

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Die Talfahrt hat begonnen

Eineinhalb Jahre nachdem die US-Notenbank ihren Straffungskurs begonnen hat, verzeichnet die US-Wirtschaft weiterhin ein robustes Wachstum, während der Arbeitsmarkt allmählich abkühlt. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die Wende im 4. Quartal erfolgen wird und in 2024 ein schleppendes Wachstum folgt. Über die USA hinaus überrascht die Konjunktur weiterhin mit enttäuschenden Nachrichten aus China und schrumpfenden Dienstleistungs- und Produktionssektoren in Europa. Die Aussichten für das globale Wachstum sind eindeutig abwärtsgerichtet. Die Aufhebung der Synchronisierung zwischen dem geldpolitischen und dem fiskalpolitischen Zyklus könnte in Schwellenländern bei Aktien und Anleihen Chancen bergen.

Beharrlichkeit ist ebenso wichtig wie das Zinsniveau

In den USA verlangsamt sich der Mix aus Wachstum und Inflation, da höhere Zinsen und restriktiven Konditionen für Bankkredite mit Verzögerung zu wirken beginnen. **Die „Landung“ der Wirtschaft hat begonnen, aber laut unserem zentralen Szenario werden die USA voraussichtlich keine Rezession erleben.**

Währenddessen bleibt das Wachstum in Europa und China hinter den Erwartungen zurück und dürfte auch 2024 nur schleppend vorankommen. Weltweit besteht scheinbar das Risiko eines rückläufigen Wachstums. Da die Geldpolitik mit Verzögerung wirkt und in den Volkswirtschaften der Industrieländer immer mehr Restriktionen greifen, **dürfte sich die Inflation ab dem 4. Quartal 2023 wieder verlangsamen.**

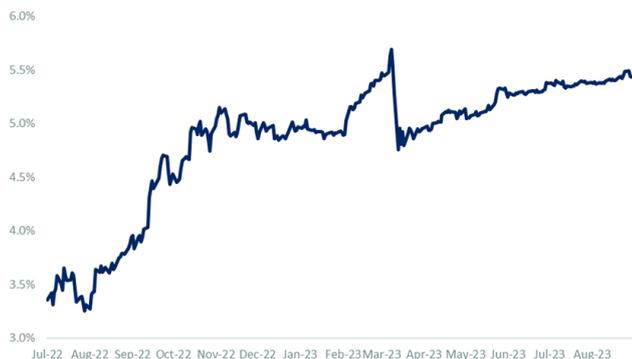
Es ist zu erwarten, dass die EZB ihre Zinserhöhungen bald einstellt, den Leitzins jedoch für einen längeren Zeitraum auf hohem Niveau halten wird. Dabei können wir dem EZB-Ratsmitglied Fabio Panetta nur zustimmen, welcher meinte: „Geldpolitik funktioniert nicht nur über Zinserhöhungen sondern auch, indem man die bestehenden Zinssätze länger beibehält. Mit anderen Worten: Beharrlichkeit ist ebenso wichtig wie das Zinsniveau.“

Zunächst waren die Märkte von den höheren Spitzenzinssätzen der Fed und der EZB enttäuscht, aber die Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit wird

als Hindernis für weitere Zinsschritte betrachtet. Dies unterstützt unser Szenario der Märkte, die sich auf absehbare Zeit innerhalb gewisser Spannen bewegen: **Dabei sorgt die langsamere Wirtschaftstätigkeit in Industrieländern für eine Ober- und das wahrscheinliche Ende des Straffungszyklus der Zentralbanken für eine Untergrenze.**

Die vom Markt implizierte „höchste“ Fed Funds Rate oder das erwartete Niveau, an dem die Fed die Anhebung ihrer Leitzinsen beenden wird, steigt seit dem Schock des Regionalbankensystems in den USA im Frühling 2023 allmählich an.

Die vom Markt implizierte „höchste“ Fed Funds Rate steigt langsam an, in %



Quellen: Candriam, Bloomberg©

Diese Grafik zeigt die Entwicklung seit Juli 2022 in Bezug auf das erwartete Niveau (in %) bei dem die US-Notenbank Fed die Anhebung ihres Leitzinses stoppen würde.

Das Wachstum in China enttäuscht und löst weitere Stützungsmaßnahmen aus

Das Verbrauchervertrauen in China bleibt niedrig und hat sich seit der Einführung der Null-Covid-Strategie und der harten Lockdowns Anfang 2022 nie wirklich erholt. **Somit sparen die privaten Haushalte lieber, statt zu investieren oder zu konsumieren**, und liefern damit eine einfache Erklärung dafür, warum die Wirtschaftsaktivität in China mehr und mehr an Dynamik verliert.

Die Behörden in Peking sind wegen des Wachstums zunehmend besorgt und versuchen, den strauchelnden Immobiliensektor zu stützen. Daher haben sie vor Kurzem die Maßnahmen zur Stützung der Wirtschaft ausgeweitet. Somit sind 5 % Wachstum des realen BIP für 2023 und 4 % für 2024 noch immer erreichbar.

Unter anderem wurden folgende Maßnahmen zur Unterstützung der Haushaltseinkommen angekündigt:

- **Höhere Einkommensteuerabzüge für Kinderbetreuung**, elterliche Betreuung und Ausbildungskosten für Kinder: Ab Januar 2023 wird der Abzugsbetrag für die Betreuung von Kindern unter drei Jahren und die Ausbildung von Kindern von 1000 auf 2000 Yuan (274 USD) pro Monat verdoppelt.
- **Der abzugsfähige Betrag** zum Ausgleich der Fürsorge für die eigenen Eltern wird um 50 % auf 3000 Yuan pro Monat angehoben.

Die Erholungsphase des Wachstums ist vorbei – weitere wirtschaftliche Stützungsmaßnahmen folgen



Quellen: Candriam, Refinitiv, Bloomberg©

Die Grafik zeigt die Entwicklung der allgemeinen geschäftlichen Konditionen in China (links) und der relativen Aktienperformance des chinesischen Aktienindex über zwölf Monate gegenüber einem globalen Aktienindex (rechts).

Eine ausgewogene Asset-Allokation

Innerhalb unserer regionalen Aktienallokation beurteilen wir die EMU negativ und behalten unsere positive Haltung gegenüber den Schwellenländern bei. Bei Aktien aus Industrieländern sind wir vorsichtiger und positionieren uns für eine wirtschaftliche Verlangsamung, indem wir defensive Sektoren bevorzugen.

Vor diesem Hintergrund präferieren wir Staatsanleihen und qualitativ hochwertige Unternehmensanleihen als Quellen für Carry und engagieren uns weiterhin in Schwellenländern („Debt“ und „Equities“), um von der Desynchronisierung ihrer Geld- und Fiskalzyklen zu profitieren.

Insbesondere bei der Anleihenallokation beurteilen wir die Duration in den USA und der EU sowie Investment-Grade-Unternehmensanleihen positiv und sind bei High Yield vorsichtiger. Falls der US-Dollar in nächster Zeit nicht aufwertet, bieten Schwellenländeranleihen nach wie vor den attraktivsten Carry.

Insgesamt sehen wir nur begrenzt Spielraum für einen Anstieg der Anleiherenditen, da die Zentralbanken sich weiterhin für Preisstabilität einsetzen und das Verhältnis zwischen Wachstum und Inflation sich entspannen dürfte.

Unsere regionale Aktienallokation und Aktienallokation nach Stilen basiert auf den folgenden Eckpunkten: Negative EWU bei weiterhin positiver Einschätzung der Schwellenländer.

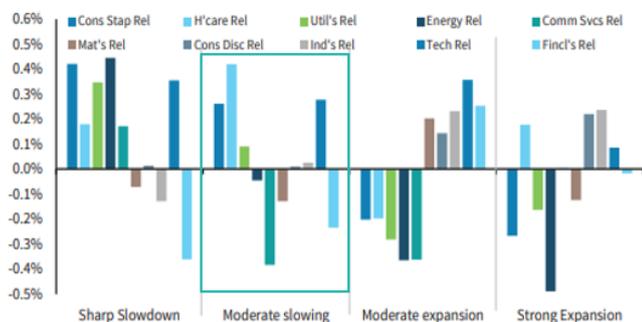
Die EMU-Aktien haben von einer Normalisierung der Unsicherheit profitiert, obwohl negative wirtschaftliche Überraschungen, längerfristige höhere Zinsen und eine schwächere Nachfrage aus China unsere vorsichtige Einschätzung untermauern.

Trotz der enttäuschenden Wirtschaftsnachrichten aus China bleiben **Schwellenländer** eine attraktive Region mit höheren Wachstumsprognosen als die Industrieländer für 2024 – und zwar dank fiskalischer und geldpolitischer Unterstützung. Die Zentralbanken in Lateinamerika haben damit begonnen, ihre Zinsen aggressiver als erwartet zu senken. Die Region dürfte von einer attraktiven Bewertung und lockeren Finanzkonditionen profitieren.

In den USA ist das Risiko-Rendite-Verhältnis nicht besonders attraktiv. Die Märkte preisen ein „Goldilocks-Umfeld“ ein, d.h. eine Verlangsamung des Wachstums, um eine zu starke Straffung der Fed und eine anhaltende Desinflation zu vermeiden. Dieses Szenario beobachten wir schon seit geraumer Zeit, aber es hat sich inzwischen durchgesetzt. Wir fragen uns daher, ob ein weiterer Aufwärtstrend bevorsteht – gehen jedoch nicht davon aus und ziehen zum jetzigen Zeitpunkt eine neutrale Positionierung vor.

In dieser Phase des Zyklus **bevorzugen wir defensive gegenüber zyklischen Aktien**, deren Kurse bereits eine Erholung vorwegnehmen. Empirische Nachweise deuten darauf hin, dass defensive Sektoren sich in einem Umfeld mit leichter Verlangsamung der Wirtschaft überdurchschnittlich entwickeln.

Entwicklung der Sektorperformance in verschiedenen Marktumfeldern



Quellen: Candriam, Barclays Refinitiv, Bloomberg©
 Die Grafik zeigt die Sektorperformance in verschiedenen Marktumfeldern

CANDRIAM HOUSE VIEW UND ÜBERZEUGUNGEN

Die Tabelle unten gibt Anhaltspunkte für die wesentlichen Engagements und Bewegungen in einem ausgewogenen, diversifizierten Musternportfolio.

Stark positiv	●●●●●	Keine Veränderung	▶
Positiv	●●●●	Engagement reduziert	▼
Neutral	●●●	Engagement angehoben	▲
Negativ	●●		
Stark negativ	●		

	Strategische Allokation (12-Monat-Ansicht)	Kursgewinn	Positionierung (Aktuelle Ansicht)	Kursgewinn	Grundgedanke
Aktien	●●●●		●●●	▶	Unser Asset-Allocation-Team beurteilt Aktien neutral, da sie nur ein begrenztes Aufwärtspotenzial bieten, obwohl die aktuelle Dynamik im Augenblick noch passabel ist. Für das 4. Halbjahr 2023 rechnen wir mit einer Seitwärtsbewegung.
USA	●●●		●●●	▶	Die Märkte spiegeln zunehmend einen verbesserten Konjunkturausblick wider, was das zukünftige Performancepotenzial begrenzt.
EWU	●●●		●●	▶	Schleppendes Wachstum, hartnäckige Inflation und eine auf Zinssteigerungen eingestellte EZB sind Negativfaktoren, die eine vorsichtige Positionierung stützen.
Europa ohne EWU	●●●		●●●	▶	Die Bewertungen in den britischen Märkten bleiben attraktiv, doch nach wie vor bestehen für die Aussichten verschiedene Risiken, wie etwa eine beunruhigend hohe Inflation, die die Bank of England erst einmal in den Griff bekommen muss.
Japan	●●●		●●●	▶	Japan steht aufgrund der Unsicherheit über die BoJ und der Möglichkeit einer stärkeren Währung am Scheideweg.
Schwellenländer	●●●●		●●●●	▶	Trotz der enttäuschenden Nachrichten aus China bleiben die Schwellenländer eine attraktive Region mit bis 2024 gegenüber den Industrieländern besseren Wachstumsaussichten. Die Region dürfte von einer attraktiven Bewertung und einer expansiven Geldpolitik profitieren.
Anleihen	●●●		●●●●	▶	Unser Szenario bietet wenig Spielraum für einen Anstieg der Anleihenrenditen, da die Zentralbanken sich weiterhin für Preisstabilität einsetzen und das Verhältnis zwischen Wachstum und Inflation sich entspannt.
Europa					
Kerneuropa	●●●		●●●●	▶	Die restriktive Politik der EZB hat die langfristigen Renditen auf attraktive Kaufniveaus gebracht.
Europäische Peripherieländer	●●●		●●●	▶	Die Straffung der EZB und die Rekalibrierung ihrer Wertpapierkaufprogramme sind bislang berücksichtigt. Über einen längeren Zeitraum höhere Zinsen und schrumpfende Zentralbankbilanzen könnten sich zu Negativfaktoren entwickeln.
Investment Grade Europa	●●●●		●●●●	▶	Bevorzugung von europäischen Investment-Grade-Anleihen gegenüber US-Investment-Grade-Titeln.
Europa High Yield	●●●		●●●	▶	Die verschärften Kreditstandards dürften sich negativ auswirken und der Puffer für zunehmende Zahlungsausfälle wird immer kleiner.
USA					
USA	●●●		●●●●	▶	Wir rechnen weiter mit einem schwächeren Wachstum, einer geringeren Inflation, niedrigeren US-Leitzinsen und niedrigeren Renditen 10-jähriger US-Anleihen bis Ende 2024.
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	●●●●		●●●●	▶	Schwellenländeranleihen bieten nach wie vor den attraktivsten Carry. Die Zentralbanken sind Zinssenkungen nicht mehr abgeneigt und somit im 4. Quartal 2023 eine Stütze dieser Anlageklasse, während die Anleger nach den Abflüssen aus dem Jahr 2022 nach wie vor schwach positioniert sind.
Unternehmensanleihen	●●●		●●●	▶	Der Carry bleibt attraktiv.
Währungen					Die geopolitischen Spannungen könnten Rohstoff- und Zufluchtswährungen in die Höhe treiben.
EUR	●●●		●●●	▶	Die Straffung der EZB stützt die Währung.
USD	●●●		●●●	▶	Der Zinserhöhungszyklus der Fed ist mittlerweile vollständig eingepreist.
GBP	●●●		●●●	▶	
AUD/CAD/NOK	●●●		●●●	▶	
JPY	●●●		●●●●	▶	Wir halten eine Long-Position im japanischen Yen zur Absicherung in einem potenziell risikoaversen Umfeld.

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.