

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Tax Americana

Der April 2025 stellt einen Wendepunkt in der globalen Wirtschaftsgeschichte dar. Nach der drastischen Zollerhöhung der USA - die als „Liberation Day“ bezeichnet wurde - sehen sich Investoren mit den Auswirkungen einer protektionistischen Wende konfrontiert. Diese Zölle werden zwar als Hilfsmittel für den Handel dargestellt, stellen für die amerikanischen privaten Haushalte und Unternehmen jedoch in Wirklichkeit eine zusätzliche Steuerlast dar. Der durchschnittliche Zollsatz auf US-Importe beträgt jetzt ca. 20 %, was einem Anstieg von 2,5 % seit Ende 2024 entspricht. Wir betrachten dies als einen wichtigen konjunkturellen Wendepunkt, der den Weg für eine Neubewertung des Risikos in den verschiedenen Anlageklassen, Regionen und Währungen ebnet. Aus diesem Grund passen wir unsere Multi-Asset-Strategie neu an. Die USA befinden sich nun im Epizentrum der politischen Unsicherheit und des Wirtschaftsrisikos, während Europa dank seiner proaktiven fiskalpolitischen Maßnahmen als sicherer Hafen gilt. Unsere Asset-Allokation trägt diesen Unterschieden Rechnung: Long-Position in der Duration von Staatsanleihen aus europäischen Kernländern, Untergewichtung vor allem in US-Aktien mit allgemein eher einer Untergewichtung in Aktien, Vorsicht bei Unternehmensanleihen und opportunistisch bei Währungen und Gold.

Liberation Day: Drei Schockwellen

Die Einführung umfassender US-Zölle hat wirtschaftliche Auswirkungen auf drei dominante Bereiche:

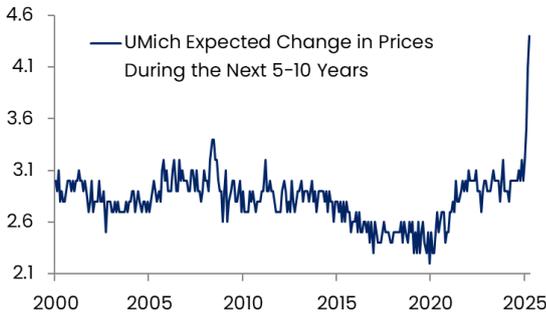
- **Höhere Preise:** Diese Zölle wirken sich von Natur aus inflationär aus, insbesondere in importintensiven Branchen. In den Bereichen Pharmazie, Automobil und Metall steigen die Kosten für Rohstoffe, was die Rentabilität der Unternehmen und die Kaufkraft der Haushalte schmälert.
- **Höhere Unsicherheit:** Die mangelnde Transparenz sowie auch die Vielzahl an politischen Kurswechsellern hat zur Folge, dass die Entscheidungen zum Kapitaleinsatz auf Eis gelegt werden. Unternehmen verzögern ihre Investitionen, Lagerbestände sind unangemessen und

die globalen Lieferketten stehen vor erneuten Unterbrechungen.

- **Strengere Finanzierungsbedingungen:** Da die rückläufigen Märkte ein schwächeres Wachstum sowie unbeständige Gewinne einpreisen, werden die wirtschaftlichen Bedingungen strenger. Dies ist an den sich ausweitenden Credit Spreads, den steileren Renditekurven und der Risikoaversion an den Aktien- und Währungsmärkten abzulesen.

Zusammengefasst untergraben diese Faktoren das Vertrauen und erhöhen die Wahrscheinlichkeit eines von den USA angeführten Wirtschaftsabschwungs. Die Befürchtungen einer „Trumpzession“ nehmen im Vergleich zum Vormonat weiter zu.

Höhere Preise verringern das Realeinkommen der Verbraucher und belasten die Ausgaben der Privathaushalte



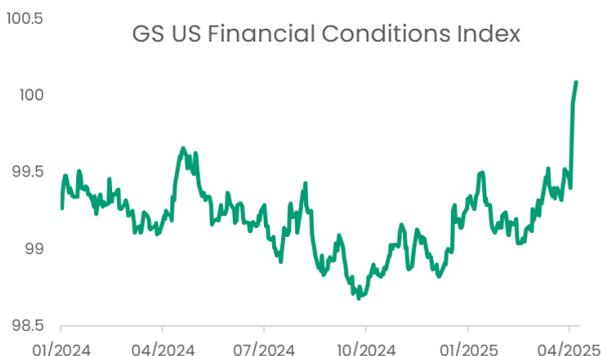
Quellen: Candriam, Bloomberg©
Die Grafik zeigt die Entwicklung der erwarteten Veränderung der Verbraucherpreise in den USA in den kommenden 5-10 Jahren laut einer Umfrage der Universität Michigan bei den privaten Haushalten.

Höhere handelspolitische Unsicherheit belastet die Entscheidungen zu Unternehmensinvestitionen und führt zu sinkenden Bewertungen



Quellen: Candriam, Bloomberg©
Diese Grafik zeigt die Entwicklung des Index für handelspolitische Unsicherheit in den USA.

Strengere finanzielle Bedingungen werden Investitions- und Personalentscheidungen verzögern, könnten die Zentralbanken jedoch zwingen, einzugreifen



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

Tax Americana im Wandel

Der willkürliche Ansatz der Regierung bei der Verabschiedung neuer Zölle auf US-Importe überraschte die Märkte, weshalb wir mittlerweile mehr Fragen als Antworten haben. Wir haben allerdings mehrere Risikobereiche identifiziert, die in der aktuellen entscheidenden Phase genau beobachtet werden sollten.

- Verschlechterung des US-Wachstums:** In unserem Basisszenario erwarten wir eine deutliche Verlangsamung des US-BIP von 2,8 % im Jahr 2024 auf 1,4 % im Jahr 2025 und dann auf 0,4 % im Jahr 2026, da die Zölle, die Steuerlast und die schwachen privaten Investitionen zusammenfließen. Der Arbeitsmarkt ist zwar immer noch robust, schwächt aber ab. Der Konsum wird schwächer und die Frühindikatoren wie die ISM-Geschäftsumfragen und das Verbrauchervertrauen sind erheblich gesunken. Die durch die Zölle ausgelöste Belastung ist besonders in den auf den Welthandel ausgerichteten Sektoren und verbrauchersensiblen Branchen ersichtlich, die nun mit niedrigeren Margen zu kämpfen haben.
- Gewinne in Gefahr:** Die Prognosen der Unternehmen für das Jahr 2025 werden nach unten korrigiert, was vor allem in der Technologie sowie der Industrie der Fall ist. Die Aktienausswahl bei US-Aktien wird von entscheidender Bedeutung sein, da die durch die Zölle ausgelöste Margenverringern und die unsicheren fiskalpolitischen Aussichten das Vertrauen in der Wirtschaft belasten. In der Zwischenzeit sollten die Anleger sich auf niedrigere Gewinnprognosen gefasst machen, wobei besonders die am stärksten den Importkosten und der Volatilität der Lieferketten ausgesetzten Unternehmen betrachtet werden sollten.
- Anfällige Unternehmensanleihen:** Die High-Yield-Spreads, sowohl in den USA als auch in Europa, haben sich ausgeweitet. Wir schätzen High Yield nach wie vor als das schwächste Glied im Anleihenbereich ein. Wir erwarten, dass die Fundamentaldaten sich erheblich verschlechtern werden. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die durch die Politik ausgelöste Veränderung der Stimmung weiteren Stress mit sich bringen und zu Zahlungsausfällen führen könnte. Im

Segment US High Yield könnte der Großteil der Emittenten, die zur Rohstoffkomponente gehören, eine zusätzliche Belastung darstellen, da der Ölpreis stark gefallen ist. Unsere vorsichtige Positionierung spiegelt sich in einer Untergewichtung von High Yield sowohl aus den USA als auch aus Europa wider sowie in Schwellenländeranleihen. Dagegen ist eine längerfristige Positionierung in deutschen Staatsanleihen weiterhin gerechtfertigt, da längerfristige disinflationäre Kräfte wirken und sie zu den wenigen "safe Haven" gehören.

- **Geopolitische Spaltung:** Zweifellos hat sich die Kluft zwischen den USA und China vertieft. Chinas Vergeltungsmaßnahmen - darunter Exportbeschränkungen für seltene Erden und Einfuhrlicenzierung - verdeutlichen die systemischen Risiken anhaltender Handelskriege. Auch Kanada hat mit Gegenmaßnahmen reagiert und damit die Spannungen verschärft. Diese Entwicklungen führen zu mehr Unsicherheit und behindern den Welthandel, wobei insbesondere die integrierten Fertigungssysteme in Nordamerika und Asien betroffen sind.
- **Rohstoffe und Währungen:** Die Industriemetalle und Öl waren rückläufig, was von schwächeren Nachfrageerwartungen zeugt, während Gold weiter einer der größten Nutznießer der Flucht in die Qualität ist. Chancen bieten sich in Währungen wie dem japanischen Yen (JPY). Unserer Ansicht nach ist insbesondere der Yen nach wie vor eine entscheidende Portfolioabsicherung in einem Umfeld mit steigender Volatilität.

Chancen inmitten von Unsicherheiten

„Tax Americana“ erfasst dieses neue Umfeld - eine Welt, in der die Unvorhersehbarkeit der Wirtschaftspolitik sich mit Finanzierungsbedingungen und geopolitischer Spaltung überschneidet und den privaten Haushalten und Unternehmen in den USA zugleich höhere Kosten auferlegt. Unsere Allokation zeugt von einem disziplinierten, zukunftsorientierten Ansatz. Da die Rezessionsrisiken zunehmen und die Risikoprämien steigen, halten wir an einer

defensiven Positionierung fest und setzen auf Duration, defensive Aktien und alternative Anlagen. Ein taktisches Exposure in Währungen und Rohstoffen bietet die notwendige Flexibilität, um dieses volatile Umfeld zu bewältigen. Während die globalen Märkte diesen protektionistischen Wendepunkt verdauen, ist ein aktives und flexibles Portfoliomanagement von wesentlicher Bedeutung. Zu Beginn des Q2 2025 zeichnet sich unser Ansatz durch Resilienz und Vorsicht aus, mit einem Fokus auf die Fundamentaldaten. Die zentralen Themen bei der Zusammenstellung unserer Portfolios lassen sich wie folgt zusammengefasst:

- **Europa als fiskalpolitischer Anker:** Im Gegensatz zum Umfeld in den USA mit neuen Zöllen und fiskalpolitischer Unsicherheit verfolgt Europa einen proaktiven Ansatz der fiskalpolitischen Expansion. Der europäische Infrastrukturplan im Wert von 500 Mrd. EUR und das steigende Verteidigungsbudget in der EU stellen wichtige Rückenwinde dar, die den Schock für das Wachstum in der EU etwas abfedern dürften. Diese Initiativen heben die Gewinnerwartungen an, insbesondere für Mid Caps aus der Industrie und auf die Rüstung ausgerichtete Aktien. Zudem könnten sie europäischen Vermögenswerten einen gewissen Auftrieb verleihen, die mittlerweile im Jahr 2025 positiv von ihren US-Pendants abweichen.
- **Duration der Staatsanleihen und politische Unterschiede:** An den Anleihenmärkten der europäischen Kernländer gibt es attraktive Durationschancen. Die Inflation lässt nach und es wird erwartet, dass die EZB ihre Geldpolitik weiter lockern wird, weshalb die Bundesanleihen und Staatsanleihen aus anderen Kernländern weiter im Rampenlicht stehen. Unsere Long-Position in deutschen Staatsanleihen ist trotz der kurzfristigen Volatilität weiterhin ein wichtiger Bestandteil der Allokation. In den USA erwarten die Märkte zwar eher mehrere Zinssenkungen, da die Wachstumsängste bei den Erwartungen an die Geldpolitik die Oberhand gewinnen, wir gehen jedoch weiterhin vorsichtig vor.
- **Defensive Ausrichtung bei Aktien:** Wir bevorzugen weiterhin Sektoren mit Preismacht und stabilen Dividenden - das Gesundheitswesen in den USA, Versorger und Basiskonsumgüter in Europa. Diese

Sektoren haben bei breiteren Aktienrückgängen einen Schutz geboten. Wir haben zwar das Aktienexposure insgesamt verringern, halten bei europäischen Aktien ohne EMU aufgrund der Gewinnkorrekturen jedoch an einer neutralen Ausrichtung fest.

- **Währungen:** Wir schätzen die langfristigen thematischen Investments wie Klimawandel, Robotik und Biotechnologie trotz der Korrekturen in baldiger Zukunft weiterhin konstruktiv ein. Bei den Währungen sind wir weiterhin im JPY taktisch Übergewichtet, der sich widerstandsfähig zeigte und durch die Fundamentaldaten und die politischen Unterschiede Aufwind erhält.
- **Rohstoffe - Gold als Absicherung:** Gold ist angesichts des zunehmenden stagflationären Drucks und der geopolitischen Instabilität zu einer zuverlässigen Absicherung geworden. Wir sehen es im aktuellen Umfeld als strukturelle Allokation an.

Alternative und marktneutrale Strategien:

Angesichts der anhaltenden Volatilität und der asymmetrischen Marktrisiken halten wir an unserer Allokation in marktneutralen und alternativen Strategien fest. Diese Ansätze sorgen für eine Stabilisierung des Portfolios und ergänzen traditionellere und direktionale Engagements.

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.