



Nadège Dufossé, CFA
Head of Asset Allocation

ASSET-ALLOKATION – JULI 2020

AUSBLICK: BEKANNTTE, UND
DAMIT ERWARTETE RISIKEN IM ZWEITEN
HALBJAHR?

EINE BEISPIELLOSE GESUNDHEITS-, WIRTSCHAFTS- UND FINANZKRISE?

Ist die Corona-Krise ein „schwarzer, grauer oder weißer Schwan“ für die Finanzmärkte? Die Farbe, die man diesem Ereignis zuteilt, hängt von dessen Vorhersehbarkeit ab. Nassim Taleb, von dem der Ausdruck ursprünglich stammt, ist mit der Bezeichnung „schwarzer Schwan“ nicht einverstanden. Ein Ereignis dieser Art war nicht nur absehbar, sondern wurde bereits vorausgesehen. Bereits 2011 stellte der Thriller „Pandemic“ die Kette der Ereignisse, welche zu einer Pandemie führen, wie wir sie heute erleben, mit erstaunlichem Realismus dar. Das Ereignis mag vorstellbar gewesen sein, aber wir waren nicht darauf vorbereitet, wie Bill Gates vier Jahre später in einer Ansprache mit dem vielsagenden Titel: „We are not ready for the next epidemic“ erklärte.

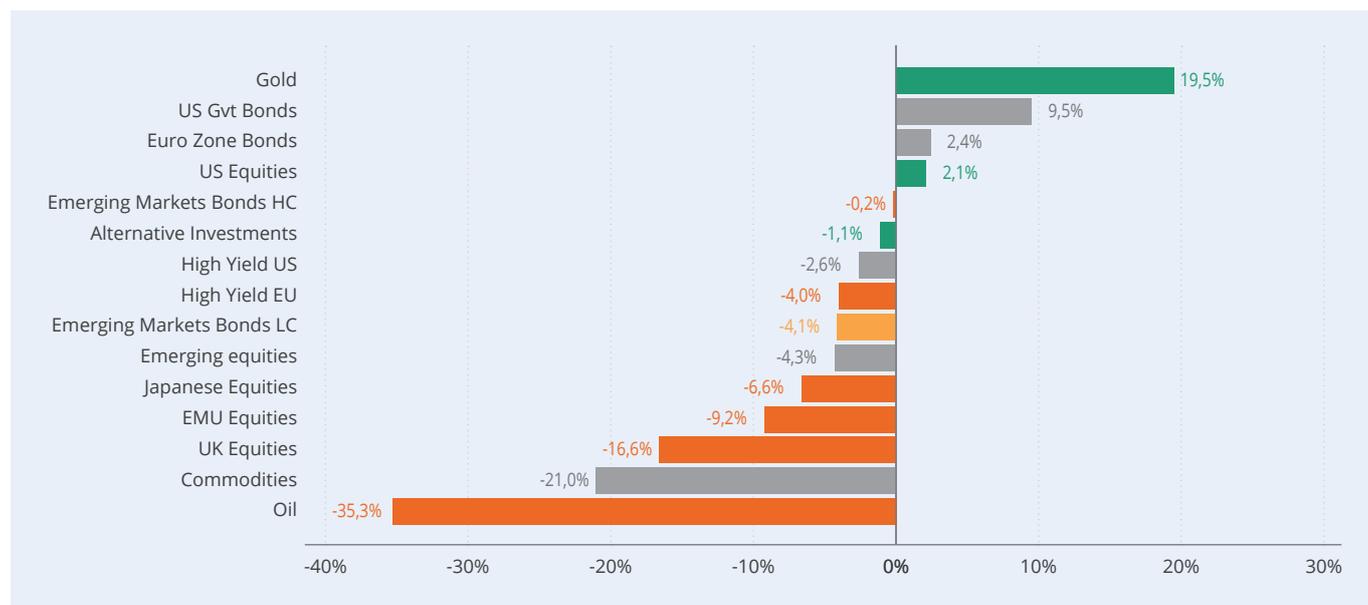
Zudem hatten wir Schwierigkeiten, uns die beispiellosen Auswirkungen einer solchen weltweiten Epidemie vorzustellen: Ausgangssperren, mehrwöchige Lähmung gesamter Volkswirtschaften oder einiger Teile davon, rasante und massive Maßnahmen der Zentralbanken und Regierungen in Gegenwirkung auf diese Gesundheitskrise. Auch auf dieser Ebene stellen wir Experimente an.

Die Welt ist in wenigen Wochen von einem auslaufenden Konjunkturzyklus in eine tiefe Rezession gefallen. Die Indikatoren scheinen im April und Mai die Talsohle durchschritten zu haben, seit Juni wird in vielen Ländern wieder ein deutlicher Aufschwung beobachtet. Angesichts der zügigen Erholung infolge der Lockerung des Lockdowns, stellt sich nun die Frage, wie schnell unsere Volkswirtschaften auf die Beine kommen und welchen Strukturwandel sie vor diesem Hintergrund erfahren haben.

Eine Analyse der bisherigen Jahresperformance der verschiedenen Anlageklasse per 13. Juli erlaubt es uns nicht, die seit Jahresbeginn erlebte Katastrophe einschätzen zu können. Seit Januar 2020 haben US-Aktien um 2 % zugelegt, während Schwellenländertitel lediglich um 4 % rückläufig sind. Nur europäische Aktien verzeichneten einen deutlicheren Rückgang (-9 % im Euroraum und -16 % in Großbritannien). Am stärksten hat es Rohstoffe getroffen, denn der Öl-Kurs fiel um 35 %.

“ Die Frage ist, wie schnell wird unsere Volkswirtschaft auf die Beine kommen ”

PERFORMANCE NACH ANLAGEKLASSEN (IN LÄNDERWÄHRUNGEN)



Quelle: Bloomberg, Candriam Daten vom 13.07.2020. Die frühere Wertentwicklung sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

EINE FLEXIBLE ALLOKATION UNTER EINZIGARTIGEN UMSTÄNDEN

Wie lautete der Leitsatz unseres Managementteams im ersten Halbjahr? Flexibilität, Anpassung, Reaktionsfähigkeit, um die Volatilität der Märkte zu meistern. Wie wurde dies umgesetzt? Im Januar und Februar reduzierten wir unser Exposure in Risikoanlagen. Nach der abrupten Korrektur im März erhöhten wir die Aktiengewichtung zum Ende des Monats. Im April und im Mai passten wir die Allokation in europäischen Unternehmensanleihen der Kategorie Investment-Grade und in Schwellenländeranleihen an. Ein zentrales Asset in diesem Zeitraum: Gold, das sowohl in den Korrekturphasen wie auch bei Markterholungen einen positiven Beitrag zur Performance leistete.

Wie sind wir heute positioniert? Derzeit wirken zwei entgegengesetzte Kräfte auf die Finanzmärkte ein. Einerseits sorgten die Konjunkturdaten für positive Überraschungen, weil sie auf eine schnelle Erholung hinweisen. Andererseits breitet das Virus sich weiterhin weltweit aus. Trotz der staatlichen Unterstützung und der Maßnahmen der Zentralbanken, könnten die drohende

unkontrollierte Entwicklung des Virus in manchen Ländern oder die Gefahr einer zweiten Welle den Konjunkturaufschwung bremsen. Deshalb haben wir unser Exposure in den Assetklassen und Regionen erhöht, welche attraktiv bewertet sind und denen die Erholung zugutekommt. Gleichzeitig hielten wir an Absicherungen fest, vor allem in Bezug auf Aktien.

POLITISCHER UND WIRTSCHAFTLICHER AUFSCHWUNG IN EUROPA

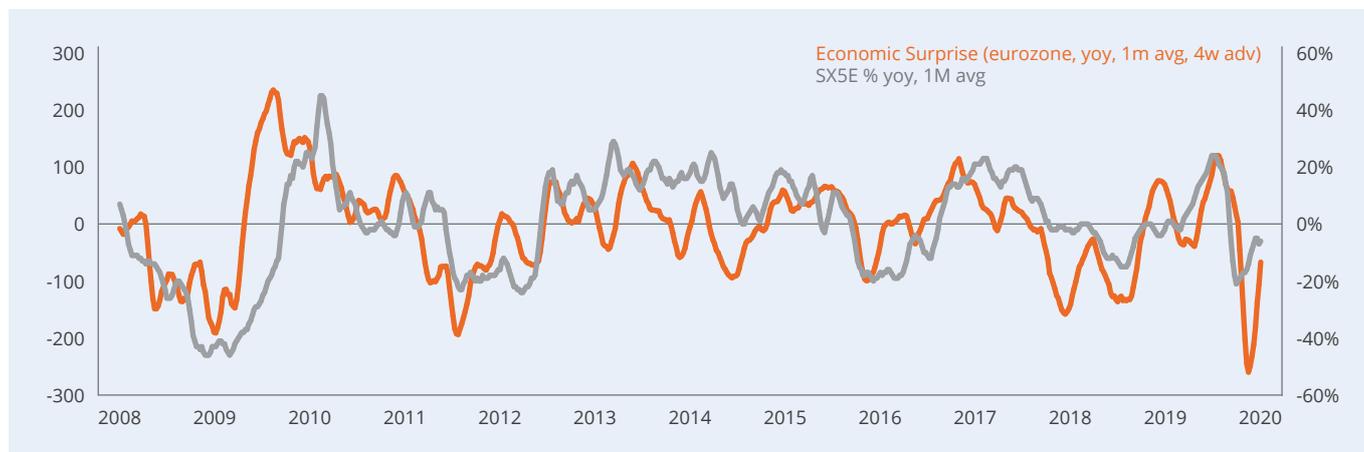
Die Performance der europäischen Anlagen hinkt weiterhin hinter der von Anlagen in den USA und den Schwellenländern hinterher. Unserer Meinung nach dürfte Europa in der Lage sein, im zweiten Halbjahr eine bessere Wertentwicklung zu erzielen. Diese Vorliebe für Europa bleibt eine taktische Entscheidung, auch wenn wir auf längere Sicht endlich mehr strukturelle Gründe für eine Bevorzugung des Alten Kontinents erkennen.

EUROPÄISCHE VERMÖGENSWERTE ENTWICKELN SICH IN EINER WIRTSCHAFTLICHEN ERHOLUNGSPHASE BESSER

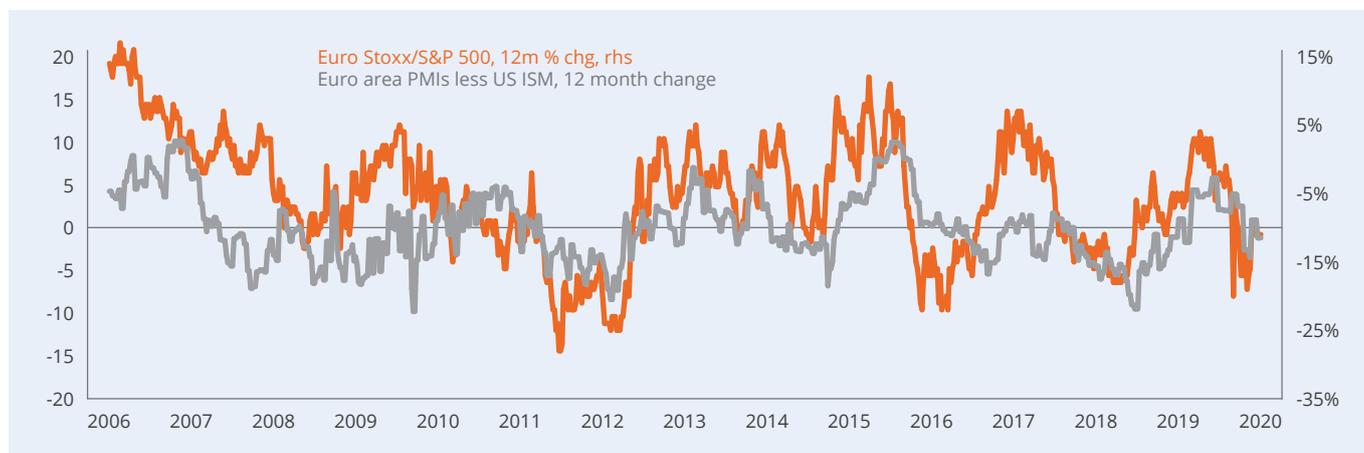
Da europäische Indizes eher zyklische Titel umfassen, schneiden sie in Erholungsphasen überdurchschnittlich gut ab. Der strenge „Lock down“, der im März über Kontinentaleuropa verhängt wurde, belastete zuerst die europäischen Volkswirtschaften, dürfte sie aber jetzt begünstigen, denn diesseits des Atlantiks scheinen wir das Virus besser im Griff zu haben als die USA. Aus diesem Grund gehen wir davon aus, dass der wirtschaftliche Aufschwung bei uns stärker ausfallen wird. Die von den Regierungen eingeführten Arbeitsplatzschutzmaßnahmen dürften zu einem langsameren Anstieg der Arbeitslosenquote führen als in den USA und eine schnellere Erholung der Wirtschaftsaktivität ermöglichen.

“ Die Krise im Zusammenhang mit COVID-19 ist beispiellos. Wir erleben alle Phasen eines normalen Wirtschaftszyklus im Zeitraffer. ”

ENTWICKLUNG DES EUROPÄISCHEN INDEX UND WIRTSCHAFT



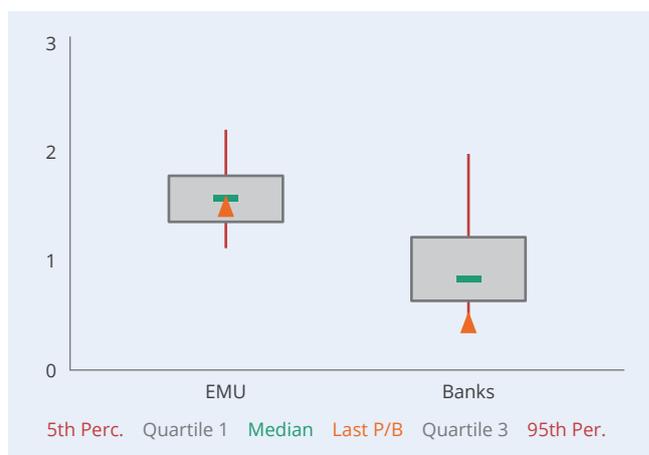
Quellen: Bloomberg, Candriam



Quellen: Bloomberg, Candriam

In diesem Umfeld stocken wir in erster Linie unser Exposure in zyklischen Sektoren und Value-Werten auf. Der Bankensektor scheint von der Erholungsphase zu profitieren: die Banken genießen historisch gesehen ein attraktives Kursniveau und profitieren in der Erholungsphase von der Unterstützung der Europäischen Zentralbank. Die Einführung neuer längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte zu sehr günstigen Bedingungen (1 % Zinsen für Darlehen von der EZB) könnten dem Sektor zu einem zusätzlichen Wachstum von 5 % (manchen italienischen Kreditinstituten sogar zu mehr) verhelfen. In der aktuellen Krise sind die Banken nicht der Kern des Problems wie 2008, sondern ein zentraler Teil der Lösung. Sie müssen den Unternehmen ermöglichen, einen mehrwöchigen Wirtschaftsstillstand zu überbrücken. Unserer Ansicht nach unterschätzen die Investoren zum jetzigen Zeitpunkt das mögliche Gewinnwachstum in 2021 und 2022, welcher zu einem starken Aufschwung des Wirtschaftszweiges führen kann.

DARSTELLUNG: BEWERTUNG DER BANKEN NAHE ALLZEITITIEF – PRICE TO BOOK VALUE



Quellen: Bloomberg, Candriam

IST MIT EINER DAUERHAFTEN SENKUNG DER RISIKOPRÄMIE ZU RECHNEN?

Schwierige Zeiten führen in Europa im Allgemeinen zu politischen Durchbrüchen. Die Krise im Zusammenhang mit COVID-19 ist beispiellos. Wir erleben alle Phasen eines normalen Wirtschaftszyklus im Zeitraffer. Im Moment ist Europa in der Lage effektiv zu reagieren und wir beobachten grundlegende Veränderungen, die zu einem nachhaltigeren Rückgang der Risikoprämie führen könnten.

Deutschland hat seine Finanzdisziplin und die Null-Defizit-Regel schnell aufgegeben und ein Konjunkturpaket von mehr als 10 % des aktuellen Bruttoinlandsprodukts (BIP) angekündigt. Ein Teil Europa hatte diese haushaltspolitische Maßnahme schon seit geraumer Zeit gefordert. Die zweite institutionelle Änderung betrifft den europäischen Aufbaufonds, der von Angela Merkel und Emmanuel Macron angekündigt wurde. Er setzt ein deutliches Signal für die europäische Solidarität und sieht einen europäischen Haushaltsrahmen mit Eigenmitteln vor. Politisch ist die Geste überzeugend, aber wirtschaftlich bleibt das Ergebnis wohl eher bescheiden: 750 Milliarden Euro über mehrere Jahre, d. h. 6 % des BIP, gut die Hälfte sind Subventionen für die Länder, die am meisten unter der Krise leiden. Dieser Plan wird über den europäischen Haushalt abgewickelt und durch eine Schuldenemission der Europäischen Kommission finanziert. Seine Umsetzung hat symbolischen Charakter und fördert den Aufbau Europas, wodurch die Gefahr einer Aufspaltung in der Wahrnehmung der Eurozone, die seit der großen Finanzkrise 2008 entstanden ist, verringert wird.

Die EZB unterstützt die Volkswirtschaften merklich. Die Ausweitung ihrer Bilanz seit Jahresbeginn ist mit der Entwicklung der Bilanz der US-Notenbank zu vergleichen. Zudem darf sie Staatsanleihen

jener Länder kaufen, die es am meisten benötigen (ohne unbedingt die vorherigen Aufteilungsschlüssel zu berücksichtigen). Die Zentralbank unterstützt auch direkt Unternehmen durch Anleihenkäufe. Die massive Liquiditätsspritze führte zum Rückgang der Risikoprämien der Schuldpapiere der Länder an der Peripherie und der Unternehmensanleihen.

Die europäische Risikoprämie liegt seit 2008 unter ihrem Mittelwert. Dennoch liegt sie nach wie vor bei 6,5 %, d. h. sie ist höher als die amerikanische Risikoprämie (4,5 %). Sollte Europa nach jahrelangen Abflüssen, die nichteuropäischen Anlegern zuzuschreiben sind, den Trend umkehren können, dürfte die Risikoprämie dauerhaft sinken und den europäischen Risikoanlagen erlauben, endlich aufzuholen.

Welche Folgen hat dieses Umfeld? Wir haben unser Exposure in europäischen Aktien (hauptsächlich aus dem Euroraum) und in europäischen Unternehmensanleihen der Kategorie Investment-Grade erhöht. Europäische Anleihen der Peripherieländern sind über- und deutsche Bundesanleihen untergewichtet. Zudem entschieden wir im Juni unser Exposure in US-Aktien abzubauen, da die Risiken jenseits des Atlantiks steigen, während der S&P 500 seit Jahresbeginn ein positives Ergebnis verbuchte.

“ Unserer Meinung nach dürfte Europa in der Lage sein, im zweiten Halbjahr eine bessere Wertentwicklung zu erzielen. ”

DIE RISIKOPRÄMIE EUROPÄISCHER AKTIEN* KÖNNTE WEITERHIN SINKEN



* Risikoprämie = Gewinn je Aktie 2021 geschätzt / Indexpreis - 10-jähriger Zinssatz
Quellen: Refinitiv, Bloomberg, Candriam

STEIGENDE RISIKEN IN DEN USA

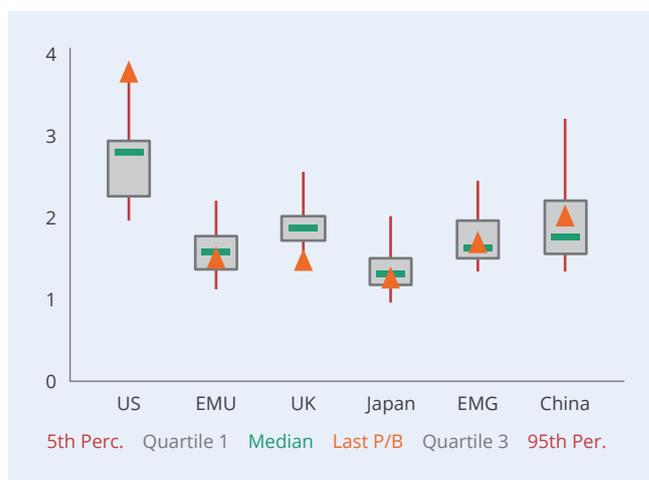
Heute scheint die Lage in den USA ungewisser zu sein als in Europa. Die Risiken betreffen hauptsächlich zwei Punkte: einerseits das Management der COVID-19-Krise und deren wirtschaftliche Auswirkungen und andererseits die Möglichkeit eines überwältigenden Siegs der Demokraten bei der Präsidentschaftswahl im November. Die hohe Bewertung der amerikanischen Anlagen lässt weniger Raum für eventuelle Enttäuschungen als in anderen Regionen der Welt. Auch ohne die Sektoren Technologie und Kommunikation bleibt der US-Markt im Vergleich zu Europa teurer.

Das Corona-Virus breitet sich in den USA immer stärker aus, während der Ausbruch in China, Europa, Japan und Kanada unter Kontrolle zu sein scheint.

Beschränkte oder regionale Lockdowns könnten die Erholung belasten. Das ist bereits auf der Ebene der hochfrequenten Daten (Apple Mobility Trend – Verbrauchsdaten von Harvard etc.) zu beobachten, mit denen die Konjunkturentwicklung in Echtzeit gemessen wird und uns erlauben, die Entwicklungen der Wirtschaftsdaten sehr kurzfristig zu prognostizieren. Die jüngsten Ereignisse deuten auf eine Erholungspause in den Bundesstaaten hin, die am härtesten von der zweiten Welle der Epidemie getroffen sind.

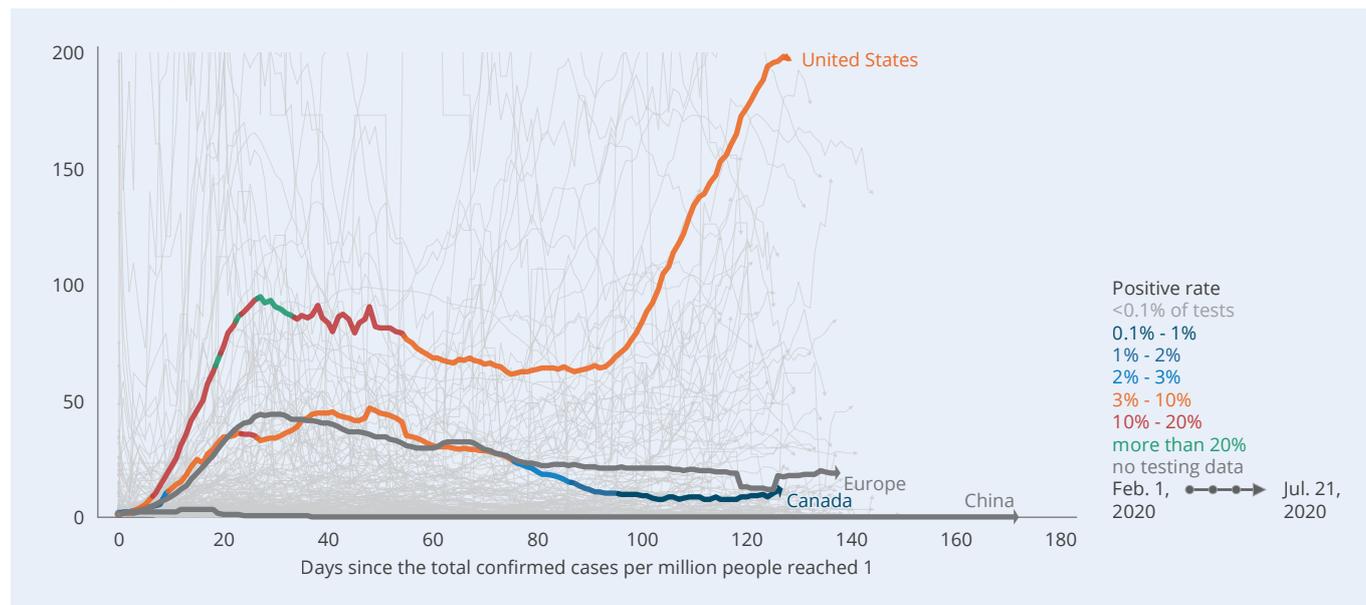
Das nicht zufriedenstellende Management der Epidemie führte im zweiten Quartal zu einem Umschwung. Nun scheint den Prognosen zufolge Donald Trump nicht als Sieger aus der Wahl

BEWERTUNG: DER TEURERE US-MARKT – PRICE TO BOOK VALUE



Quellen: Bloomberg, Candriam

TÄGLICH NEUE BESTÄTIGTE FÄLLE VON COVID-19 PRO MILLION MENSCHEN Gleitender 7-Tage-Durchschnitt



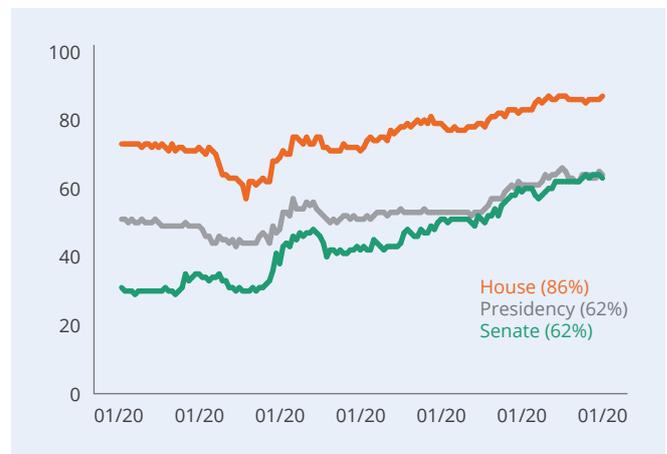
Bron: European CDC – Situation Update Worldwide – Last updated 21 July, 09:38 (London time), Official data collated by Our World in Data CC BY

“ Heute verdienen die USA ihren Status als sicherer Hafen weniger als in früheren Krisen. Die wirtschaftlichen und politischen Risiken sind höher als in Europa. ”

im November hervorzugehen. Heute ist wahrscheinlicher, dass die Demokraten auf allen Ebenen gewinnen und sowohl den Präsidenten stellen, als auch die Mehrheit im Senat erringen. Ein Sieg von Joe Biden könnte manche Sektoren negativ beeinflussen (insbesondere Gesundheit und Energie). Die allgemeinen Auswirkungen auf den amerikanischen Markt sind schwieriger vorherzusagen. Einige Punkte von Bidens Programm sehen ungünstig aus, etwa die Erhöhung der Körperschaftssteuer oder des Mindesteinkommens, während das Infrastrukturprogramm mit dem Schwerpunkt Umweltschutz und die Entspannung der internationalen Beziehungen sich eher positiv auswirken dürften.

Heute verdienen die USA ihren Status als sicherer Hafen weniger als in früheren Krisen. Die wirtschaftlichen und politischen Risiken sind höher als in Europa. In den letzten Wochen stieg die Bewertung der Growth-Titel, d. h. des widerstandsfähigeren Teils des amerikanischen Markts, sehr deutlich. Bei einer Umkehr der Markterwartungen könnte diese Entwicklung ein zusätzliches Risiko darstellen.

WAHRSCHEINLICHKEIT EINES DEMOKRATISCHEN SIEGES



Quellen: Bloomberg, Candriam

PROZENTUALE VERÄNDERUNG DER ERTRÄGE KLEINERER UNTERNEHMEN*

In Arizona ging das Gesamteinkommen kleiner Unternehmen zum 13. Juli 2020 im Vergleich zum Januar 2020 um 11,4% zurück.



* Change in net business revenue for small businesses, indexed to January 4-31 2020 and seasonally adjusted. This series is based on data from Womply. Bron : <https://www.tracktherecovery.org/>

SCHWELLENLÄNDER: MITTELFRISTIG ATTRAKTIVE RENDITEN FÜR AKTIEN UND ANLEIHEN

Schwelkenländeranlagen haben wir übergewichtet. Insbesondere wurden unsere Positionen in China und chinesischen Anlagen aufgestockt.

Die Bewertung von Aktien aus Schwelkenländern ist attraktiv. Zwei Drittel des Index für Schwelkenländeraktien entfallen auf asiatische Papiere – China, Taiwan und Südkorea. Diese Länder managen die Corona-Krise erfolgreich. Ihr Epidemierisiko ist geringer als anderweitig. Die Anfang des Jahres stark in Mitleidenschaft gezogene chinesische Wirtschaft erholt sich seit dem zweiten Quartal. Im gesamten Jahr dürfte China ein positives Wachstum von 2 % aufweisen und schon Ende 2020 das Niveau wieder erreicht haben, das vor dem Ausbruch verzeichnet wurde. Schwelkenländer schneiden meistens überdurchschnittlich ab, wenn sie deutlich schneller wachsen als Industriestaaten, womit in den kommenden Jahren zu rechnen ist. Ebenfalls günstig wäre für sie, wenn der US-Dollar nicht mehr aufwertet.

“ Im gesamten Jahr dürfte China ein positives Wachstum von 2 % aufweisen und schon Ende 2020 das Niveau wieder erreicht haben, das vor dem Ausbruch verzeichnet wurde. ”

AKTIEN DER SCHWELKENLÄNDER VS GLOBALE AKTIEN



Quellen: Bloomberg, Candriam

EINE AUSGEWOGENE PORTFOLIOSTRUKTUR

Unsere Portfoliostrukturierung begünstigt Anlagen und Regionen, in denen eine starke Konjunkturerholung zu erwarten ist. Die Anleger haben die aktuellen Risiken richtig identifiziert, was jedoch das Abwärtspotenzial der Finanzmärkte beschränkt: Die Stimmung ist nicht übertrieben positiv und die Investoren behalten ein hohes Liquiditätsniveau in ihren Portfolios. Unsere Positionierung spiegelt unsere Risikobereitschaft wieder (Europa, bestimmte Value-Sektoren und Schwellenländeranlagen werden bevorzugt). Wir halten allerdings an der Absicherung der Aktien in unseren Portfolios fest, um die Auswirkungen auf die anhaltende Volatilität abzufedern.

Das Niedrigzinsumfeld, das sich infolge der umfassenden Unterstützung durch die Zentralbanken ausgeweitet hat, bleibt ebenfalls eine Herausforderung für diversifizierte Portfolios.

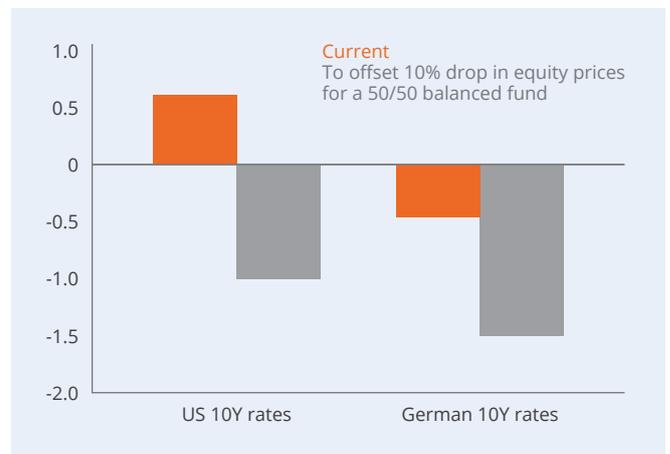
Die Abbildung unten veranschaulicht, dass sehr negative Zinsen (-1 % für 10-jährige US-Treasuries und -1,5 % für 10-jährige Bundesanleihen) erforderlich sind, um einen Rückgang von 10 % der Aktien in einem ausgewogenen Portfolio aus 50 % Aktien und 50 % Anleihen wettzumachen.

Wir prüfen ebenfalls andere Anlageklassen, die als Puffer dienen können. Gold leistet seit Jahresbeginn positive Beiträge. Zwischen dem Goldkurs und den Realzinsen, die aufgrund der Maßnahmen der Zentralbanken gesunken sind, besteht eine negative Korrelation

Angesichts der wirtschaftlichen Erholung sind wir der Ansicht, dass die finanziellen Bedingungen weiterhin akkommodierend und daher günstig für das Edelmetall sein werden.

Das Jahresende könnte den Anlegern weiterhin Überraschungen an den Märkten bieten – positiv wie auch negativ. Wir halten an unserer konstruktiven mittelfristigen Einschätzung fest und setzen die aktive Steuerung unserer Allokation in den Portfolios fort.

NIVEAU DER ZINSSÄTZE SOLL ERREICHT WERDEN, UM EINEN 10%-TIGEN RÜCKGANG DER AKTIENMÄRKTE AUSZUGLEICHEN



Quellen: Bloomberg, Candriam

“ Unsere Positionierung spiegelt unsere Risikobereitschaft wieder. Wir halten allerdings an der Absicherung der Aktien in unseren Portfolios fest, um die Auswirkungen auf die anhaltende Volatilität abzufedern. ”



Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und stellt, vorbehaltlich ausdrücklicher anders lautender Vereinbarungen, weder ein Kauf- oder Verkaufsangebot für Finanzinstrumente noch eine Anlageempfehlung oder Transaktionsbestätigung dar. 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.

Warnung: Die frühere Wertentwicklung, die Simulation einer früheren Wertentwicklung und Angaben zur künftigen Wertentwicklung sind kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Außerdem können sich Gebühren, Abgaben und andere Entgelte auf die Bruttowertentwicklung auswirken. Falls sich die Wertentwicklung auf eine andere Währung stützt, als die des Mitgliedstaates, in dem der Anleger ansässig ist, können die genannten Renditen infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Beziehen sich die Informationen auf eine bestimmte steuerliche Behandlung, so hängt diese Behandlung von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden ab und kann diese Behandlung künftig Änderungen unterworfen sein.

Das vorliegende Dokument ist kein Finanzanalyse gemäß der Definition in Artikel 36 §1 der delegierte verordnung (EU) 2017/565. Candriam verweist darauf, dass dieses Dokument nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt.

Candriam empfiehlt Anlegern, vor der Anlage in einen unserer Fonds die auf unserer Webseite www.candriam.com hinterlegten „wesentlichen Anlegerinformationen“ (KIIDs) sowie den Verkaufsprospekt und alle anderen relevanten Dokumente zu lesen, einschließlich des Nettoinventarwert des Fonds. Diese Informationen sind entweder in englischer Sprache oder in der Sprache der Länder erhältlich, in denen der Fonds zum Vertrieb zugelassen ist.

Gilt für Schweizer Investoren: Vertretung und Zahlstelle in der Schweiz ist RBC Investors Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Niederlassung Zürich, Bleicherweg 7, CH-8027 Zürich. Den Verkaufsprospekt, die Wesentlichen Anlegerinformationen (KIIDs), die Unternehmenssatzung, die Anlagerichtlinien sowie den jeweils aktuellen Jahres- und Halbjahresbericht erhalten Sie in Papierformat kostenfrei von der Vertretung und Zahlstelle in der Schweiz.

CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.



www.candriam.com