

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Die Lage nach den Wahlen

Die Ergebnisse der US-Wahlen waren ein bedeutender Markttreiber, da der Sieg von Donald Trump und die republikanische Mehrheit im Kongress Erwartungen auf Steuersenkungen, Deregulierung, expansive Fiskalpolitik und eine strengere Handelspolitik weckten. Im November führte dieser Optimismus zu einer stärkeren Performance der US-Aktien, allen voran Small Caps. Anderswo löste die Ankündigung neuer Zölle durch Donald Trump auch in Schwellenländern, die schlechter abschnitten als ihre Pendanten in Industrieländern, nach den Wahlen negative Reaktionen aus. In Europa wurden Aktien im Euroraum durch die politische Entwicklung in Frankreich und Deutschland, insbesondere hinsichtlich der Staatshaushalte, belastet. Wir stellen fest, dass sich die Performance-Unterschiede auf regionaler Ebene unlängst stabilisiert haben, während die Märkte auf die Amtsübernahme und die ersten Entscheidungen des neuen Präsidenten warten. Unsere Strategie zum Jahreswechsel ist einfach: Wir haben eine Portfoliopositionierung mit einem Übergewicht in Aktien und einer Präferenz für US-Aktien. Europäische Werte könnten sich im Anleihe segment hervortun, wo wir positiv gegenüber Anleihen europäischer Kernländer und negativ gegenüber der US-Duration aufgestellt sind, weil geldpolitische Differenzen die Renditen 2025 nach oben treiben könnten.

US-Aktien kommen zuerst

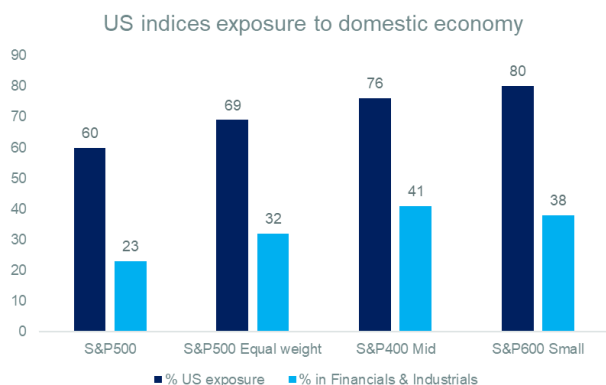
Im November haben wir unsere Aktienpositionierung mit Blick auf die potenziell anstehenden politischen Veränderungen der neuen Trump-Regierung angepasst. Im Dezember haben wir die regionalen Präferenzen bestätigt und die Sektorengewichtung leicht angepasst:

- Wir halten eine Übergewichtete Position bei US-Aktien, einschließlich Small Caps und Sektoren, die von einem stärkeren BIP-Wachstum und Konjunkturmaßnahmen profitieren könnten. Finanzwerte dürften von einer Deregulierung profitieren, wobei Banken 20% des Small-Cap-Index ausmachen. Wir erwarten zudem, dass Software- und Dienstleistungsunternehmen überdurchschnittlich abschneiden werden.
- Wir halten eine untergewichtete Position in EMU-Aktien, die mit stagnierendem Wachstum und innenpolitischen Herausforderungen konfrontiert sind und gegenüber der Handelspolitik der künftigen US-Regierung konfrontiert sind. Bei paneuropäischen Aktien nehmen wir gegenüber britischen Aktien eine neutrale Haltung ein.
- In Schwellenländern, wo wir ein asymmetrisches Steigerungspotenzial bei chinesischen Aktien sehen, bleibt unsere Position trotz der Herausforderungen in Verbindung mit dem Wahlergebnis in den USA durch Währungseffekte und Handelskonflikte unverändert. Wir warten auf größere Klarheit von den lokalen Behörden und mögliche neue Unterstützungsmaßnahmen, wie beispielsweise bei der Fertigstellung von Wohnungsbauprojekten und der Stärkung

des Verbrauchervertrauens. Wir erwarten, dass das Land gegen interne deflationäre Kräfte ankämpfen und auf externe Handelstarife reagieren wird.

Insgesamt stehen unsere aktuellen Veränderungen für eine Präferenz für US-Aktien, während wir eine gewisse Flexibilität in Schwellenländern aufrecht erhalten. Interessanterweise generieren Big Cap-Aktien im S&P500 60% ihrer Einnahmen in den USA, während Small Caps im S&P600 Small-Index noch stärker auf das Inland ausgerichtet sind und 80% ihrer Einnahmen in der Region erzielen.

Der breite US-Aktienmarkt ist gut aufgestellt, um die Reflationsstrategie von Trump zu nutzen

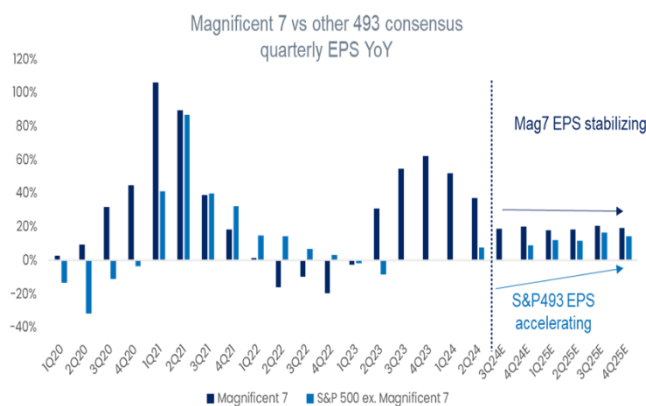


Quellen: Candriam, Bloomberg©
Diese Grafik zeigt die Erträge der Aktien in den verschiedenen US-Aktienindizes und die Gewichtung der Sektoren Finanzwesen und Industrie.

Die US-Wirtschaft dürfte im kommenden Jahr insgesamt überdurchschnittlich performen, angetrieben durch die von der Trump-Administration vorgeschlagenen Steuersenkungen, Deregulierungsmaßnahmen und fiskalpolitischen Initiativen. Basierend auf unseren aktuellen Prognosen wird das BIP-Wachstum in den USA 2025 mit 2,6% veranschlagt, während die Inflation bei 3,3% liegt. Allerdings könnten die Auswirkungen der Zölle, insbesondere gegenüber China, die Verbraucherpreise in den USA erhöhen und das BIP-Wachstum um 0,7% senken, falls sie zu aggressiv umgesetzt werden.

Laut Konsensprognosen wird dies die Gewinnentwicklung der US-Unternehmen unterstützen. Anders als in den beiden Vorjahren wird die große Mehrheit der US-Aktien insgesamt ein Gewinnwachstum verzeichnen - eine Entwicklung, die bislang den dynamischen Technologiewerten „Magnificent Seven“ vorbehalten war. Infolgedessen dürfte die erwartete Angleichung der Gewinnwachstumsdifferenz den gesamten US-Aktienmarkt stützen.

Die Verringerung der Wachstumsdifferenz dürfte eine Verbreiterung des Marktes begünstigen



Quellen: Candriam, LSEG Datastream, Bloomberg©
Diese Grafik zeigt die Entwicklung der Quartalsgewinne der 500 Aktien des S&P500-Index seit 2020, aufgeteilt in die technologiegetriebenen „Magnificent Seven“-Aktien und die übrigen Werte.

Die Unsicherheit im Handel hat bereits deutlich zugenommen

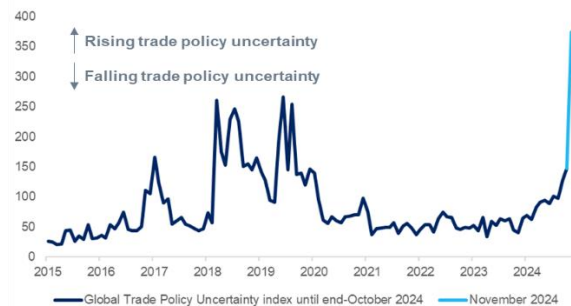
Die chinesische Wirtschaft dürfte in den kommenden Jahren langsamer wachsen und die Prognose für das BIP-Wachstum dürfte 2025 auf 4,3% schrumpfen. Während die chinesische Regierung Konjunkturprogramme einschließlich Infrastrukturinvestitionen und geldpolitische Lockerung angekündigt hat, waren diese bislang nicht ausreichend, um dem anhaltenden Deflationsdruck in der Wirtschaft gegenzusteuern. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe hat sich zwar verbessert, doch der Dienstleistungssektor bleibt schwach, was auf eine umfassendere Herausforderung beim Übergang zu einer stärker konsumgetriebenen Wirtschaft hinweist.

Immobilieninvestitionen, eine wichtige treibende Kraft für das Wachstum in China in den Vorjahren, stehen weiterhin unter Druck. Zwar zeigen die Hausverkäufe Anzeichen einer Erholung, doch die allgemeineren Immobilieninvestitionen belasten die wirtschaftliche Entwicklung weiterhin. Angesichts einer weiterhin niedrigen Inflation und einer schwachen Binnennachfrage könnte China gezwungen sein, weitere Konjunkturpakete zu schnüren, um eine deutlichere Abschwächung zu verhindern. Die chinesischen Behörden dürften sich weiterhin auf die Unterstützung der Industrie konzentrieren, während das Konsumwachstum auf Grund des rückläufigen Verbrauchervertrauens und der hohen Haushaltsverschuldung eingeschränkt bleibt.

Die Unterstützung inländischer Sektoren in China wird entscheidend sein, da der Außenhandel voraussichtlich durch die neue US-Regierung stark beeinträchtigt wird. Das Politbüro kündigte eine Reihe gegenzyklischer Maßnahmen an, aber bisher ist zu Umfang und Zusammensetzung der Stützungsprogramme wenig bekannt. Inzwischen hat China ein Schuldenumtauschprogramm im Wert von 10 Billionen Yuan vorgestellt, das die Lokalregierungen finanziell entlasten soll. Insgesamt kann das Programm die Zinslast in den nächsten fünf Jahren um rund 500 Mrd. Yuan senken, wodurch wiederum lokale Regierungen steuerlich entlastet und Mittel freigesetzt werden, um das Wachstum zu stützen. Allerdings erwarten wir nicht, dass dieses Schuldenumtauschprogramm einen grundlegenden Wendepunkt für die wirtschaftliche Aktivität des Landes darstellt.

Neben den Herausforderungen im Inland ist die weltweite Handelsunsicherheit seit der Wahl von Donald Trump deutlich gestiegen: Wir haben den größten Sprung in den monatlichen Daten seit 1960 festgestellt!

Die Unsicherheit im Handel ist nach der Wahl von Donald Trump im November deutlich gestiegen



Quellen: Candriam, matteoiacoviello.com, Bloomberg©
Diese Grafik zeigt die Entwicklung der Unsicherheit im weltweiten Handel vor und nach der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten

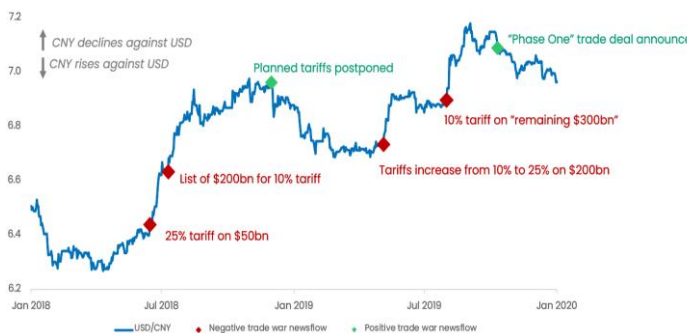
Die Abwertung des Yuan steht an zweiter Stelle

Höhere Handelszölle, die von den USA verhängt werden, dürften zu Vergeltungsmaßnahmen der Handelspartner, insbesondere Chinas, führen. Eine mögliche Vergeltungsmaßnahme ist die Abwertung des chinesischen Yuan (CNY). Durch eine Abwertung seiner Währung kann China die Folgen der Zölle für seine Ausfuhren ausgleichen und seine Waren auf internationalen Märkten wettbewerbsfähiger machen.

Die anhaltende Abwertung des CNY im vierten Quartal hat erhebliche Folgen auf die globale Wirtschaft. Sie hat zu einem Anstieg der Volatilität auf den Devisenmärkten geführt, könnte die Handelsbilanzen beeinflussen, wenn die Schwäche anhält, und könnte die Rentabilität multinationaler Konzerne mit China-Exponierung beeinträchtigen. Zusätzlich könnte ein schwächerer CNY den weltweiten Disinflationsdruck erhöhen, da günstigere chinesische Waren das Preisniveau insgesamt senken. In Trumps erster Amtszeit war dies die Antwort der chinesischen Behörden, die unlängst bestätigt haben, dass sie dieses Instrument erneut nutzen werden, falls neue Zölle für chinesische Waren verhängt werden.

Natürlich erinnern sich sowohl Investoren als auch das Team von Donald Trump an seine erste Amtszeit und die damalige Reaktion Chinas auf die US-Zollerhöhungen. Die Nominierungen für die nächste Regierung und die Tatsache, dass der designierte Präsident Donald Trump den chinesischen Präsidenten Xi Jinping zu seiner Amtseinführung am 20. Januar eingeladen hat, könnten ein Hinweis darauf sein, dass China neuen Zöllen am Tag 1 entgehen könnte. Längerfristig scheint die US-Agenda für die Wirtschaftsbeziehungen mit China eine Abkopplung in sensiblen Bereichen vorzusehen, die weder verhandelbar sind noch aufgehoben werden dürften.

Höhere Zölle = Vergeltung durch CNY-Abwertung



Quellen: Candriam, Bloomberg©
Diese Grafik zeigt die Entwicklung des US-Dollar gegenüber dem chinesischen Yuan während der 2018 und 2019 beschlossenen Zollerhöhungen

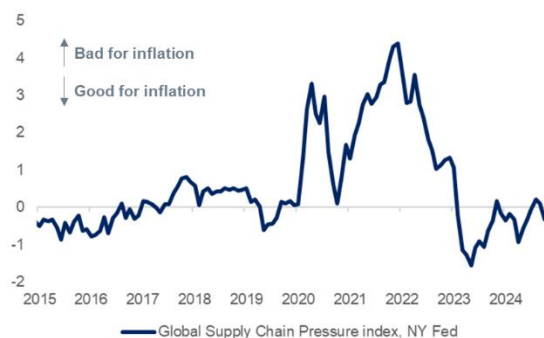
Die Überwachung der Lieferkettenbelastungen bleibt entscheidend für die künftige Geldpolitik

Aus der Perspektive eines Anleihenmarktes-Investors ist es erfreulich, dass China eine globale Disinflationsquelle darstellt. Offensichtlich sind die globalen Lieferketten derzeit unter Kontrolle, wobei China eine Schlüsselrolle spielt. Es ist bemerkenswert, dass Chinas Rolle in der globalen Lieferkette bedeutend ist, da das Land ein wichtiger Produzent von Zwischenprodukten und Komponenten ist, die in Fertigungsprozessen weltweit verwendet werden. Investoren sind sensibel gegenüber diesem Faktor, da er zu Beginn dieses Jahrzehnts eine treibende Kraft hinter dem inflationsbedingten Anstieg war.

Wie beim Ausbruch der Pandemie vor fünf Jahren würden steigende Zölle den globalen Handel ins Stocken geraten lassen. Je nach Zeitpunkt, Umfang und potenziellen Vergeltungsmaßnahmen in einem Handelskrieg werden Investoren und Zentralbanken die Auswirkungen dieses Themas auf den globalen Handel bewerten.

Doch während die Unsicherheit im Handel bereits zugenommen hat und Zollerhöhungen wahrscheinlich sind, besteht die gute Nachricht darin, dass es derzeit keine spürbaren Spannungen in der globalen Lieferkette gibt. Wir werden diesen Indikator in den nächsten Monaten weiterhin genau beobachten, um auch die Reaktion der Zentralbanken einschätzen zu können.

Der Druck auf die weltweiten Lieferketten ist derzeit unter Kontrolle



Quellen: Candriam, NY Fed, Bloomberg©
Dieses Diagramm zeigt die Entwicklung eines Indikators für die Bedingungen in der globalen Lieferkette, der Transportkostendaten und Produktionsindikatoren integriert

Durch Zinssenkungen könnte die EZB eine Stütze für Europa darstellen

Die vom Markt für Juli 2025 erwarteten Zentralbankzinsen zeigen, dass sich der Spread zwischen der Federal Reserve (Fed) und der Europäischen Zentralbank (EZB) auf über 200 Basispunkte erweitert (von zuvor 140 Basispunkten). Diese Vergrößerung des Spreads spiegelt bereits die unterschiedlichen geldpolitischen Ausrichtungen der beiden Zentralbanken wider. Einerseits wird erwartet, dass die Fed ihre Lockerungspause beibehält und die Zinsen auf einem Niveau hält, das darauf abzielt, die Inflation zu bekämpfen. Andererseits dürfte die EZB eine eher akkommodierende Haltung einnehmen, um das Wirtschaftswachstum im Euroraum zu unterstützen.

Die Erweiterung des Spread wirkt sich auf die Devisenmärkte aus, wobei der US-Dollar gegenüber dem Euro aufwerten dürfte. Allerdings will der designierte US-Präsident Donald Trump eine Stärkung seiner Währung vermeiden. Die Unterschiede in der Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks können sich auf die Handelsbilanzen und die Kapitalströme zwischen den USA und Europa auswirken und zu Spannungen zwischen den beiden Weltregionen führen.

Während die politische Unsicherheit bereits deutlich zugenommen hat, könnte eine schwächere Währung und eine entgegenkommendere Politik eine positive Überraschung für europäische Investoren sein. Beim aktuellen Stand der Dinge rechnen wir auf Grund der reflationären Strategie mit einer überdurchschnittlichen Entwicklung der US-Wirtschaft, während Europa mit Herausforderungen wie schwachem Wachstum, Unsicherheiten im Handel und politischer Instabilität kämpft. Diese Faktoren untermauern unsere Präferenz für eine langfristige Positionierung in europäischen Kernstaatsanleihen.

Zum Ende des Jahres 2024 erwarten wir, dass die globalen Aktienmärkte weiteren Fortschritt verzeichnen, angeführt vom breiteren US-Aktienmarkt. Schwellenländer und die Eurozone werden angesichts wachsender Spannungen im Handel und wirtschaftlicher Unsicherheiten wohl weiter kämpfen.

Die von den Märkten implizierten Leitzinsen der Zentralbanken für Juli 2025 zeigen, dass sich der Spread zwischen der Fed und der EZB auf über 200 bp ausweitet.



Quellen: Candriam, Bloomberg©
 Diese Grafik zeigt die erwartete Entwicklung des von den Märkten implizierten Zentralbankzinses für Juli 2025

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	●●●●	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.