SALytic Invest

Jahresbericht und Perspektiven

2020 - 2021

Ultraexpansive Geld- und Fiskalpolitik und eine Eindämmung der Pandemie ab Frühjahr führen zu einem starken Konjunkturaufschwung in 2021

Mehrjährig negative Realrenditen erfordern strategischen Ausbau von Aktien und höherrentierlichen Anleihesegmenten unter Beibehaltung von „Absicherungen“ wie Staatsanleihen und Gold

Zusammenfassung

Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Asset Allokation und Aktienstrategie

Rentenstrategie

Rohstoffe

Währungen

Strategische Perspektiven

Editoren: Alexander Bartsch, Horst-Kaspar Greven, Frank Kemper,
Dr. Wolfgang Sawazki
Redaktion: Jens Bäder, Markus Gleißner, Matthias Jörss, Thomas Pethofer,
Andreas Scharpe, Sascha Werberich

SALytic Invest

1. Zusammenfassung

Ein ungeahnt turbulentes und herausforderndes Jahr 2020 endet mit positiver Perspektive für 2021

Die Corona-Krise verursachte im Frühjahr 2020 einen **dramatischen Einbruch der Weltwirtschaft,** welcher seit dem Zweiten Weltkrieg seinesgleichen sucht.

Eine über alle historischen Maßstäbe hinausgehende, **ultraexpansive Geld- und Fiskalpolitik** haben die Konjunktur und die Märkte im weiteren Jahresverlauf stabilisiert.

Eine **zweite, noch schärfere Corona-Welle um die Jahreswende 2020 - 2021** hat aufgrund der geld- und fiskalpolitischen Hilfsmaßnahmen und dem Beginn einer globalen Impfkampagne einen geringeren negativen Einfluss auf die konjunkturelle Entwicklung.

Die Kapitalmärkte nehmen, unterstützt durch die **Liquiditätsflut der Notenbanken** und einer zunehmend **breiteren Impfstoffverfügbarkeit**, eine **starke wirtschaftliche Erholung ab Frühjahr 2021 vorweg**. Diese wird zusätzlich durch zurückgestellte Konsum- und Reisewünsche sowie massive staatliche Konjunkturprogramme unterstützt. Daneben lassen die Wahl Bidens als US–Präsident, der für Multilateralismus steht, sowie der Brexit und der EU-Wiederaufbaufonds eine **geringere politische Risikoprämie erwarten.**

Vor diesem Hintergrund erwarten wir bis zum Frühjahr **steigende Kurse bei Risikoassets** und nachhaltig **extrem niedrige Zinsen** mit nur geringem Performancepotential für Anleihen. Daher sind wir aktuell in **Risikoassets** (Aktien aus zyklischen Branchen, „Reopening Profiteure“ und Corporate Bonds) **übergewichtet** und haben die strategischen Quoten angehoben. Wir bleiben aber aus Risikogesichtspunkten auch weiterhin in Gold und Staatsanleihen investiert. Europa und die Emerging Markets sind unsere favorisierten Regionen.

Wir erwarten eine weitere leichte Abschwächung des US–Dollar-Kurses, einen **stabil hohen Goldpreis**, eine steigende Inflation in 2021 – 2022 und eine moderate weitere **Versteilerung der Zinsstrukturkurve** auch in Europa. Rentenanlagen lassen nur eine leicht positive Performance erwarten.

Ab Sommer 2021 dürfte das Kapitalmarktumfeld im Zuge einer einsetzenden Diskussion über den potentiellen Ausstieg der Notenbanken aus der ultraexpansiven Geldpolitik sowie ansteigender Inflation volatiler werden.

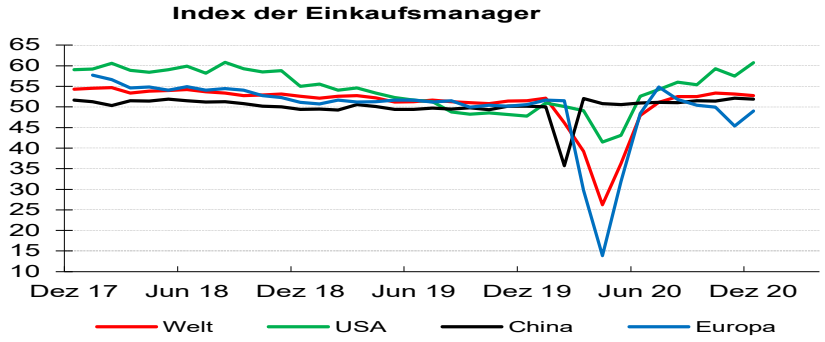
2. Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Corona-Pandemie führt zu historischem Konjunktureinbruch und zu beispiellos expansiver Geld- und Fiskalpolitik

Epochaler Einbruch der Weltwirtschaft in 2020

Das dominierende globale Thema des Jahres 2020 war die Entwicklung der Corona-Pandemie sowie die notwendigen Maßnahmen zur Verringerung der Infektionszahlen. Diese führten zu einem Rückgang der Weltwirtschaft um rund 4%, was den stärksten Einbruch der Nachkriegszeit bedeutete. Besonders betroffen waren Emerging Markets wie Indien und Mexiko, aber auch europäische Länder mit hohem Tourismusanteil wie Frankreich und Spanien, sowie England. China hingegen ist mit etwa 2% weiter gewachsen.

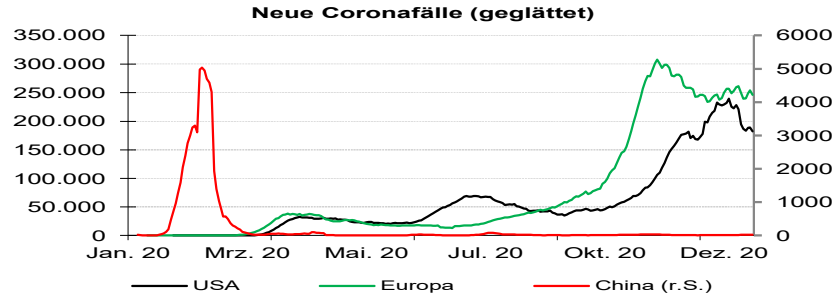
Konjunkturelle Vorlaufindikatoren (PMI – Welt) haben sich erholt



Maßnahmen zur Eindämmung der Corona-Pandemie dominieren globale wirtschaftliche Entwicklung

Nachdem die Ausbreitung des Corona-Virus zunächst als lokales Phänomen in China angesehen wurde, kam es, ausgehend von Italien, ab Mitte Februar zu einem massiven Anstieg der Fallzahlen in Europa. Dies führte in einigen Ländern zu einem Kollaps der Gesundheitssysteme, woraufhin die Regierungen mehr oder weniger scharfe Lockdown-Maßnahmen anordnen mussten. Auch in den USA explodierten die Fallzahlen, worauf die Politik mit entsprechenden Beschränkungen der wirtschaftlichen Aktivitäten reagierte.

Zweite Corona-Welle insbesondere in Europa, Asien sehr stabil



Dagegen bewirkten in China die zeitnah ergriffenen, scharfen Einschränkungen, dass ab Mitte März keine Infektionen mehr auftraten und damit bereits früh eine Konjunkturerholung einsetzen konnte.

Die zum Teil massiven Restriktionen in den USA und in Europa führten im März zu einem Einbruch der Volkswirtschaften von historisch einmaligem Ausmaß. Dem folgte mit der sukzessiven Rücknahme der Maßnahmen eine V-förmige Konjunkturerholung ab April / Mai 2020.

Seit Oktober / November stiegen in Europa und November die Fallzahlen wieder stark an. Auf diese Entwicklung wurde insbesondere in Europa mit erneuten, sich zunehmend verschärfenden Lockdown-Maßnahmen reagiert, während die USA mit früher einsetzendem Impfstart nur punktuelle Beeinträchtigungen verzeichneten.

Die zunächst vor allem in England beobachten, aggressiven Mutationen des Corona-Virus führten dazu, dass die Einschränkungen noch einmal verschärft wurden.

USA: Fiskalpolitik überkompensiert Verdienstausfälle aus der Pandemie, Fed stützt ebenfalls durch Zinssenkungen und Anleihekäufe

Fiskalpaket führt zu starkem Anstieg der verfügbaren Einkommen

In den USA war Corona zunächst vor allem ein lokales Problem in New York, wo das Gesundheitswesen durch die stark steigenden Fallzahlen überlastet war. Zudem wurde es politisch durch Trump nicht ernst genommen. Dementsprechend setzten die Lockdown-Maßnahmen zur Einschränkung der landesweiten Ausbreitung des Virus auch nur sehr zögerlich und zeitversetzt ein. Die Politik reagierte bereits Ende März mit einem Fiskalpaket über USD 2.000 Mrd. Dies führte dazu, dass trotz stark gestiegener Arbeitslosigkeit die real verfügbaren Einkommen im zweiten Quartal mit +10,4% das stärkste Wachstum seit 1950 verzeichneten. Ein weiteres Fiskalpaket über USD 900 Mrd. wurde im Dezember verabschiedet. Die amerikanische Notenbank Fed agierte sehr expansiv. Sie senkte die Zinsen auf Null und stützte die Wirtschaft durch ein breites Maßnahmenpaket, u.a. durch Käufe von Staatsanleihen von USD 120 Mrd. pro Monat. Nachdem die Wirtschaft im April und Mai einen massiven Einbruch erlebt hatte, kam es ab Juni zu einer V-förmigen Erholung, die bis heute weitgehend andauert.

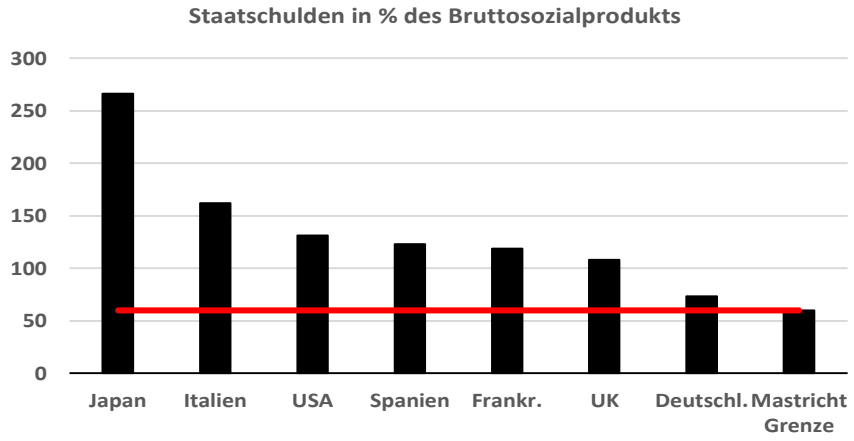
Europa mit historischer Wende in der Fiskalpolitik und noch extremerer Geldpolitik

Auch in Europa reagierte die Geldpolitik durch ein ganzes Bündel an Maßnahmen, von denen hier nur die beiden wichtigsten erwähnt werden können. Die EZB kauft im Rahmen des „Pandemic Emergency Purchase Programme“ Wertpapiere in Höhe von EUR 1.850 Mrd. bis Ende März 2022. Zudem bietet sie den Banken u.a. dreijährige Refinanzierungsgeschäfte, sogenannte „TLTROs“, mit Zinsvergünstigungen von 0,5% zum Marktzins an, um die Kreditvergabe der Banken zu subventionieren.

Einstieg in die gemeinsame Haftung in der Eurozone

Aus der Vielzahl der von der EU verabschiedeten Maßnahmen ragt der mit EUR 750 Mrd. ausgestattete Wiederaufbaufonds heraus, da er zum ersten Mal zu einer Kreditaufnahme durch die EU und einer gemeinschaftlichen Haftung führt. Hinzu kamen Fiskalprogramme der nationalen Regierungen.

Explodierte Staatsschulden als Reflex der massiven Hilfsprogramme



Quelle: IWF, Jahr: 2020

Auch in der Eurozone kam es ab Juli zu einer V-förmigen Erholung der Konjunktur, die aber weniger kräftig als in den USA ausfiel und sich seit November mit steigenden Lockdown-Maßnahmen wieder abschwächt.

Ein harter Brexit wurde kurz vor Weihnachten abgewendet.

China als Gewinner der Krise und Lokomotive der Weltwirtschaft

Die Wirtschaft in China konnte sich bereits ab März wieder erholen. Dabei profitierte das Land sowohl von einer aktiven Geld- und Fiskalpolitik als auch von steigenden Exporten. China gelang zudem der Abschluss eines Freihandelszonenvertrages mit 14 weiteren Staaten, was die Dominanz in Asien weiter stärken sollte. Mit im Vergleich starken Wachstumsraten hat sich China in 2020 als die wichtigste Lokomotive der Weltwirtschaft herausgestellt. Mit Ausnahme von Indien brach das Wachstum in den asiatischen Emerging Markets weit weniger ein als in den Industrieländern, während vor allem Lateinamerika sehr hart getroffen wurde.

Ausblick 2021: Starker und zunehmend synchroner Aufschwung der Weltwirtschaft

Wir rechnen ab dem zweiten Quartal 2021 für mehr als ein Jahr mit einer der stärksten Konjunkturbelebungen der Nachkriegszeit. Angeführt von China wird sich diese Erholung im zweiten Halbjahr über alle Regionen synchron erstrecken.

Starker Aufschwung startet in den USA dank hoher Ersparnisse und früherer Impfungen

In den USA startet die Konjunkturbelebung aufgrund der besseren Verfügbarkeit von Impfstoffen früher als in Europa. Zugleich gehen wir davon aus, dass die neue Regierung ein weiteres Konjunkturprogramm in Höhe von rund USD 600 - 900 Mrd. verabschieden wird. Damit sollte das Wachstum in den USA in 2021 deutlich über 4% liegen. Die privaten Haushalte haben in 2020 zusätzliche Ersparnisse von rund 7% des BIP angehäuft, die bei einer Normalisierung der Situation größtenteils wieder ausgegeben werden sollten. Damit dürfte aber auch die Inflation wieder signifikant über 2% steigen. Die Fed wird ab Sommer die Märkte auf eine Verringerung der Wertpapierkäufe im Jahr 2022 vorbereiten, die Zinsen aber in 2021 weiter bei Null belassen.

Leicht zeitversetzter Aufschwung auch in Europa

In Europa führen die Lockdown-Maßnahmen zunächst zu einer Fortsetzung der schwachen Wirtschaftsentwicklung. Wir rechnen aber ab dem zweiten Quartal mit einer substanziellen Konjunkturbelebung. Auch in Europa sind hohe Ersparnisse der privaten Haushalte und eine zurückgestaute Nachfrage nach Konsum, Reisen und Freizeitaktivitäten wesentliche Treiber. Hinzu kommen staatliche lokale und EU-bezogene Ausgabenprogramme, die nur verzögert wirksam werden und eine ultra-expansive Geldpolitik. Südeuropa wird sich aufgrund der stark Tourismus-bezogenen Wirtschaftsstruktur am stärksten erholen. Die Inflation steigt aufgrund höherer Rohstoffpreise, einer steigenden Mehrwertsteuer und einer erhöhten CO2-Abgabe in Richtung 2%. Dies führt unseres Erachtens zu zunehmenden politischen und gesellschaftlichen Diskussionen, da die EZB beschlossen hat, erst sehr spät auf steigende Inflation zu reagieren bzw. ein Überschießen zuzulassen. Zudem dürften die ausufernden Haushaltsdefizite zunehmend kritisch gesehen werden.

Konsum treibt Konjunktur in China

China dürfte der Hauptantrieb der Weltwirtschaft bleiben und ein Wirtschaftswachstum von 7 - 8% erreichen. Während China aber im vergangenen Jahr vor allem von dynamischen Nettoexporten profitierte, erwarten wir im laufenden Jahr eine Belebung der Konsumausgaben und privaten Investitionen. Die Sparquote lag mit zuletzt 37% deutlich über dem langfristigen Durchschnitt von 31%. Zugleich nimmt die Arbeitslosigkeit ab und die Löhne steigen etwas stärker. Die Administration wird Ihre Staatsausgabenprogramme und das Wachstum der Kreditvergabe zurückführen, da die Verschuldung der Unternehmen zu stark zugenommen hat. Dies wird die inländischen Investitionsausgaben bremsen.

Emerging Markets mit dynamischem Aufschwung

Die stärkste Wachstumsbeschleunigung sollte in den Emerging Markets erfolgen, die in 2020 am meisten unter der Pandemie gelitten haben. Auch hier dürfte eine sehr expansive Geldpolitik der Notenbanken und eine exportorientierte Teilnahme am Aufschwung der Weltwirtschaft zusätzlich stützen.

3. Asset Allokation und Aktienstrategie

Die erwartete Erholung der Weltkonjunktur beflügelt Risikoanlagen

Ein extrem herausforderndes Kapitalmarktjahr 2020

Die reine Betrachtung der Wertentwicklung der Kapitalmärkte vermittelt den Eindruck eines Jahres ohne besondere Vorkommnisse. Ungeachtet aller Geschehnisse konnten asiatische Aktienmärkte zulegen und die US-Aktienindizes notierten zum Jahreswechsel in der Nähe ihrer Allzeithöchststände. Gold wies deutliche Kurszuwächse auf. Staats- und Unternehmensanleihen verbuchten ebenfalls moderate Gewinne.

US-amerikanische und asiatische Aktien mit Outperformance

Performance 2020 (inkl. Zins/Dividende) in Euro

	2020
MSCI Welt	6,9%
Aktien USA (S&P 500)	8,6%
Aktien Japan (TOPIX)	3,3%
Aktien China (CSI 300)	26,9%
Aktien Europa (EURO STOXX 50)	-3,2%
Aktien Deutschland (DAX)	3,5%
Dt. Staatsanleihen (REXP5)	0,7%
Unternehmensanleihen BBB Europa (IBOXX)	3,0%
High Yield Europa (Merril Lynch)	2,8%
US-Staatsanleihen 5-Jahre	-0,9%
Gold	14,5%
Ölpreis (Brent)	-28,2%
US-$	-9,0%
Yen	-3,6%
UK £	5,3%

Erfreulicher Start in das Jahr 2020

Der Abschluss des USA-China-Handelsvertrages, die Einigung im Defizitstreit zwischen der EU und Italien sowie die wahrscheinliche Vermeidung eines harten Brexits ließen eine Erholung der Weltwirtschaft im Jahr 2020 erwarten. Dementsprechend sind wir mit einer deutlichen Übergewichtung in Aktien (Europa, USA, China, Emerging Markets) in das vergangene Kapitalmarktjahr gestartet. Der Fokus lag auf frühzyklischen Unternehmen und Regionen, die überproportional von einer Beschleunigung des Wachstums profitieren.

Im Segment der Renten konzentrierten wir uns auf Unternehmensanleihen guter Qualität. Strukturelle „Versicherungspositionen" in sicheren, liquiden Staatsanleihen (z.B. USA, Deutschland, Italien, Spanien, Portugal) sowie Gold rundeten das Portfolio ab.

Ausbruch der Corona-Krise verändert die Welt

Die Ausbreitung des Corona-Virus in China änderte das Bild. Vor dem Hintergrund der negativen Auswirkungen auf die Volkswirtschaften Chinas und Asiens reduzierten wir die Gewichtung in chinesischen Aktien. Ebenso verkauften wir unsere Position in Kering, die als Luxus-Konzern stark von der hohen Reisetätigkeit der Chinesen abhängig sind.

Das SALytic-Team war mit bisher einzigartigen Herausforderungen an die Risikosteuerung der Kundenmandate konfrontiert, da in den Monaten März und April deutlich zweistellige Verluste in allen Anlageklassen zu verzeichnen waren.

Drastische Reduzierung der Aktien- und Risikoquoten – Verluste über alle Asset-Klassen hinweg

Es zeigte sich, dass es sich nicht nur um ein lokales Ereignis in China handelte, sondern die ganze Welt vom Virus betroffen sein würde. Im Zuge des Anstiegs der Corona-Fallzahlen haben wir die Aktienquote deutlich reduziert und waren Mitte März nur noch mit der Hälfte der neutralen Aktiengewichtung investiert. Dieser wesentliche Abbau der Aktienquote erfolgte durch den Einsatz von Futures in institutionellen Mandaten bzw. Short-ETF in den Privatkundenmandaten. Darüber hinaus konzentrierten wir uns bei der Reduzierung auf Einzelaktien und Regionen, die besonders von einem zu erwartenden wirtschaftlichen Einbruch betroffen sind. Dazu gehören zyklische Unternehmen wie VW und Schneider sowie Konsumunternehmen wie Inditex und Ströer. Wir haben unser Engagement in den Emerging Markets und China komplett verkauft sowie unsere Position in den USA reduziert. Der Erlös aus den verschiedenen Transaktionen ist in sichere und liquide Anlagen wie Staatsanleihen (vorwiegend USA und Deutschland) sowie Gold und Liquidität geflossen. Im Aktienblock Europa wurde in Zinsprofiteure investiert, die keine negativen Effekte durch den Ausbruch des Corona-Virus erwarten ließen (z.B. deutsche Immobilienaktien wie Deutsche Wohnen, Versorger). Das Ergebnis dieser Strategie war eine sehr defensive Positionierung mit 30 - 35% des jeweiligen Mandatsvolumens in staatsnahen Titeln, Gold, Liquidität und Futures bzw. Short-ETF.

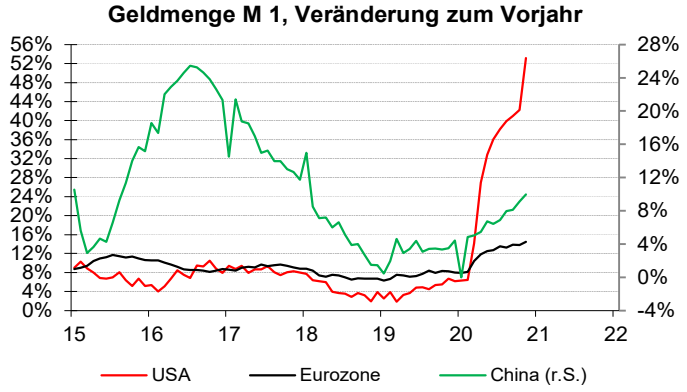
Käufe in Gold, Staatsanleihen und Liquiditätspositionen

Parallel zur scharfen Rezession war ein vorübergehender Kollaps des Marktes für Unternehmensanleihen zu beobachten, der durch ein deutlich überdurchschnittliches Verkaufsvolumen (u.a. Zwangsverkäufe institutioneller Investoren) bei gleichzeitig fehlender Nachfrage entstanden war. Die Angst vor einer nachhaltigen Insolvenzwelle in mehreren belasteten Branchen wie Einzelhandel, Touristik, Luftfahrt, Öl... war zwischenzeitlich sehr groß. Rententitel aus den stark belasteten Segmenten wurden verkauft bzw. reduziert.

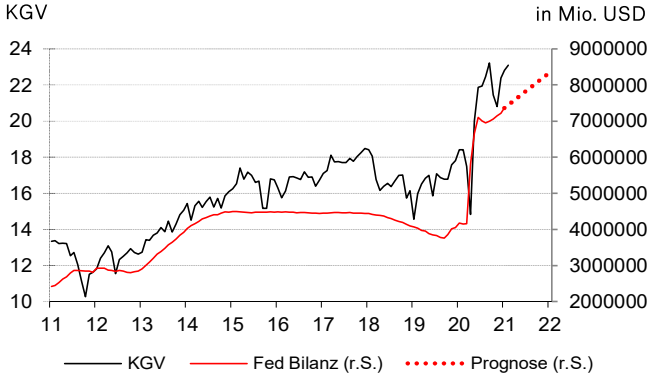
Hilfe durch Staat und Notenbanken

Erfreulicherweise haben alle globalen Notenbanken und Staaten durch eine ultraexpansive Geld- und Fiskalpolitik sehr schnell reagiert und zu einer Stabilisierung der Situation beigetragen. Zudem wurde hierdurch die Basis für eine schnelle Konjunkturerholung ab der zweiten Jahreshälfte gelegt. So hat z.B. die amerikanische Notenbank in wenigen Wochen ihre Bilanzsumme dramatisch ausgeweitet. Viele große Staaten beschlossen Hilfsprogramme, die alle vorherigen Dimensionen sprengen.

Notenbanken fluten Wirtschaft und Märkte



US-Notenbankbilanz treibt Bewertung



Aktien wurden mit Öffnung der Wirtschaft wieder aufgestockt

Sinkende Neuinfektionszahlen, zuerst in China und Südkorea sowie später auch in Europa, führten zu einer schrittweisen Öffnung der Wirtschaft. In Antizipation des konjunkturellen Rebounds haben wir im April und Mai die Risikoquote in den Portfolios wieder deutlich ausgebaut und neutralisiert. Die Zukäufe erfolgten in konjunktur-resistenten Aktien (wie z.B. Deutsche Wohnen, RWE, Iberdrola...) und strukturell wachsenden Zyklikern (z.B. VW, LVMH, Schneider...). Zudem haben wir mit dem Zukauf des Halbleiterherstellers STMicroelectronics und einem Nasdaq-ETF unsere Quote in Technologie-Aktien deutlich angehoben. Der aktiv gemanagte China-Aktienfonds UBS China Opportunities wurde wieder in die Portfolios aufgenommen.

Im Segment der festverzinslichen Wertpapiere engten sich nach der Rückkehr der Marktliquidität die Risikoaufschläge wieder ein, was zu Wertaufholungen führte. Wir konnten darüber hinaus attraktive Neuemissionen zeichnen, die mit deutlich erhöhten Rendite-aufschlägen ausgegeben wurden.

Nachdem die globalen Aktienmärkte einen großen Teil ihrer Verluste aufholen konnten, haben wir die Aktienquote durch Gewinnmitnahmen bzw. den Kauf von Short-ETFs im Juni wieder auf 43% reduziert.

Innerhalb der Regionen waren wir in Europa, den USA und China investiert. Unverändert hielten wir unter Risikoaspekten einen hohen Anteil des Depotvolumens in liquiden Staatsanleihen, Gold und Kasse. Ebenso verblieben Sicherungspositionen in den Mandaten.

Weitere Schrittweise Erhöhung der Aktienquote im 2. Halbjahr

Im Zuge eines positiven makroökonomischen Datenkranzes, der auf eine weltweit starke V-förmige Erholung hindeutete, reduzierten wir die Sicherungspositionen per Mitte Juli. Gleichzeitig erhöhten wir mit dem Kauf von Technologie-Titeln (z.B. Avast und Worldline) die Gewichtung in Aktien in Richtung einer neutralen Position.

Im August erhöhten wir die Quote durch den Erwerb von Qiagen-Aktien auf ein leichtes Übergewicht. Das Unternehmen profitiert als großer Hersteller medizinischer Test-Sets von einer Corona-Sonderkonjunktur. Zudem bleibt das Unternehmen nach der gescheiterten Übernahme durch Thermo Fisher weiterhin ein Übernahmeziel. Daneben nahmen wir die Aktie der dänischen Brauerei Carlsberg als einen potentiellen Gewinner einer impfstoffgetriebenen Normalisierung der Märkte neu in die Kundenmandate auf.

US-Wahlen als Risikofaktor

Die Aktienquote wurde vor dem Hintergrund des unklaren Ausgangs der US-Wahlen vorerst nicht weiter ausgebaut. Im Falle eines Wahlsieges Joe Bidens befürchteten viele Marktteilnehmer einen zeitnahen Start von Steuererhöhungen zur Finanzierung der enormen staatlichen Budgetausgaben der USA. Steuererhöhungen würden vor allem den Technologiesektor betreffen, der den Aufschwung am US-Aktienmarkt bis dahin getragen hatte. Zeitgleich wurde der Charakter des europäischen Aktienportfolios aufgrund der Hoffnung auf die baldige Verfügbarkeit eines wirksamen Impfstoffes noch offensiver und zyklischer ausgerichtet, ohne eine risikoorientierte Portfolio-Balance aus den Augen zu verlieren. Neben Konjunkturerholungsgewinnern (u.a. Aperam, Wacker, Covestro) wurden stark wachsende Unternehmen wie

Zyklischere Ausrichtung der Mandate

der Corona-Profiteur HelloFresh in die Kundenmandate aufgenommen. Im Gegenzug veräußerten wir defensive Kandidaten mit geringem Kurspotential.

Studienergebnisse des Impfstoffes von Pfizer/ Biontech verändern das Marktgeschehen

Die Veröffentlichung hoher Wirksamkeitsdaten des Impfstoffes bei nur geringen Nebenwirkungen sorgte für eine noch positivere Konjunkturerwartung in 2021. Die Kapitalmärkte begannen, eine schnellere Überwindung der Corona-Krise einzupreisen. Dies führte zu einer starken Wertaufholung deutlich zurückgebliebener Branchen wie Tourismus, Öl, Automobile sowie von Finanzwerten. Wir haben daher per Mitte November die Aktienquote höher gewichtet. Um die Jahreswende sorgten die Studienergebnisse von AstraZeneca für eine weitere Verbesserung des Sentiments, da deren Impfstoff besser verfügbar ist und zudem signifikante Vorteile bzgl. der Logistik und des Preises aufweist. Dies erhöhte nochmals die Zuversicht, dass die Impfung breiter Bevölkerungsschichten im Laufe des 1. Halbjahres 2021 möglich sein wird. Wir haben dementsprechend die Aktienquote erneut ausgebaut.

Brexit-Einigung antizipiert, US-Wahlen ohne wesentliche negative Implikationen

In Erwartung des finalen Abschlusses eines Brexit-Vertrages zwischen UK und der EU haben wir einen ETF ohne Währungssicherung auf den britischen Aktienmarkt erworben und die Quote in Risikoanlagen weiter ausgebaut. Wir entschieden uns für den zyklisch ausgerichteten Mid Cap Index FTSE250. Diese und weitere Aufstockungen der Aktienquote wurden durch die Reduzierung der Bestände in US-Treasuries, Bundesanleihen bzw. Gold finanziert, welche jedoch zum Jahreswechsel 2020/2021 nach wie vor als Absicherung in den Portfolios vertreten sind.

Regionen und Einzelwerte mit Nachholpotential gesucht

Im Dezember wurde die Aktiengewichtung noch stärker ausgebaut. In zwei Schritten wurde ein ETF auf Lateinamerika erworben, um an dem hohen Aufholpotential der stark durch die Corona-Pandemie gebeutelten Region (v. a. Brasilien und Mexiko) teilzunehmen. Brasilien wird als einer der weltweit wichtigsten Agrarproduzenten zusätzlich von den stark gestiegenen Getreidepreisen profitieren.

Risikoquote in Richtung 2021 ausgeweitet, Aktienbestand zyklischer und internationaler ausgerichtet

Im 4. Quartal vernachlässigten die Marktteilnehmer die wieder stark ansteigenden Infektionszahlen und fokussierten sich auf den sehr positiven makroökonomischen Datenkranz in den USA und China sowie die erwartete signifikante Erholung der Weltkonjunktur in 2021.

Innerhalb der Regionen waren wir zum Jahresende in Europa, den USA, China, Lateinamerika und UK investiert.

Innerhalb der europäischen Aktien liegt unser Fokus auf Branchen mit strukturellem Gewinnwachstum. Dazu zählten u.a. die Sektoren:

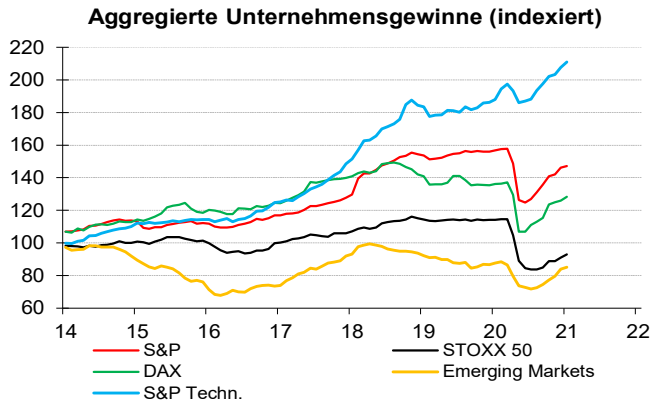
- Technologie, Internet und Digitalisierung
- Industrie, Auto und Chemie
- Bau, Versorger und Erneuerbare Energien
- Versicherungen
- Nichtzyklischer Konsum und Healthcare

In den von der Corona-Pandemie am stärksten betroffenen Branchen wie Airlines, TV, Medien, Banken, Öl, Hotels... sind wir aktuell nicht bzw. nur in geringem Maße investiert, was sehr performancerelevant war.

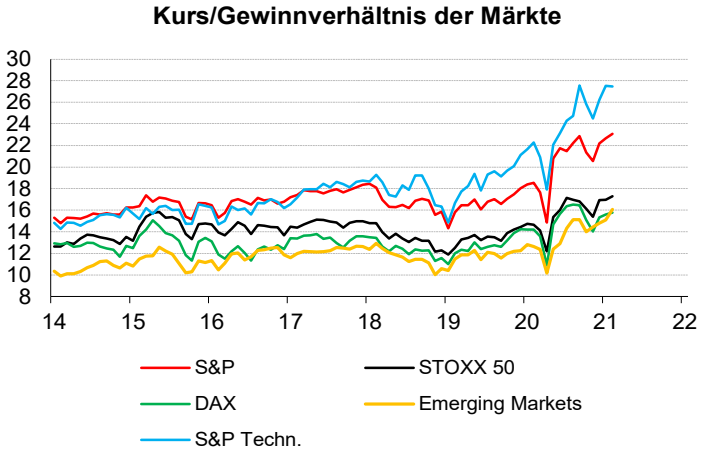
Impfstoffe sowie geld- und fiskalpolitische Stimuli ermöglichen weiter steigende Aktienmärkte

Die globalen Aktienmärkte nehmen um die Jahreswende eine sehr dynamische konjunkturelle Aufwärtsbewegung in den Jahren 2021 und 2022 vorweg. Diese wird u.E. zu zweistelligen Zuwachsraten bei den Unternehmensgewinnen führen, was die zuletzt deutlich gestiegenen Aktienbewertungen wieder relativieren sollte. Dies verleiht insbesondere den europäischen Börsen sowie den Emerging Markets noch einmal ein Kurspotential von geschätzt rund 6-10% im ersten Halbjahr.

Gewinnerholung hat begonnen



Aktienbewertungen sind deutlich gestiegen



Zunehmende Spannungen über die Schulden- und Geldpolitik in der EU sowie die Ankündigung einer weniger expansiven Fed-Politik dürften im Jahresverlauf zu einer vorübergehenden Eintrübung der Rahmenbedingungen und erhöhter Volatilität unserer positiven Einschätzung führen. Des Weiteren könnten eine auch unter dem neuen US-Präsidenten Biden fortgeführte gemeinsame, harte Gangart der USA gegenüber China sowie Wahlen in Europa potentiell belasten.

4. Rentenstrategie

Die globalen Notenbanken retten durch ihre Kaufprogramme den Anleihemarkt

Die extrem hohen Notenbankkäufe drückten die Zinsen auf historische Tiefststände

Zu Jahresbeginn schien es zunächst so, als würde sich der positive Trend am Anleihemarkt auch 2020 fortsetzen, sich also Risikoprämien und Renditen weiter nach unten bewegen. Als die Corona-Pandemie dann aber Ende Februar mit voller Wucht Europa und die USA traf und kam es zu einem massiven Kursrückgang bei Anleihen. Der gewohnte liquide

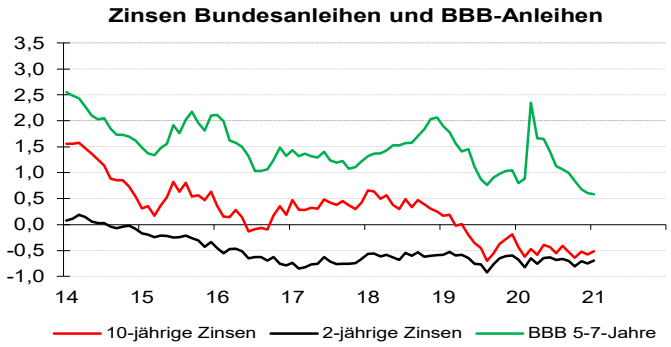
Handel festverzinslicher Titel war zeitweise außer Kraft gesetzt und hinterließ bis fast zum Jahresende erhöhte Geld- / Briefspannen.

Notenbanken bleiben der Retter in letzter Instanz

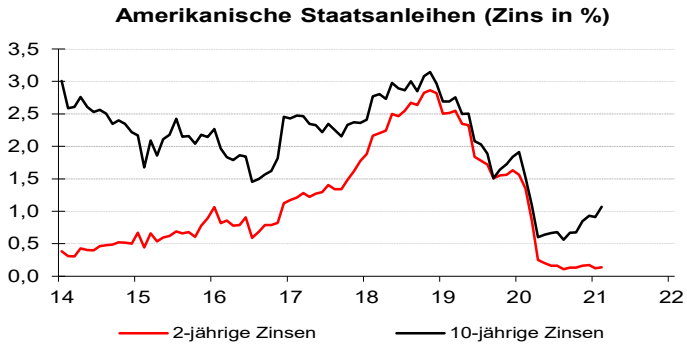
Auf dem Höhepunkt des Ausverkaufes kam die Rettung von den globalen Notenbanken, die bis dato nie da gewesene Notprogramme initiierten, um dem Markt uneingeschränkte Liquidität und Kredit zur Verfügung zu stellen. Seitdem kauft die Fed jeden Monat USD 120 Mrd. marktfähiger Papiere auf, inklusive Unternehmensanleihen mit niedriger Bonität.

Die EZB weitete ihr anfänglich mit EUR 750 Mrd. ausgestattetes PEPP-Programm („Pandemic Emergency Purchase Programme") bis zum Jahresende auf insgesamt EUR 1.850 Mrd. aus. Außerdem verlängerte sie den Zeithorizont für die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP bis mindestens Ende März 2022. Der EZB-Rat wird Nettoankäufe in jedem Fall durchführen, bis die Corona-Krise seiner Einschätzung nach überstanden ist. Auch die seit 2019 bestehenden Nettoankäufe im Rahmen des APP-Programms („Asset Purchase Programme") in einem monatlichen Umfang von EUR 20 Mrd. werden fortgesetzt.

EZB-Käufe reduzierten Spreads auf Tiefststände



Renditen auf US-Treasuries fielen auf Tiefststände



Zehnjährige US-Treasuries starteten das Jahr mit einer Rendite von knapp unter 2%, tauchten dann bis auf fast 0,5% und schlossen das Jahr mit 0,91% ab. Bundesanleihen mit gleicher Laufzeit schwankten zwischen -0,22 und -0,86% und beendeten das Jahr mit -0,57%.

Nach einem crashartigen Kursverlust von annähernd 8% bei Qualitätsanleihen im März setzte ab Frühjahr eine massive Kurserholung ein, die sich bis zum letzten Handelstag des Jahres durchzog. Die Risikoprämien bei Unternehmensanleihen im Investment Grade Bereich und bei Bankpapieren notierten zum Jahresende nur minimal höher als zum Start des Jahres. Europäische Hochzinsanleihen lagen mit ihren Prämien nach 500 Basispunkten Ausweitung nur noch 35 Basispunkte über ihrem Startniveau.

Rekordvolumen bei Neuemissionen

Die Neuemissionen von Euro-Unternehmensanleihen erreichten mit fast EUR 500 Mrd. ein Rekordvolumen, darunter ein Fünftel ESG-Papiere.

Nachdem Anleihen aus den Emerging Markets zunächst unter massiven Mittelabflüssen litten, waren sie insbesondere in der zweiten Hälfte des Jahres gesucht. Unternehmensanleihen aus diesen Regionen legten um +6,7% zu, Staatsanleihen um +5,6%.

Die strukturell vorsichtige Ausrichtung der SALytic-Portfolios war im ersten Quartal sehr hilfreich, da Papiere aus den schwierigen Bereichen Touristik und Hotelgewerbe sowie den Emerging Markets nur punktuell im Bestand waren. Die einsetzende Emissionsflut im zweiten Quartal nutzte SALytic, um hochqualitative Titel wie Nestlé oder Reckitt Benckiser aufzunehmen. In der ersten Hälfte des zweiten Halbjahres wurden dann sehr teure Papiere mit guten Kursgewinnen veräußert sowie solche Anleihen reduziert, deren Erholung sich im Zuge der Pandemie noch verzögern wird. Zum Ende des Jahres, als eine Impfstoff-Zulassung greifbar wurde, hat SALytic mit dem Aufbau von Erholungskandidaten wie Ryanair, MTU oder Accor begonnen. Attraktive Neuemissionen (Eni Hybrid-Anleihe oder Ubisoft) wurden gezeichnet.

Kapitalmarktzinsen und Risikoaufschläge bleiben in 2021 auf historisch niedrigem Niveau verankert

Die noch auf mehrere Jahre ausgerichtete Fortführung der expansiven Geldpolitik in allen wichtigen Wirtschaftsregionen verankert die Kapitalmarktzinsen auf einem ultratiefen bzw. negativen Niveau. Es ist aber eine Versteilerung der Kurve in den USA und in geringerem Umfang auch in Europa zu erwarten. Insbesondere nach der Stimmenmehrheit der Demokraten im Senat kann der neue Präsident Biden viel leichter seine Ausgabeprogramme zur Ankurbelung der durch die Pandemie geschädigten Wirtschaft umsetzen.

Deutlich geringerer Spielraum für positive Wertentwicklungen

Die starke Nachfrage der EZB wird das Angebot an festverzinslichen Anlagen für Investoren auch in 2021 deutlich verknappen und somit negativ beeinflussen. Das bereits tiefe Niveau der Risikoprämien sollte aber einer weiteren Einengung entgegenstehen, stärker bei Staaten der Peripherie wie Italien, Spanien und Portugal als bei Unternehmensanleihen.

SALytic sieht somit vor allem im Bereich der Hybridanleihen das größte Potential. Bezogen auf die Sektoren erachten wir zyklische Branchen als besonders aussichtsreich, hier präferieren wir das Senior Segment. Innerhalb der Telekommunikationsunternehmen, Versorger und Gesundheitstitel, die wir zwar als stabil, aber auch bereits als teuer ansehen, halten wir Ausschau nach attraktiven hybriden Papieren bei Neuemissionen. Da die Verschuldung der Unternehmen mittlerweile auf einem Rekordhoch ist, wird SALytic seinen Fokus akribisch auf die Cash Flow-Entwicklung richten.

Aktives Management und Kreditanalyse bleiben essentiell

Einmal mehr ist eine hochwertige Kreditanalyse unabdingbar. Die Kreditprämien sehen wir zum Jahresende auf einem leicht tieferen Niveau. Innerhalb der Emerging Markets bevorzugen wir auf der Rentenseite Anleihen aus Osteuropa und sind eher vorsichtig bei Emittenten aus Brasilien und Mexiko.

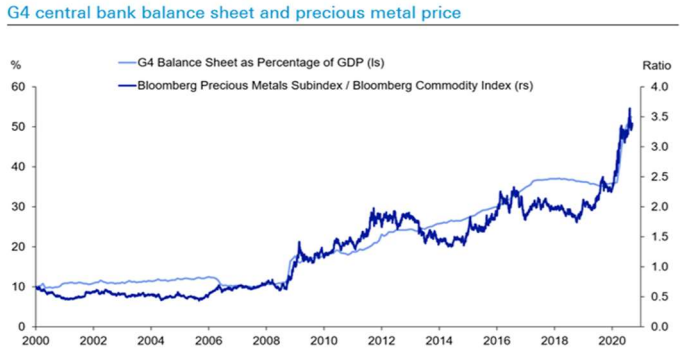
5. Rohstoffe

Gold als Safe Haven? In 2020 annähernd so volatil wie Aktienindizes

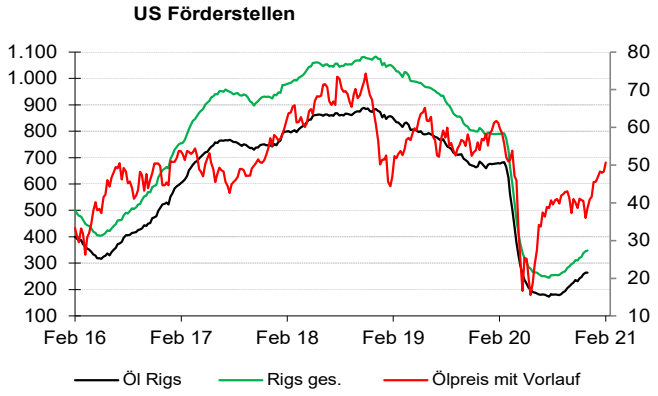
Gold ist Save Haven, Anlage- und Spekulationsobjekt

Der Goldpreis startete mit moderat steigenden Notierungen in das Jahr 2020 und konnte nach dem Einbruch der Aktienmärkte im Februar / März nach einem kurzen Rücksetzer zunächst weiter zulegen. Als die Panik an den Börsen im März ihren Höhepunkt erreichte, fiel auch der Kurs des Edelmetalls innerhalb einer Woche vorübergehend um ca. 15%, was zeigt, dass Gold zunehmend nicht nur Absicherungsinstrument, sondern zugleich auch Spekulationsobjekt ist. Die massiven Liquiditätsschaffungsmaßnahmen der Notenbanken ließen Inflationssorgen aufkommen und zogen alle Preise für reale Assets nach oben, was der Goldnotierung einen starken Anstieg bescherte. Trotz der dann folgenden leichten Abschwächung resultierte auf Jahressicht ein Kursgewinn von ca. 25% (in USD).
Aufgrund des nach wie vor sehr niedrigen Zinsniveaus und der anhaltend expansiven Geldpolitik dürfte Gold (wie auch Silber) in 2021 gut unterstützt sein oder sogar weiteres leichtes Aufwärtspotenzial besitzen.

Goldpreis steigt mit Liquiditätswelle



Ölpreis durch geringe Förderung stabilisiert



Achterbahnfahrt bei Industrie-Rohstoffen, Öl-Erholung läuft im Frühjahr aus

Der Ölpreis und die Kurse der Industrie-Rohstoffe waren parallel zur Konjunkturentwicklung in 2020 sehr starken Schwankungen unterworfen. Nach einem schwachen Jahresstart notierten Öl-Futures im April erstmalig in ihrer Geschichte sogar im negativen Bereich. Die folgende Erholung an den Märkten und die industrielle Dynamik in den USA führten auch im Rohstoffbereich zu einer Kurserholung, die ihren vorläufigen Höhepunkt in der Zulassung der Corona-Impfstoffe fand. Einige Rohstoff-Futures (z.B. Kupfer, Nickel, Zink, Aluminium) notierten zum Jahresschluss bereits höher als vor dem Ausbruch der Pandemie.

Die Aufwärtsbewegung der Industrierohstoffe dürfte kurz nach der konjunkturellen Trendwende in den USA und Europa im Frühjahr auslaufen, da mit dem Preisanstieg in 2020 und zu Jahresbeginn 2021 der starken wirtschaftlichen Dynamik in China schon ausreichend

Rechnung getragen wurde und sich zudem die Wachstumskräfte in Richtung Konsum / Dienstleistung verlagern.
Der Ölpreis besitzt im Zuge des Aufschwungs der Weltkonjunktur noch ein moderates Aufwärtspotential in Richtung USD 55. Ein Anstieg über dieses Niveau hinaus wird durch die weltweiten Überkapazitäten, insbesondere in den USA und dem Nahen Osten, gedeckelt.

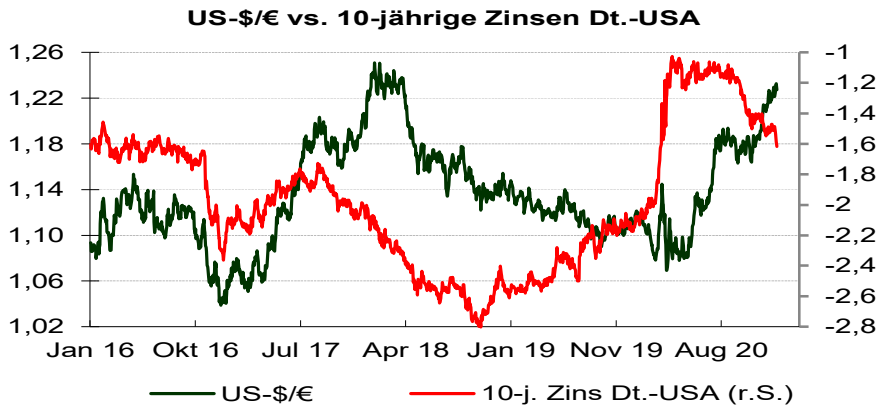
6. Währungen

Euro nach Turbulenzen im Frühjahr mit großer Stabilität, Währungen der Schwellenländer mit positivem Ausblick

Corona-Krise befeuerte kurzfristig Fluchtwährungen

Bis zum Ausbruch der Pandemie außerhalb Chinas waren die ersten Handelswochen des Jahres sehr ruhig. Im Zuge der Krise an den Kapitalmärkten ab Ende Februar kam es am Devisenmarkt teilweise zu kurzfristig erratischen Kursausschlägen. Die klassischen Fluchtwährungen US-Dollar, Yen und Schweizer Franken verbuchten deutliche Zuflüsse, während Emerging Markets- und rohstoffbasierte Währungen (z.B. Australischer Dollar oder Norwegische Krone) deutlich an Wert einbüßten.

US–Dollar pendelt zu seinem fundamentalen Wert zurück



US-Dollar schwächer durch Abbau des Zinsvorteiles und geringerer Euro-Risikoprämie, Renminbi legt zu

Mit der Normalisierung ab Mai legte der Euro gegenüber den wichtigsten Währungen zu. Selbst gegenüber dem Schweizer Franken konnte annähernd der Wert des Jahresanfangs erreicht werden. Der US-Dollar verbilligte sich im Jahresverlauf deutlich, nachdem die im Vorjahr genannte Marke von 1,15 - 1,16 EUR / USD durchbrochen wurde. Wesentlicher Auslöser hierfür war ein deutlicher Zinsrückgang als Reaktion der Fed auf die wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Krise. Betrug die Zinsdifferenz bei Tagesgeldern bis zum März noch über 2% zum Euro, so verringerte sie sich bis Jahresende auf 0,75%. Daneben wurde durch die EU-Konjunkturprogramme die politische Risikoprämie für ein Auseinanderbrechen des Euroraumes abgebaut.

Positiver Ausreißer im zweiten Halbjahr war der chinesische Renminbi, welcher von der frühen Überwindung der Pandemie und einer dynamischen Wirtschaftsentwicklung profitierte.

Überwindung der Pandemie und niedriges Zinsniveau unterstützen Emerging Markets

Für 2021 erwarten wir bei etwa 1,25 USD ein Auslaufen der Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar, sofern die Verschuldung der USA weiterhin als angemessen betrachtet wird. Nach Abschluss des Handelsvertrages im Zuge des Austrittes Großbritanniens aus der EU nimmt das Risiko im Euro-Raum weiter ab, ebenso dürfte dies den Außenwert des Pfunds stabilisieren bzw. begünstigen.

Leichte Aufwertungen erwarten wir bei den wichtigsten Währungen der Schwellenländer (Brasilien, Indien, Russland), da das dortige Zinsniveau in Verbindung mit einer robusten Konjunktur Gelder anziehen wird. Dasselbe gilt für die rohstoffbasierten Währungen Australischer Dollar und Norwegische Krone sowie für die Schwedische Krone, die alle zusätzlich von einem Abbau der Risikoprämien profitieren.

7. Strategische Perspektiven

Corona–Krise führt zu mehrjährig wirkenden fundamentalen Änderungen

Corona-Krise wurde durch ultraexpansive Geld- und Fiskalpolitik aufgefangen

Mit den Erfahrungen der letzten Finanzkrise haben die Staaten und die Notenbanken erfreulicherweise sehr rasch auf den epochalen Einbruch der Weltwirtschaft und der Kapitalmärkte im Frühjahr 2020 reagiert. Durch Bereitstellung von Liquidität und Anleihekäufe in Höhe von mehreren tausend Mrd. haben Fed und nachfolgend die EZB ihre Bilanzsumme um mehr als 70% ausgedehnt. Daneben haben die Staaten schuldenfinanzierte Hilfs- und Konjunkturprogramme gestartet, die teilweise 10 - 20% der Wirtschaftsleistung der einzelnen Länder überschritten. In der EU wurde mit dem Wiederaufbaufonds sogar erstmals der Weg einer Vergemeinschaftung von Schulden beschritten. Die Schulden der Industrieländer erreichen im Durchschnitt damit aktuell ein absolutes Rekordniveau, vergleichbar mit der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg.

Gleichzeitig war mit der Corona–Krise auch ein Abbruch der Wertschöpfungsketten in strategisch bedeutsamen Bereichen wie Technologie und Pharmaproduktion zu beobachten.

Schuldenmanagement durch negative Realzinsen und die Erhöhung von Steuern und Sozialabgaben

Wie kommen wir aus den explodierten Staatsschulden wieder heraus? Da ein harter Schuldenschnitt keine politische Akzeptanz hat, besteht der Weg aus der Schuldenkrise in einem **langjährigen Abbau des Ungleichgewichtes durch höheres Wirtschaftswachstum, kurzfristig bereits steigende Sozialabgaben und später auch höhere Steuern** für Besserverdienende, sowie einer negativen Realrendite an den Staatsanleihemärkten – d.h. die Inflation ist höher als die nominalen Zinsen.

Strategieschwenk der Notenbanken zu spätzyklischer, reaktiver Politik

Befeuert wird dies durch eine fundamentale Veränderung der Strategie der wichtigsten westlichen Notenbanken. So hat die Fed bereits klar verdeutlicht, dass sie in den nächsten Jahren aufgrund der unterausgelasteten Kapazitäten und Arbeitsmärkte sowie der mehrjährig niedrigen Inflation erst viel später als in früheren Zyklen die Zinsen anheben wird. Ein **Überschießen der Inflation über das 2% - Ziel hinaus** wird für eine Weile toleriert werden. Die EZB wird dieser Strategie folgen.

Negative Realrenditen bedeuten einen unabdingbaren Schwenk zu Aktien und Corporate Bonds

Bewertungen bleiben hoch, solange die Liquiditätswelle der Notenbanken andauert

Dies bedeutet, dass mit Rentenanlagen nach dem letztjährigen scharfen Zinsrückgang über Jahre nur noch kleine nominale, aber keine positiven Realrenditen mehr erwirtschaftet werden können. Hingegen werden Realassets wie Aktien oder operative Aktivitäten mit steigenden nominalen Zahlungsströmen begünstigt. Aus diesem Grund müssen die **strategischen Aktien- und Risikoquoten in den Portfolios angehoben** werden. Dies erhält auch dadurch Unterstützung, dass die politischen Risikoprämien in den USA durch den Wahlsieg Bidens und den Brexitvertrag in Europa sinken. Risikoarme Rentenanlagen wie Staatsanleihen oder gut geratete Corporate Bonds bleiben als Risikohedge aber ein Kernbestandteil eines jeden Portfolios. Aufgrund des hohen Goldpreises und der sehr niedrigen Staatsanleihezinsen ist es nur noch eingeschränkt möglich, Portfolios durch inverse risikoarme Strukturen abzusichern. Daneben geht die **Signalfunktion der Zinsen als Risikoindikator nahezu vollständig verloren**. Selbst Italien kann sich mit negativen Raten verschulden.

Ferner bedeutet die expansive Geldpolitik der Fed und der EZB, dass die Emerging Markets einen gewissen autonomen Spielraum für eine stimulierende eigenständige Politik erhalten, was Kapitalströme anzieht und eine positive Performance befeuert.

Geld fließt in Emerging Markets, Technologie, den Green Deal und den Ausbau lokaler Healthcare-Kapazitäten

Auch **sektoral** haben die Krisenbewältigungsmaßnahmen markante Auswirkungen. Ein wichtiger Teil der Konjunkturstimuli wird über Jahre in den Green Deal (z.B. Wind- und Solarenergie, Wasserstoff, Wärmedämmung, Electric Vehicles...) zur Reduzierung weltweiter CO2-Emissionen und in den Ausbau der Digitalisierung investiert werden. Zudem zeigte der Zusammenbruch der Wertschöpfungsketten, dass es für jede Region von zentraler Bedeutung ist, in den Bereichen **IT/Halbleiter und Healthcare** einen Teil der Produktion lokal zu betreiben. Damit ist die Globalisierung keinesfalls tot, sie wird durch Aufbau lokaler Produktion nur balancierter gestaltet. Verstärkt wird dies nach dem Wahlsieg Bidens durch die Rückkehr des Multilateralismus mit globaler Arbeitsteilung. Daneben werden die Wachstumstrends Home Office, Internethandel, bargeldloses Bezahlen, Digitalisierung, Healthcare, Diagnostik und Erneuerbare Energien massiv beschleunigt.

Auf **der negativen Seite** gehören z.B. der Geschäftsreiseverkehr, die Ölindustrie (Öl-Peaknachfrage wird früher erreicht), der Bankensektor (geringe Margen im Nullzinsumfeld), Büro- und Einzelhandelsimmobilien, Verbrennertechnologie im Automobilbereich und der stationäre Einzelhandel trotz des zyklischen Aufschwunges in 2021 und 2022 zu den strategischen Verliererbranchen.

Anlagestrategie im Sinne des Mandanten umgesetzt

Die im Berichtszeitraum für Sie getroffenen Anlageentscheidungen entsprechen aus den nachfolgenden Gründen Ihren Anlagezielen, Ihrer Risikobereitschaft und Risikotragfähigkeit sowie Ihren sonstigen Präferenzen:

1. Ihre Anlageziele mit dem von Ihnen genannten Anlagezweck, dem vorgegebenen Anlagehorizont sowie Ihre Risikobereitschaft einschließlich etwaiger im Verlaufe des Berichtszeitraums sich ergebende Änderungen haben wir im Erhebungsbogen „Kundenangaben“ erfasst.

2. Die vereinbarte Anlagestrategie war im Berichtszeitraum geeignet, im Rahmen der laufenden Verwaltung des Depots Ihren individuellen Verhältnissen hinreichend Rechnung zu tragen.

3. Die im Berichtszeitraum für Sie getroffenen Anlageentscheidungen haben die Grenzen der vereinbarten Anlagestrategie eingehalten, so dass Ihre individuellen Anforderungen stets erfüllt waren.

4. Unabhängig von den Vorgaben der vereinbarten Anlagestrategie haben wir bei den einzelnen Anlageentscheidungen auch darauf geachtet, dass das Gesamtportfolio in seiner jeweiligen Zusammensetzung den individuellen Vorgaben entspricht. Die vorgenommenen Anlageentscheidungen waren ausschließlich darauf gerichtet, die Zusammensetzung des Gesamtportfolios im Hinblick auf Ihr Anlageziele, Ihre Risikobereitschaft und Ihre Risikotragfähigkeit zu optimieren; insbesondere haben wir dem Gebot der hinreichenden Diversifikation hinreichend Rechnung getragen und die Anlagerisiken standen jederzeit in einem angemessenen Verhältnis zu den angestrebten Renditechancen.

SALytic Invest AG
www.salytic-invest.de

St.-Apern-Straße 26
50667 Köln
Tel.: +49 221 99 57 30 77 00
koeln@salytic-invest.de

Feuerseeplatz 14
70176 Stuttgart
Tel.: +49 711 252 779 00
stuttgart@salytic-invest.de