

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Trump 2.0

Die Ergebnisse der US-Wahlen haben sich rasch auf die Finanzmärkte ausgewirkt und die US-Aktienindizes auf neue Höchststände katapultiert. Von nun an wird sich die Aufmerksamkeit auf das politische Programm richten, denn es wird erwartet, dass der gewählte Präsident Donald Trump in vier politischen Bereichen wesentliche Veränderungen umsetzen wird: Zölle, Steuern, Immigration und De-Regulierung. Und diese scheinen für die USA allesamt reflationäre Auswirkungen zu haben, was im kommenden Jahr zu umfassenderem Wachstum und höherer Inflation führen wird. Im Gegensatz dazu könnten diese Maßnahmen das Wachstum in der übrigen Welt belasten, vor allem aufgrund der politischen Unsicherheit, wenngleich sie die disinflationäre Entwicklung nicht dramatisch verändern werden. Dementsprechend haben wir unsere Portfoliopositionierung an diesen neuen Kontext angepasst.

Das Szenario eines „smarten Trumps“

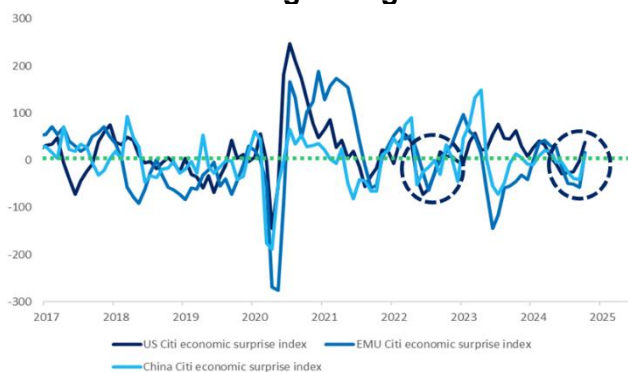
Nachdem sich die Märkte im vergangenen Monat stabilisiert haben, wird unser Ausblick durch zwei wesentliche Markttreiber geprägt: Wachstum und Inflation. Wir erwarten eine Outperformance der US-Wirtschaft, die von einem robusten Wachstum, keinem erkennbaren Ungleichgewicht und einer reflationären Politik angetrieben wird. Das Wachstum in den USA könnte von Steuersenkungen und De-Regulierung profitieren, während Europa durch die Unsicherheit in Bezug auf die Handelspolitik beeinträchtigt werden könnte, wenngleich der tatsächliche Umfang dieser Maßnahmen noch ungewiss ist. China wiederum könnte erhebliche fiskalische Impulse benötigen, um den Deflationsdruck zu bekämpfen.

Wir erwarten mit großer Wahrscheinlichkeit ein Szenario, in dem die US-Regierung einen Teil ihrer Handels- und Immigrationspolitik geschickt umsetzen wird. In diesem Szenario würde die Inflation zwar steigen, aber Steuersenkungen würden die Haushaltseinkommen stützen und die Wirtschaft ankurbeln. Ein solches Szenario ist vor

allem deshalb denkbar, weil die Konjunkturberichte aus den USA und China – und auch aus Europa – in den letzten Wochen bereits einen Aufwärtstrend verzeichnet haben.

Wir bleiben allerdings weiterhin vorsichtig, da ein extremeres, wenngleich unwahrscheinlicheres Szenario eintreten könnte: Umfassende Einwanderungsbeschränkungen und massive Zollerhöhungen könnten zu einem Anstieg der Inflation führen, und ein angespannter Arbeitsmarkt könnte die Fed dazu verleiten, ihren Leitzins bereits im nächste Jahr anzuheben. Daraufhin würde sich dann das Wachstums-Inflations-Verhältnis merklich verschlechtern.

Positive Wachstumsüberraschungen halten in allen wichtigen Regionen an



Quellen: Candriam, Bloomberg©
Dieses Diagramm zeigt die Entwicklung der positiven und negativen Überraschungen der Konjunkturindikatoren

America first – doch wer kommt an zweiter Stelle?

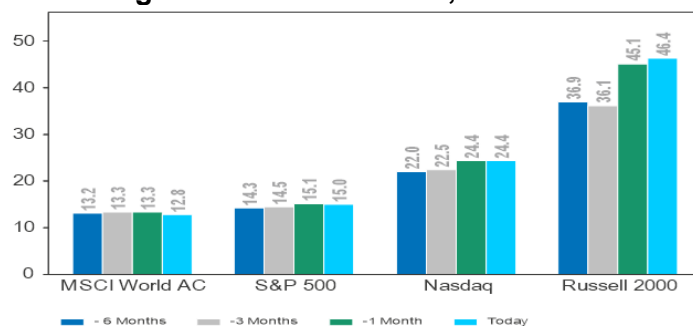
Nach den US-Wahlen, bei denen Donald Trump und seine Partei die Kontrolle über die gewählten Teile der Regierung erlangten, haben wir unsere Positionierung in Aktien und Anleihen auf der Grundlage der potenziellen politischen Änderungen der künftigen US-Regierung angepasst:

- Wir haben unsere Übergewichtung in US-Aktien über Finanz-, Industrie – und Small Cap-Aktien erhöht, Sektoren, die von einem stärkeren BIP-Wachstum aufgrund der auf den Binnenmarkt ausgerichteten Konjunkturmaßnahmen profitieren dürfte. Diesen Segmenten werden insbesondere niedrigere Körperschaftssteuern und die De-egulierung zugutekommen, da Banken 20 % des Small Cap-Index ausmachen. Vor diesem Hintergrund scheint das erwartete Wachstum in Höhe von 15 % des S&P 500 Index im Jahr 2025 realistisch.
- Wir haben ferner EMU-Aktien herabgestuft, die wir negativ einschätzen und die gegenüber den angekündigten Maßnahmen der künftigen US-Regierung besonders anfällig scheinen. In der Herabstufung waren auch britische Aktien inbegriffen, die wir nun neutral einschätzen.
- Schließlich stellt die US-Wahl die Schwellenländer zwar durch Währungseffekte und Handelsspannungen vor Herausforderungen, wir halten jedoch

an unserer Position mit einer Option auf China fest, da wir mit weiterer Klarheit vonseiten der chinesischen Behörden und potenziellen neuen Unterstützungsmaßnahmen als Reaktion auf die US-Zölle rechnen.

Zusammengefasst lässt sich sagen, dass unsere aktuellen Entscheidungen von einer Präferenz für US-Aktien zeugen, vor allem in zyklischen Sektoren, während wir in den Schwellenländern an einer gewissen Flexibilität festhalten. Wir beobachten weiter aufmerksam jegliche Veränderungen bei Handelspolitik und Inflation, in deren Abhängigkeit wir in den kommenden Monaten Anpassungen vornehmen werden.

Erwartungen an das EPS-Wachstum für 2025 global und in den USA, in %



Quellen: Candriam, LSEG Datastream©
Dieses Diagramm zeigt die Entwicklung der allgemeinen Erwartungen an das EPS-Wachstum in den letzten 6 Monaten für den MSCI World All Country Index sowie wichtige US-Aktienindizes

Deutschland: Es geht voran

Nach drei schwierigen Jahren mit einer Drei-Partei-Koalition in der Regierung Deutschlands brach diese genau zu dem Zeitpunkt zusammen, als die Ergebnisse der US-Wahlen bekannt wurden. Das letzte Mal, als das Wachstum in Deutschland zwei Jahre in Folge nachgab, war vor mehr als zwei Jahrzehnten.

Die politischen Ereignisse in Deutschland dürften zu einer vorgezogenen Neuwahl am 23. Februar 2025 führen. Die politische Unsicherheit in Europa – die bereits hoch ist, weiter zunimmt und deutlich über der in den USA liegt - wird bis dahin wahrscheinlich nicht nachlassen. Die vorgezogene Neuwahl öffnet jedoch die Tür für etwas mehr finanzpolitische Impulse: Die Christlich Demokratische Union (CDU) als Oppositionspartei ist sich im Klaren, dass sie möglicherweise die Zweidrittelmehrheit im neuen Bundestag nicht erreichen wird, die für Verfassungsänderungen

notwendig wären. Aus diesem Grund scheint die Partei zunehmend offen für Gespräche über eine Reform der Schuldenbremse vor der Wahl. Dies würde der kommenden Regierung eindeutig einen gewissen finanzpolitischen Spielraum bieten, die von der CDU angeführt werden könnte, wenn man die aktuellen Umfragen betrachtet.

Selbst die Bundesbank hat bereits grünes Licht für eine Reform der Schuldenbremse gegeben, wobei sie die Sackgasse bei dieser Haushaltsbeschränkung hervorhob: „eine kritische Bewertung der Prioritäten der Wirtschaftspolitik ist nahezu mit Sicherheit unvermeidlich und diese Beurteilung wird weiter auf dem Programm stehen, auch wenn die Schuldenbremse reformiert werden sollte. Die Bundesbank würde eine Reform zulassen, wenn dies eine weiterhin gesunde finanzielle Lage der Regierung garantieren würde“. Unserer Auffassung nach und angesichts der Situation in Deutschland erscheint die Einführung einer sogenannten „goldenen Regel“ wahrscheinlich, nach der die Regierung Kredite nur für Investitionen und nicht zur Finanzierung laufender Ausgaben über den Konjunkturzyklus hinweg aufnimmt.

Indizes für Unsicherheit bei der Wirtschaftspolitik, 6-Monats-Durchschnitt



Quellen: Candriam, Bloomberg©
Dieses Diagramm zeigt die Entwicklung der Indizes für Unsicherheit bei der Wirtschaftspolitik in europäischen Ländern und den USA.

Ebenso wie das Ergebnis der US-Präsidentenwahl hätten die Vorschläge von Mario Draghi zur grundlegenden Reformierung des wirtschaftlichen Gerüsts in Europa zum Schutz der Zukunft der Wettbewerbsfähigkeit Europas als Warnung dienen sollen, die europäischen Länder scheinen diesbezüglich jedoch nicht einer Meinung zu sein. Aus diesem Grund ist es unwahrscheinlich, dass dieser ehrgeizige Plan schon bald umgesetzt wird.

Auf kurze Sicht wird seine Umsetzung nur schwer möglich sein, da die Mitgliedstaaten unterschiedliche politische Ansichten haben und es gegenüber tiefgreifenden fiskalischen Reformen Widerstand gibt. Wir erwarten nicht, dass solch ein ehrgeiziger Plan in der nahen Zukunft umgesetzt wird, da die nationalen Interessen Priorität haben.

Mittelfristig sind allerdings Veränderungen möglich. Die vorgezogenen Wahlen in Deutschland könnten den Weg für eine umfassendere fiskalische Flexibilität ebnen und so einen günstigeren Hintergrund für tiefgreifendere Wirtschaftsreformen und eine besser koordinierte europäische Integration schaffen. Und sie bewegt sich doch!

Neujustierung nach der Wahl: Rotation aus defensiven in zyklische Sektoren

Angesichts der jüngsten Entwicklungen haben wir unsere Sektorpositionierung angepasst.

Zunächst haben wir unser Exposure in zyklischen Sektoren in den USA angehoben:

- **Finanzwerte:** Wir haben unser Exposure in US-Finanzwerten angehoben. Der Sektor könnte von einer lockeren Regulierung, weniger strengen Regeln für M&A, höheren langfristigen Zinssätzen und potenziell aktionärsfreundlicheren Maßnahmen (z. B. Dividenden und Kapitalrenditen) profitieren. Die Bewertungen sind weiterhin angemessen und die Finanzwerte erhalten durch solide Gewinne Auftrieb.
- **Industrie:** Wir haben ebenfalls unser Exposure in diesem Sektor angehoben, der wahrscheinlich von den aktuellen Rückverlagerungstrends und den potenziellen Steuersenkungen nach der Wahl von Trump profitieren wird. Darüber hinaus dürften Industriewerte aus einer potenziell stärkeren Wirtschaft Nutzen ziehen. Wir haben eine leichte Präferenz für Investitionsgüter.

Des Weiteren haben wir unser Exposure in defensiven Sektoren reduziert:

- **Gesundheitswesen (reduziert auf neutral):** Während wir langfristig eine positive Prognose haben, sind wir aufgrund unserer eher zyklischen Positionierung und der höheren langfristigen Zinsen im Gesundheitswesen neutral eingestellt.
- **Basiskonsumgüter:** Wir haben das Exposure in US-Basiskonsumgütern reduziert, da steigende Zölle die Bezahlbarkeit zahlreicher Konsumgüter belasten könnten. Darüber hinaus könnten potenzielle Vergeltungsmaßnahmen die US-Basiskonsumgüterunternehmen erheblich beeinträchtigen, da sie im Durchschnitt 40 % ihres Umsatzes außerhalb der USA beziehen.

Schließlich reduzierten wir auch **Immobilien** in den USA auf eine Untergewichtung, da wir davon ausgehen, dass das sich ändernde Zinsszenario den Sektor belasten könnte.

Eine weitgehend neutrale Währungsallokation mit einer Präferenz für den US-Dollar

EUR: Der EUR hat mit der Unsicherheit in Bezug auf seine Aktivität zu kämpfen und die Geldpolitik könnte schnell gelockert werden.

USD: Die Märkte haben ihre Erwartungen an Zinssenkungen der Fed nach der US-Wahl angepasst. Dies dürfte den US-Dollar unterstützen.

JPY: Wir haben unsere Long-Position im japanischen Yen verringert und sind nun neutral ausgerichtet. Wie dies im Sommer ersichtlich war, macht es weiterhin Sinn, die Währung als Absicherung gegen schnelle Marktstörungen zu halten.

AUD/CAD/NOK: Wir haben beim AUD im vergangenen Sommer Gewinne mitgenommen und möchten im aktuellen Umfeld bei Rohstoffwährungen lieber nur zusehen.

CANDRIAM HOUSE VIEW & CONVICTIONS

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	●		

		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.