Dies könnte ein umgekehrtes Verkaufssignal auslösen. Nach den starken Wertentwicklungen in den letzten Wochen des Jahres, dürfte es zu Beginn des Jahres zu einer Konsolidierungsphase kommen, einem dünnen Januar.

2024: Mehr Transparenz für Anleger

Während der Jahresbeginn etwas holprig verlaufen könnte, kehrt der Mix aus Wachstum und Inflation endlich in einen „vertrauten“ Bereich zurück. Die Inflation hat nachgelassen und sollte in den USA und der Eurozone schnell unter 3% sinken. Damit zählt sie nicht mehr zu der größten Sorge der Anleger. Ebenso sollten die großen Unterschiede unter den wirtschaftlichen Wachstumsraten der verschiedenen Länder den IMF-Prognosen zufolge bis 2024/2025 erheblich abnehmen, nachdem die Schocks verarbeitet wurden.

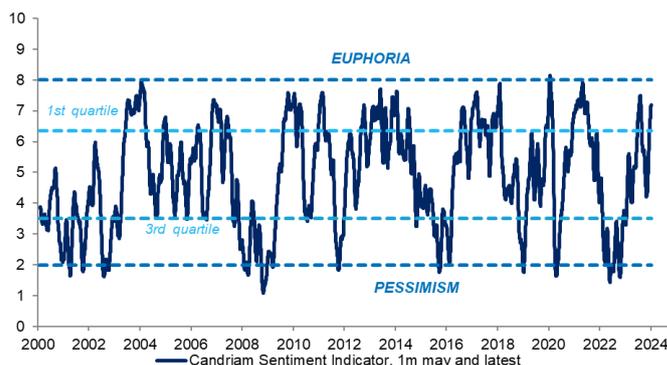
Das Gleiche gilt für die Währungspolitik: Wir befinden uns am Ende des geldpolitischen Straffungszyklus. Die Zentralbanken haben ihre Aufgabe erfolgreich bewältigt und ihren Manövrierspielraum zurückgewonnen. Die zentrale Frage der Anleger lautet nicht mehr, ob es Zinssenkungen geben wird, sondern wann sie stattfinden.

Der Zeitpunkt der Zinssenkungen der Fed könnte auf später angepasst werden

Die Märkte erwarten frühzeitige und umfangreiche Zinssenkungen der Fed. Doch unserer Meinung nach sind die Marktbewertungen etwas über das Ziel hinausgeschossen, da eine Zinssenkung der Fed bereits im März durchaus möglich erscheint. Ein solides Einkommenswachstum der Privathaushalte war – und ist auch weiterhin – der entscheidende Faktor für ein Szenario, in dem es in diesem Jahr zu „keiner Rezession“ kommt. Eine sanfte Landung in den USA bleibt unser wahrscheinlichstes Szenario. Demnach hätte die Zentralbank keine Eile, geldpolitische Unterstützung zu leisten. Wir erwarten die erste geldpolitische Lockerung nicht vor dem Ende des 1. Halbjahrs 2024. Damit entsteht reichlich Raum für Enttäuschungen im Vergleich zu den aktuellen Marktbewertungen.

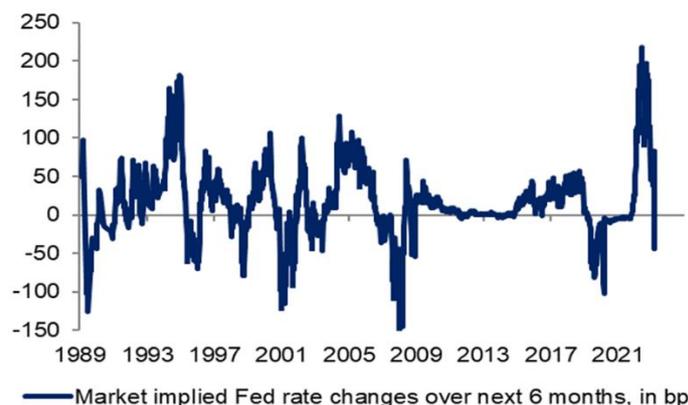
Für einen Rückgang der langfristigen Renditen von den aktuellen Niveaus wäre ein erheblich schwächeres Wachstum erforderlich, da die Breakeven-Renditen bereits nahe am Inflationsziel der Fed von 2% liegen. Da die US-Renditen von 5,0% Mitte Oktober auf 3,8% Ende 2023 gefallen sind, haben wir bei unserer Long-Position auf die US-Duration Gewinne mitgenommen.

Der Candriam-Stimmungsindikator



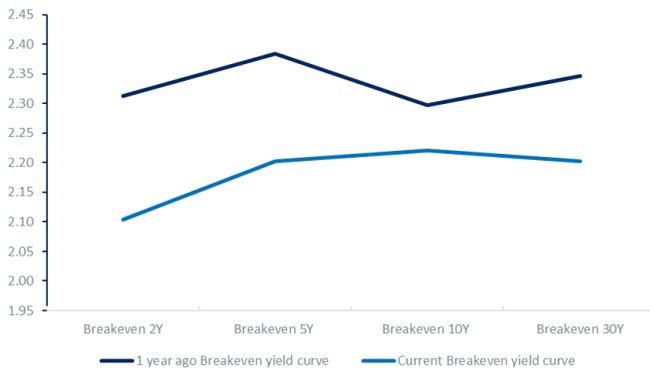
Quellen: Candriam, Bloomberg®
Die Grafik zeigt die Entwicklung des firmeneigenen Stimmungsindicators, normalisiert zwischen 0 und 10 und auf der Basis verschiedener Dateninputs.

Die Fed Fund Futures deuten auf zahlreiche Zinssenkungen vor dem Sommer hin



Quellen: Candriam, Bloomberg®
Die Grafik zeigt die erwarteten Veränderungen der Fed Funds Rate in den nächsten sechs Monaten

Die US-Breakeven-Renditekurve nähert sich dem Inflationsziel der Fed von 2%



Quellen: Candriam, Bloomberg®

Die Grafik zeigt die gegenwärtigen und letztjährigen Markterwartungen an die Inflations-Breakeven-Raten in den USA über Zeithorizonte von 2, 5, 10 und 30 Jahren

Asset-Allokation: Präferenz für Fixed Income

Unsere Asset Allocation zeigt eine Vorliebe für Anleihen gegenüber Aktien, da die Aktienrisikoprämie derzeit unzureichend ist, um die Anleger zu einer Höhergewichtung der Anlageklasse zu bewegen.

Unsere Überzeugungen in Bezug auf Aktien:

- Angesichts der vergleichsweise optimistischen Gewinnwachstumserwartungen, sehen wir nur ein begrenztes Aufwärtspotenzial für Aktien und sind derzeit in Aktien untergewichtet. Wir halten Ausschau nach einem besseren Risiko-Rendite-Verhältnis und einem deutlicheren Signal (der Zentralbank), bevor wir unser Aktienengagement anheben. Aktien der Eurozone beurteilen wir vorsichtig und andere Regionen neutral.
- Wir achten bei Aktien auf bestimmte Themen. Unter anderem gefallen uns Technologie und KI und wir achten auf Möglichkeiten bei abgeschlagenen Aktien von Small Caps und Mid Caps bzw. im Bereich saubere Energien. Weiterhin sind wir nach wie vor Käufer von spätzyklischen Sektoren wie dem Gesundheitswesen und Basiskonsumgütern.

Fixed Income Allokation:

- Wir konzentrieren uns auf qualitativ hochwertige Anleihen und bleiben in Schwellenländeranleihen investiert, um von ihrem attraktiven Carry zu profitieren.
- Ebenso investieren wir in europäische Core-Staatsanleihen mit dem Ziel, vor dem Hintergrund der nachlassenden Wirtschafts-

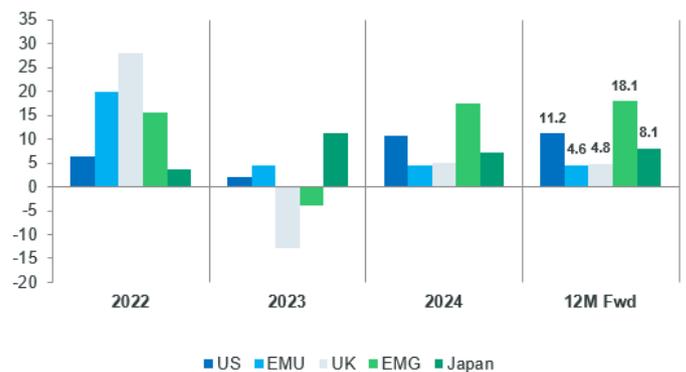
aktivität und der Abkühlung der Inflation vom Carry zu profitieren.

- Da die US-Renditen von 5,0% Mitte Oktober auf 3,8% Ende 2023 gefallen sind, haben wir bei unserer Long-Position auf die US-Duration Gewinne mitgenommen und bleiben bei US-Staatsanleihen neutral ausgerichtet.

Absicherung und Diversifizierung:

- Wir halten eine Long-Position im japanischen Yen und Engagements in einigen Rohstoffen, unter anderem in Gold. Beides sind gute Absicherungen in einem risikoaversen Umfeld.
- Außerdem rechnen wir mit einer guten Entwicklung von alternativen Anlagen, da sie eine gewisse Dekorrelation gegenüber traditionellen Vermögenswerten bieten.

Gewinnwachstumserwartungen für regionale Aktienmärkte, in %



Quellen: Candriam, Bloomberg®, LSEG Refinitiv
Die Grafik zeigt die Konsenserwartungen an die Gewinne an verschiedenen regionalen Aktienmärkten

Lokalwährungsanleihen von Schwellenländern, Renditen und Spreads



Quellen: Candriam, Bloomberg®

Die Grafik zeigt die Entwicklung der Renditen und Spreads von Schwellenländeranleihen in Lokalwährungen in den letzten 20 Jahren

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	●●●●	Engagement reduziert	▼
Neutral	●●●	Engagement angehoben	▲
Negativ	●●		
Stark negativ	●		

	Strategische Allokation (12-Monat-Ansicht)	Kurs-gewinn	Positionierung (Aktuelle Ansicht)	Kurs-gewinn	Grundgedanke
Aktien	●●●		●●	▶	Wir schätzen die Entwicklung im Jahr 2024 neutral ein, sind aber zu Beginn des Jahres in Aktien leicht untergewichtet. Wir erwarten, dass die Zinssenkungen später eintreten als die Märkte erwarten und vermuten, dass die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums die Gewinne belasten wird.
USA	●●●●		●●●	▶	In den USA ist das Risiko-Rendite-Verhältnis auf kurze Sicht nicht besonders attraktiv, da die jüngste Rally das künftige Aufwärtspotenzial begrenzt.
EWU	●●●		●●	▶	Wir gehen davon aus, dass sich die Stagnation in der Region im Großteil des Jahres fortsetzen wird. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit von Abwärtskorrekturen der Unternehmensgewinne.
Europa ohne EWU	●●●		●●●	▶	An den britischen Märkten sind die Bewertungen nach wie vor attraktiv. Damit besteht Potenzial für eine Höherbewertung. Andererseits bestehen immer noch verschiedene Risiken für die Aussichten, einschließlich einer unangenehm hohen Inflation.
Japan	●●●		●●●	▶	In Japan bestehen Ungewissheiten, da die BoJ weniger moderat ist und ein Potenzial für eine stärkere Währung besteht.
Schwellenländer	●●●●		●●●	▶	Ohne glaubwürdige Impulse bleiben die Wirtschaftsaktivität und die Kurse in China bis 2025 anfällig. Wir bevorzugen Brasilien, Indien, Taiwan und Korea.
Anleihen	●●●●		●●●●	▶	Auf mittlere Sicht sind die erwarteten Anleihenrenditen attraktiv. Doch eine mögliche Anpassung der Markterwartungen an die geldpolitische Lockerung könnte die kurzfristige Performance beeinträchtigen.
Europa					
Kerneuropa	●●●●		●●●●	▶	Die restriktive Geldpolitik der EZB hat die langfristigen Renditen auf attraktive Kaufniveaus getrieben, während sich das Verhältnis zwischen Wachstum und Inflation (also das nominale Wachstum) stark entspannt.
Europäische Peripherieländer	●●●		●●●	▶	Beruhigende Meldungen zur Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Doch die hohen Emissionen zu Beginn des Jahres und die Bilanzkürzung der EZB führen zu einer insgesamt neutralen Einschätzung.
Investment Grade Europa	●●●●		●●●●	▶	Wir bevorzugen europäische Investment-Grade-Anleihen gegenüber US-Investment-Grade-Titeln und beurteilen die Mehrrendite gegenüber Staatsanleihen als attraktiv. Refinanzierungen könnten im 1. Quartal eine Herausforderung darstellen.
Europa High Yield	●●●		●●●	▶	Die Spreads haben sich deutlich verengt und die Verschärfung der Kreditbedingungen könnte zu einer Hürde für diese Anlageklasse werden.
USA					
USA	●●●●		●●●	▼	Die US-Renditen sind von 5,0% Mitte Oktober auf 3,8% Ende 2023 gefallen. Daher nahmen wir bei unserer Long-Position auf die US-Duration Gewinne mit.
USA IG	●●●●		●●●	▶	Die kurzfristigen Erträge könnten durch eine Konsolidierung nach der starken Spreadverengung beeinträchtigt werden, doch längerfristig ist der Carry attraktiv.
USA HY	●●●		●●●	▶	Bei US-High-Yield-Anleihen ist eine gewisse Vorsicht angebracht, da sich die Puffer gegen eine Zunahme der Ausfälle durch die Spread-Verengung verringert haben.
Schwellenländer					
Staatsanleihen	●●●●		●●●●	▶	Schwellenländeranleihen bieten nach wie vor den attraktivsten Carry und die Spreads liegen immer noch über der Durchschnittshöhe der letzten 20 Jahre. Die moderaten Zentralbanken sorgen zusätzlich für Unterstützung.
Unternehmensanleihen	●●●		●●●	▶	Der Carry bleibt attraktiv.
Währungen					
EUR	●●●		●●●	▶	Die Straffung der EZB stützt die Währung.
USD	●●●		●●●	▶	Der Zinserhöhungszyklus der Fed ist mittlerweile vollständig eingepreist.
GBP	●●●		●●●	▶	
AUD/CAD/NOK	●●●●		●●●	▶	
JPY	●●●●		●●●●	▶	Wir halten eine Long-Position im japanischen Yen zur Absicherung in einem potenziell risikoaversen Umfeld.

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.