

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Deeskalation nach der Eskalation

Der globale Konjunkturzyklus ist noch nicht am Ende – er befindet sich in einer Umbruchphase. Nach einem volatilen ersten Quartal und einer Eskalation des Handelskonflikts Anfang April ist im Mai 2025 eine Deeskalation zu beobachten, obwohl zahlreiche Schlagzeilen über Handelszölle zu lesen sind. Der Inflationsrückgang in den USA ist zum Stillstand gekommen und bleibt auf einem bedenklich hohen Niveau, während er sich in der Eurozone dem Ziel der EZB annähert und der Zentralbank damit Handlungsspielraum verschafft. Das Wachstum verlangsamt sich weltweit, doch die befürchtete harte Landung wird hinausgezögert und ist noch nicht eingetreten.

Vor diesem Hintergrund schwanken die Marktstimmungen weiterhin zwischen Optimismus, dass die US-Zölle am 4. April ihren Höchststand erreicht haben, und der Befürchtung, dass das Endergebnis ein Vielfaches des durchschnittlichen US-Einfuhrzollsatzes von 2,5 % Ende 2024 betragen wird. Angesichts der neuen Phase der Deeskalation durch die US-Regierung bleiben wir mit unserem Anlageansatz flexibel und haben unsere Allokation in Risikoanlagen erhöht. Das Wachstum in Europa zeigt sich zwar fragil, doch die Bereitschaft, mit der strengen Haushaltsdisziplin zu brechen, ist nun gegeben. Die US-Wirtschaft hält Kurs, allerdings unter zunehmendem Druck. Und die wirtschaftliche Erholung in China scheint noch nicht nachhaltig zu sein, was die Behörden an den Verhandlungstisch mit den USA zwingt. Insgesamt ist Geduld gefragt: Da die Abschwächung nicht synchron verläuft, braucht es Zeit, bis sich aus der derzeit außergewöhnlich hohen Unsicherheit ein klareres Bild ergibt – und Raum für eine noch konstruktivere Einschätzung entsteht.

Teilweise Desinflation, aber entspanntere Finanzierungsbedingungen

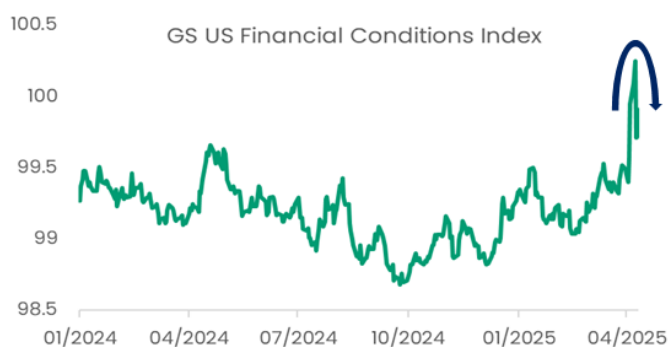
Die Inflationsdynamik entwickelt sich regional unterschiedlich. In den USA hat die Desinflation an Schwung verloren – besonders bei Rohstoffen, wo auf Produktionsebene erneut Preisdruck sichtbar wird. Umgekehrt nähert sich die Kerninflation in der Eurozone dank Energieeffekte und einer Verlangsamung des Preisanstiegs bei Konsumgütern dem Zielwert der EZB Japan

befindet sich nach wie vor in einem schwierigen Übergang von Deflation hin zu moderater Inflation. In China werden deflationäre Kräfte die Wirtschaft weiterhin fest im Griff behalten, solange es den Behörden nicht gelingt, das Vertrauen der Verbraucher wiederherzustellen. Diese divergierenden Trends erschweren koordinierte Maßnahmen der Zentralbanken, unterstützen die Streuung an den Anleihemärkten und könnten letztlich die Währungsentwicklung beeinflussen. Die Europäische Zentralbank scheint mit am besten in der Lage zu sein, den durch den

Inflationsrückgang eröffneten Spielraum zu nutzen, um die negativen Wachstumseffekte der Unsicherheiten im Handel mit den USA abzumildern.

Anders als im vergangenen Monat haben sich die Finanzierungsbedingungen merklich entspannt und so die Markterholung in Gang gesetzt. Wie aktuelle Daten zeigen, verengen sich die Credit Spreads, die Aktienbewertungen sind gestiegen, und die Liquidität kehrt in risikobehaftete Anlagen zurück – angetrieben durch Zuflüsse von Privatanlegern und erhöhte Engagements seitens Hedgefonds. Diese Trendwende entfacht neue reflationäre Kräfte, erschwert jedoch im Gegenzug eine entschlossene Lockerung durch die US-Notenbank (Fed). Auffällig ist, dass sich die Finanzierungsbedingungen deutlich gelockert haben, obwohl der Offenmarktausschuss der Fed (FOMC) in seiner Mai-Stellungnahme sowohl Inflations- als auch Arbeitsmarktrisiken auf der Oberseite betonte. Das wirft die Frage auf, ob der Marktoptimismus voreilig ist – oder nur ein Vorgriff auf bevorstehende makroökonomische Wendepunkte. Kurz gesagt: Die Vorsicht der Fed könnte berechtigt sein, da sie mit verzögerten Wirkungen der Geldpolitik und politischer Unsicherheit konfrontiert ist. Gleichzeitig zeigen sich die Märkte unsicher in der Erwartungshaltung: Die Prognosen schwanken zwischen drei, vier und zuletzt nur noch zwei Zinssenkungen im Jahr 2025.

Trendwende in den Finanzierungsbedingungen



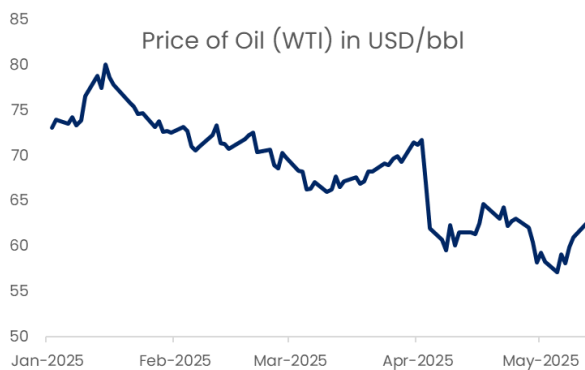
Quellen: Candriam, Goldman Sachs, Bloomberg©
Diese Grafik zeigt die Entwicklung des Index für die Finanzierungsbedingungen in den USA.

Vier reflationäre Kräfte am Werk

- **Niedrigere Zölle.** Die Deeskalation der USA nach dem selbstverschuldeten Handelsstreitigkeiten seit Jahresbeginn wurde von den Finanzmärkten positiv aufgenommen. Die Wiederaufnahme der Handelsgespräche und eine minimale Lockerung der Zollregelungen könnten den globalen Handel und die Deflation bei Rohstoffen unterstützen. Die USA haben begonnen, ausgewählte Zölle aus der Trump-Ära – insbesondere auf Vorleistungsgüter – zurückzunehmen. Auch China hat unter dem Druck wachstumsfördernder Maßnahmen einige Importzölle auf Hightech-Komponenten gesenkt. Diese Veränderungen erfolgen zwar nur schrittweise, signalisieren aber, dass die Phase der maximalen Handelsfragmentierung möglicherweise vorbei ist.
- **Die Markterwartungen für niedrigere Fed-Zinsen** sind im April zunächst gestiegen, bevor sie sich in der zweiten Monathälfte wieder abschwächten. Insgesamt sind Zinssenkungen nun zunehmend für die zweite Jahreshälfte 2025 eingepreist, was die Reflation von Vermögenswerten antreibt. Bemerkenswert ist dabei, dass diese Erwartungen über die eigenen Zinsprognosen der Fed hinausgehen, was das Risiko einer Entkopplung der Märkte von der Geldpolitik erhöht. Das Narrativ einer Lockerung, das vor allem auf einer nachlassenden Wachstumsdynamik beruht, könnte ins Wanken geraten, sollte zollbedingter Inflationsdruck zurückkehren oder das Lohnwachstum wieder anziehen.
- **Schwächerer US-Dollar.** Die allgemeine Abschwächung des US-Dollars unterstützt die globale Liquidität und verbessert die Risikobereitschaft, insbesondere in den Schwellenländern. Dies mildert auch den Druck auf die Zahlungsbilanzen und stabilisiert die Kapitalströme in fragilen Märkten. Das Narrativ einer schwächeren US-Währung, das sich vor allem auf höhere Zölle stützt, könnte an Glaubwürdigkeit verlieren, sollte es zu einer dauerhaften und nachvollziehbaren Zollnormalisierung kommen.

- **Niedrigere Ölpreise.** Sinkende Energiekosten wirken wie ein Quasi-Konjunkturprogramm für Haushalte und Unternehmen und stärken den realen Einkommenszuwachs. Brent und WTI haben aufgrund der erhöhten Fördermengen der OPEC+ und der schwächeren Nachfrage aus China nachgegeben.
- Doch geopolitische Risiken – insbesondere im Nahen Osten – könnten das Blatt jederzeit wenden.

Ein schwächerer Ölpreis – ganz im Sinne des Präsidenten



Quellen: Candriam, Bloomberg©
Diese Grafik zeigt die Entwicklung des Preises für ein Barrel Öl (WTI) seit Anfang dieses Jahres.

Zusammengenommen schaffen diese vier Punkte ein erhebliches Reflationspotenzial. Kurzfristig stützen sie die Anlagepreise, bergen jedoch das Risiko, die Grenze zwischen „Soft Landing“-Optimismus und verfrühter Euphorie zu verwischen. Es dürfte Geduld erforderlich sein, bis die Unsicherheit von ihrem derzeitigen Rekordniveau deutlich zurückgeht und zu einer starken Investitionsbereitschaft führt.

Globale Ertragsschwäche

Die wirtschaftliche Unsicherheit führt nun dazu, dass die Erwartungen für die Unternehmensgewinne nach unten korrigiert werden. Obwohl sich die Aktienmärkte deutlich von den Tiefständen nach dem „Liberation Day“ erholt haben, lässt das Gewinnwachstum nach. Die Erwartungen an das EPS-Wachstum hängen stark von der Entwicklung des Handelskonflikts ab und könnten sich daher erneut verändern: Auf Basis der aktuellen Prognosen für das Bruttoinlandsprodukt (BIP) der USA rechnen wir derzeit mit einem Wachstum des Gewinns pro Aktie (EPS) von +5 % im Jahr 2025 und +2 % im Jahr 2026, was deutlich unter den Konsensschätzungen liegt (+9,5 % bzw. 14,2 %). Frühindikatoren wie der ISM-Index der Auftragseingänge bestätigen den Trend eines nachlassenden EPS-Wachstums.

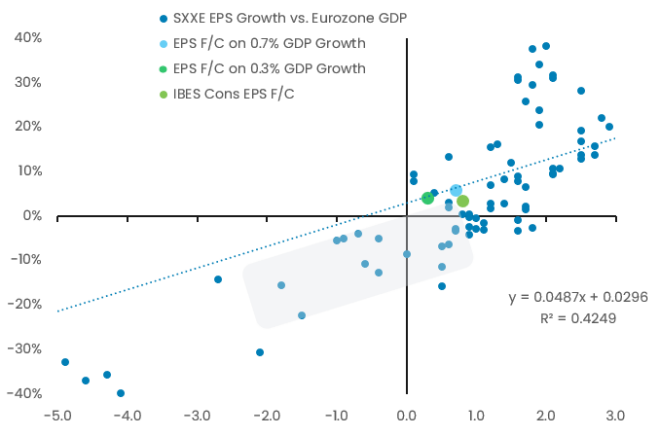
ISM-Index der Auftragseingänge signalisiert eine Abschwächung des EPS-Wachstums in den USA



Quellen: Candriam, LSEG Datastream, Bloomberg©
Diese Grafik zeigt die Entwicklung des erwarteten Gewinnwachstums auf 12-Monats-Sicht in den USA sowie die Differenz zwischen Auftragseingängen und Lagerbeständen im ISM-Einkaufsmanagerindex.

Auch in Europa sind die Prognosen für künftige Gewinne negativ geworden. Für die Eurozone liegen die EPS-Prognosen für 2025 aktuell bei +4 % – nach deutlichen Abwärtskorrekturen. Für 2026 erscheinen uns die Erwartungen mit +11,5 % hingegen weiterhin ambitioniert. Die Bewertungen bewegen sich jedoch im Rahmen historischer Durchschnittswerte.

Euro-EPS-Prognosen für 2025 auf +4 % revidiert, Erwartungen für 2026 noch ambitioniert (+11,5 %)



Quellen: Candriam, LSEG Datastream, Bloomberg©
Diese Grafik zeigt das jährliche Gewinnwachstum im EuroStoxx Index sowie das jährliche BIP-Wachstum der Eurozone.

Anlagechancen: Neupositionierung angesichts nachlassender Zollspannungen

Unsere Strategie ist langfristig ausgerichtet, geografisch diversifiziert und auf Transparenz fokussiert. Der Zyklus ist noch nicht beendet, hat aber eine neue Gestalt angenommen – zahlreiche neue Impulse wirken derzeit. Das verlangt einen flexiblen Ansatz und eine Positionierung, die nicht auf kurzfristige Marktdynamik, sondern auf langfristige strukturelle Veränderungen ausgerichtet ist.

- **Aktien: Insgesamt neutral, ohne bestimmte regionale Präferenzen.** Die Trump-Regierung hat in den Modus der Schadensbegrenzung und Deeskalation gewechselt. Die Aktienmärkte scheinen einen Großteil des makroökonomischen Stresses verarbeitet zu haben, und wir stufen unsere Positionierung auf „Neutral“ hoch. Eine Übergewichtung ist unseres Erachtens noch nicht angebracht, da das Aufwärtspotenzial ohne

Gewinnunterstützung begrenzt bleibt. Wir bevorzugen daher einen breit diversifizierten Faktor- und Sektoransatz. Wir sehen zudem Chancen in Bereichen mit Bezug zu europäischer Infrastruktur und Verteidigung, die weiterhin von fiskalischem Rückenwind profitieren dürften.

- **Fixed Income: Übergewichtete Duration in Europa. Neutral für US-Treasuries. Positiv für Core Sovereigns.** Die EZB wird ihren Lockerungszyklus voraussichtlich fortsetzen. Die Inflation lässt nach, das Wachstum ist schwach, und die handelspolitische Unsicherheit dürfte Spuren hinterlassen. Europäische Anleihen bieten deshalb nach wie vor attraktive Einstiegspunkte. Unsere übergewichtete Durationsposition in Europa, insbesondere bei Staatsanleihen der Kernländer, spiegelt diese Überzeugung wider. Die Spreads der Peripherieländer bleiben stabil, da vor dem Sommer nur mit begrenzten politischen Turbulenzen zu rechnen ist. Wir stellen außerdem fest, dass die Absicherungskosten für Anleger, die nicht auf US-Dollar setzen, die Renditen europäischer Staatsanleihen über das Niveau ihrer US-Pendants gedrückt haben.
- **Leicht untergewichtet in High-Yield.** Die Spreads haben sich endlich ausgeweitet und anschließend wieder verengt. Die technischen und fundamentalen Faktoren im High-Yield-Segment bleiben stark, was uns zu einer Heraufstufung der Anlageklasse um eine Stufe von „Untergewichten“ auf „Leicht Untergewichten“ veranlasst. Wir bleiben vorsichtig, da politische Unsicherheiten und eine fragile Marktstimmung weiterhin erhebliche Hürden für einen substanzielleren Wiedereinstieg in die Anlageklasse darstellen.

- **Gold als strategischer Anker:** Gold bleibt ein starker Hedge in einer Welt, die von geopolitischen Spannungen und volatilen Realzinsen geprägt ist. Trotz hoher nominaler Renditen wird die Goldnachfrage durch Käufe der Zentralbanken und eine veränderte Präferenz bei den Währungsreserven gestützt. Auch die Nachfrage von Privatanlegern und ETFs hat sich verstärkt – getrieben von dem Wunsch der Investoren, sich gegen makroökonomische Extremrisiken abzusichern. Wir behalten unsere übergewichtete Position bei.
- **USD auf dem Hoch, Währungschancen:** Der Dollar bleibt historisch betrachtet stark. Doch mit der erwarteten Zinslockerung durch die Fed und einer nachlassenden Wachstumsdynamik rechnen wir mit einer Abwertung. Wir bleiben übergewichtet in defensiven Währungen wie dem japanischen Yen und sehen Anlagechancen bei den Währungen ausgewählter Schwellenländer, wo die Realzinsen attraktiv sind und die Bilanzen sich verbessern. Deshalb stufen wir auch Schwellenländeranleihen um eine Stufe von „Untergewichten“ auf „Leicht Übergewichten“ herauf.
- **Alternatives und Market-Neutral Strategien:** Angesichts der anhaltenden Volatilität und der asymmetrischen Marktrisiken halten wir an unserer Allokation in marktneutralen und alternativen Strategien fest. Diese Ansätze stabilisieren das Portfolio und ergänzen die traditionelleren und eher direktionalen Exposures.

CANDRIAM HOUSE VIEW UND ÜBERZEUGUNGEN

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

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

	Positionierung (Aktuelle Einschätzung)	Kursgewinn
Globale Aktien	●●●	▲
USA	●●●	▲
EWU	●●●	▲
Europa ohne EWU	●●●	
Japan	●●●	▲
Schwellenländer	●●●	▲
Anleihen	●●●●	
Europa		
Kerneuropa	●●●●	
Europäische Peripherieländer	●●●	
Investment Grade Europa	●●●	
Europa High Yield	●●	▲
USA		
USA	●●●	
USA IG	●●●	
USA HY	●●	▲
Schwellenländer		
HW-Staatsanleihen	●●	▲
LW-Staatsanleihen	●●	▲
Währungen		
EUR	●●●	
USD	●●	▼
GBP	●●●	
AUD/CAD/NOK	●●●	
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.