

## HOUSE VIEW & CONVICTIONS

### Unwiderstehlich

Eine unwiderstehliche Dynamik prägt die globalen Märkte, da Anleger mit einem Paradoxon konfrontiert sind: Steigende Risikowahrnehmung bei gleichzeitig steigenden Vermögenswerten. Wirtschaftsdaten, Handelszölle und geopolitische Signale sorgen weiterhin für Unruhe – dennoch entwickeln sich die Finanzmärkte weiter positiv. Angesichts der zunehmenden Komplexität der Fundamentaldaten erwarten wir, dass die kommenden Wochen Klarheit über die Unternehmensgewinne, das neue Handelsregime und erwartete geldpolitische Wenden bringen werden.

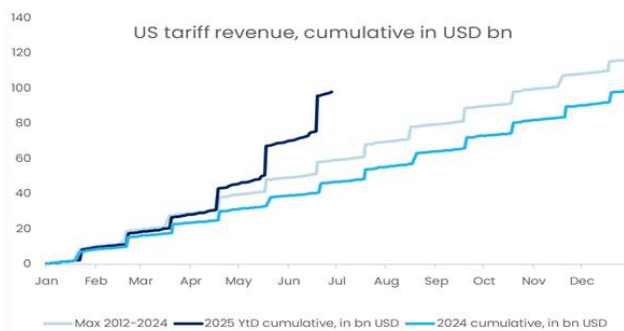
Wir halten insgesamt ein ausgewogenes Engagement in Aktien, identifizieren aber in allen ausgewählten geografischen Regionen und Sektoren attraktive taktische Chancen. Seit dem Beginn des Jahres setzte die Trump-Regierung ihre Wahlversprechen um: Die aggressive Zollpolitik und das Haushaltsgesetz, der sogenannte „Big Beautiful Bill“ haben jetzt bereits einen prägenden Einfluss auf die Devisenmärkte, die Inflationserwartungen und die Prognosesicherheit der Gewinne. Gleichzeitig bleiben die Zentralbanken vorsichtig und bieten Unterstützung, während die Inflationsdaten allmählich negativ überraschen. Das Ergebnis? Ein Umfeld mit geringer Volatilität, hohen Bewertungen und einer Marktentwicklung, die ebenso vom politischen Timing wie von den Konjunkturdaten abhängt.

### Die Kräfte, die dieses Umfeld prägen

Die Finanzmärkte werden durch die Rückkehr der Führungsrolle des US-Technologiesektors und den wachsenden Optimismus über die Wirtschaftsagenda von US-Präsident Donald Trump unterstützt. Der US-Präsident treibt seine Agenda sowohl auf der internationalen Bühne als auch im Inland nachdrücklich voran. Sein Einfluss ist in vielerlei Hinsicht unaufhaltsam geworden. Nur wenige Länder waren in der Lage, sich gegen die von Washington verhängten höheren Zölle zu stemmen und nur wenige Mitglieder des US-Kongresses stimmten gegen das Gesetz. Die Agenda von Trump zeigt Wirkung, und die Anleger nehmen dies zur Kenntnis:

- **Die Einführung eines neuen Handelsregimes.** Die Steuereinnahmen aus dem Zollgeschäft steigen stark an. Die verschiedenen Erhöhungen der sektor- und länderspezifischen Handelszölle seit dem Amtsantritt von Trump im Januar schlagen sich in den Einnahmen an den Grenzen nieder. Ende Juni zeigten die Daten des US-Finanzministeriums, dass die Einnahmen in diesem Jahr bereits höher waren als die Einnahmen der US-Zollbehörde während des ganzen letzten Jahres. Vor dem Inkrafttreten der Zölle im nächsten August machten die jüngsten monatlichen Einnahmen mehr als 300 Mrd. USD aus. Damit tragen sie in nicht unerheblichem Maß zur Finanzierung des teuren Haushaltspakets, des sogenannten „One Big Beautiful Bill Act“ (kurz OBBBA) bei.

## Bedeutende Einnahmen für die US-Zollbehörden



Quellen: Candriam, Bloomberg©  
Die Grafik zeigt die kumulierte tägliche Entwicklung der Zolleinnahmen auf Importe an den US-Grenzen.

- **Der „Big Beautiful Bill“, ein mehrere Billionen Dollar schweres Haushaltspaket.** Schätzungen zufolge könnte der Konjunkturimpuls geringer ausfallen als während der ersten Amtszeit von Donald Trump. Die neuen Steuersenkungsmaßnahmen (z.B. keine Besteuerung von Trinkgeldern und Überstunden) werden sich voraussichtlich auf insgesamt 70 Mrd. US-Dollar belaufen. Abgesehen vom unmittelbaren Konjunkturimpuls lautet die wesentliche Erkenntnis für Anleger: Dass der US-Kongress dieses bedeutende Haushaltspaket innerhalb der ersten sechs Monate der Präsidentschaft von Donald Trump verabschiedete, zeugt von dem bedeutenden politischen Kapital, über das das Weiße Haus derzeit verfügt.
- **Der US-Dollar verzeichnet seine schlechteste Wertentwicklung in einem ersten Halbjahr seit 1973.** Dieses bemerkenswerte Ergebnis verdeutlicht die Veränderung der Wirtschaftspolitik der USA unter der neuen Regierung: Eine eindeutige Folge dieser politischen Veränderung war die markante Schwäche des US-Dollars. Es ist zu beachten, dass eine schwächere Währung eines der erklärten Wahlkampfziele von Donald Trump war. Der US-Dollar war zu lange zu stark gewesen. Dadurch waren US-amerikanische Güter im Ausland weniger konkurrenzfähig, während der starke Dollar billige Importe förderte. Dieser Trend hat sich inzwischen umgekehrt. Die Abschwächung des US-Dollars ist, in vielerlei Hinsicht, ein politischer Erfolg: Sie stärkt die globale Preiswettbewerbsfähigkeit von US-Exporten.

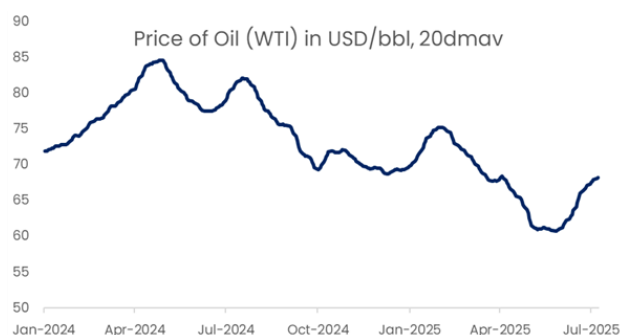
## Der Rückgang des US-Dollar (DXY Index) im 1. Halbjahr war in den letzten 50 Jahren ohne Beispiel



Quellen: Candriam, Bloomberg©  
Die Grafik zeigt die Entwicklung des handelsgewichteten US-Dollars in den ersten sechs Monaten des Jahres seit 1971.

- **Der Ölpreis tendiert abwärts.** Ein weiteres erklärtes Wahlkampfziel waren günstigere Ölpreise. Dieses Ziel wurde ebenfalls erreicht: Die Verbraucher- und Produktionspreise tendierten während des ersten Halbjahres abwärts, was den Konsum und die Aktivität unterstützte. Der Rückgang der Ölpreise war übrigens auf eine höhere Produktion der OPEC+-Länder zurückzuführen, nicht auf eine Zunahme der Bohraktivitäten in den USA. In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass die erste große Auslandsreise von Präsident Trump in seiner zweiten Amtszeit Besuche in Saudi-Arabien, Katar und den Vereinigten Arabischen Emiraten umfasste.

## Der rückläufige Trend des Ölpreises setzte sich 2025 fort



Quellen: Candriam, Bloomberg©  
Die Grafik zeigt die Entwicklung des gleitenden Durchschnitts der Ölpreise (WTI) über 20 Tage seit Januar 2024.

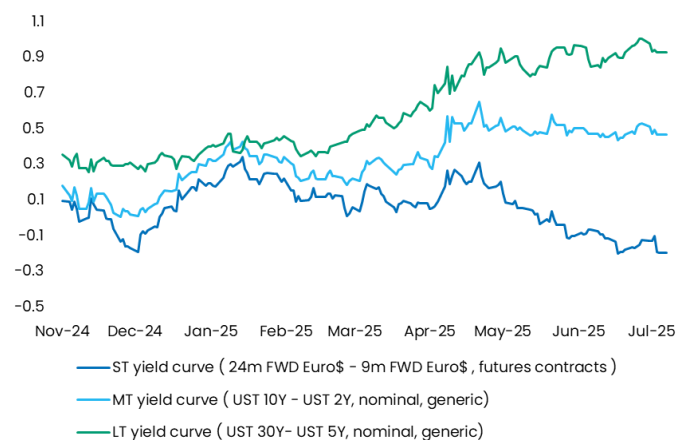
## Was würde uns dazu bewegen, das Risiko zu erhöhen oder zu reduzieren?

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 Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben könnten:

- **Erneute Veränderung des Handelsumfelds:** Die Märkte arrangieren sich mit der umfassenden Zollagenda der USA. Die „weiche“ Frist im Juli wurde mittlerweile verlängert, doch die Richtung ist klar. Sektorspezifische Zölle für Pharmazeutika, Halbleiter und Automobile könnten länger Bestand haben als erwartet. Bisher haben die Märkte diese Entwicklungen recht ruhig aufgenommen. Doch die wirtschaftlichen Auswirkungen – über die Margen, Preise und Investitionsabsichten – dürften sich später bemerkbar machen. Andererseits wären wir versucht, das Risiko anzuheben, wenn die USA und die EU eine konkrete und glaubwürdige Waffenruhe im Handelskonflikt vereinbaren würden. Dies würde die Unsicherheit verringern und die Margen stützen.
- **Bewertungen und Ertragsstabilität:** Der S&P 500 und der Nasdaq notieren nahe an ihren höchsten Kurs-Gewinn-Verhältnissen im Zyklus und der Optimismus über die Gewinne hält an, obwohl Frühindikatoren wie die Neubestellungskomponente im ISM-Index allmählich nachgeben. Die Diskrepanzen treten deutlich zutage: Zykliker entwickeln sich besser als defensive Werte, obwohl sich die Umfrageergebnisse abschwächen. Diese Asymmetrie zwischen den Fundamentaldaten und den Kapitalströmen schafft eine heikle Spannung, die nur so lange Bestand haben kann, wie die Wachstumserwartungen nicht infrage gestellt werden. Eine gute Berichtssaison für das 2. Quartal im Juli und August könnte einen Impuls für die Verlängerung des Anlagehorizonts und die Anhebung des Risikobudgets geben.
- **Zinserwartungen vs. Haltung der Zentralbanken:** In den USA und Europa wird eine moderatere Geldpolitik erwartet

als die Entscheidungsträger andeuten. Die Realzinsen haben sich abgeschwächt, die Breakeven-Raten sind nach wie vor gut verankert und die Volatilität ist verhalten. Diese Ruhe an den Märkten steht jedoch im Widerspruch zu einem Umfeld, in dem die US-Notenbank (Fed) unter politischem Druck steht und die Europäische Zentralbank (EZB) zur gleichen Zeit mit einer Konjunkturabkühlung und einer fiskalpolitischen Expansion in Deutschland konfrontiert ist. Wir beobachten, dass die Markterwartungen an Zinssenkungen der Fed in der nächsten Zeit zu einer invertierten kurzfristigen Renditekurve geführt haben: Dieses Segment hat sich eindeutig vom Rest der Kurve abgekoppelt. Abgesehen von den geldpolitischen Sitzungen der Fed und der EZB Ende Juli sollten die Anleger die Ergebnisse des Zentralbanksymposiums in Jackson Hole im August analysieren.

### Diskrepanzen unter verschiedenen Laufzeitbereichen der Renditekurven, Zinsdifferenz in Prozentpunkten



Quellen: Candriam, Bloomberg©

Die Grafik zeigt die Steilheit der kurz-, mittel- und langfristigen US-Renditekurven, in %.

## Auswirkungen für die Kapitalanlage

Insgesamt beobachten wir einen Markt, der von unaufhaltsamen Kräften bestimmt wird: einer expansiven Haushaltspolitik, einem Handelsdrama, der Erwartung einer moderaten Geldpolitik der Zentralbanken und politischem Kapital. Die scheinbare Ruhe aufgrund enger Spreads, stabiler Zinsen und steigenden Aktienkursen verbirgt sich eine zugrunde liegende Instabilität. Während die Risiken von der Inflation auf das Wachstum und von Maßnahmen zur Politik umschwenken, wird ein aktives Portfoliomanagement entscheidend sein.

**Bei Aktien** bleiben wir neutral und gut diversifiziert aufgestellt, wobei wir Aktien mit Bezug zu Technologie und künstlicher Intelligenz (KI) sowie deutsche Mid Caps und europäische Industriewerte bevorzugen. Diese Bereiche bieten eine bessere Ertragsdynamik und politische Prognosesicherheit als US-Zykliker, die unseres Erachtens ein allzu optimistisches Szenario eskomprieren. Japan bleibt ein strukturell attraktiver Markt, obwohl ein stärkerer Yen und Handelsspannungen kurzfristige Belastungen darstellen.

**Im Fixed-Income-Bereich** ist unsere Positionierung auf eine etwas längere Duration bei europäischen Staatsanleihen und ein neutrales Engagement in US-Treasuries ausgerichtet. Kredittitel bleiben eine wichtige Allokation: Wir bevorzugen Investment-Grade-gegenüber High-Yield-Werten, insbesondere in Europa, wo die Fundamentaldaten stärker und die Spreads attraktiver sind. Wir diversifizieren nach wie vor über Schwellenländeranleihen, die durch positive Realzinsen, die für einen attraktiven Carry sorgen, und eine Abschwächung des USD unterstützt werden.

**Im Währungsbereich** bevorzugen wir den japanischen Yen und halten nach wie vor selektive Long-Positionen in Schwellenländerwährungen, bei denen die Realzinsen und die Fundamentaldaten passen. Im US-Dollar bleiben wir untergewichtet.

**Engagement, alternative Anlagen und marktneutrale Strategien:** In einer Welt, die von geopolitischen Spannungen und volatilen Realzinsen geprägt ist, bleiben Gold und Silber wirksame Absicherungen. Zudem nimmt die Nachfrage von Zentralbanken, Privatanlegern und ETFs zu, da sich die Anleger gegen gesamtwirtschaftliche Extremrisiken absichern möchten. Angesichts der anhaltenden Volatilität und der asymmetrischen Marktrisiken halten wir auch 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<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.