

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Auf zur nächsten Etappe

In unseren Wirtschafts- und Marktszenarien deutet die nächste Phase auf ein geringeres Wachstum und eine allmählich sinkende Inflation in den USA bis Ende 2024 hin. Infolgedessen dürften die Zinsen sinken, und wir tendieren bei festverzinslichen Wertpapieren weiterhin zu einer langen Duration. Wir erwarten eine weiche Landung und sind Käufer von Investment-Grade-Krediten und Schwellenländeranleihen, da der Carry bei diesem Ergebnis attraktiv ist. Aktien beurteilen wir neutral, da das Aufwärtspotenzial begrenzt ist und die Perspektiven durch eine Reihe von Unsicherheiten überschattet werden. Sollten sich die Risiken für die Zukunft bewahrheiten oder die Märkte zu optimistisch werden, wären wir bereit, unser Engagement zu reduzieren.

Die Aktivitätsindikatoren verschlechtern sich

Im Mai scheint es nun, als hätte die **Dynamik der Wachstumsüberraschungen in allen maßgeblichen Regionen – von den USA über die Eurozone bis nach China – den Höhepunkt überschritten**. Der Jahresbeginn war von guten Nachrichten geprägt: In Europa fielen die Energiepreise, China öffnete sich nach den Lockdowns und in der US-Wirtschaft wurden im ersten Quartal pro Monat fast 300 000 Arbeitsplätze geschaffen. Diese „Glückssträhne“ schlug sich in einer positiven Entwicklung der Finanzmärkte nieder, denn das Gewinnwachstum war stärker als erwartet.

Im letzten Monat stellten wir fest, dass sich die globalen Konjunkturindikatoren besser hielten als die Marktteilnehmer erwartet hatten, während die Inflation erwartungsgemäß nachließ. **Zwar ist es noch zu früh, um mit Sicherheit zu sagen, dass sich das Blatt gewendet hat, doch es ist zu erkennen, dass sich die jüngsten Meldungen verschlechtert haben.**

In Europa überwiegen unseres Erachtens nach die Abwärtsrisiken für das Wachstum: Eine hartnäckigere Inflation könnte die Europäische Zentralbank (EZB) dazu zwingen, die Zinsen weiter anzuheben, oder die restriktiveren Kreditkonditionen

könnten das Wachstum hemmen. Zum ersten Mal seit Anfang Oktober 2022 überraschte das Wirtschaftswachstum in der Eurozone negativ: In Frankreich, Deutschland und Italien enttäuschte die Industrieproduktion. Und in Deutschland ging der Auftragseingang in der Industrie gegenüber dem Vorjahr um 10,7% zurück. Dies war der stärkste Rückgang seit der Pandemie im April 2020 und wurde im Bereich der Automobile und Fahrzeugteile angeführt.

Auch in den USA schwächen sich einige Indikatoren für den Konsum und die Geschäftsaktivität allmählich ab. Das ist jedoch durchaus gewünscht: Durch die steilste geldpolitische Straffung der letzten 40 Jahre sind die Finanzierungsbedingungen in den USA erheblich restriktiver geworden. In letzter Zeit sind erneut Risiken für die finanzielle Stabilität aufgetaucht. Sie stellen ein zusätzliches makroökonomisches Risiko für die nächste Etappe dar.

Die Zentralbanken müssen im Augenblick eine schwierige Gratwanderung zwischen drei einschränkenden Faktoren vollziehen:

- **Preisstabilität** – die Zentralbanken sind möglicherweise gezwungen, die Zinsen länger auf einem restriktiven Niveau zu halten,

als derzeit eingepreist ist, um die Inflationserwartungen zu verankern.

- **Finanzielle Stabilität** – sie ergreifen schnell entschlossene Maßnahmen, um das Eintreten systemischer Risiken zu verhindern.
- **Wirtschaftliche Stabilität** – sie bemühen sich, eine sanfte Landung der Wirtschaft herbeizuführen und eine Rezession zu vermeiden.

Die Dynamik der Wachstumsüberraschungen hat offenbar in allen wesentlichen Regionen den Höhepunkt erreicht



Quellen: Candriam, Bloomberg®.

Die Grafik zeigt die Entwicklung der Inflations- und Wachstumsüberraschungen nach oben und unten im Vergleich zu den Konsenserwartungen.

Defensive Ausrichtung bei Aktien in unserem Portfolio

In unserer Multi-Asset-Allokation beurteilen wir Aktien neutral, da wir in der nächsten Etappe sowohl Aufwärtspotenzial als auch Abwärtsrisiken erkennen.

Aufgrund des **begrenzten Aufwärtspotenzials** bleiben wir bei **Aktien** neutral. Unter den fundamentalen Faktoren, die wir in Betracht ziehen, erkennen wir ziemlich ungünstige Bewertungen in Verbindung mit ohnehin positiven Erwartungen an die Gewinne je Aktie – trotz einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen, wie sie seit langem nicht mehr zu beobachten war. Daher scheinen die Aktienkurse bereits ein sehr optimistisches wirtschaftliches Szenario vorwegzunehmen, was das weitere Aufwärtspotenzial begrenzt.

Der Umfang des Abwärtsrisikos hängt indes von der Konjunkturverlangsamung ab. In unserem zentralen Wirtschaftsszenario rechnen wir mit einem relativ begrenzten Rückgang der Aktienkurse in einer Bandbreite, bei der die Tiefstwerte des letzten Jahres als Unterstützung dienen.

PMI für die Industrie der Eurozone und Performance zyklischer und defensiver Werte im MSCI Europe (Veränderung über 6 Monate)



Quellen: Candriam, Refinitiv, Bloomberg®

Die Grafik zeigt die Entwicklung des Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Fertigungssektor im Euroraum in den letzten sechs Monaten (linke Skala) und die relative Entwicklung der Aktienkurse von zyklischen gegenüber defensiven Aktien im MSCI Europe über sechs Monate (rechte Skala).

Innerhalb unserer regionalen Aktienallokation bevorzugen wir weiterhin die Schwellenländer. Aufgrund der fundamentalen Faktoren rechnen wir mit einer Outperformance der Schwellenländer. Die Bewertungen sind vergleichsweise attraktiver und Asien bietet immer noch bessere langfristige Wachstumsaussichten als die Industrieländer.

In Bezug auf China räumen wir ein, dass die Performance seit Februar und der ersten Phase der Wiederöffnung recht enttäuschend war. **Die politische Risikoprämie ist steil gestiegen und die Bewertung chinesischer Aktien wird der Verbesserung der Fundamentaldaten in diesem Jahr nicht gerecht,** denn die Gewinne je Aktie sind um mehr als 15% gestiegen. Die Kapitalflüsse im Zusammenhang mit ausländischen Direktinvestitionen bleiben negativ. Zusätzliche Impulse der chinesischen Regierung könnten unseres Erachtens jedoch ein erhebliches Aufwärtspotenzial freisetzen, sodass sich der Markt auf die Niveaus von Ende Januar erholen könnte.

Weiterhin beobachten wir wichtige technische Unterstützungen beim MSCI China Index, die näher gerückt sind. Dies könnte Anlass zu einer Überprüfung der Anlagebeurteilung geben. **Kurz und knapp: Aufgrund dieser vorteilhaften Asymmetrie halten wir vorerst an unserer positiven Einschätzung von China fest.**

Carry nutzen

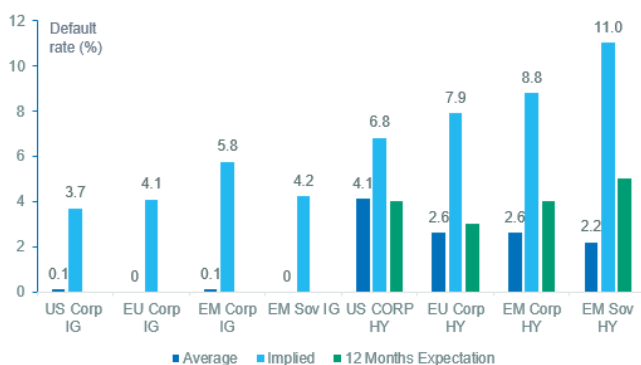
In unserer festverzinslichen Allokation haben wir die Duration unserer Portfolios kürzlich angehoben und halten jetzt insgesamt eine leicht übergewichtete Duration. Unser Szenario bietet wenig Spielraum für einen Anstieg der Anleihenrenditen, da die Zentralbanken entschlossen sind, die Preisstabilität wiederherzustellen, und sich das Verhältnis zwischen Wachstum und Inflation entspannt.

Da die Inflation, wie allgemein erwartet, nachlässt, rückt das Ende des Zinserhöhungszyklus näher. Wir erwarten, dass die Zentralbanken genau prüfen werden, ob sich die Inflationserwartungen der Privathaushalte verankert haben, bevor sie den Kampf um die Preisstabilität für gewonnen erklären.

In unserer festverzinslichen Allokation beurteilen wir Duration in der Eurozone neutral und in den USA positiv. Wir schätzen Investment-Grade-Kredittitel positiv ein, bleiben bei High-Yield-Anleihen aber immer noch vorsichtig. Wir sind Käufer von Schwellenländeranleihen. Sie bieten nach wie vor den attraktivsten Carry und der USD wertet nicht auf.

Wir stellen fest, dass sich die Spreads nach den Turbulenzen im US-Bankensektor und der restriktiveren Kreditvergabe der Banken über den historischen Durchschnitt bewegen. Interessant ist auch, dass europäische Investment-Grade-Anleihen in dieser Phase sehr widerstandsfähig waren, da sie vom Carry und der Duration profitierten.

Die impliziten Ausfallraten sind im Vergleich zur Vergangenheit und den Erwartungen für das nächste Jahr hoch



Quellen: Candriam, Refinitiv, Bloomberg©

Die Grafik zeigt die derzeit beobachteten und von den Marktpreisen implizierten Ausfallquoten sowie die erwartete Ausfallquote im High-Yield Segment in zwölf Monaten.

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	●		

	Strategische Allokation (12-Monat-Ansicht)	Kurs-gewinn	Positionierung (Aktuelle Ansicht)	Kurs-gewinn	Grundgedanke
Aktien	●●●●	▶	●●●	▶	Unsere Asset Allocation bei Aktien wurde nach der guten Performance seit unserem Schwenk auf eine Übergewichtung im Oktober 2022 wieder neutral ausgerichtet.
USA	●●●		●●●	▶	Stimmung, Positionierung und Marktpsychologie stehen immer stärker unter Spannung, da die Märkte zunehmend bessere Aussichten widerspiegeln. Dies begrenzt das künftige Performancepotenzial.
EWU	●●●		●●●	▶	Die restriktive Haltung der EZB und der kräftige Anstieg der letzten Zeit begrenzen die Aussichten, da die positiven Meldungen weitgehend eingepreist sind.
Europa ohne EWU	●●●		●●●	▶	Unterstützung durch ein globales, nicht inländisches, Exposure.
Japan	●●●		●●●	▶	Die akkommodierende Zentralbank hat mit einer allmählichen Veränderung ihrer Geldpolitik begonnen. Dies treibt den JPY nach oben.
Schwellenländer	●●●●		●●●●	▶	Die vorteilhafte Geldpolitik und die Verbesserungen in China, sowohl hinsichtlich Covid-19/Lockdowns als auch Stützungsmaßnahmen, wirken sich auch auf andere Schwellenländer positiv aus.
Anleihen	●●●		●●●	▶	Wir haben die Portfolioduration kürzlich auf eine Übergewichtung angehoben, da alle Konjunkturszenarien – allerdings mit unterschiedlichen Verläufen – auf ein schwächeres Wachstum, eine nachlassende Inflation, niedrigere US-Leitzinsen und niedrigere Renditen 10-jähriger US-Anleihen bis zum Ende des nächsten Jahres hindeuten.
Europa					
Kerneuropa	●●●		●●●	▶	Die Landung der Wirtschaft und die geldpolitische Straffung sind weniger weit fortgeschritten als in den USA.
Europäische Peripherieländer	●●●		●●●	▶	Die Straffung der EZB und die Rekalibrierung ihrer Wertpapierkaufprogramme sind mittlerweile berücksichtigt. Im Gegensatz zum letzten Jahrzehnt deutet kaum etwas auf eine Staatsanleihen-Bankenstress-Spirale hin.
Investment-Grade Europa	●●●●		●●●●	▶	Bevorzugung von europäischen Investment-Grade-Anleihen gegenüber US-Investment-Grade-Titeln.
Europa High Yield	●●●		●●●	▶	
USA					
USA	●●●		●●●●	▶	Da sich die US-Notenbank offenbar dem Ende ihres Straffungszyklus nähert und die finanziellen Schwachstellen greifbar werden, dürfte das Aufwärtspotenzial der kurzfristigen Zinsen und der langfristigen Anleihenrenditen begrenzt sein.
IG USA	●●●●		●●●	▶	Die kurzfristigen Erträge könnten vom nachlassenden Wachstum beeinträchtigt werden, doch längerfristig ist der Carry attraktiv.
IG USA	●●●		●●●	▶	Etwas vorsichtiger, da der Puffer gegen steigende Ausfälle im letzten Monat geschrumpft ist.
Schwellenländer					
Staatsanleihen	●●●●		●●●	▶	Positiver Carry, Erholung bei Wachstum in China und besserer fundamentaler Ausblick.
Unternehmen	●●●		●●●	▶	Der Carry bleibt attraktiv.
Währungen					Geopolitische Spannungen treiben Rohstoff- und Zufluchtswährungen in die Höhe.
EUR	●●●		●●●	▶	Die Straffung der EZB stützt die Währung.
USD	●●●		●●●	▶	Der Zinserhöhungszyklus der Fed ist mittlerweile vollständig eingepreist.
GBP	●●●		●●●	▶	
AUD/CAD/NOK	●●●		●●●●	▶	Positiv für Rohstoffwährungen, vor allem CAD.
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.