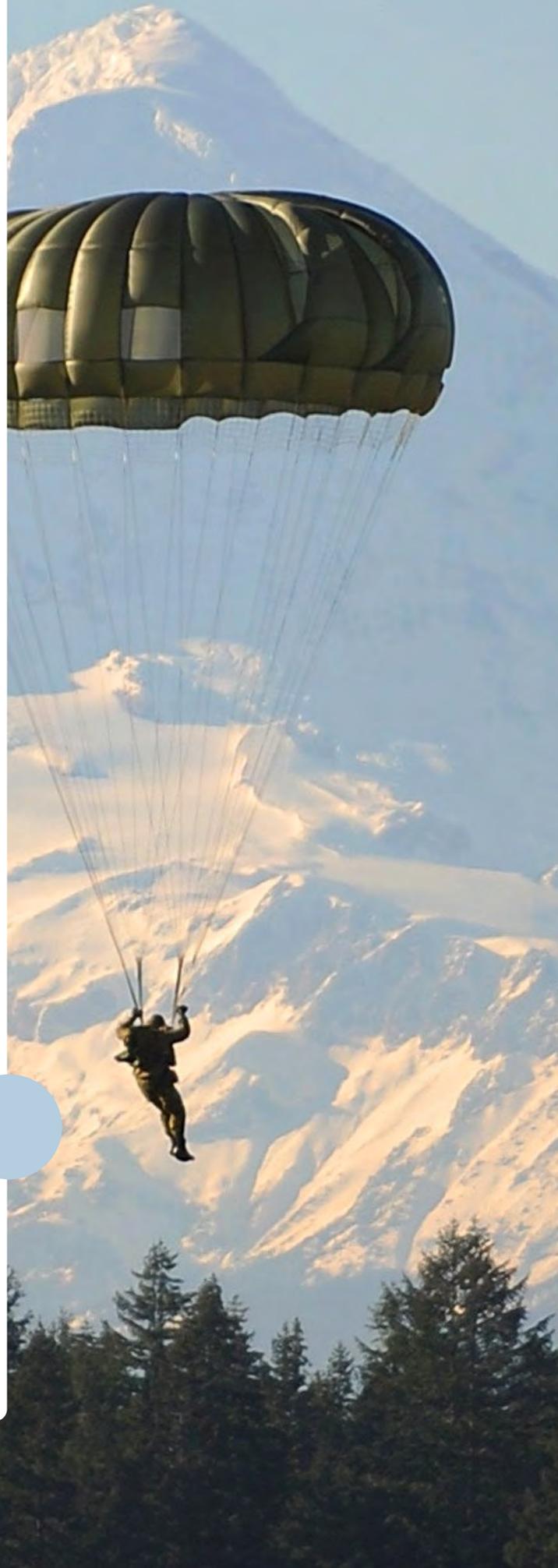


**Die Landung  
scheint  
erfolgreich  
zu sein ...  
allerdings  
werden  
die guten  
Nachrichten  
mit Spannung  
erwartet**



**JULI 2023**

Marketing Kommunikation





**Nadège Dufossé**

Global Head of Multi-Asset



**Thibaud Dorlet**

Senior Multi-Asset Portfolio  
Manager



**Thibaud  
Marie-Regnault**

Economist

- Auf beiden Seiten des Atlantiks scheint eine Rezession abgewendet zu sein, doch die Wachstumsprognosen bleiben schwach.
- Die Kerninflation wird sich allmählich entspannen, aber die Zentralbanken sollten den Fuß auf der Bremse belassen.
- Die Aktien haben dieses Szenario des "Soft Landings" bereits eingepreist, sodass nur noch wenig Spielraum für eine weitere Erholung bleibt.
- Es gibt interessante Alternativen zu Aktien, die einen Carry bieten, insbesondere bei europäischen Investment-Grade oder Schwellenländeranleihen.
- Zur Risikoabsicherung bevorzugen wir Yen (JPY) und Gold.



# Wirtschaftsprognose: geringes Wachstum, sinkende Inflation.

Das globale Wachstum dürfte 2023 relativ gering ausfallen und sich 2024 nur leicht beschleunigen. Während das aufstrebende Asien mit einem relativ starken Wachstum in diesem Jahr eine Ausnahme bildet, bleibt die Aktivität in den meisten anderen Regionen wenig dynamisch. Weder in den USA noch im Euroraum ist in den nächsten Quartalen mit einer Rezession zu rechnen.

In den meisten Industrieländern wird sich der Rückgang der Inflation fortsetzen. Die anhaltende Kerninflation und die Spannungen auf den Arbeitsmärkten in den Industrieländern dürften die Zentralbanken jedoch dazu veranlassen, ihre restriktive Politik noch mehrere Quartale lang fortzusetzen.

## China: Die Wirtschaftstätigkeit hat sich erholt, aber der Deflationsdruck bleibt bestehen

Das Ende der Null-Covid-Politik führte im ersten Quartal zu einer deutlichen Erholung der Konjunktur. Der Dienstleistungssektor, der bislang von den Gesundheitsmaßnahmen eingeschränkt war, profitierte besonders von der Wiedereröffnung der chinesischen Wirtschaft. Dieser Trend wird sich fortsetzen, und trotz einer schwachen Entwicklung in der produzierenden Industrie und einer scheinbaren Abschwächung im Dienstleistungssektor dürfte das Wachstum im Jahresdurchschnitt 2023 hoch sein. Darüber hinaus ist ein nachhaltiges

Wirtschaftswachstum alles andere als eine Selbstverständlichkeit. Das geringe Vertrauen der Verbraucher und die hohe Jugendarbeitslosigkeit stehen einem nachhaltigen Aufschwung im Wege. Schließlich haben die von den Regierungen ergriffenen Unterstützungsmaßnahmen zwar den Immobilienmarkt stabilisiert, aber ihr Handlungsspielraum - insbesondere in Bezug auf das Haushaltsbudget - wird immer geringer: Die Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP ist heute in China genauso hoch wie in den USA!

# USA: Flugzeug hat Boden berührt, fährt aber immer noch zu schnell

Die von der US-Notenbank angezogene Bremse führte zu einer deutlichen Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität. Insbesondere die Investitionen im Immobiliensektor schrumpften abrupt und das Bankensystem geriet ins Wanken. Dennoch hat die US-Wirtschaft vorerst eine Rezession abgewendet! Die während der Pandemie angesammelten Spareinlagen und ein weiterhin dynamischer Arbeitsmarkt stützten in der Tat den Konsum der Verbraucher. In den kommenden Quartalen dürften die Stabilisierung der Investitionen im Immobiliensektor, die gute Entwicklung des Konsums, aber auch die dynamischen Bauinvestitionen des produzierenden Gewerbes das Wachstum weiterhin auf eine solide Grundlage stellen und eine Rezession verhindern.

Um die Inflation auf ein Niveau in der Nähe ihres Ziels zu bringen, wird die US-Notenbank darauf

achten müssen, dass sich die Aktivität in den nächsten Quartalen nicht wieder beschleunigt. Zwar mehren sich die Anzeichen für eine Disinflation – die Güterinflation ist deutlich gesunken, die Mieten verlangsamten sich und die Löhne steigen ebenfalls –, doch die Zahl der neu geschaffenen Arbeitsplätze blieb überraschend hoch, obwohl sich der Arbeitsmarkt nur langsam entspannt. Nachdem sich die US-Notenbank etwas Zeit gelassen hat, um die Auswirkungen der Zinserhöhungen um 500 Basispunkte seit März 2022 zu bewerten, wird sie ihre Geldpolitik an die kommenden Wirtschaftsdaten orientieren: Wenn sie die Konjunktur für zu schnell hält, könnte sie die Zinsen noch etwas weiter anheben – zumal die Spannungen im Bankensektor nachzulassen scheinen. Vor allem aber hat sie keinen Grund, ihre Geldpolitik zu lockern, solange sich die Löhne und die Inflation nicht verlangsamen.

## Eurozone: auf Sparflamme

Nach einer "technischen" Rezession zu Jahresbeginn dürfte die europäische Wirtschaftstätigkeit wieder ein moderates Wachstumstempo erreichen. Die Erdgaspreise sind wieder auf ein Niveau zurückgekehrt, das in etwa dem vor dem Krieg in der Ukraine entspricht, und der Schock für die Kaufkraft wird allmählich verarbeitet. Zugegeben, die Kerninflation lässt nur zögerlich nach, aber die Normalisierung der Produktionsketten und die niedrigeren Energierechnungen werden dazu beitragen. Vor dem Hintergrund eines weiterhin angespannten Arbeitsmarktes wird das Realeinkommen der Haushalte in der zweiten

Jahreshälfte 2023 wieder steigen und ein moderates Konsumwachstum anheizen. Letzteres würde auch durch die allmähliche De-Kumulation der Ersparnisse der Verbraucher unterstützt.

Da es keine klaren Anzeichen für eine Disinflation gibt und die Löhne weiterhin in hohem Tempo steigen, sollte die Europäische Zentralbank ihre restriktive Geldpolitik beibehalten, um die Bildung einer Preis-Lohn-Spirale zu verhindern. Gleichzeitig sollten die Regierungen sie bei ihrer Aufgabe unterstützen, indem sie ihre öffentlichen Finanzen schrittweise wieder ins Gleichgewicht bringen.

A photograph of a pelican in flight over a body of water. The bird is captured in a dynamic pose, with its wings spread wide and its long, pointed beak visible. The water is dark, and the bird's white feathers are highlighted by the light, creating a strong contrast. The background is a deep, dark blue, suggesting a clear sky or a deep sea. The overall mood is one of movement and natural beauty.

**Auf beiden Seiten  
des Atlantiks scheint  
eine Rezession  
abgewendet, doch die  
Wachstumsprognosen  
bleiben schwach.**



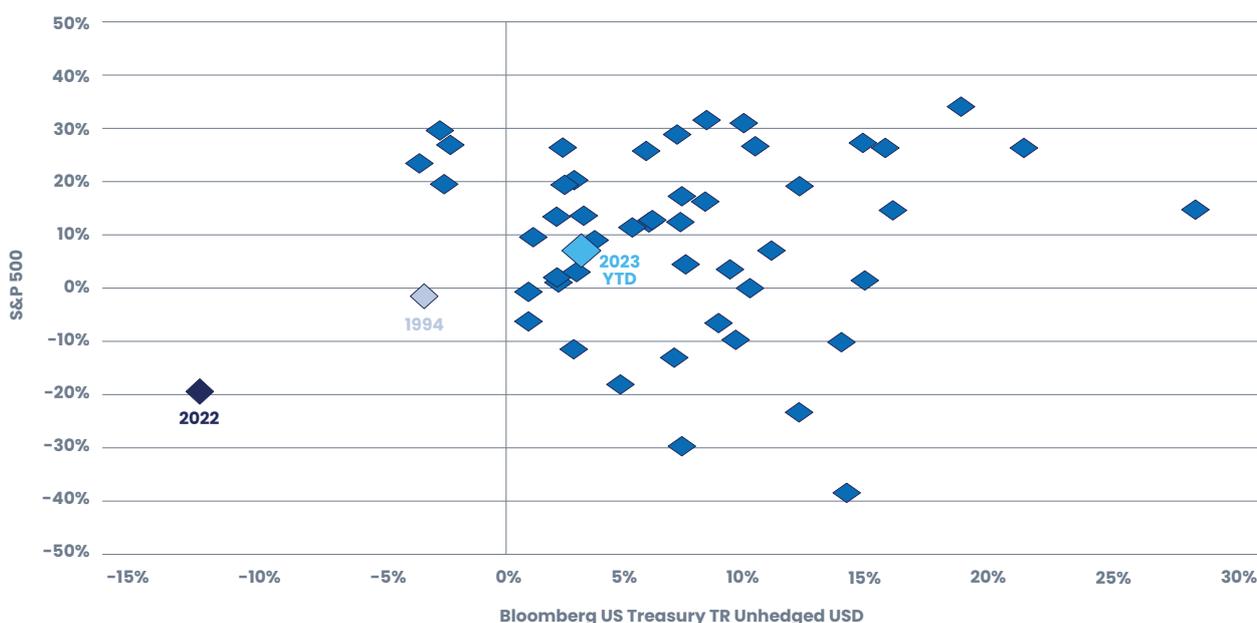
# Asset Allocation: Alternativen mit weniger Risiko als Aktien.

Der unerwartet gute Wachstums-/Inflations-Mix hat die Märkte im ersten Halbjahr positiv beflügelt. Die Finanzmärkte haben nun ein Szenario des "Soft Landings" eingepreist. Wir gehen davon aus, dass in der zweiten Jahreshälfte das Risiko eher einen asymmetrischen Abwärtstrend zeigt. Die restriktive Währungspolitik wird sich in den Industrieländer fortsetzen, und

die Inflation dürfte sich nur allmählich verlangsamen. In Bezug auf Aktien der Industrieländern bevorzugen wir eine vorsichtige Haltung und favorisieren Aktien aus Schwellenländern. Wir positionieren uns in Carry-Assets, die am ehesten vom aktuellen Zyklus profitieren können, wie z. B. „high-quality European Credit“ oder Emerging Market Debt.

## Grafik 1:

US Equities vs. Bonds Performance



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Märkte können sich in der Zukunft sehr unterschiedlich entwickeln.

Quellen: Bloomberg, Datastream, Candriam

# Bonds: Von Diversifizierung und Carry profitieren

Die Anleger wurden in der ersten Jahreshälfte positiv überrascht, denn Ende 2022 war die Stimmung extrem negativ. Nach der Rallye in der ersten Jahreshälfte<sup>1</sup>, ist die Einschätzung heute viel positiver, da die Allgemeinheit nun ein „Soft Landing“ der US-Wirtschaft und keinen Anstieg der Inflation in den nächsten Monaten erwartet. Wir sind der Meinung, dass das Risiko heute viel stärker nach unten asymmetrisch ist. Positive Überraschungen können zu Enttäuschungen führen: höhere Leitzinsen der Fed und/oder der EZB, stärkere Konjunktabschwächung in den Industrieländern, Kerninflation, die widerstandsfähiger ist als erwartet... Wir sind daher bei Aktien der Industrieländer vorsichtiger und positionieren uns für eine wirtschaftliche Verlangsamung, indem wir defensive Sektoren (Gesundheitswesen, nicht-zyklischer Konsum) bevorzugen. In diesem Zusammenhang bevorzugen wir Government Bonds und high-quality Credits als Quellen für Carry Trades. Wir haben uns weiterhin für ein anhaltendes Engagement in Schwellenländern (Anleihen und Aktien) entschieden, um von der De-Synchronisierung ihres Konjunkturzyklus zu profitieren.

**Am Anleihenmarkt gewinnt die Anlageklasse wieder an Bedeutung, da Diversifizierung und Carry-Trades wieder zunehmen. Wir verfolgen einen Long Duration Bias und übergewichten high-quality European Credits, die ein attraktives Rendite-Risiko-Verhältnis bieten. Wir nutzen das Umfeld akkommodierender Zentralbanken in den Schwellenländern, um deren Lokalwährungsanleihen überzugewichten.**

Angesichts der erwarteten Wachstumsverlangsamung und des allmählichen Rückgangs der Inflation bis Ende 2024 dürften die Zinsen noch weiter sinken, was uns dazu veranlasst, in den Portfolios einen Long Duration Bias zu haben. Wir favorisieren derzeit die US-amerikanische Duration angesichts ihres vergleichweisen Vorsprungs im geldpolitischen Straffungszyklus. Wir warten darauf, dass wir dem Ende des europäischen geldpolitischen Straffungszyklus näher kommen, um auch in dieser Region eine Duration hinzuzufügen.

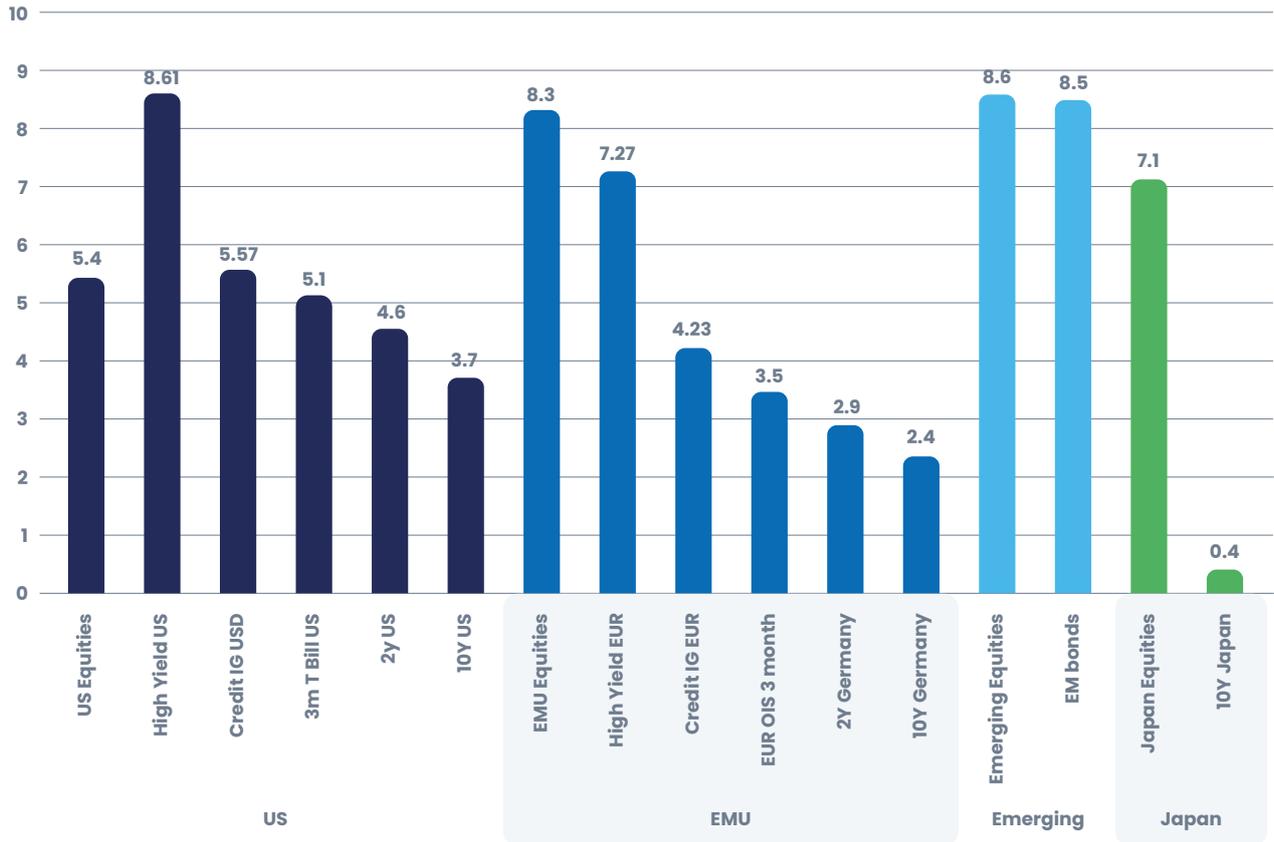
Trotz der Komprimierung der Spreads im Jahr 2023<sup>2</sup>, bietet der Anleihenmarkt attraktive Renditeniveaus. Wir sind positiv gegenüber high-quality und insbesondere europäischen Credits eingestellt, die ein besonders günstiges Risiko-Rendite-Verhältnis bieten.

1 - +14% für globale Aktien - MSCI World am 22.06.2023.

2 - -30% für europäische IG Credits, -21% für US IG Credits im Vergleich zu den Spreads am 30. Dezember 2022 - Daten am 22.06.2023

**Grafik 2:**

Cross Asset Yields (%)



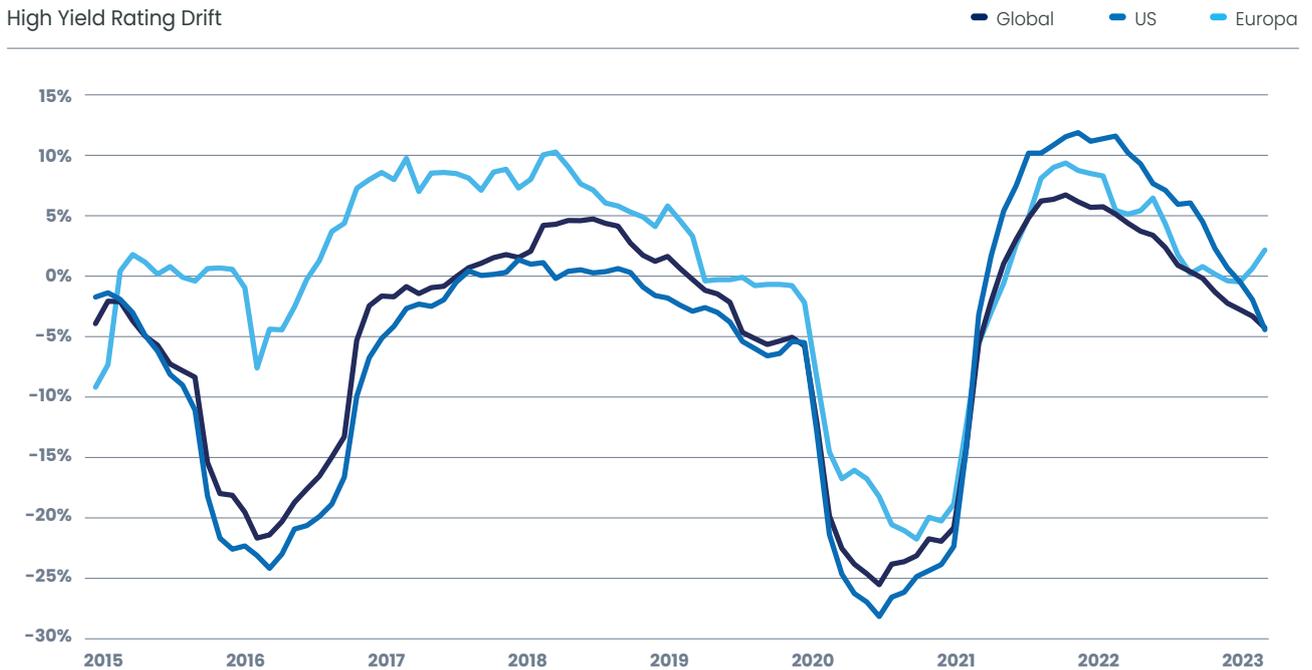
Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Märkte können sich in der Zukunft sehr unterschiedlich entwickeln.

Quelle: Bloomberg - Daten zum 31.05.2023

Andererseits bleiben wir neutral gegenüber der High-Yield-Credits, die zwar über attraktive Renditen verfügen, deren Dynamik der Herabstufung von Ratings in einem Umfeld strengerer Kreditbedingungen die Anlageklasse jedoch belasten könnten.

**Grafik 3:**

High Yield Rating Drift



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Märkte können sich in der Zukunft sehr unterschiedlich entwickeln.

Quellen: Moody's, Candriam

Wir bevorzugen Schwellenländeranleihen, die einen hohen Carry-Trade bieten und angesichts des Inflationsrückgangs in den Schwellenländern von einem akkommodierenden Umfeld der Zentralbanken profitieren. Ein weniger starker Dollar wäre ebenfalls ein positiver Katalysator. Wir übergewichten diese Anlageklasse über die lokale Währung.

**Grafik 4:**

Lokalwährung – Yields and Spreads above 1 SD



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Märkte können sich in der Zukunft sehr unterschiedlich entwickeln.

Quellen: Bloomberg, Datastream, Candriam

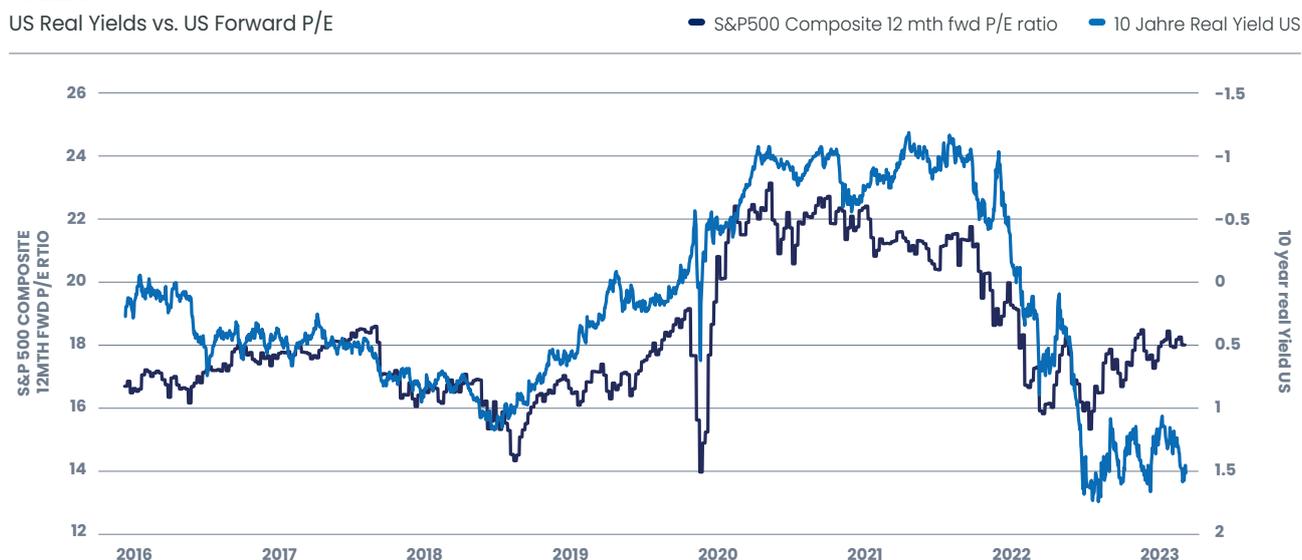
# Aktien : Das Beste scheint bereits platziert

**Bei Aktien scheint sich der Markt trotz günstiger wirtschaftlicher Bedingungen (weiche Landung der Wirtschaft) in einem Tunnel mit begrenztem Aufwärtspotenzial zu befinden. Wir sind in den Schwellenländern übergewichtet, in den USA neutral und in der Eurozone untergewichtet.**

Wir nehmen bei Aktien eine neutrale Position ein. Denn trotz des für 2023 und 2024 prognostizierten positiven Wachstums/Inflations-Mix scheint uns die in den Industrieländern zu beobachtende Markterholung diese guten Nachrichten bereits einzupreisen. Die Bewertungen sind vergleichsweise hoch, insbesondere für die USA, deren Bewertung sich im 87%-Perzentil über einen Zeitraum von 20 Jahren befindet<sup>3</sup>, was angesichts der aktuellen Inflation und des Niveaus der Realzinsen nicht dem erwarteten Niveau entspricht. Darüber hinaus beinhalten die erwarteten Gewinnzuwächse in den USA und Europa bereits unsere Erwartungen an ein positives Wirtschaftswachstum für 2023 und 2024 und lassen wenig Spielraum.

## Grafik 5:

US Real Yields vs. US Forward P/E



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Märkte können sich in der Zukunft sehr unterschiedlich entwickeln.

Quellen: Bloomberg, Datastream, Candriam

3 - Quellen: Bloomberg, Candriam

Das Aufwärtspotenzial erscheint uns daher begrenzt, da es keine weitere Beschleunigung des Wachstums gibt und viele Unsicherheiten bestehen bleiben.

In den USA wird für die nächsten Monate mit steigenden Gewinnspannen gerechnet, obwohl die nachlassende Inflation in einem nach wie vor angespannten Arbeitsmarktumfeld die Ausweitung der Gewinnspannen zu bremsen scheint. Darüber hinaus spricht der deutliche Rückgang der Frühindikatoren für die Kreditvergabe für eine vorsichtige Erwartung positiver Gewinne in den kommenden Monaten.

**Grafik 6:**

US EPS Wachstum vs. Senior Loan Officer Survey

- US C&I LOAN SVY-LARGE & MEDIUM FIRMS, BANKS TIGHTENING CREDIT (inv. Lhs)
- MSCI USA EPS YoY (rhs)



Quellen: Bloomberg, Datastream, Candriam

In Europa scheinen die Wachstumsrisiken eher abwärts gerichtet zu sein. Die Region profitierte in der ersten Jahreshälfte von einem besonders günstigen Umfeld im Zusammenhang mit niedrigeren Gaspreisen, der Wiedereröffnung Chinas und einer relativen Verringerung der geopolitischen Risiken, wodurch die europäischen Indizes seit Jahresbeginn zu den Regionen mit der besten Wertentwicklung in Euro zählten. Diese Ereignisse werden in der zweiten Jahreshälfte nicht mehr so stark unterstützend wirken, während die anhaltende Inflation die EZB dazu zwingen könnte, die Zinsen weiter anzuheben, was sich auf die Kreditbedingungen und damit auf die europäische Wirtschaft auswirken wird.

**Grafik 7:**

Citi Economic Surprise Index



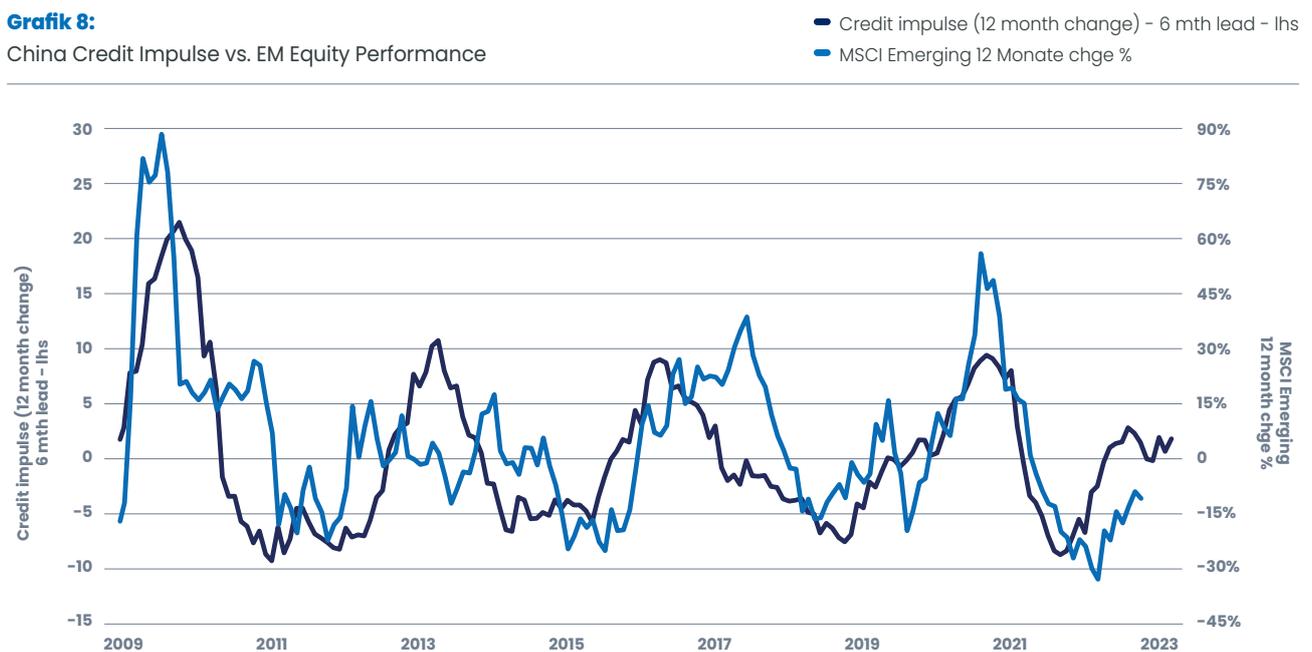
Quellen: Bloomberg, Datastream, Candriam

In den Schwellenländern scheint die Lage vergleichsweise positiver zu sein. Angesichts des anhaltenden Rückgangs der Inflationszahlen und eines früher begonnenen geldpolitischen Straffungszyklus der Zentralbanken in den Industrieländern dürften die finanziellen Bedingungen günstiger sein. Darüber

hinaus erwarten wir einen schwächeren US-Dollar, welcher sich positiv auf die Zone auswirken kann. Und schließlich, auch wenn die Wiedereröffnung Chinas derzeit enttäuschend ist, schließen wir nicht aus, dass eine massivere monetäre und/oder fiskalische Unterstützung die Region unterstützen könnte.

**Grafik 8:**

China Credit Impulse vs. EM Equity Performance



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Märkte können sich in der Zukunft sehr unterschiedlich entwickeln.

Quellen: Bloomberg, Datastream, Candriam

# Bestimmte Themen bleiben jedoch vielversprechend

**Angesichts der Konjunkturabschwächung übergewichten wir defensive Qualitätstitel wie Gesundheits- und Konsumgüterwerte. Wir übergewichten auch langfristige Themen wie die Energiewende und die Automatisierung.**

Trotz schlechterer Konjunkturindikatoren, insbesondere im produzierenden Sektor, haben zyklische Werte besser abgeschnitten als defensive Werte (siehe Grafik unten), da sie eine erneute Beschleunigung der Konjunktur erwarteten, was nicht unserem zentralen Szenario entspricht.

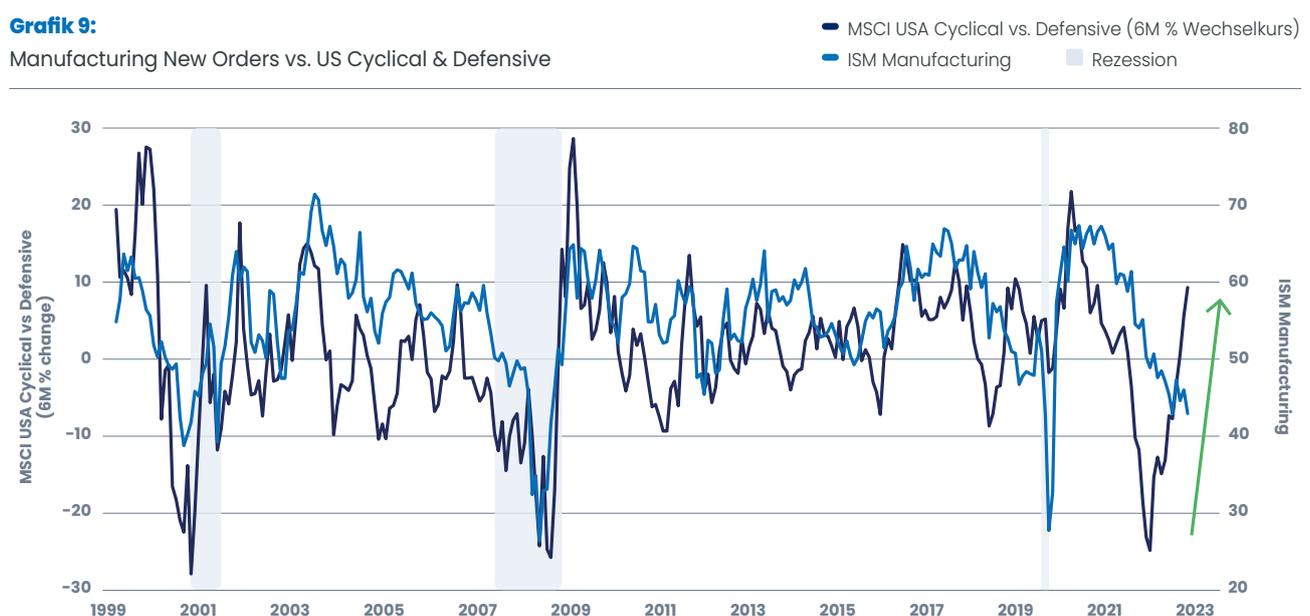
Gleichzeitig sind wir der Meinung, dass defensive und Qualitätswerte besser in der Lage sind, einen Abschwungzyklus in Verbindung mit einer

anhaltenden Inflation zu bewältigen, und bei denen ihre preisbestimmende Kraft von entscheidender Bedeutung sein wird.

Wir bevorzugen langfristige Themen, die sich an der Energiewende und der Automatisierung orientieren. Diese Werte dürften weniger stark von den Konjunkturzyklen beeinflusst werden und von den strukturellen geopolitischen Herausforderungen rund um die Verringerung unserer Umweltauswirkungen, die Notwendigkeit der Rückführung bestimmter Aktivitäten, die zur Souveränität der Staaten beitragen, sowie die Entwicklung der künstlichen Intelligenz profitieren.

## Grafik 9:

Manufacturing New Orders vs. US Cyclical & Defensive



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Märkte können sich in der Zukunft sehr unterschiedlich entwickeln.

MSCI. Alle Rechte vorbehalten

Quellen: Bloomberg, Datastream, Candriam

# Gold und Yen als sichere Häfen

**Das Ende des geldpolitischen Straffungszyklus der US-Notenbank veranlasst uns, uns in Währungen außerhalb des US-Dollars zu positionieren. Darüber hinaus sind wir positiv gegenüber dem japanischen Yen und Gold eingestellt, die eine Absicherung für den Fall bieten, dass der Stress an den Märkten zurückkehrt.**

Angesichts des Endes der geldpolitischen Straffung in den USA und eines niedrigeren relativen Wachstums als in Europa und den Schwellenländern im Jahr 2024 bevorzugen wir in unserem Portfolio Währungen außerhalb des US-Dollars und insbesondere Schwellenländerwährungen über unser Engagement in lokalen Schwellenländeranleihen.

Wir sind auch in sicheren Häfen wie Gold und dem Yen positioniert. Letzterer könnte von einem möglichen Ende des Prozesses zur Kontrolle der Zinskurve durch die BOJ profitieren, da die Inflationszahlen in letzter Zeit über den Zielen der japanischen Zentralbank lagen.

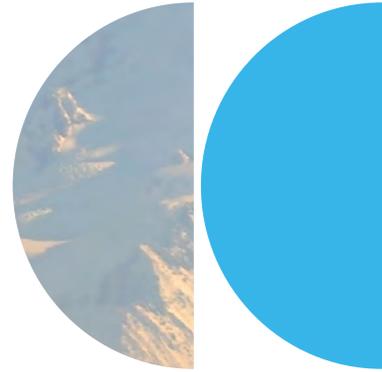
## Grafik 10:

US 10Y Real yields vs. Gold (6m change)

- 6M % change of Gold Bullion LBM \$/t oz DELAY (rhs)
- 6M actual change of US TIPS - CONST MAT 10 YEAR



Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Märkte können sich in der Zukunft sehr unterschiedlich entwickeln.



**Angesichts eines schwachen, aber positiven Wachstums, das eine Rezession auf beiden Seiten des Atlantiks vermeidet, sowie einer Kerninflation, die sich nur allmählich abschwächt, müssen die Zentralbanken in der zweiten Jahreshälfte auf die Bremse treten.**

**Die Finanzmärkte haben dieses positive Szenario eines "soft landing" bereits eingepreist und rechtfertigen damit die gute Performance seit Jahresbeginn. In der zweiten Jahreshälfte dürften positive Überraschungen seltener werden, was eine gewisse Vorsicht bei riskanten Anlagen rechtfertigt.**

**Wir positionieren uns in Carry-Assets, die am ehesten vom aktuellen Zyklus profitieren können, wie z. B. high-quality European Credits oder Schwellenländeranleihen. Wir sind bei Aktien vorsichtig und bevorzugen Aktien aus Schwellenländern gegenüber europäischen. Wir sichern das Risiko unserer Portfolios ab, indem wir uns in Yen (JPY) und im Gold positionieren.**



**139 € Mrd.**

verwaltetes Vermögen  
Stand: Dezember 2022\*



**600**

experten in  
Ihrem Dienst



**+25 Jahre**

Vorreiter für  
nachhaltiges Investieren

**Dieses Dokument wird ausschließlich zu Informations- und Bildungszwecken bereitgestellt** und kann Meinungen von Candriam und proprietäre Informationen enthalten. Er stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten noch eine Anlageberatung dar und bestätigt keine Transaktionen, sofern nicht ausdrücklich etwas anderes vereinbart wurde. Obwohl Candriam die genutzten Daten und Informationsquellen sorgfältig auswählt, sind Fehler oder Versäumnisse nicht auszuschließen. Candriam übernimmt keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden, die sich aus der Nutzung dieses Dokuments ergeben. Die geistigen Eigentumsrechte von Candriam sind jederzeit zu beachten; der Inhalt dieses Dokuments darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung nicht vervielfältigt werden.

\*Zum 31.12.2022 änderte Candriam die Berechnungsmethode für das verwaltete Vermögen (AUM). Das verwaltete Vermögen umfasst nun bestimmte Vermögenswerte, wie z. B. nicht-diskretionäre AUM, externe Fondsauswahl, Overlay-Dienste, einschließlich ESG-Screening-Dienste, [Beratungs]-Dienste, White-Labeling-Dienste und Modellportfolio-Bereitstellungsdienste, die sich nicht als regulatorisches verwaltetes Vermögen qualifizieren, wie im Formular ADV der SEC definiert. Die AUM werden in USD angegeben. AUM, die nicht auf USD lauten, werden zum Kassakurs vom 31.12.2022 umgerechnet.



**CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.**  
**WWW.CANDRIAM.COM**

**CANDRIAM**   
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY