

## HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Juli 2026

### Ruhe bewahren und weitermachen

Der globale Zyklus holt noch immer Luft. Der globale PMI legte im Juni nur geringfügig zu und steht weiterhin im Einklang mit einem aktuellen Wachstum von rund 2,5 % in Q2, nach etwas mehr als 3 % vor dem Krieg im Iran. Unter dieser schwachen Gesamtzahl zeichnet sich eine Rotation ab: Dienstleistungen erholen sich von einer niedrigen Basis, während das verarbeitende Gewerbe an Schwung verliert, da der Bedarf an Lageraufbau nachlässt. Die Unternehmensleitungen beurteilen diese Verschiebung vorsichtig. Die Auftragsbücher festigen sich, doch Produktions- und Einstellungspläne bleiben zurückhaltend, und da der globale Arbeitsmarkt nahezu stagniert, bleibt das Vertrauen der Haushalte schwach.

### Das Wachstum holt Luft

Die Geopolitik steht weiterhin im Zentrum der Entwicklung. Die Verhandlungen zwischen den USA und dem Iran verlaufen erwartungsgemäß chaotisch und langwierig, doch die jüngsten Spannungen haben den Prozess bislang nicht entgleisen lassen. Diese relative Stabilität sollte es dem Ölpreis ermöglichen, sich bis zum Jahresende etwas über 70 US-Dollar einzupendeln – eine Entlastung, die über dieselben Kanäle wirkt, die heute den Zyklus belasten: Sie stützt die Kaufkraft der Haushalte und trägt dazu bei, das Vertrauen der Einkaufsmanager wiederherzustellen. Auf dieser Grundlage dürfte sich das Wachstum im H2 moderat erholen und zum Jahreswechsel 2026/2027 wieder bei etwa 3

%+ liegen. Bei der Inflation zeigt sich eine parallele Geschichte einer allmählichen Entspannung. Die globale Inflation, die im Juni bei 3,5 % lag, hat ihren Höhepunkt wahrscheinlich erreicht, und Zweitrundeneffekte sollten angesichts des schwachen Wachstums, begrenzter Preissetzungsmacht der Unternehmen und geringerer Lohnverhandlungsmacht begrenzt bleiben. Dieser Hintergrund prägt bereits das Verhalten der Zentralbanken. Mehrere, darunter die EZB, haben erneut begonnen, die Leitzinsen anzuheben, doch das Ausmaß der Straffung sollte begrenzt bleiben.

Das regionale Bild verleiht diesem globalen Durchschnitt zusätzliche Nuancen. Die USA verbrachten H1 damit, einen Benzinpreisschock zu absorbieren, der die

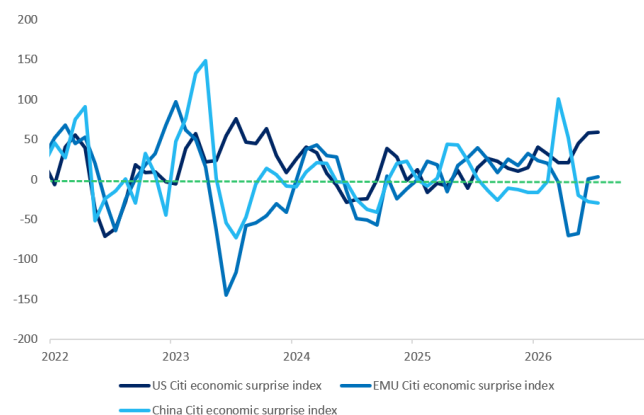
Kaufkraft der Haushalte belastete, während die Unternehmensinvestitionen robust blieben. Diese Divergenz beginnt sich nun zu schließen: Die Beschäftigung zieht wieder an und billigeres Benzin sollte einen Teil der Konsumkaufkraft wiederherstellen, während hohe Margen, anhaltende Produktivitätsgewinne und Investitionen in Technologie weiterhin als struktureller Rückenwind wirken. In unserem Basisszenario erwarten wir für die USA ein Wachstum von 2,2 % im Jahr 2026 und 2,1 % im Jahr 2027.

Europas Entwicklung verläuft in die andere Richtung, von Schwäche hin zu Erholung. Die Region kommt aus einer technischen Rezession, mit einem nahezu stagnierenden Wachstum in H1, doch die Vertrauensindikatoren zogen im Juni von einer niedrigen Basis ausgehend an. Billigere Energie sollte die Haushalte ähnlich wie in den USA entlasten, und auf der geldpolitischen Seite liegt die Zinserhöhung der EZB vom Juni hinter uns; die Zentralbank hat ihren Ton seither abgeschwächt. Wir erwarten ein Wachstum von 0,5 % im Jahr 2026, das 2027 auf 1,3 % steigt, da sowohl Investitionen als auch eine Konsumerholung beitragen.

China verlangsamte sich unterdessen im Q2, da die Binnennachfrage und die öffentlichen Ausgaben an Dynamik verloren. Die zugrunde liegenden Signale halten sich jedoch besser, als diese Verlangsamung vermuten lässt: Der Elektronikzyklus bleibt widerstandsfähig und die Immobilienpreise stabilisieren sich. Dennoch erwarten wir für 2026 ein Wachstum von 4,5 %, im Einklang mit dem Konsens. In allen drei Regionen lässt die Inflation nach, und diese gemeinsame Entlastung gibt der Fed, der EZB und der PBoC

letztlich den Spielraum, geduldig zu bleiben, statt vorschnell zu handeln.

### **Das US-Wachstum überrascht weiter positiv, während Europa mit der Erholung begonnen hat und China sich stabilisiert**



Quellen: Candriam, LSEG Datastream, Bloomberg©

Diese Grafik zeigt die Entwicklung der Überraschungen bei Veröffentlichungen von Wirtschaftsdaten gegenüber den Konsenserwartungen in den USA, im Euroraum und in China in den vergangenen vier Jahren. Ein positiver Wert zeigt ein Wirtschaftswachstum über den Erwartungen an, während ein negativer Wert auf ein schwächer als erwartetes Wachstum hinweist.

### **Die eigene Agenda des Marktes**

Vor diesem Hintergrund nachlassender Inflation und einer moderaten Wachstumserholung haben die Märkte bereits begonnen, über die makroökonomische Entwicklung hinaus auf ihre eigenen Dynamiken zu blicken. Aktien sind in eine stärker Unternehmensspezifisch geprägte Phase eingetreten. Erneute Angriffe im Umfeld Irans lösten eine Risk-off-Phase aus und erinnerten daran, dass die Waffenruhe fragil bleibt, auch wenn wir weiterhin davon ausgehen, dass sie vorerst Bestand haben wird. Momentum-Titel, die seit dem US-Iran-Memorandum zurückgeblieben waren, erholten sich. Die Korrektur im Technologie- und Halbleitersektor baute einen Teil des zuvor im Jahr aufgebauten Optimismus ab. Die Indexvolatilität blieb niedrig, doch die Differenzierung zwischen Aktien und

Faktoren nahm deutlich zu. Die Positionierung bleibt erhöht, sodass der Sommer noch weitere Phasen erhöhter Nervosität mit sich bringen könnte.

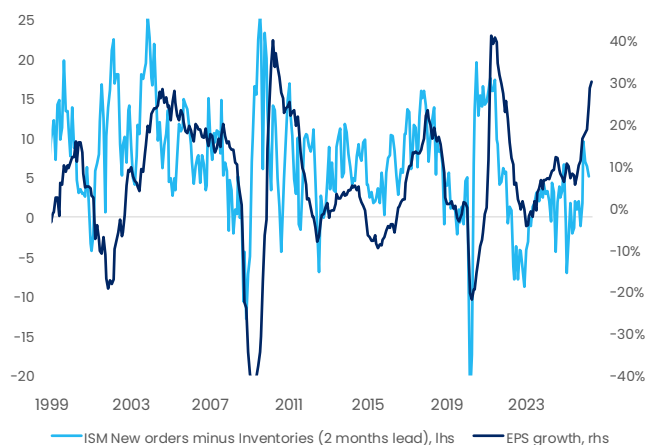
Von nun an tragen die Gewinne die entscheidende Verantwortung. Die Ergebnisse von Q2 werden zeigen, ob der KI-Capex-Zyklus die aktuellen Bewertungen weiterhin rechtfertigen kann. Allein Unternehmen aus dem Bereich der KI-Infrastruktur dürften rund 60 % des EPS-Wachstums im S&P 500 beisteuern. Der Trade „schwere Vermögenswerte, geringe Obsoleszenz“ hat bereits seine erste Etappe geliefert und einen Großteil der Bewertungslücke zwischen kapitalintensiven und kapitalleichten Gewinnern geschlossen. Die nächste Etappe dürfte stärker von der tatsächlichen Gewinnentwicklung und weniger von einer Neubewertung abhängen. Dadurch dürfte innerhalb dieses Investmentthemas die Differenzierung zunehmen, anstatt dass sich die Entwicklung auf breiter Front fortsetzt. Auch das Aktienangebot steigt, durch Mega-Cap-Börsengänge und europäische Emissionen. Aktienrückkäufe sowie M&A, gestützt durch starke Bilanzen, dürften dieses Angebot weiterhin gut aufnehmen.

Die Zinsmärkte durchlaufen ihre eigene Anpassung. Die EZB hat die Leitzinsen bereits erneut angehoben und die Fed hat ihren Ton verschärft, wenngleich das Ausmaß der Straffung begrenzt bleiben sollte, sofern die Disinflation anhält. Langfristige Renditen haben wenig Spielraum zu fallen, aber auch wenig Spielraum zu steigen – ein Gleichgewicht, das bereits eingepreist ist. Sorgen um die Laufzeitprämie bleiben angesichts der umfangreichen Emissionstätigkeit der öffentlichen Hand in den USA, Europa und Japan bestehen und

sprechen weiterhin für eine selektive Positionierung bei der Duration. Carry bleibt vorerst die wichtigste Renditequelle im Anleihebereich. Creditspreads liegen leicht über den Niveaus vor dem Krieg im Iran und lassen etwas Raum für eine weitere Einengung, während europäische Kernstaatsanleihen von einem vergleichsweise besseren Wachstums- und Inflationsmix als die USA profitieren.

Rohstoffe vervollständigen das Bild. Öl ist aufgrund erneuter Spannungen am Golf wieder gestiegen, nachdem es von seinen Mai-Hochs stark gefallen war, und dürfte weiterhin eine geopolitische Risikoprämie enthalten, solange die Verhandlungen chaotisch und langwierig bleiben. Gold hat sich von seinen Hochs zurückgezogen, dürfte den Portfolios langfristig aber weiterhin Stabilität verleihen.

### **Die erwarteten EPS beschleunigen weiter deutlich über den US-ISM-Niveaus...**



Quellen: Bloomberg®, LSEG Datastream, Candriam

Diese Grafik zeigt die Entwicklung der erwarteten EPS-Niveaus im vergangenen Jahrzehnt.

## Multi-Asset-Strategie

Die zweite Jahreshälfte verlangt von den Märkten, zwei Zeithorizonte gleichzeitig im Blick zu behalten. Die Verhandlungen bleiben chaotisch, die Gewinne müssen weiterhin überzeugen, und die Volatilität wird die Überzeugung der Anleger auf die Probe stellen. Doch das Kapital hat seine Wahl bereits getroffen. Es fließt weiter in Anlagen, die von Knappheit und intensivem Wettbewerb profitieren, und diese Geduld – mehr als jeder einzelne Datenpunkt – sollte die Portfolios durch das aktuelle Marktumfeld tragen.

### Aktien

Wir gehen mit einer leichten Übergewichtung in Aktien in die zweite Jahreshälfte, vor allem in Japan und Schwellenländern während wir die USA neutral halten.

Diese neutrale Haltung spiegelt unsere Sicht auf den US-Technologiesektor wider, der rund die Hälfte des breiten US-Marktes ausmacht. Da bis zum Abschluss der Q2-Berichtssaison Ende Juli nur wenige Katalysatoren zu erwarten sind, sehen wir derzeit wenig Grund, das Exposure weiter auszubauen. Japan ist der Markt, in dem wir das größte Aufwärtspotenzial sehen: Eine vorsichtige BoJ und unterstützende Regierungsinitiativen sollten das Umfeld im H2 günstig halten. Gleichzeitig bietet der Markt ein konzentriertes Exposure gegenüber KI-Gewinnern in den Sektoren Halbleiter, Rechenzentrumsinfrastruktur und Automatisierung, gestützt durch weltweit führende Unternehmen in Robotik und Industrieausrüstung. Dadurch ist Japan gut positioniert ist, von der nächsten Phase KI-getriebener Produktivitätssteigerungen zu profitieren. Schwellenländer behalten ihre

leichte Übergewichtung für H2 ebenfalls bei, wobei Selektivität die entscheidende Disziplin bleibt, da ein starkes Technologie-Exposure die Region stützt. Europa bleibt dagegen zu Beginn von H2 neutral: Niedrigere Energiepreise sollten etwas Unterstützung bieten, doch die Sektorstruktur der Region macht sie weniger auf die Themen ausgerichtet, die unserer Ansicht nach die Märkte in den kommenden Monaten dominieren werden, auch wenn die deutschen Fiskalausgaben im Jahresverlauf an Dynamik gewinnen dürften – ein Trend, den es bis zum Jahresende zu beobachten gilt.

Über Faktoren und Sektoren hinweg bevorzugen wir im H2 Unternehmen, die von Investitionszyklen profitieren, sei es durch KI oder staatliche Investitionsprogramme. Wir behalten eine konstruktive Positionierung im Gesundheitswesen sowie gegenüber EU- und US-Mid-Caps und Industriewerten bei. Diese dürften in der zweiten Jahreshälfte vergleichsweise widerstandsfähig gegenüber Schwankungen staatlicher Ausgabenprogramme und Deregulierungsmaßnahmen bleiben.

### Staatsanleihen

Bei Staatsanleihen gehen wir mit einer Long-Position in der Duration europäischer Kernstaatsanleihen in H2. Der Krieg im Iran löste Anfang dieses Jahres eine inflationsgetriebene Neubewertung an den Märkten aus und trieb die Inflationserwartungen aufgrund von Energie- und Lieferstörungen nach oben. Die Erwartungen an eine Lockerung durch die EZB, die zu Jahresbeginn weit gelaufen waren, haben sich seither umgekehrt, und wir glauben, dass diese Bewegung mit Blick auf H2 zu weit gegangen ist. Wir konzentrieren uns weiterhin auf hochwertige

europäische AAA-Kernstaatsanleihen, bei denen sowohl die Glaubwürdigkeit der Finanzpolitik als auch der Zentralbank intakt ist. US-Treasuries stehen für H2 auf der anderen Seite des Trades. Starkes Wachstum, KI-Capex sowie ein inflationärer Impuls, kombiniert mit Defizitsorgen, den Aufwärtsdruck auf die US-Renditen aufrechterhalten; daher bleiben wir leicht short.

### **Unternehmensanleihen**

Unternehmensanleihen gehen vorsichtiger in H2. Europäische Investment-Grade-Spreads haben sich kaum bewegt – nicht genug, um eine breite Bewertungsgelegenheit zu eröffnen, solange die Makrounsicherheit erhöht bleibt. Die Fundamentaldaten bleiben solide, doch die Sensitivität gegenüber höheren Zinsen spricht für Neutralität statt für eine klare Übergewichtung in der zweiten Jahreshälfte; daher bevorzugen wir Selektivität. Wir halten Investment Grade sowohl in den USA als auch in Europa neutral. High Yield wirkt zu Beginn von H2 fragiler: Abflüsse und steigendes Angebot belasten die technischen Faktoren, sodass wir gegenüber Europa neutral und gegenüber den USA negativ bleiben.

Schwellenländeranleihen sind der Bereich, in dem wir das attraktivste Chance-Risiko-Profil für H2 sehen. Staatsanleihen in lokaler Währung profitieren von einem Trend zur Einengung der Spreads, der sich erneut entfaltet und bis zum Jahresende Raum für weitere Einengungen bietet. EM-Währungen erscheinen gut positioniert, um von erneuter Dollarschwäche zu profitieren. Gleichzeitig verleiht eine Rendite bis zur Fälligkeit von rund 7 % der Position einen attraktiven Carry und macht sie zu einem interessanten Diversifikator für H2.

### **Alternative Investments**

Alternative Investments vervollständigen unsere H2 Positionierung. Diversifikation verdient zudem eine breitere Definition: Gold und strategische Metalle bleiben wertvolle Portfoliobausteine, insbesondere als Profiteure des oben diskutierten strukturellen Investitionszyklus.

### **Währungen**

Währungen folgen mit Blick auf H2 derselben Logik wie Rohstoffe. Das aktuelle Marktumfeld begünstigt Währungen, die an Sachwertegekoppelt sind, daher halten wir Long-Positionen in AUD, NOK und BRL. Darüber hinaus halten wir für die zweite Jahreshälfte eine Long-Position in JPY.

## CANDRIAM HOUSE VIEW & CONVICTIONS

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

|               |       |                       |   |
|---------------|-------|-----------------------|---|
| Stark positiv | ●●●●● | Keine Änderung        | ▶ |
| Positiv       | ●●●●  | Reduzierte Exposition | ▼ |
| Neutral       | ●●●   | Erhöhte Exposition    | ▲ |
| Negativ       | ●●    |                       |   |
| Stark negativ | ●     |                       |   |

|                           | Positionierung<br>(Aktuelle Einschätzung) | Veränderung |
|---------------------------|-------------------------------------------|-------------|
| <b>Globale Aktien</b>     | ●●●●                                      |             |
| <b>Vereinigte Staaten</b> | ●●●                                       | ▼           |
| <b>EMU</b>                | ●●●                                       |             |
| <b>Europa ex-EMU</b>      | ●●●                                       |             |
| <b>Japan</b>              | ●●●●                                      | ▲           |
| <b>Schwellenländer</b>    | ●●●●                                      |             |
| <b>Anleihen</b>           | ●●●                                       |             |
| <b>Europa</b>             |                                           |             |
| Kerneuropa                | ●●●●                                      |             |
| Peripheres Europa         | ●●●                                       |             |
| Europa Investment Grade   | ●●●                                       |             |
| Europa High Yield         | ●●●                                       |             |
| <b>Vereinigte Staaten</b> |                                           |             |
| Vereinigte Staaten        | ●●●                                       |             |
| USA IG                    | ●●●                                       |             |
| USA HY                    | ●●                                        |             |
| <b>Schwellenländer</b>    |                                           |             |
| Staatsanleihen HC         | ●●●                                       |             |
| Staatsanleihen LC         | ●●●●                                      |             |
| <b>Währungen</b>          |                                           |             |
| <b>EUR</b>                | ●●●                                       |             |
| <b>USD</b>                | ●●                                        |             |
| <b>GBP</b>                | ●●●                                       |             |
| <b>AUD/CAD/NOK</b>        | ●●●                                       |             |
| <b>JPY</b>                | ●●●●                                      |             |

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.