

HOUSE VIEW & CONVICTIONS

Auf Verteidigung spielen

Die Finanzmärkte haben sich im ersten Halbjahr 2023 als widerstandsfähig erwiesen. Damit reflektierten sie einen besseren Mix aus Wachstum und Inflation als der Markt allgemein zu Beginn des Jahres erwartet hatte. Im zweiten Halbjahr rechnen wir jedoch mit einem weniger vorteilhaften Marktumfeld, da die allmähliche Konjunkturverlangsamung andauert und die Zentralbanken bei ihrer restriktiven Haltung bleiben, obwohl dieser geldpolitische Straffungszyklus im Vergleich zur jüngsten Geschichte bereits beispiellos ist. Die Märkte machen sich offenbar Sorgen über die Aufgabe der US-Notenbank (Fed), die noch nicht beendet sein dürfte: Daher haben wir unsere Aktienpositionierung etwas defensiver ausgerichtet und reduzieren unser Engagement in Aktien der Eurozone, da die Bewertungen unseres Erachtens eine allzu große Unbekümmertheit widerspiegeln. Stattdessen investieren wir in Investment-Grade-Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen, da der Zinsvorteil (Carry) im Softlanding-Szenario attraktiv ist.

Die enttäuschende Performance des Vorjahres dürfte sich 2023 nicht wiederholen

Wie Ende letzten Jahres erwartet, hat sich die Performance von Aktien und Anleihen von dem „*annus horribilis*“ des letzten Jahres erholt: US-Aktien und -Staatsanleihen beendeten das erste Halbjahr im Plus. Wir wussten schon immer, dass die Ausgangslage außergewöhnlich war, denn eine Entwicklung wie 2022 trat erst das zweite Mal auf.

Aktien-/Anleihenperformance erholt sich vom letztjährigen „Annus horribilis“



Quellen: Candriam, Bloomberg©
Die Grafik zeigt die Jahresperformance von US-Treasuries und Aktienindizes in den letzten 50 Jahren.

Weiterhin defensive Ausrichtung bei Aktien im Portfolio

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

Aus den fundamentalen Faktoren, die wir analysieren, erkennen wir, dass das **Wirtschaftswachstum immer noch schleppend** ist. Die Aussichten für **die EU-Industrie haben einen neuen Tiefstwert der Nachpandemiezeit erreicht**. Und in den **USA enttäuschte die Aktivität** im Dienstleistungssektor und in der Industrie im Mai. Darüber hinaus deutet immer mehr darauf hin, dass die **Erholung in China nicht so stark ist**, wie weltweit erhofft.

Die Bewertungen sind unvorteilhaft, während die Erwartungen an die Gewinne je Aktie (EPS) trotz des zunehmend restriktiveren finanziellen Umfelds arg optimistisch sind. Dies dürfte das **weitere Aufwärtspotenzial vom aktuellen Niveau aus begrenzen** – die Aktienkurse scheinen ein sehr freundliches Wirtschaftsszenario vorwegzunehmen.

Aktien der Eurozone sind zunehmend anfällig: Seit Jahresbeginn war die Eurozone eine der performancestärksten Regionen (in EUR). Sie profitierte von der Normalisierung der Unsicherheit und fallenden Energiepreisen. Doch nun haben sich die wirtschaftlichen Überraschungen weit in den negativen Bereich verschlechtert und die Europäische Zentralbank (EZB)

verfolgt nach wie vor eine restriktive Geldpolitik. Dies sind bedeutende Gegenwinde, die unsere vorsichtige Haltung untermauern.

Genauer gesagt, beobachten wir, dass sich die treibenden Kräfte **europäischer Aktien in letzter Zeit vom wirtschaftlichen Umfeld abgekoppelt haben**. Der PMI für die Industrie der Eurozone sind unter 45 Punkte gefallen, unter anderem aufgrund des rückläufigen Auftragseingänge. Doch das Verhältnis zwischen europäischen Zyklikern und defensiven Werten nimmt indirekt eine steile Erholung vorweg.

Wenn sich die Aktivität in den Sommermonaten nicht gewaltig erholt, werden Aktien düsterere Aussichten vorwegnehmen müssen. Die EZB erklärt, sie müsse „noch mehr tun“, da die Inflation immer noch unangenehm hoch ist. Daher **erwarten mit einer Underperformance der Aktien der Eurozone**.

PMI für die Industrie der Eurozone und Performance zyklischer und defensiver Werte im MSCI Europe (Veränderung über 6 Monate)



Quellen: Candriam, Refinitiv, Bloomberg©
Die Grafik zeigt die Entwicklung des Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Fertigungssektor der Eurozone in den letzten sechs Monaten (linke Skala) und die relative Entwicklung der Aktienkurse von zyklischen gegenüber defensiven Aktien im MSCI Europe über sechs Monate (rechte Skala).

In unserer regionalen Aktienallokation bevorzugen wir nach wie vor die Schwellenländer. Aufgrund der fundamentalen Faktoren rechnen wir mit einer Outperformance der Schwellenländer. Die Bewertungen sind vergleichsweise attraktiver, während sich die Wachstumsaussichten der Region gegenüber den Industrieländern verbessern.

In den USA stellen wir eine zunehmende Marktkonzentration auf wenige führende Technologieunternehmen fest.

Die Rally des US-Aktienmarktes im 2. Quartal wurde von Mega-Cap-Technologieunternehmen getragen



Quellen: Candriam, Refinitiv, Bloomberg©
Die Grafik zeigt die Entwicklung von drei Segmenten des US-Aktienmarktes (Mega-Cap-Technologie, gleichgewichteter S&P und Russell 2000) seit dem Beginn dieses Jahres, indiziert auf 100, per 1. Januar 2023.

Angesichts der gegenwärtigen **Polarisierung unter der Oberfläche des US-Aktienmarktes** beurteilen wir US-Aktien insgesamt neutral. Grundsätzlich lässt sich diese Konzentration auf einige wenige Titel mit überdurchschnittlichen – und steigenden – Gewinnwachstumserwartungen von Technologieunternehmen erklären:

- Die Erwartungen an das EPS-Wachstum im laufenden Jahr sind ziemlich stabil und liegen beim Large Cap **S&P 500** nahe bei 0 %.
- Zur gleichen Zeit wurde für die Unternehmen im technologieelastigen **Nasdaq** Index kontinuierlich ein zweistelliges Gewinnwachstum erwartet.
- Im Gegensatz dazu werden die Analystenerwartungen für die Unternehmen im Small-Cap-Index **Russell 2000** nach unten korrigiert.

Änderungen der Erwartungen an das Gewinnwachstum in den USA im Jahr 2023



Quellen: Candriam, Refinitiv, Bloomberg©
Die Grafik zeigt die Entwicklung der Erwartungen an das Wachstum der Gewinne je Aktie im Jahr 2023, in Prozentpunkten für die maßgeblichen US-Aktienindizes.

Carry nutzen

Unsere Anleihenallokation blieb in diesem Monat unverändert. Insgesamt haben wir in unseren Portfolios an einer leicht übergewichteten Duration festgehalten. In unserem erwarteten Szenario besteht wenig Spielraum für einen Anstieg der Anleihenrenditen, da die Zentralbanken entschlossen sind, die Preisstabilität wiederherzustellen, und wir davon ausgehen, dass sich das Verhältnis zwischen Wachstum und Inflation im Zweiten Halbjahr 2023 weiter entspannt.

Da die Inflation, wie allgemein erwartet, nachlässt, rückt das Ende des Zinserhöhungszyklus näher. Wir erwarten, dass die **Zentralbanken sorgfältig prüfen werden, ob sich die Inflationserwartungen der Privathaushalte verankert haben, bevor sie den Kampf um die Preisstabilität für gewonnen erklären.**

In unserer Anleihenallokation **beurteilen wir Duration in der Eurozone neutral und in den USA positiv. Wir schätzen Investment-Grade-Credits positiv ein, bleiben bei globalen High-Yield-Anleihen aber immer noch vorsichtig (wobei wir Europa gegenüber den USA bevorzugen). Wir sind Käufer von Schwellenländeranleihen, die nach wie vor den attraktivsten Carry bieten, während keine Aufwertung des USD erwartet wird.** Wir stellen fest, dass sich die Spreads angesichts der restriktiveren Kreditvergabe der Banken nach wie vor über den historischen Durchschnitt bewegen.

CANDRIAM HOUSE VIEW UND ÜBERZEUGUNGEN

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

Stark positiv	●●●●●	Keine Veränderung	▶
Positiv	●●●●	Engagement reduziert	▼
Neutral	●●●	Engagement angehoben	▲
Negativ	●●		
Stark negativ	●		

	Strategische Allokation (12-Monat-Ansicht)	Kursgewinn	Positionierung (Aktuelle Ansicht)	Kursgewinn	Grundgedanke
Aktien	●●●●		●●●	▶	Unser Asset-Allokation-Team beurteilt Aktien nach wie vor neutral, da sie nur ein begrenztes Aufwärtspotenzial bieten, obwohl die aktuelle Dynamik im Augenblick noch passabel ist.
USA	●●●		●●●	▶	Stimmung, Positionierung und Marktpsychologie stehen immer stärker unter Spannung, da die Märkte zunehmend bessere Aussichten widerspiegeln. Dies begrenzt das künftige Performancepotenzial. Das Momentum ist vorteilhaft.
EWU	●●●		●●	▼	Die Eurozone profitierte von der Normalisierung der Unsicherheit aufgrund der sinkenden Gaspreise. Die Verschlechterung der wirtschaftlichen Überraschungen und die restriktive EZB sind jedoch Gegenwinde, die für eine vorsichtige Ausrichtung sprechen.
Europa ohne EWU	●●●		●●●	▶	Unterstützt durch das globale Exposure.
Japan	●●●		●●●	▶	Japan steht aufgrund der Unsicherheit über die BoJ und der Möglichkeit einer stärkeren Währung am Scheideweg.
Schwellenländer	●●●●		●●●●	▶	Trotz der enttäuschenden Wiederöffnung in China bleiben die Schwellenländer eine attraktive Region mit besseren Wachstumsaussichten als in den Industrieländern. Sie dürften von attraktiven Bewertungen und einem schwächeren USD profitieren.
Anleihen	●●●		●●●●	▶	Unser Szenario bietet wenig Spielraum für einen Anstieg der Anleihenrenditen, da die Zentralbanken entschlossen sind, die Preisstabilität wiederherzustellen, und sich das Verhältnis zwischen Wachstum und Inflation entspannt.
Europa					
Kerneuropa	●●●		●●●	▶	In Bezug auf die Inflation muss die EZB „noch mehr tun“. Die geldpolitische Straffung ist weniger weit fortgeschritten als in den USA.
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	●●●		●●●	▶	
USA					
USA	●●●		●●●●	▶	Wir rechnen mit einem schwächeren Wachstum, einer geringeren Inflation, niedrigeren US-Leitzinsen und niedrigeren Renditen 10-jähriger US-Anleihen bis zum Ende des nächsten Jahres.
IG USA	●●●●		●●●	▶	Die kurzfristigen Erträge könnten vom nachlassenden Wachstum beeinträchtigt werden, doch längerfristig ist der Carry attraktiv.
IG USA	●●●		●●●	▶	Etwas vorsichtiger, da der Puffer gegen steigende Ausfälle im letzten Monat geschrumpft ist.
Schwellenländer					
Staatsanleihen	●●●●		●●●	▶	Schwellenländeranleihen bieten nach wie vor den attraktivsten Carry und der USD wertet nicht auf. Das Lokalwährungssegment erscheint in diesem Umfeld besonders attraktiv.
Unternehmensanleihen	●●●		●●●	▶	Der Carry bleibt attraktiv.
Währungen					Die geopolitischen Spannungen treiben Rohstoff- und Zufluchtswährungen 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 beim CAD, der durch die restriktive Bank of Canada unterstützt wird.
JPY	●●●		●●●●	▲	Wir haben eine Long-Position im japanischen Yen hinzugefügt.

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.