

## HOUSE VIEW & CONVICTIONS

### Finanzielle Stabilität und Preisstabilität

Die Unsicherheiten bei den US-amerikanischen und europäischen Finanzwerten haben die besseren Aussichten für das Wirtschaftswachstum aus den Köpfen der Anleger verdrängt. Plötzlich wird die Verbesserung der Aktivität durch finanzielle Schwachstellen und die hartnäckig hohe Inflation gemindert. Empirische Daten erinnern uns daran, dass finanzieller Stress eine Begleiterscheinung von Straffungszyklen ist und die Zentralbanken ihre geldpolitische Straffung an finanzielle Entwicklungen anpassen. Daher sind die Zentralbanken, die sowohl die finanzielle Stabilität als auch die Preisstabilität sicherstellen müssen, jetzt mit einer schwierigen Aufgabe konfrontiert, für die es keinen einfachen Ausweg gibt. In diesem volatilen Marktumfeld orientieren wir uns an die folgenden Leitlinien: Nachdem wir unsere Aktienpositionierung im Februar auf neutral reduziert haben, haben wir im März die Duration der festverzinslichen Wertpapiere auf neutral erhöht. Sollten sich die Finanzmärkte beruhigen, wären wir bereit, das Risiko deutlich zu reduzieren. Ein deutlicher Abverkauf an den Märkten würde mittelfristig wahrscheinlich neue Anlagechancen eröffnen.

### Eine Frage des Vertrauens und der Glaubwürdigkeit der Zentralbank

Die Maßnahmen der Behörden, um das **Vertrauen der Öffentlichkeit in das Bankensystem zu erhalten**, und die Geschwindigkeit, mit der die jüngste Krise gelöst wird, sind entscheidende Faktoren für unser Investmentsszenario. Wir messen unserem **Hauptsszenario (schwächeres Wachstum in den USA und im Euroraum) nach wie vor die größte Wahrscheinlichkeit bei**, erkennen aber auch, dass das Risiko eines ungünstigeren Szenarios zugenommen hat.

- **In Europa** war die Credit Suisse der Schwachpunkt. Sie ist zwar eine global systemrelevante Bank (G-SIB), ihre Situation war jedoch bekannt und ist nicht repräsentativ für den europäischen Bankensektor. Nach der am Wochenende vereinbarten Übernahme sollte das Ansteckungsrisiko jetzt begrenzt sein. Die schnelle Übernahme durch UBS war die einzige kurzfristige Lösung. Ein

Durchlavieren hätte mehr Stress und Unsicherheit an den Finanzmärkten hervorgerufen und möglicherweise zu einer Abwicklung der Bank geführt – dem schlechtesten denkbaren Szenario für die Märkte.

- **In den USA** erhöht der Stress bei kleineren Banken das Risiko einer Rezession, erscheint aber bisher nicht systemisch. Die Auswirkungen auf die Wirtschaft hängen natürlich von der Stärke und der Dauer des Schocks ab. Generell könnte die Verschlechterung der Kreditwürdigkeit der Banken durch die restriktiveren Kreditbedingungen das BIP um 0,5 % bis 1 % schmälern.

Die Zentralbanken werden ihre geldpolitische Straffung an die finanziellen Entwicklungen anpassen. Sie sind zwar nach wie vor entschlossen, die Inflation zu bekämpfen, doch im Augenblick müssen sie zwischen Inflation und finanzieller Stabilität abwägen. Daher könnten sie das Tempo ihrer Straffung zügeln – oder sogar eine Pause einlegen – solange die finanziellen Turbulenzen andauern. Das ist, was uns der Markt sagt.

### Vom Markt implizierte Erwartungen an den Leitzinshöhepunkt



Quellen: Candriam, Bloomberg©. Die Grafik zeigt die Entwicklung der Markterwartungen im Hinblick auf den Höchstwert der Zentralbankzinsen in diesem Straffungszyklus.

## Sorge um das Finanzwesen begrenzt die geldpolitische Straffung

In unserer festverzinslichen Allokation haben wir die Duration unserer Portfolios angehoben und halten jetzt insgesamt eine neutrale Duration. Wir bleiben bei unserer Präferenz für Investment-Grade-Anleihen, sind aber bei Hochzinsanleihen vorsichtiger.

Die Zentralbanken sind mit einer schwierigen Aufgabe konfrontiert. Denn es gibt keinen einfachen Kompromiss, der sowohl die finanzielle Stabilität als auch die Preisstabilität sicherstellen würde. Die Disinflation hat zwar begonnen – und die Basiseffekte werden vorteilhafter. Doch es gibt noch „mehr zu tun“, da die Inflationen immer noch hartnäckig hoch sind.

Wir haben bereits erwähnt, dass der Markt zu beiden Seiten des Atlantik einen niedrigeren Leitzinshöhepunkt vorwegnimmt als in den letzten Monaten, da die Zentralbanken versuchen, sowohl die Preisrisiken als auch die Risiken für die finanzielle Stabilität im Griff zu behalten. **Letztendlich dürfte dies dazu beitragen, die Zinshöhe und die zugrunde liegende Volatilität zu begrenzen – und damit auch die Anleihenmärkte stützen.** Weiterhin werden sich die Zentralbanken jetzt darauf konzentrieren, die zeitliche Verzögerung zwischen Leitzinserhöhungen und den Auswirkungen auf die Realwirtschaft einzuschätzen.

### Die Erwartungen an die kurzfristigen Renditen in der Eurozone sind gesunken, werden aber 2024 länger höher bleiben



Quellen: Candriam, Refinitiv, Bloomberg©. Die Grafik zeigt die aktuelle und im letzten Monat erwartete Höhe des einjährigen EONIA-Satzes bis zum Ende des nächsten Jahres und die Schwelle von 3,5 %.

## Sowohl Aufwärts- als auch Abwärtsrisiken in einer binären Situation

In unserer Multi-Asset-Allokation beurteilen wir Aktien nach wie vor neutral, da wir sowohl Aufwärtspotenzial als auch Abwärtsrisiken erkennen.

Im Hinblick auf die Stilallokation bevorzugen wir Qualitätswerte. Angesichts der Risiken, die finanzielle Schwachstellen für das Wachstum darstellen, dürften die Anleger im Augenblick lieber auf strukturelles Wachstum setzen als auf Zyklichkeit. Daher bevorzugen wir die folgenden Sektoren: Gesundheitswesen (global und insbesondere in den USA), Basiskonsumgüter (mit führenden europäischen Unternehmen). Außerdem haben wir eine Vorliebe für innovative Unternehmen und/oder eine hohe Qualität (Rentabilität, Prognosesicherheit und solide Solvabilität).

Im Bankensektor ziehen wir nach wie vor europäische Banken mit einer sehr hohen Solvabilität und einer hohen Rentabilität vor. Diese beiden Puffer ermöglichen es ihnen, stärkeren Schocks standzuhalten. Außerdem richten wir den Fokus auf Retailbanken, vor allem weil ein höherer Anteil von Kleinkundeneinlagen eine größere Stabilität und eine höhere Liquidität bietet als Investmentbanking-Modelle. Wir stellen fest, dass die höheren kurzfristigen Zinsen der Rentabilität des Sektors zugutekommen, selbst wenn man potenziell höhere Solvabilitätsanforderungen berücksichtigt.

In unserer regionalen Aktienallokation bevorzugen wir weiterhin die Schwellenländer. Wir rechnen nach wie vor mit einer Outperformance von Schwellenländerwerten, denn die Bewertungen sind nach wie vor vergleichsweise attraktiver und die langfristigen Wachstumsaussichten Asiens sind besser als die der Industrieländer. Die Wiederöffnung in China – wo ein signifikanter Nachfragestau besteht und die Sparüberschüsse der Privathaushalte nur darauf warten, ausgegeben zu werden – nimmt ihren

Lauf und dürfte den Schwellenländern Auftrieb verleihen. Daher rechnen wir mit potenziell positiven Auswirkungen auf die Inflation und die Rohstoffpreise. **Nicht zuletzt weisen wir im aktuellen Umfeld der finanziellen Anfälligkeiten auch darauf hin, dass von der Geldpolitik in der Region keine Belastung ausgeht.**

Unseres Erachtens **nehmen US-Aktien bereits eine bessere Wirtschaftsentwicklung vorweg**, als das schleppende Wachstum, mit dem wir rechnen. Die Bewertungen sind derzeit nicht vorteilhaft und restriktive Finanzierungsbedingungen könnten die Wachstumsaussichten dämpfen. Dies schlägt sich zunehmend in Abwärtskorrekturen des Gewinnwachstums nieder. Die bevorstehenden Konjunkturdaten und die Ausblicke der US-Notenbank (Fed) werden in der nächsten Zeit die entscheidenden Impulse geben.

In Europa nehmen die Bewertungen und die aufwärts korrigieren Gewinnprognosen die positiven Meldungen der letzten Monate – wie die niedrigeren Energiepreise, die Wiederöffnung in China und das Nachlassen der Engpässe – mittlerweile weitgehend vorweg.

**Die relative Performance von zyklischen gegenüber defensiven Aktien zeigt deutlich, in wie weit das Ausmaß der Erholung in Europa mittlerweile eingepreist ist:** Die jüngste Outperformance impliziert einen Einkaufsmanagerindex für den Fertigungssektor Europas von rund 55 Punkten. Derzeit liegt der Index bei 48,5 Punkten. Damit ist klar, dass für einen weiteren Anstieg der Marktbewertungen neue positive Impulse nötig wären.

**PMI Eurozone und Performance zyklischer und defensiver Werte im MSCI Europe**



Quellen: Candriam, Refinitiv, Bloomberg©

Die Grafik zeigt die Entwicklung der Veränderung des Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Fertigungssektor der Eurozone über sechs Monate (linke Skala) und die relative Performance von zyklischen gegenüber defensiven Aktien in Europa über sechs Monate (rechte Skala).

## CANDRIAM HOUSE VIEW & CONVICTIONS

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

Stark positiv	+2	Keine Veränderung	▶
Positiv	+1	Engagement reduziert	▼
Neutral	0	Engagement angehoben	▲
Negativ	-1		
Stark negativ	-2		

	Strategische Allokation (12-Monat-Ansicht)	Kursgewinn	Positionierung (Aktuelle Ansicht)	Kursgewinn	Grundgedanke
<b>Aktien</b>	●●●●▶		●●●▶		Unsere Asset Allocation bei Aktien wurde nach der guten Performance seit unserem Schwenk auf eine Übergewichtung im Oktober 2022 wieder neutral ausgerichtet.
USA	●●●		●●●▶		Stimmung, Positionierung und Marktpsychologie stehen immer stärker unter Spannung, da die Märkte den besseren Ausblick mehr und mehr widerspiegeln und somit das künftige Performancepotenzial begrenzen. Die restriktive Haltung der EZB und der kräftige Anstieg der letzten Zeit begrenzen die Aussichten, da die positiven Meldungen weitgehend eingepreist sind.
EWU	●●●		●●●▶		Unterstützung durch ein globales, nicht inländisches, Exposure.
Europa ohne EWU	●●●		●●●▶		Die akkommodierende Zentralbank hat mit einer allmählichen Veränderung ihrer Geldpolitik begonnen. Dies treibt den JPY nach oben.
Japan	●●●		●●●▶		Die vorteilhafte Geldpolitik und die Verbesserungen in China, sowohl hinsichtlich Covid-19/Lockdowns als auch Stützungsmaßnahmen, wirken sich auch auf andere Schwellenländer positiv aus.
Schwellenländer	●●●●		●●●●▶		Heraufstufung auf Neutral, da Schwachstellen im Finanzwesen zu restriktiveren Finanzierungsbedingungen im Umfeld einer robusten Weltwirtschaft führen.
<b>Anleihen</b>	●●●		●●●▶	▲	
<b>Europa</b>					
Kerneuropa	●●●		●●●▶	▲	Unsicherheiten über finanzielle Schwachstellen begrenzen den Anstieg der Renditen.
Europäische Peripherieländer	●●●		●●●▶	▲	Die Straffung der EZB und die Rekalibrierung ihrer Wertpapierkaufprogramme sind mittlerweile berücksichtigt. Im Gegensatz zum letzten Jahrzehnt deutet kaum etwas auf eine Staatsanleihen-Bankenstress-Spirale hin.
Investment-Grade Europa	●●●●		●●●●▶	▶	Bevorzugung von europäischen Investment-Grade-Anleihen gegenüber US-Investment-Grade-Titeln.
Europa High Yield	●●●		●●●▶	▶	
<b>USA</b>					
USA	●●●		●●●▶	▲	Die Fed versucht eine Gratwanderung zwischen finanzieller Stabilität und Preisstabilität. Dies begrenzt das Aufwärtspotenzial der kurzfristigen Zinssätze und der langfristigen Anleihenrenditen.
IG USA	●●●●		●●●▶	▶	Die kurzfristigen Erträge könnten von steigenden Zinssätzen beeinträchtigt werden, längerfristig ist der Carry attraktiv.
IG USA	●●●		●●●▶	▶	Etwas vorsichtiger, da der Puffer gegen steigende Ausfälle im letzten Monat geschrumpft ist.
<b>Schwellenländer</b>					
Staatsanleihen	●●●●		●●●▶	▶	Positiver Carry, Erholung bei Wachstum in China und besserer fundamentaler Ausblick.
Unternehmen	●●●		●●●▶	▶	Der Carry bleibt attraktiv.
<b>Währungen</b>					Geopolitische Spannungen treiben Rohstoff- und Zufluchtwährungen in die Höhe.
EUR	●●●		●●●▶	▲	Die Straffung der EZB stützt die Währung.
USD	●●●		●●●▶	▶	Der Zinserhöhungszyklus der Fed ist mittlerweile vollständig eingepreist.
GBP	●●●		●●●▶	▶	
AUD/CAD/NOK	●●●		●●●●▶	▶	Positiv für Rohstoffwährungen, vor allem CAD.
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.