

Juli 2022

# Outlook Vorbereitung auf die Landung

**CANDRIAM**   
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY

# Über die Autoren

## Florence Pisani

Global Head of Economic Research



## Nadège Dufossé

Global Head of Multi-Asset



## Stefan Keller

Senior Asset Allocation Strategist



## Thibaut Dorlet

Senior Fund Manager



## Michel Le Bras

Senior Fund Manager



# Zentralbanken ... die unmögliche Aufgabe eines perfekten Gleichgewichts

*Zum Ende des ersten Halbjahres 2022 sehen sich die Marktteilnehmer nach wie vor mit Abwärtskorrekturen der globalen Wachstumserwartungen und erheblichen Gegenwinden konfrontiert. Vor allem der Krieg in der Ukraine hat die Rohstoffpreise weiter in die Höhe getrieben. Die Inflation verringert nun die Kaufkraft der Haushalte und belastet die Margen der Unternehmen. Angesichts der hohen Inflation müssen die Zentralbanken ihre Geldpolitik straffen.*

*Das Ausmaß der Konjunkturabkühlung ist jedoch nicht überall gleich, wobei der Unterschied zwischen rohstoffimportierenden und rohstoffexportierenden Schwellenländern besonders ausgeprägt ist.*

## China: noch immer der Motor des globalen Wachstums?

So wurde die chinesische Wirtschaft in den letzten Jahrzehnten oft beschrieben. 2022 dürfte ihr Wirtschaftswachstum jedoch das offizielle Zielniveau von 5,5 % pro Jahr kaum erreichen. Da die Gesundheitslage im Land die Wirtschaftsaktivität weiter belastet, bleiben die Behörden bei ihrer geldpolitischen Lockerung vorsichtig. Obwohl die lokalen Regierungen aktiv dazu ermutigt wurden, ihre Infrastrukturinvestitionen zu beschleunigen, dürfte das chinesische BIP im Jahr 2022 um etwa 4 % wachsen.

Was die Volkswirtschaften der USA und der Eurozone anbelangt, so bleibt die Inflation nach wie vor ihre größte Herausforderung. In den USA muss es der US-Notenbank (Fed) gelingen, das Wirtschaftswachstum bis Ende 2022 auf unter 2 % zu verlangsamen und die Inflation niedrig zu halten. Ihre Ziele werden durch das Ende der fiskalischen Unterstützungsmaßnahmen, die Erosion der Kaufkraft der Haushalte und die Aufwertung des US-Dollars unterstützt. Außerdem belastet der Anstieg der Hypothekenzinsen bereits den Immobilienverkauf. Während wir zwar nach wie vor ein weiches Landing-Szenario bevorzugen, sind die Risiken einer härteren Landung bei weitem nicht unerheblich. Solange die Wirtschaft jedoch keine klaren Anzeichen einer Verlangsamung erkennen lässt, hat die Fed keine andere Wahl, als weiterhin auf die Bremse zu treten.

Auf der anderen Seite des Atlantiks steht die Europäische Zentralbank (EZB) einer noch heikleren Aufgabe gegenüber. Neben der zentralen Aufgabe, ein fragiles Wirtschaftswachstum zu fördern, muss sie zudem ihre Glaubwürdigkeit beweisen. Wenn die Inflation weiterhin positiv überrascht, muss die Zentralbank in der Lage sein, schneller zu handeln - indem sie die Zinsen nicht um 25, sondern um 50 Basispunkte anhebt oder das Tempo der Zinserhöhungen beschleunigt, aber ohne eine "finanzielle Fragmentierung" der Eurozone zu verursachen. Die EZB muss die Märkte davon überzeugen, dass ihre Maßnahmen nicht zulassen werden, dass sich die Spreads von Staatsanleihen „zu sehr“ ausweiten, ohne dass die Zentralbanken Gegenmaßnahmen ergreifen.

**„Während wir zwar nach wie vor ein weiches Landing-Szenario bevorzugen, sind die Risiken einer härteren Landung bei weitem nicht unerheblich.“**

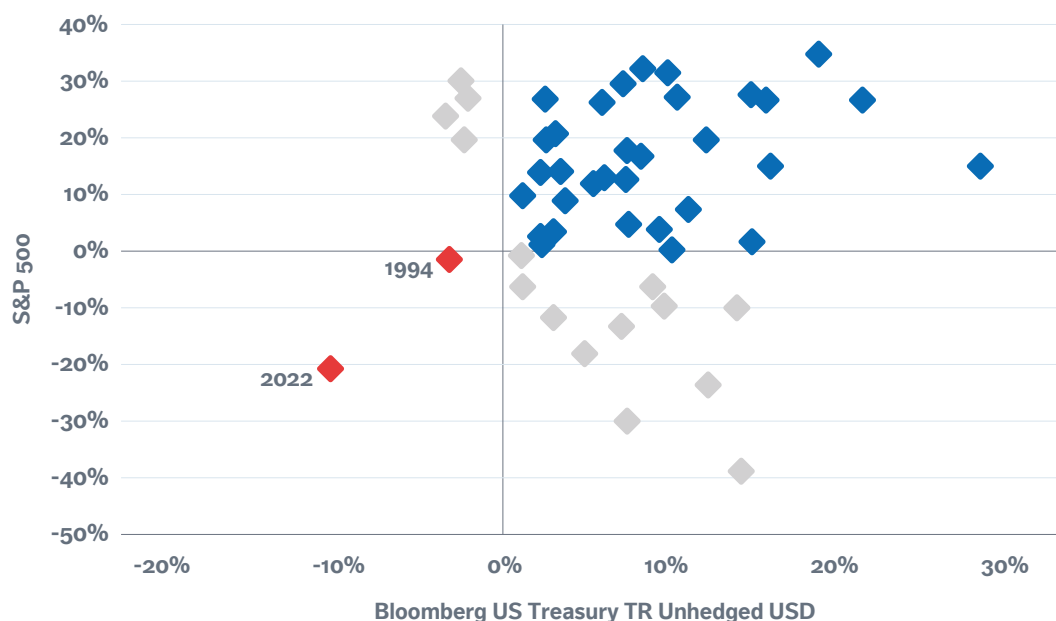
# Asset-Allokation: Flexibilität: der einzige Weg zur Stabilität

## Anleihen und Aktien fallen

Das erste Halbjahr 2022 zeigte die gleichzeitig schlechteste Performance von US-Aktien und Anleihen (-23 % bzw. -10 % am 17.06.2022), die wir in den letzten 50 Jahren beobachten konnten. Im Jahr 1994, unser Referenzjahr, fielen die Anleihen, während die Aktien weitgehend unverändert blieben. Darüber hinaus konnten 2022 die meisten anderen Vermögenswerte diese Rückgänge nicht wirksam auffangen, Energie, britische Aktien, Gold und einige alternative Strategien inbegriffen. Im Gegensatz dazu litten US-Aktien (und

insbesondere der Technologiesektor) in diesem Umfeld am stärksten. Die starken Rückgänge in diesem Jahr haben dazu geführt, dass das Volumen der Vermögenswerte, die in den letzten zwei Jahren am stärksten zurückgegangen sind, das Volumen der Vermögenswerte, die gestiegen sind, übersteigt. Günstig bewertete Aktien und Sektoren haben sich besser entwickelt als Vermögenswerte, deren Bewertungen seit Beginn der Pandemie im Jahr 2020 deutlich gestiegen sind.

Abbildung 1: Negative Renditen von Aktien und Anleihenbonds



Quelle: Bloomberg. Jährliche Daten von 1973 und seit Jahresbeginn für 2022 zum 30.06.2022.

Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse und bleiben im Laufe der Zeit nicht konstant.

## Zwei graue Schwäne

Die plötzlichen Marktrückgänge in den letzten sechs Monaten sind hauptsächlich auf die aufeinander folgenden und teilweise unerwarteten Schocks zurückzuführen, die das Ende des Zyklus beschleunigt haben. Der erste „Schock“ ereignete sich im Februar, als Putins Russland trotz anhaltender und lautstarker Warnungen, die sich auf Geheimdienstinformationen der US-Regierung stützten, eine groß angelegte Invasion in der Ukraine startete. Der daraus resultierende Anstieg der Rohstoffpreise (die Ölpreise stiegen zum 17.06.2022 um 45 %) erhöhten den Inflationsdruck. Als Reaktion darauf passten die Zentralbanken, und vor allem die Fed, ihren geldpolitischen Straffungskurs an, was zu einem weiteren Zinsanstieg führte.

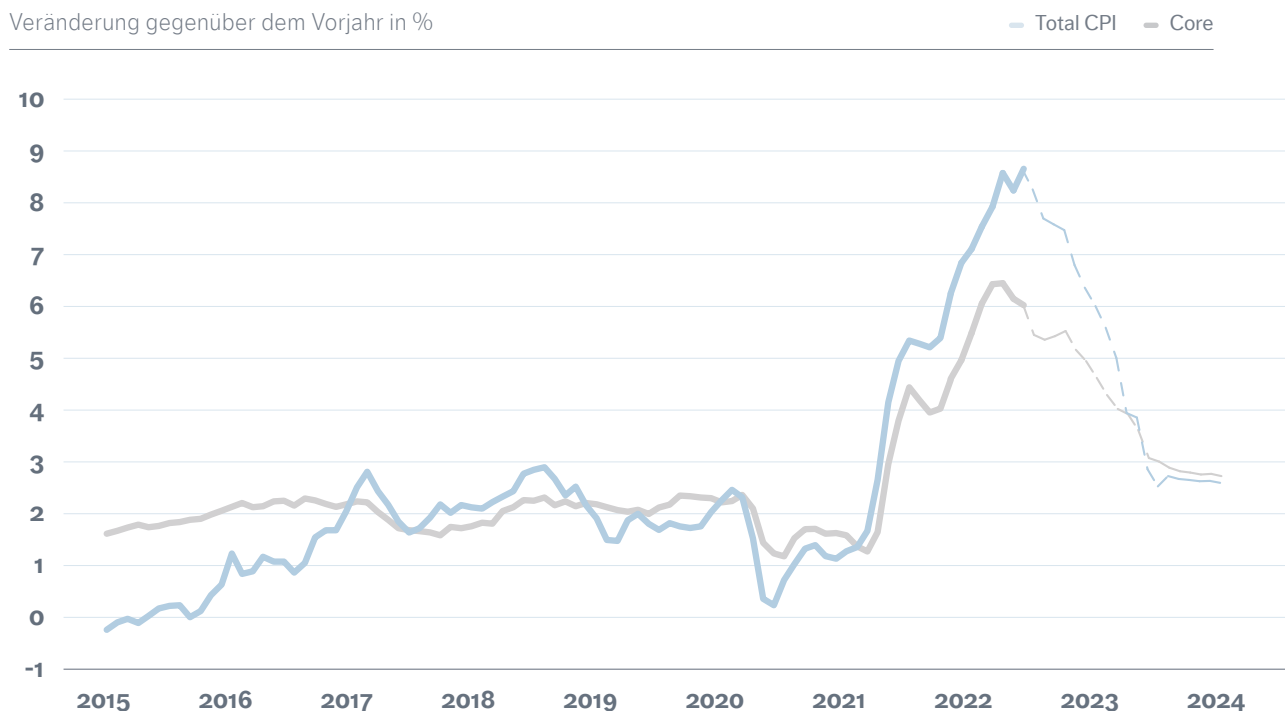
Der zweite große „Schock“ war die Entscheidung Chinas, eine strikte Null-Covid-Politik beizubehalten, deren Angemessenheit für die Omikron-Variante in Frage gestellt wurde. Die großen Shutdowns im April und Mai wirkten sich sowohl auf das chinesische Wirtschaftswachstum aus (die Konsensschätzungen wurden von 5,5 % auf 4,3 % für 2022 gesenkt) und beeinträchtigten das globale Wachstum, einschließlich Lieferketten. Dies schuf weltweit ein viel stagflationäres Umfeld, das sowohl für Anleihen als auch für Aktien negativ ist. Deshalb sind die Marktteilnehmer mit potenziellen Zinserhöhungen konfrontiert, die seit den 1970er Jahren nicht mehr zu beobachten waren; und dies sowohl in den USA als auch in Europa, wobei die Zentralbanken stark darauf reagierten, um die anhaltende Inflation einzudämmen.

# Die Dynamik zwischen Inflation und Straffung wird den Markt in den kommenden Monaten bestimmen

Wie geht es weiter? Der wirkliche Wandel wird erst kommen, wenn die Inflation endlich nachlässt und die Spannungen am US-Arbeitsmarkt nachlassen. Der weitere Weg ist für die Zentralbanken jedoch weiterhin schwierig. Sie bewahren ihre Glaubwürdigkeit nun um den Preis einer sehr schnellen Verschärfung der finanziellen Bedingungen. Die „Verfehlung“ der Geldpolitik ist nicht unumgänglich, aber im aktuellen Tempo der Straffungserwartungen ist ihre Wahrscheinlichkeit hoch. Unsere Asset-Allokation für diese Marktphase wird natürlich davon abhängen, wie erfolgreich die Zentralbanken sind, um eine weiche Landung zu erreichen.

## Abbildung 2: Entwicklung der US-CPI-Inflation

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



Quelle: Bloomberg. Daten ab 15.01.2015. Prognosen von Candriam.

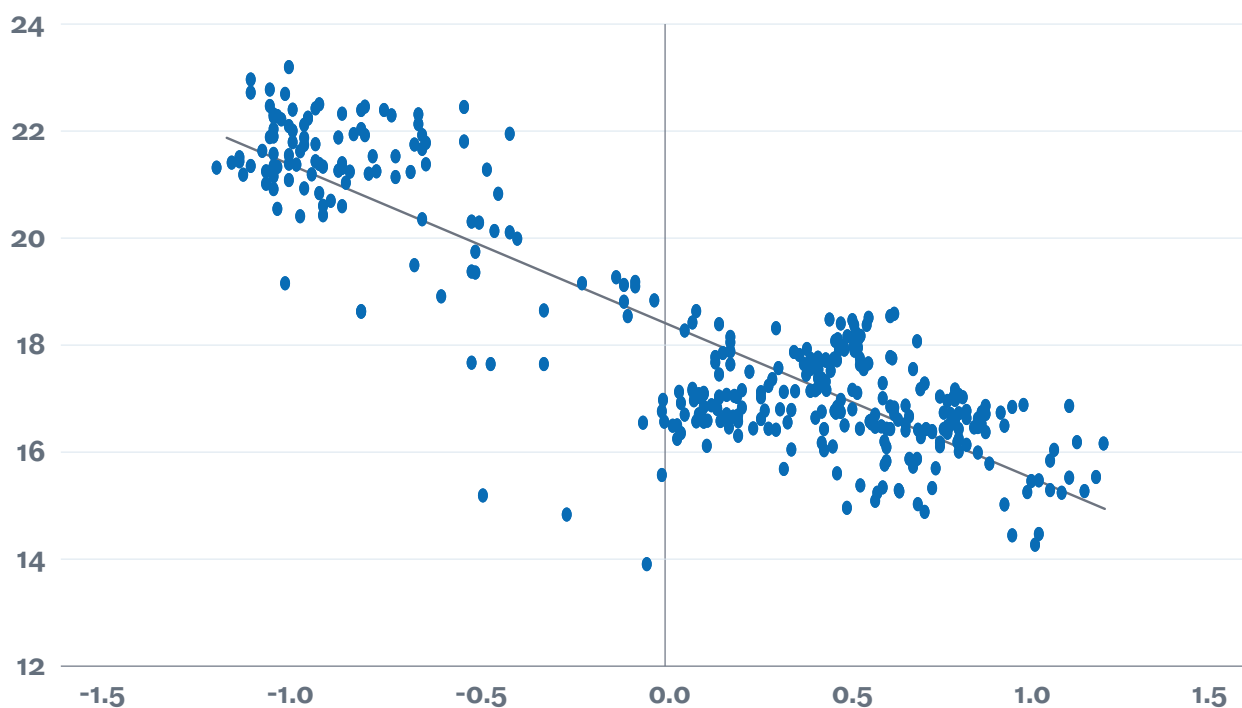
Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse und bleiben im Laufe der Zeit nicht konstant.



# Wann sollten Portfolios wieder zu Risk-On zurückkehren?

Unserer Ansicht nach ist es noch verfrüht, eine strukturelle „Buy“-Position an den Finanzmärkten einzunehmen. Obwohl die Aktienbewertungen gesunken sind, stiegen die Unternehmensgewinne weiter an, wenn wir die Ergebnisse für das 1. Quartal 2022 einschätzen. Dieser Bewertungsrückgang in den USA spiegelt nur die Auswirkungen steigender US-Realzinsen wider. Für 2022 ist das erwartete Gewinnwachstum nach wie vor zu hoch. Je nach Konjunkturszenario rechnen wir mit Abwärtskorrekturen verschiedener Größenordnungen.

Abbildung 3: Bewertungen von US-Aktien: im Einklang mit den Realzinsen



Quelle: Refinitiv Datastream. Daten seit 22.06.2015, Stand: 27.06.2022.

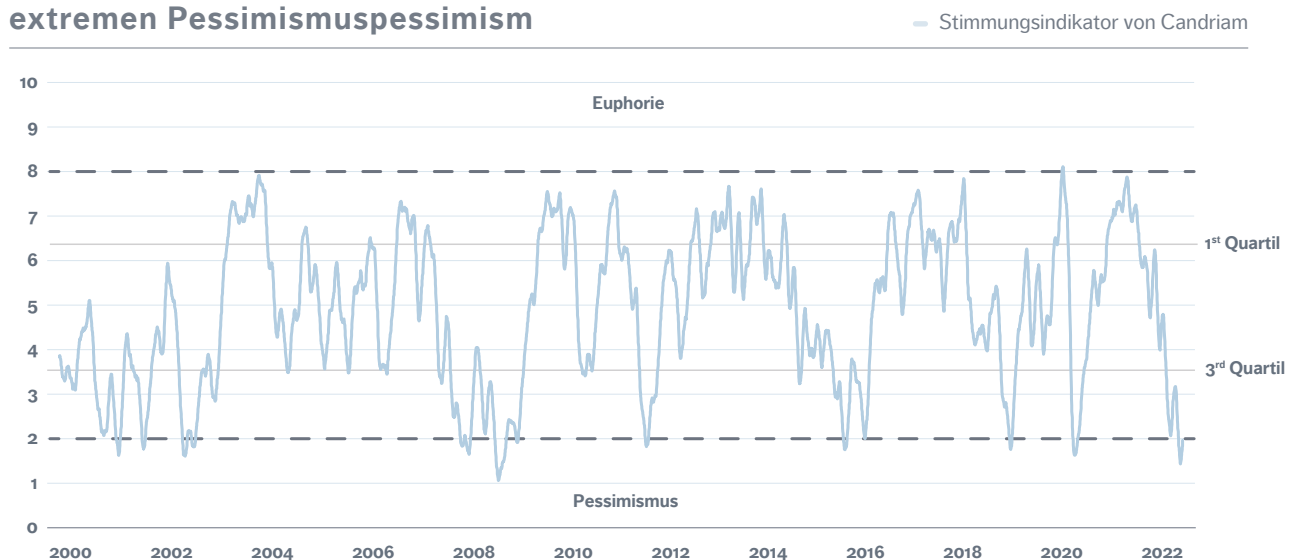
Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse und bleiben im Laufe der Zeit nicht konstant.



Wir rechnen auch mit deutlicheren regionalen Divergenzen für 2022. Europäische Aktien litten ebenfalls unter steigenden Zinsen, aber im Gegensatz zu US-Aktien bieten sie eine zusätzliche Risikoprämie. Die Entwicklung der Zinssätze ist daher nicht der einzige Performancetreiber in Europa, sondern auch andere Faktoren wie geopolitische Risiken im Zusammenhang mit einer sich verschlechternden Konfrontation mit Russland oder die Gefahr einer Fragmentierung der Eurozone. Chinesische Aktien befinden sich wahrscheinlich nahe am Tiefpunkt des Zyklus und dürften von fiskalischen und geldpolitischen Stützungsmaßnahmen profitieren, sobald die COVID-19-Epidemie unter Kontrolle ist.

In diesem Umfeld, in dem die Volatilität in allen Anlageklassen (Aktien, Anleihen und Währungen) stark angestiegen ist, ist das wichtigste positive Signal, das wir haben, der extreme Pessimismus der Anleger.

**Abbildung 4: Die Anlegerstimmung zeigt extremen Pessimismus**



Quelle: Bloomberg, Candriam. Daten vom 01.01.2020, Stand: 17.06.2022

## Kurzfristig: für eine Verlangsamung positioniert

Im Augenblick bleibt unsere Allokation defensiv und für eine Konjunkturabkühlung mit einer allmählichen Verlangsamung der Inflation gegenüber diesem Sommer positioniert.

Daher bevorzugen wir **bei Aktien** defensive Sektoren wie Gesundheit und Basiskonsumgüter. Technologieaktien könnten in diesem Umfeld aufgrund der starken Korrektur der Bewertungen und der geringeren Auswirkungen des Inflationsdrucks auf die Margen zunehmend attraktiver werden. Außerdem haben wir unsere Duration allmählich verlängert (insbesondere bei US-Staatsanleihen), bleiben bei High-Yield-Unternehmensanleihen vorsichtig und bevorzugen Investment-Grade-Anleihen. Darüber hinaus halten wir unsere Portfolios weiterhin gut diversifiziert und nutzen die Minderung der Abwärtsrisiken durch Engagements in Gold und dekorrelierten alternativen Strategien.

**„Unsere langfristigen Themen der Innovation und der Energiewende dürften dank ihrer Preissetzungsmacht ebenfalls Nutznießer sein, wodurch sie in der Lage sein werden, die Inflation an die Endpreise weiterzugeben.“**

# Was sind die nächsten Schritte?

Sie sind von Inflationsdaten, Konjunkturdaten und dem Tempo der geldpolitischen Straffung abhängig. Wir sind in der Lage, mit der aktuellen Konjunkturabkühlung umzugehen, sind jedoch bereit, uns zu verändern, je nachdem, wie sich die Wirtschaft entwickelt und wie die Zentralbanken reagieren. In unseren konservativsten Szenarien nimmt die Verlangsamung Fahrt auf und erfordert eine Reduzierung des Engagements in Risikoanlagen (Aktien und High-Yield-Unternehmensanleihen), während unser Engagement in Staatsanleihen sowie unsere Diversifikations- und Absicherungsstrategien steigen würden. Ein Ausstieg aus diesem Abschwung mit einer „weichen Landung“ würde es uns hingegen ermöglichen, zu einem nachhaltigeren Risikoniveau und einer zyklischen Allokation in Aktien und Unternehmensanleihen zurückzukehren. Auf der Währungsseite dürfte ein Ausstieg aus der aktuellen Phase dem US-Dollar schaden.

Bis wir eine größere Prognosesicherheit haben, sind wir der Ansicht, dass der Markt die Verlangsamung der Konjunktur erkennen muss. Der Zinsmarkt dürfte als erste darauf reagieren, indem er einen Wachstumsrückgang und eine Stabilisierung oder sogar einen Rückgang der Leitzinserwartungen der Zentralbanken antizipiert. Diese Bewegung dürfte zu einem Rückgang der Staatsanleihenrenditen führen. In Erwartung dessen haben wir unsere

Short-Duration-Position auf neutral gesetzt und sind eine positive Durationsposition bei den US-Zinsen eingegangen.

Der Aktienmarkt dürfte in einer zweiten Phase reagieren, da er zunächst die Abwärtskorrektur des Gewinnwachstums braucht, um sich nachhaltig zu erholen. Die Abwärtsbewegung der Zinssätze dürfte jedoch ein Katalysator für eine neue Rotation hin zu Wachstumswerten sein. Vor diesem Hintergrund haben wir vor Kurzem unser Engagement in Wachstumsaktien erhöht, insbesondere über den Nasdaq. Unsere langfristigen Themen der Innovation und der Energiewende dürften dank ihrer Preissetzungsmacht ebenfalls davon profitieren, dass sie die Inflation an die Endpreise weitergeben können. Diese letzte Bewegung veranlasst uns zu einer ausgewogenen Stilallokation.

Die größte Herausforderung für die Anleger besteht heute darin, in dieser verrückten Beschleunigung der Zyklen, die seit Beginn der Covid-19-Pandemie zu beobachten war, mit einer hohen Volatilität in allen Anlageklassen auf dem Laufenden zu bleiben. Es ist noch zu früh, um endgültige Schlussfolgerungen zum Anlageumfeld nach Covid zu ziehen. Wir müssen jedoch darauf vorbereitet sein, einige der seit 2008 verschärften Vorurteile und Überzeugungen in Frage zu stellen.



**158 Mds €**

verwaltetes Vermögen  
zum 31. Dezember 2021



**600**

experten in  
Ihrem Dienst



**25 Jahre**

Vorreiter für  
nachhaltiges Investieren

**Dieses Dokument ist nur zur Information gedacht** und kann Meinungen und eigene Informationen von Candriam enthalten. Die in diesem Dokument ausgedrückten Meinungen, Analysen und Ansichten dienen nur zu Informationszwecken. Sie stellen kein Angebot für den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten und keine Anlageempfehlung oder Bestätigung irgendeiner Art von Transaktion 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 eines bestimmten Finanzinstruments, eines Index oder einer Anlagedienstleistung bzw. Simulationen der Wertentwicklung in der Vergangenheit und Prognosen der künftigen Wertentwicklung sind keine zuverlässigen Indikatoren der künftigen Ergebnisse. Die Bruttoperformance könnte durch Provisionen, Gebühren und sonstige Kosten belastet werden. Angaben zur Wertentwicklung in einer Währung, die nicht der Währung im Wohnsitzland des Anlegers entspricht, können Wechselkursschwankungen unterliegen, die sich positiv oder negativ auf die Gewinne auswirken können. Falls das vorliegende Dokument Bezugnahmen auf eine bestimmte steuerliche Behandlung enthält, hängen diese Informationen von der individuellen Situation des jeweiligen Anlegers ab und können sich ändern.