

## HOUSE VIEW & CONVICTIONS

### Ein Sommer der Impulse

Die Weltwirtschaft befindet sich nach wie vor in einem prekären Balanceakt. Die USA und China haben sich auf eine 90-tägige Aussetzung der Zölle geeinigt, doch die Unsicherheit ist nach wie vor groß, insbesondere da die USA immer noch beachtliche Zölle fordern. Das globale Wachstum wird sich voraussichtlich weiter verlangsamen, da sich die PMI-Indizes für den Fertigungssektor abschwächen, während die Inflationssignale widersprüchlich sind. Zuletzt hat der Konflikt zwischen Israel und dem Iran die Marktaussichten getrübt, da die Ölpreise stark angestiegen sind.

Unser Grundszenario hat sich nicht verändert, da sich das Wachstum in allen wichtigen Regionen abschwächt. Doch die Konfidenzintervalle haben sich ausgeweitet, da die Konjunkturdaten durchwachsen und die Aussagen der politischen Entscheidungsträger gespalten sind. Da sich die Aktienmärkte nahe ihrem jüngsten Höchststand bewegen, halten wir eine neutrale Aktienpositionierung und bevorzugen global den Technologiesektor. In Europa favorisieren wir Industrietitel und in Deutschland setzen wir auf Small und Mid Caps. Bei europäischen Core-Sovereign-Bonds halten wir nach wie vor eine lange Duration. Die aktuelle Situation erfordert ein aktives Management und eine genaue Analyse der sich wandelnden geopolitischen und makroökonomischen Konstellationen in einem gut diversifizierten Portfolio.

### Was sind die wichtigsten Risiken für diese Prognose?

Abgesehen von den Unsicherheiten im Zusammenhang mit den bewaffneten Konflikten in der Ukraine und im Nahen Osten, haben wir drei wesentliche Risiken identifiziert, die auf kurze Sicht negative Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben könnten:

- **US-Handelspolitik:** Trotz Anzeichen der Deeskalation hält die Unsicherheit über die US-Zölle an. Die Prognosesicherheit ist nach wie vor sehr begrenzt. Die Marktstimmung ist fragil, sodass die Volatilität jederzeit wieder aufflammen

könnte – sogar vor dem Ende der 90-tägigen Pause bei den „gegenseitigen“ Zöllen der USA am 8. Juli. Dies könnte das größte Risiko für die Marktentwicklung darstellen.

- **US-Budgetverhandlungen:** Dies ist ein weiteres wichtiges Thema, das insbesondere die Anleihen- und Devisenmärkte beeinflusst. Die aktuellen Diskussionen deuten auf eine Ausweitung des Defizits und mögliche Budgetkürzungen hin, die einkommensschwache Haushalte überproportional belasten könnten. Dadurch könnte der Konsum und die Wirtschaftstätigkeit sowie infolgedessen auch die Unternehmensgewinne unter

Druck geraten. Diese Unsicherheiten könnten zu einer erhöhten Volatilität führen und einem geringeren Vertrauen der Anleger führen.

- **Durchwachsene Makrodaten:** Es ist schwierig, die zugrunde liegende Entwicklung der Wirtschaft, der Inflation und der Politik einzuschätzen. Bisher ist es nicht zu einer harten Landung gekommen, doch das Wirtschaftswachstum verlangsamt sich. Einige Umfragedaten lassen deutliche Anzeichen der Schwäche erkennen, während die Fundamentaldaten relativ stabil geblieben sind. Diese Diskrepanz ist ein seltenes, aber bekanntes Phänomen, das vor allem dann eintritt, wenn bedeutende Schocks das Geschäftsklima und das Verbrauchervertrauen untergraben, während die Produktion und die Lieferketten kurzfristig nicht davon betroffen sind. Letztendlich müssen sich beide Seiten wieder annähern.

### Abkopplung der wirtschaftlichen Überraschungen



Quellen: Candriam, Bloomberg©

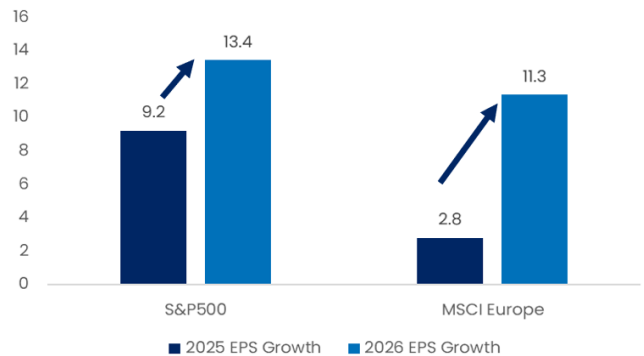
Diese Grafik zeigt die Entwicklung der Überraschungen bei den seit Anfang des Jahres 2023 veröffentlichten harten und weichen Daten in den USA.

### Was würde uns veranlassen, das Risikobudget im Portfolio zu erhöhen oder zu verringern?

Zusätzlich zum Abklingen der Gerüchte in den Konjunkturdaten (durch eine Verbesserung der weichen Daten oder eine Abschwächung der Fundamentaldaten), werden wir die kommenden Wochen die Entwicklung der Gewinnerwartungen genau beobachten. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt erscheinen die Konjunkturprognosen für die

Unternehmensgewinne angesichts unserer Wachstumsprognosen zu optimistisch. Wie wird sich das Gewinnwachstum 2025 entwickeln? Wird sich das Wachstum 2026 gegenüber 2025 beschleunigen?

### Prognosen an das Gewinnwachstum in den USA und Europa für 2025 und 2026, in %

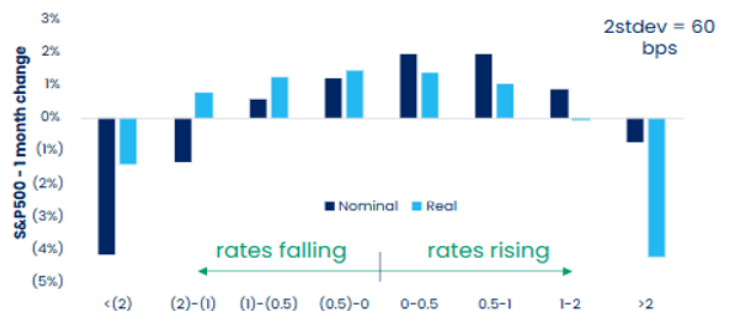


Quellen: Candriam, Bloomberg©, LSEG Datastream

Die Grafik zeigt die aktuellen Prognosen an das Gewinnwachstum in wichtigen Aktienindizes zu beiden Seiten des Atlantiks.

Wir werden auch Signale aus dem Anleihenmarkt auswerten, um das Risikobudget zu steuern. Die Volatilität von Anleihen ist seit Anfang des Jahres gestiegen und ein unverhältnismäßiges Tempo der Veränderungen ist ein wichtiger Faktor für die Entwicklung des Aktienmarktes: Eine Abweichung um 2 Volatitätsstandards innerhalb eines Monats (was 60 Basispunkte bei der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen entspricht) würde ein Risiko für die Aktienmärkte darstellen. Kurz gesagt: Die Stabilität der Aktienmärkte hängt von stabilen Zinsen ab.

### Durchschnittliche einmonatige Rendite des S&P 500 im Vergleich zur Veränderung der Rendite 10-jähriger US-Treasuries



Quellen: Candriam, Bloomberg©, LSEG Datastream

Diese Grafik zeigt die Auf- und Abwärtsbewegungen des S&P 500 über einen Monat (y-Achse) im Vergleich zu steigenden oder fallenden nominalen oder realen Zinsen (x-Achse)

## Risikobereitschaft in einer sich wandelnden Weltordnung.

Unserer Ansicht nach verändert sich die Weltordnung. Dieser Übergang zu einem neuen Gleichgewicht ist derzeit im Gange und die Ankündigungen im Zusammenhang mit dem Handelskrieg sind ein Teil dieser Veränderung. Investoren haben in der jüngeren Vergangenheit bereits ähnliche grundlegende Veränderungen erlebt. Eine schematische Zusammenfassung der letzten Jahrzehnte würde etwa so aussehen:

- **1990er-Jahre: Ende des „Kalten Kriegs“ und der „Friedensdividende“**  
Der Fall der Berliner Mauer markierte das Ende der bipolaren Weltordnung und den Aufstieg liberaler Marktdemokratien. Dank der reduzierten Verteidigungsausgaben und der größeren weltweiten Kooperation konnte das Kapital freier fließen. Dies stärkte den Optimismus und die Investitionen in Schwellenländern. Es war ein Jahrzehnt der Deregulierung, Privatisierung und der expandierenden globalen Märkte – ein grundlegender Wandel für die modernen Anleger.
- **2000er-Jahre: Globalisierung und Delokalisierung prägen das Wachstum**  
Anfang der 2000er-Jahre lief die Globalisierung auf Hochtouren. Der Beitritt Chinas zur WTO im Jahr 2001 löste eine Welle von Offshoring und globaler Lieferkettenintegration aus. Der Aufstieg der Schwellenländer resultierte in neuen Wachstumsmotoren. Eine Folge daraus war, dass die Anleger auf Rohstoffe, Technologie und multinationale Akteure setzten, die von Skalen- und Kosteneffizienzen profitieren.
- **2010er-Jahre: Die „TINA“-Ära nach der Finanzkrise und extrem niedrige Zinsen**  
Die „große Finanzkrise“ von 2008/2009 machte den Weg für eine aggressive Geldpolitik, mit Null- und sogar Negativzinsen frei. Die Marktnarrative wurden von den Zentralbanken bestimmt und traditionelle Ertragsstrategien scheiterten. Da es offenbar keine Alternative zu Aktien gab - das Motto lautete „There is no alternative“ (TINA) – stiegen Risikoanlagen trotz der schleppenden Entwicklung der Wirtschaft. Diese Anlagephase war von passiven Anlagen und liquiditätsorientierten Märkten geprägt.

- **Zurzeit beginnt eine neue, andere Phase**  
Heute können wir beobachten, wie die globale Ordnung zerbricht – und eine zunehmend unsicherere Welt erfordert Flexibilität. Handelskriege, geopolitische Spannungen, Inflationsschocks und politischer Kurswechsel schaffen ein neues Investmentumfeld. Angesichts des sich noch bildenden neuen Gleichgewichts erfordert diese Phase Flexibilität, aktives Management und umsichtiges Eingehen von Risiken.

## Auswirkungen auf die Anlagepolitik

Angesichts der Aktienmärkte, die sich nahe ihrem jüngsten Höchststand bewegen, und mehrerer geopolitischer Unsicherheiten bleiben wir bei unserer ausgewogenen und gut diversifizierten Positionierung und verfolgen weiterhin einen disziplinierten, diversifizierten und auf den Wandel abgestimmten Anlageansatz.

- In Bezug auf Aktien vermeiden wir regionale Verzerrungen und legen den Fokus auf Sektoren und Faktoren – vor allem in Bereichen mit einer guten Ertragsdynamik wie der Technologiebranche und Sektoren, die von der fiskalischen Unterstützung profitieren, wie europäische Infrastruktur- und Verteidigungsunternehmen. Wir sind insgesamt neutral ausgerichtet und der Ansicht, dass eine Übergewichtung noch nicht gerechtfertigt ist, da US-amerikanische und europäische Aktien durch eine gewisse Gewinnermüdung und die politische Unsicherheit belastet werden. Daher bevorzugen wir einen gut diversifizierten Ansatz.
- **Im Fixed-Income-Bereich** setzen wir auf eine lange Duration in Europa und ein neutrales Engagement in US-Treasuries. Wir bevorzugen Investment-Grade-Anleihen gegenüber High-Yield-Anleihen und tendieren aufgrund ihrer Widerstandsfähigkeit und soliden Fundamentaldaten eher zu europäischen Unternehmensanleihen. Im High-Yield-Bereich sind wir aufgrund der engen Spreads und der begrenzten Risikoprämien etwas vorsichtiger. Unsere Einschätzung von Schwellenländeranleihen hat sich etwas



verbessert. Gründe dafür waren die positiven Realzinsen, der schwächere US-Dollar und die Lockerung der Zölle.

- **Das Narrativ vom Höhepunkt des USD ist intakt.** Der Dollar bleibt historisch betrachtet stabil. Doch wenn die US-Notenbank im 2. Halbjahr endlich die Zinsen senken sollte und sich das Wachstum abschwächt, 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 weitere Stufe von „Leicht Untergewichten“ auf „Neutral“ herauf.
- **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.
- **Alternatives und Market-Neutral-Strategien:** Angesichts der anhaltenden Volatilität und der asymmetrischen Marktrisiken halten wir an unserer Allokation in 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<br>(Aktuelle Einschätzung) | Kursgewinn |
|------------------------------|-------------------------------------------|------------|
| <b>Globale Aktien</b>        | ●●●                                       |            |
| USA                          | ●●●                                       |            |
| EWU                          | ●●●                                       |            |
| Europa ohne EWU              | ●●●                                       |            |
| Japan                        | ●●●                                       |            |
| Schwellenländer              | ●●●                                       |            |
| <b>Anleihen</b>              | ●●●●                                      |            |
| <b>Europa</b>                |                                           |            |
| Kerneuropa                   | ●●●●                                      |            |
| Europäische Peripherieländer | ●●●                                       |            |
| Investment Grade Europa      | ●●●●                                      | ▲          |
| Europa High Yield            | ●●                                        |            |
| <b>USA</b>                   |                                           |            |
| USA                          | ●●●                                       |            |
| USA IG                       | ●●●                                       |            |
| USA HY                       | ●●                                        |            |
| <b>Schwellenländer</b>       |                                           |            |
| HW-Staatsanleihen            | ●●●                                       | ▲          |
| LW-Staatsanleihen            | ●●●                                       | ▲          |
| <b>Währungen</b>             |                                           |            |
| 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](http://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.