SALytic Invest

# Halbjahresbericht und Perspektiven

2021

Dynamische Konjunkturerholung und anhaltende Nullzinspolitik ermöglichten starke Kurssteigerungen bei Aktien sowie eine positive Performance in risikobehafteten Anleihesegmenten

Inflation steigt deutlich und strukturell auf ein höheres Niveau

Größtes Risiko für die Kapitalmärkte ist ein perspektivischer Ausstieg aus dem „Experiment“ der ultraexpansiven Geldpolitik

Zusammenfassung

Gesamtwirtschaftliches Umfeld und Inflation

Asset Allocation und Aktienstrategie

Rentenstrategie

Rohstoffe

Währungen

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

# Zusammenfassung

## Positive Erwartungen zur Performance von Risikoassets voll erfüllt - Übergang in eine volatilere Seitwärtsphase an den Märkten

### Konjunkturboom erreicht Höhepunkt

Die Weltwirtschaft erfährt aktuell einen der dynamischsten Aufschwünge der letzten Jahrzehnte. Große Nachholeffekte nach Öffnung der Wirtschaft im Zuge einer erfolgreichen Impfkampagne, eine in der Dimension einmalig expansive Fiskalpolitik mit zahlreichen Hilfsprogrammen sowie eine ultralockere Geldpolitik befeuern einen Konjunkturboom, der in den USA begann und nun auch in Europa seine volle Dynamik entfaltet. Der Höhepunkt des Momentums wird im Sommer 2021 erreicht. Diese Sonderkonjunktur trägt mit abnehmender Dynamik bis ins Jahr 2022 hinein, da viele Effekte erst dann beginnen ihre Wirkung zu zeigen.

Aufgrund der boomartigen konjunkturellen Nachfrage und mehrerer Sondereffekte (Jahrhundertwinter USA, Sperrung des Suezkanals, Stau an Häfen in USA und China etc.) kommt es zu Verspannungen in vielen Lieferketten, markant steigenden Rohstoffpreisen und einem starken Inflationsanstieg in 2021. Die Inflationsrate wird u.E. in 2022 wieder sinken, da wir zumindest in Europa derzeit keinen starken Lohnanstieg beobachten und einige Basiseffekte entfallen. Das Inflationsniveau dürfte jedoch in den kommenden Jahren strukturell insbesondere in den USA über dem des letzten Jahrzehnts liegen.

### Notenbanken bereiten Ausstieg aus der extrem expansiven Geldpolitik ab 2022 vor

Die Notenbanken in den USA und später auch in Europa bereiten im Herbst 2021 verbal für 2022 einen sukzessiven Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik vor, in dem zunächst die Anleihekäufe zurückgeführt werden. Dem dürften ab der Jahreswende 2022/2023 bei Vorlauf der USA langsam erste kleine Zinsanhebungen folgen.

Dies sollte bis zum Jahresende auch die Kapitalmarktzinsen in den USA und Europa leicht ansteigen lassen (Prognose für Zehnjährige: Bundesanleihen 0 - 0,2%, US-Treasuries 1,8 - 2%).

Wir erwarten noch mehrjährig negative Realzinsen, um die insgesamt hoch verschuldeten Staaten ohne Steuererhöhungen zu entschulden.

Konjunkturbedingt erholt sich die Gewinnentwicklung vieler Firmen in 2021 drastisch (> 33%), in 2022 dagegen nur noch in einigen wenigen Branchen, die stark unter der Corona-Pandemie gelitten haben.

Die Aktienmärkte haben bis zum Jahresende bei zunehmender Volatilität nur noch moderat positives Potential. US-Dollar und der Goldpreis tendieren in den kommenden Wochen seitwärts. Die Preise der Industrierohstoffe korrigieren leicht, da die Nachfrage in China staatlich abgekühlt wird.

# Gesamtwirtschaftliches Umfeld und Inflation

## Die extrem expansive Geld- und Fiskalpolitik führt zu einem bis ins Jahr 2022 tragenden Wirtschaftsboom

**Die Weltwirtschaft** erfährt aktuell einen der dynamischsten Aufschwünge der letzten Jahrzehnte, mit Zuwachsraten von über 6% in 2021. Während in 2020 China als Stütze der Weltwirtschaft fungierte, hat im laufenden Jahr die **USA** die Lokomotivfunktion für die globale Konjunkturentwicklung übernommen.

### Extrem expansive Geld- und Fiskalpolitik führt zu starkem Wachstum in den USA

**In den USA** konnten die Demokraten mit ihrer hauchdünnen Mehrheit im Senat im März ein weiteres Konjunkturpaket in Höhe von USD 1.900 Mrd. verabschieden. Dieser fiskalische Impuls kam zu den bereits im Dezember 2020 verabschiedeten Stützungsmaßnahmen hinzu. Dies führte zu einem signifikanten Wachstum des privaten Verbrauchs im ersten Halbjahr, mit entsprechend positiven Wirkungen auf die Industriekonjunktur weltweit. Die starke Nachfrage produzierte Engpässe in den Lieferketten und steigende Rohstoffpreise. Letztere wurden zusätzlich durch einen Basiseffekt getrieben, da die Rohstoffpreise auf dem Höhepunkt der Corona-Krise vor einem Jahr stark gefallen waren. Die Probleme in den Lieferketten verschärften sich insbesondere für Europa, als im März ein Containerschiff im Suezkanal auf Grund lief und es über Wochen zu einer Sperrung dieser wichtigen Handelsroute kam. Daneben ist auch die Knappheit bei Halbleitern bzw. Microchips so ausgeprägt, dass es insbesondere in der Automobilindustrie seit dem zweiten Quartal weltweit zu deutlichen Produktionsausfällen kommt.

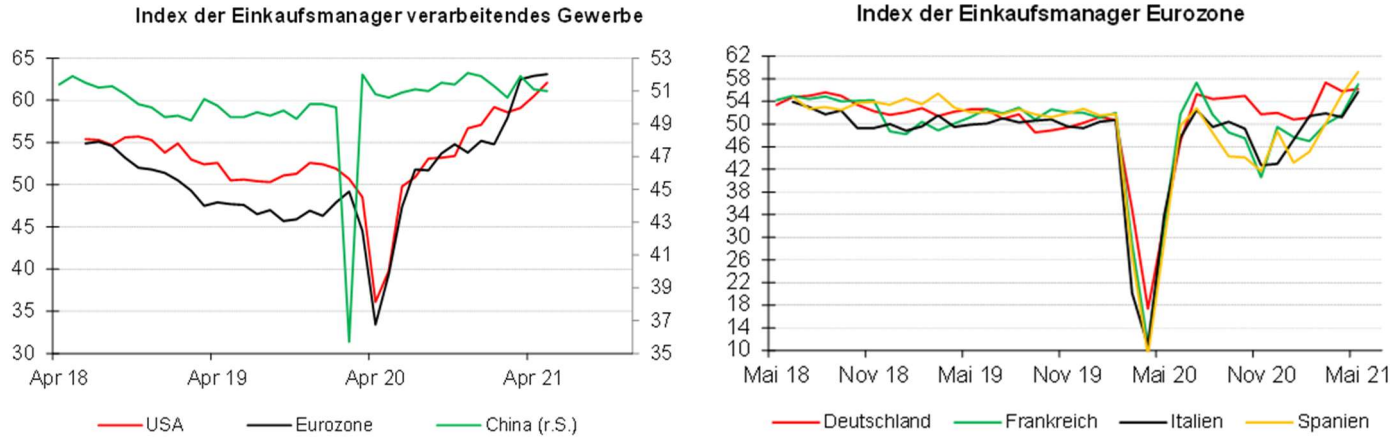
### Europäische Konjunktur profitiert zeitverzögert vom „Reopening“ des Dienstleistungssektors

**In Europa** wurde der Jahresstart durch das Aufkommen neuer Varianten des Corona-Virus belastet. Hinzu kam ein durch schwere politische Fehler in Europa und Deutschland zu verantwortender Mangel an Impfstoffen, nachdem AstraZeneca ankündigte, im ersten Quartal weniger als 50% der bestellten Impfdosen an die EU zu liefern. Dies führte über das gesamte erste Quartal zu hohen Inzidenzzahlen und verschärften Lockdown-Maßnahmen. Entsprechend schwach entwickelten sich die davon hauptsächlich betroffenen Dienstleistungssektoren. Erst im Verlauf von April und Mai nahmen die Impfungen deutlich zu, mit der Folge, dass die Inzidenzzahlen zurückgingen und die Lockdown-Maßnahmen sukzessive zurückgeführt werden konnten. Ab Mai stellte sich dadurch eine signifikante Verbesserung des privaten Verbrauchs auch im Dienstleistungsbereich ein. Die Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe war von den zeitweiligen Einschränkungen nicht betroffen und verzeichnete bereits ab März einen starken Anstieg, getrieben durch die ausgesprochen expansive Geld- und Fiskalpolitik sowie den Importsog der USA.

## China mit solidem Wachstum

**In China** machte sich im Verlauf des ersten Quartals die restriktivere Geldpolitik der Notenbank zunehmend bemerkbar. Hinzu kamen regionale Lockdown-Maßnahmen. Das Wirtschaftswachstum profitierte zwar von einem solide ansteigenden privaten Verbrauch sowie von zunehmenden Exporten in die USA und nach Europa, es kam jedoch nicht zu einer Wachstumsbeschleunigung wie in den westlichen Industrienationen.

Einkaufsmanagerindizes über Vorkrisenniveau – Westliche Industrienationen schließen Lücke zu China




Zur Jahresmitte stieg der globale Index der Einkaufsmanager auf ein Rekordniveau. Dabei liegt die Konjunkturdynamik insbesondere in den USA weit über dem Potentialwachstum.

## Stark gestiegene Sparquote befeuert privaten Verbrauch in den USA

**In den USA** sind die Wachstumsraten im zweiten und dritten Quartal mit 8 - 10% annualisiert so hoch wie zuletzt 1983. Wir erwarten für das zweite Halbjahr in den USA einen Anstieg von etwa 6%, getrieben durch die expansive Geld- und Fiskalpolitik sowie einen starken Beschäftigungsaufbau. Hinzu kommt, dass der Konsum von Dienstleistungen durch die Pandemie vielfach aufgeschoben wurde und es stattdessen zu einem starken Anstieg der Sparquote kam. Im zweiten Halbjahr wird insbesondere der Dienstleistungssektor u.E. von den „Reopening-Maßnahmen" profitieren. Mitentscheidend wird sein, wie schnell das angesparte Geld ausgegeben bzw. inwieweit es dauerhaft gespart wird. Für 2022 rechnen wir in den USA mit einem Wachstum von rund 4%, wobei sich retardierende Effekte der zu erwartenden Steuererhöhungen bemerkbar machen werden.

## Boom in Europa setzt ab Frühsommer ein, Südeuropa zunehmend begünstigt

**In Europa** erwarten wir nach der sukzessiven Aufhebung der Lockdown-Maßnahmen eine boomartige Konjunkturentwicklung über mehrere Quartale. Diese wird in den südeuropäischen Urlaubsländern besonders ausgeprägt sein. Neben den Nachholeffekten und dem Exportboom kommt hinzu, dass der European Recovery Fund zunehmend nachfragewirksam wird. Die Nullzinspolitik befeuert zudem alle zinssensitiven Sektoren wie z.B. den Bausektor. Das Wachstum sollte 2021 bei rund 4% liegen und 2022 auf rund 4,5% steigen.

## Bürgerliche Regierung in Deutschland nach den Wahlen erwartet

**In Deutschland** rechnen wir nach der Bundestagswahl mit einer Fortsetzung einer bürgerlichen Regierung unter Führung der CDU. Dieses Szenario lässt keinen massiven Politikwechsel erwarten. Für

Wirtschaft, Energie- und Sozialwesen stehen jedoch zentrale Weichenstellungen an, die auch für den Kapitalmarkt relevant sind.

China wächst weiter, der Wachstumsvorsprung nimmt jedoch ab

**Für China** rechnen wir mit einer Fortsetzung des Wachstums. Aktuell kommt China sehr schnell mit der Impfung der Bevölkerung voran. Damit dürften die verbleibenden lokalen Einschränkungen auslaufen und das Konsumklima steigen. Zudem sollte der Anstieg der Einkommen zunehmen. Wir erwarten für 2021 ein Wachstum von 8,5%, gefolgt von 5,5% in 2022.

## Inflation wird strukturell ansteigen

Inflationsentwicklung wird entscheidend für die Dauer des Aufschwungs

Eines der größten Risiken für die Kapitalmärkte stellt die Inflationsentwicklung dar. Die aktuell relativ hohe Inflationsrate von 5% in den USA reflektiert zu einem Teil die oben beschriebenen Basiseffekte bei Rohstoffen. Jedoch liegt auch die für die Notenbanken relevantere Kernrate der Inflation ohne Lebensmittel und Energie auf einem hohen Niveau. Dies liegt u.a. auch daran, dass auch im Dienstleistungsbereich in der Krise im letzten Jahr die Preise deutlich gesenkt und zugleich vielfach Kapazitäten abgebaut wurden, so dass die derzeit dynamische Nachfrage in steigenden Preisen resultiert. Damit spielen auch im Dienstleistungsbereich Basiseffekte eine Rolle. Ein erheblicher Teil des Preisanstiegs bei den Rohstoffen ist jedoch noch nicht bei den Konsumenten angekommen. Dies führt dazu, dass die Inflation in den USA durchaus länger auf einem Niveau über dem Zielwert von 2% liegen kann. Zudem sorgen die aktuell in den USA sehr auskömmlichen Sozialleistungen dafür, dass Firmen trotz hoher Arbeitslosigkeit kaum Personal rekrutieren können. Daher müssen sie die Löhne und Gehälter deutlich anheben. Diese erhöhten Sozialleistungen werden bis September weitgehend zurückgenommen, was eine gewisse Entspannung am Arbeitsmarkt bringen sollte. Fraglich ist, ob die derzeit hohen Preise zu einer Lohn-Preis-Spirale führen. Zudem steigen auch die Inflationserwartungen, die einen wesentlichen Faktor für die Lohnentwicklung darstellen, spürbar an. Auch der ökologisch bedingte Umbau der Ökonomie führt zu markant steigenden Kosten. Strukturell sehen wir ein höheres Inflationsniveau als in den vergangenen Jahren.

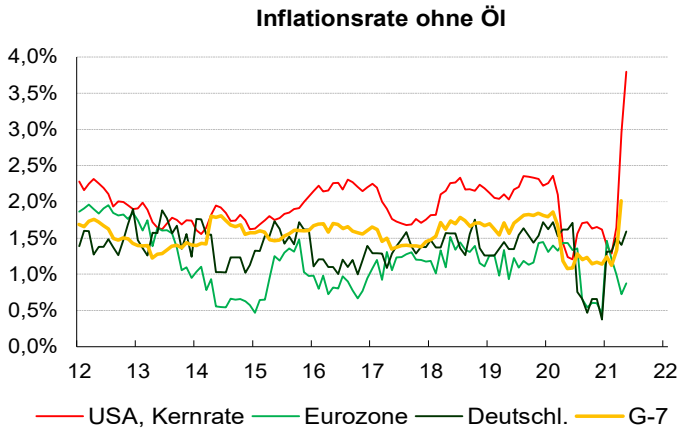
In der Eurozone steigt die Inflationsrate dieses Jahr auf rund 2%. Auch hier spielen Basis- und Sondereffekte wie die Absenkung der Mehrwertsteuer in Deutschland im letzten Jahr eine Rolle. Die Inflationsentwicklung in Europa ist aufgrund der hohen Arbeitslosigkeit deutlich moderater als in den USA.

Die großen Zentralbanken gehen zumeist davon aus, dass die Verspannungen nicht dauerhaft zu erheblich höheren Lohnanhebungen und Mietsteigerungen führen. In 2022 sollte die Inflation auf den Zielpfad von rund 2% zurückkehren. Sie signalisieren daher, dass sie die expansive Geldpolitik grundsätzlich fortsetzen wollen. Eine Änderung könnte den aktuellen Boom potentiell gefährden, gerade angesichts der hohen Schuldenstände der Staaten. Für ein endgültiges Urteil ist es noch zu früh, aber die Inflationsentwicklung wird im zweiten Halbjahr einen bestimmenden Faktor für Konjunktur und

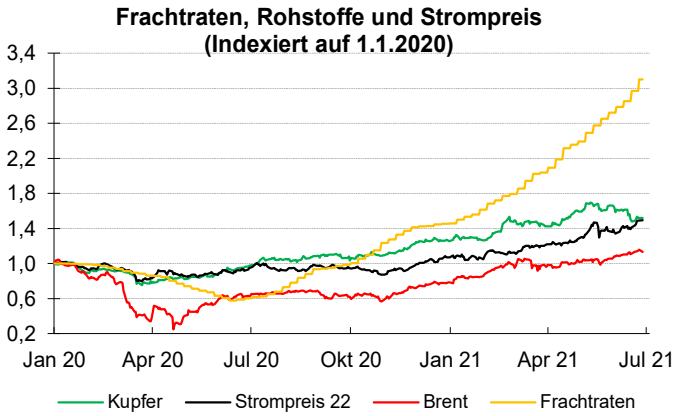
Kapitalmärkte darstellen. Unsere Basisannahme besteht darin, dass ein erheblicher Teil der Inflationsentwicklung vorübergehender Natur ist.

Sollte die Inflation auch im Jahr 2022 deutlich höher als erwartet ausfallen, dürften die Notenbanken früher und entschlossener reagieren mit dem Risiko, dass der Konjunkturzyklus verkürzt wird.

Inflation in USA höher als in Europa




Eingeschränkte Kapazitäten sind Preistreiber




## „Tapering" der Fed im ersten Quartal 2022, Zinsanhebungen erst 2023

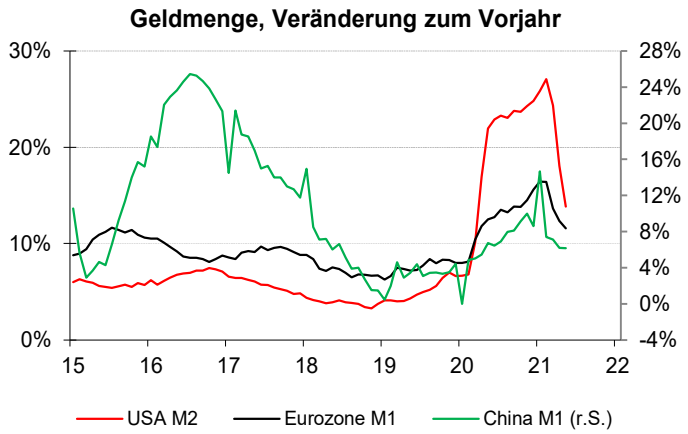
Sowohl die amerikanische Notenbank als auch die EZB werden in der zweiten Jahreshälfte einen sukzessiven Ausstieg aus der extremen Geldpolitik für 2022 ankündigen. Aktuell kauft die Fed jeden Monat für USD 120 Mrd. Anleihen. Sie plant, die Käufe nur bei einer weiteren signifikanten Verbesserung des Arbeitsmarktes zurückzuführen. Wir gehen davon aus, dass sie im Herbst ankündigt, die Käufe im ersten Quartal nächsten Jahres auslaufen zu lassen. Zudem erwarten wir zwei moderate Zinsanhebungen um je 25 Basispunkte im Jahr 2023.

## Auslaufen des Ankauf-programms der EZB „PEPP" im März 2022, Zinsanhebungen erst 2024

Das Ankaufprogram der EZB „PEPP" („Pandemic Emergency Purchase Programme") läuft im März kommenden Jahres aus. Bis dahin sollten die verfügbaren Mittel des Programms von EUR 1.850 Mrd. auch weitgehend investiert sein. Wir erwarten, dass die EZB im Herbst ankündigt, das Programm wie geplant im März tatsächlich auslaufen zu lassen und ein anderes Programm aufzustocken. Mit einer ersten Zinsanhebung durch die EZB rechnen wir erst 2024.

Die Prognosen setzen voraus, dass die Impfkampagnen weitgehend erfolgreich sind und damit im Herbst keine neuen Lockdowns drohen.

Geldmantel ist weiter sehr üppig, Überschussdynamik nimmt jedoch ab



# Asset Allocation und Aktienstrategie

## Die sehr dynamische Erholung der Konjunktur in den USA und später auch in Europa befeuert die Aktienmärkte

### Mit markantem Übergewicht in Aktien in das Jahr 2021 gestartet

Unsere Vermögensverwaltung ist in Antizipation der boomartigen Erholung der Konjunktur in den USA und zeitverzögert auch in Europa mit einer **deutlichen Übergewichtung** in das neue Kapitalmarktjahr gestartet. Diese einzigartige Dynamik geht einher mit einer Verbesserung der Unternehmensgewinne um mehr als ein Drittel und übersteigt damit sogar das Pre-COVID-Niveau. Insbesondere Industrietitel, Banken und Corona-Gewinner (Technologie, Online-Handel etc.) sind die wesentlichen Treiber dieser Entwicklung.

Unsere Portfolien waren zu Jahresbeginn, neben dem **Fokus auf Europa und einem Übergewicht in Zyklikern, Versicherungen und Technologie,** auch strategisch in den USA und China investiert. Taktische Positionierungen in Lateinamerika (Rohstoffgewinner) sowie in einen ETF auf britische Mittelstandsunternehmen rundeten das Bild ab. Letzterer spiegelte unsere Einschätzung wider, dass das Vereinigte Königreich aufgrund des Impfvorsprungs zuerst von einer Beendigung der Lockdown-Maßnahmen profitieren sollte.

Im Segment der Renten lag der Schwerpunkt vor dem Hintergrund niedriger Ertragserwartungen unverändert auf Unternehmensanleihen (inklusive ungerateten Anleihen und Hybriden), die gegenüber Staatsanleihen im Schnitt einen moderaten Risikoaufschlag bieten. Das Durchschnitts-Rating des Rentenanteils bewegte sich unverändert im Bereich Investment Grade und die Duration betrug ca. 4 Jahre. Um einen Zusatzertrag im Rentensegment zu erwirtschaften, haben wir eine mit hohem Risikopuffer versehene Aktienanleihe auf den DAX mit attraktiver Verzinsung erworben.

Risikodiversifizierende Anlagen wie Staatsanleihen und Gold wurden nicht gänzlich reduziert. Das seit längerem prägende Element unserer Investmentphilosophie, die Barbellstrategie aus defensiven Aktien, Gold und Staatsanleihen in Verbindung mit offensiveren Investments, wurde beibehalten.

### Aktienquote im Verlauf des ersten Quartals deutlich ausgebaut

Im Laufe des Januars haben wir begonnen, die **Aktienquote** zu Lasten des Rentenanteils bis zum Ende des ersten Quartals weiter deutlich auszubauen. Wir hatten u.a. erwartet, dass der neue US-Präsident Joe Biden seine geplanten Steuererhöhungen mit der Stimmenmehrheit der Demokraten sowohl im Senat als auch im Repräsentantenhaus durchsetzen könne. Dies würde vor allem die großen Technologie-Konzerne (FAANG) belasten, die in 2020 zu den größten Gewinnern an der Börse gezählt hatten. Daher haben wir die Hälfte unserer währungsgesicherten Position im Nasdaq-ETF in einen ETF ohne

Währungssicherung auf den Russell 2000-Index getauscht, der die Inlandskonjunktur der USA besser abbildet. Diese Unternehmen sollten u.E. von der erwarteten konjunkturellen Erholung in besonderem Maße profitieren. Dem politischen Ziel der USA sowie vieler anderer Staaten, den Anteil der Erneuerbaren Energien massiv auszubauen, trugen wir mit dem Kauf einer Position im iShares Global Clean Energy-ETF Rechnung.

## Rentenquote reduziert und Duration verkürzt

Ab Februar stieg die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen schnell und stark um etwa 80 Basispunkte auf zwischenzeitlich fast 1,80% an. Auslöser war die Furcht der Marktteilnehmer, dass die zunehmende Inflation im Zuge des konjunkturellen Aufschwungs zu zeitnahen und starken Zinserhöhungen führen könnte. Vor diesem Hintergrund **verkürzten wir die Duration des Rentenbausteins** durch Verkäufe langlaufender Anleihen sowie den Verkauf von Futures auf Zehnjahrespapiere bzw. den Kauf eines Short-ETF auf deutsche Staatsanleihen. Die Fed konnte die Marktteilnehmer schließlich beruhigen und davon überzeugen, dass die Teuerungseffekte nur transitorisch sein werden und keine kurzfristige Zinswende ansteht. Daher wurde in den Mandaten das **Gewicht in europäischen Aktien durch den Kauf von Einzelwerten weiter aufgestockt.**

## US-Notenbank beruhigt den Kapitalmarkt

## In der Folge „Reopening-Themen" in Europa zugekauft

Versicherungen als „Reopening-Profiteure" wurden zugekauft, Technologiewerte wie der Marktführer bei Lithographie-Maschinen für die Microchip-Produktion, ASML, sowie der Softwareanbieter SAP als strukturelle Wachstumswerte neu aufgenommen. Ebenso haben wir „Corona-Gewinner" wie HelloFresh und Roche verkauft und „Reopening-Themen" wie Banken (UBS und Société Générale) als Profiteure steigender Zinsen sowie rekordhoher Investment Banking-Erträge, Reisen & Freizeit (u.a. den britischen Hotelbetreiber Whitbread und den französischen Dienstleistungskonzern Sodexo) sowie Vinci als Betreiber von Autobahnen und Flughäfen zugekauft. Im Tausch gegen die Aktie von Philips, die unser Kursziel erreicht hatte, haben wir den Impfstoffhersteller BioNTech in unser Portfolio aufgenommen.

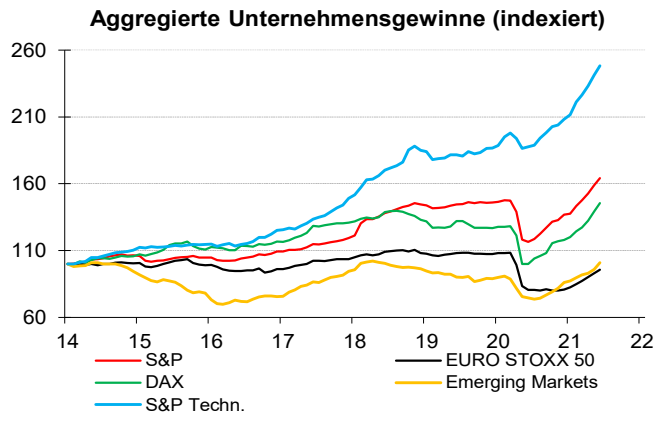
## Reduzierung der Aktienquote im zweiten Quartal durch Gewinnmitnahmen in Zyklikern

Im **zweiten Quartal** begannen wir, die **Aktienquote bzw. unsere stark auf Zyklik ausgerichtete Positionierung zu reduzieren**, indem wir Teil-Gewinne in Wacker Chemie, Covestro, Aperam, HeidelbergCement sowie STMicroelectronics realisierten. Zusätzlich haben wir die US-Quote durch die Verringerung des Gewichts in den Nasdaq- und Russell 2000-ETFs gesenkt sowie den Lateinamerika-ETF aufgrund nicht einzuschätzender politischer Risiken in Brasilien verkauft. Im Gegenzug erwarben wir unter u.a. **zurückgebliebene Titel aus den Sektoren Nahrungsmittel/Getränke sowie Konsumgüter** wie den weltgrößten Kaffeehersteller JDE Peet's und den Brauerei-konzern Carlsberg. Im Juni veräußerten wir darüber hinaus das erfolgreiche Investment in den ETF der britischen Mittelstands-unternehmen. Wir halten im Rahmen des europäischen Einzelwerteportfolios unverändert hohe Gewichte in Technologie-, Industrie- und Finanzwerten. Ebenso halten wir strategische Positionen in den USA und China, um insbesondere auch an neuen technologischen Trends teilzunehmen.

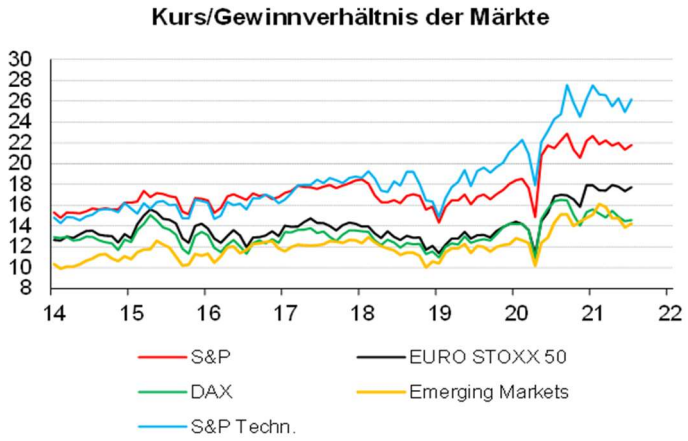
Überblick unseres breiten Basisportfolios ohne Restriktionen

| | |
|---|---|
| Healthcare: | Bayer, BioNTech, Novartis, Qiagen |
| Zyklik: | Aperam, Deutsche Post, Schneider, VW<br>BASF, Linde, Covestro, OMV |
| Nahrung/Konsum: | Adidas, Ahold, Carlsberg, JDE Peet's, LVMH, Nestlé |
| Technologie: | ASML, Prosus, SAP, Worldline |
| Versorger: | Enel, Engie, Iberdrola |
| Finanzen: | Allianz, AXA, Münchener Rück, Talanx,<br>Société Générale, UBS |
| Reopening-Themen: | Sodexo, Vinci, Whitbread, Ceconomy |
| USA: | ETF S&P500 und Nasdaq (grundsätzlich EUR hedged) sowie ETF Russell 2000 unhedged |
| China: | Aktiver Fonds UBS China Opportunities |

Gewinne der Unternehmen haben sich schnell erholt




Bewertungen konsolidieren auf hohem Niveau




## Sehr erfreuliche Wertentwicklung der Aktien in Europa und den USA

**Die Aktienmärkte der USA und auch Europas** notieren zum Ende des Halbjahres in der Nähe ihrer Allzeithöchststände. Das Übergewicht in Aktien zu Lasten festverzinslicher Wertpapiere hat sich ebenso ausgezahlt wie das hohe Gewicht in den Aktienmärkten Europas und der USA. Nach starker Wertentwicklung am Jahresanfang erlitt der chinesische Aktienmarkt deutliche Kursverluste aufgrund des schrittweisen Ausstiegs aus der expansiven Geldpolitik, des unverändert schwelenden USA-China-Konflikts sowie der Attacken der chinesischen Regierung auf große heimische Technologiekonzerne.

**Unternehmens- und Staatsanleihen der Eurozone** verzeichneten deutliche Verluste, wobei letztere noch von einer weiteren Spreadeinengung relativ profitieren konnten. Nach zwischenzeitlich hohen Kursverlusten notiert Gold mit leichten Abschlägen, verbleibt jedoch als Versicherung im Portfolio.

Wir **antizipieren im zweiten Halbjahr** den Übergang in eine volatilere Phase mit weiterem, **moderatem Kurspotential für Aktien**, jedoch auch vorübergehende Gewinnmitnahmen. Im Rahmen der Berichterstattung der Unternehmen für das zweite Quartal erwarten wir ebenfalls positive Impulse sowie einen Hinweis über Stärke und Dauer der konjunkturellen Erholung. **Größtes Risiko** für die Märkte wäre ein zu rascher Zinsanstieg, der Bewertungskorrekturen hervorrufen würde, oder eine erneute Runde von Lockdown-Maßnahmen, falls die aktuellen Impfstoffe keine Wirkung gegen neue Virusvariationen hätten.

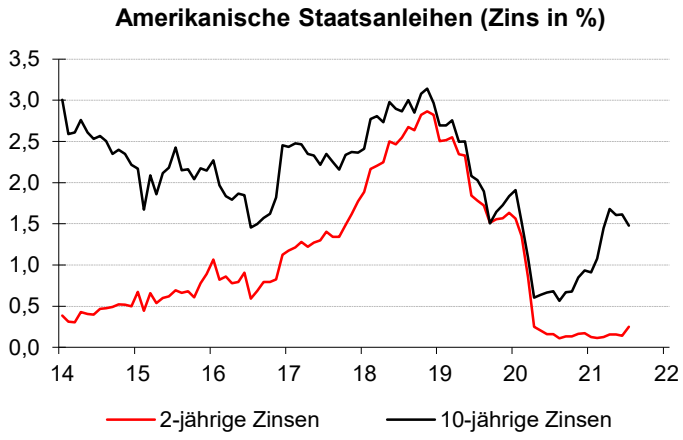
# Der Wind dreht – „Experimentelle“ Geldpolitik determiniert Rentenmarkt

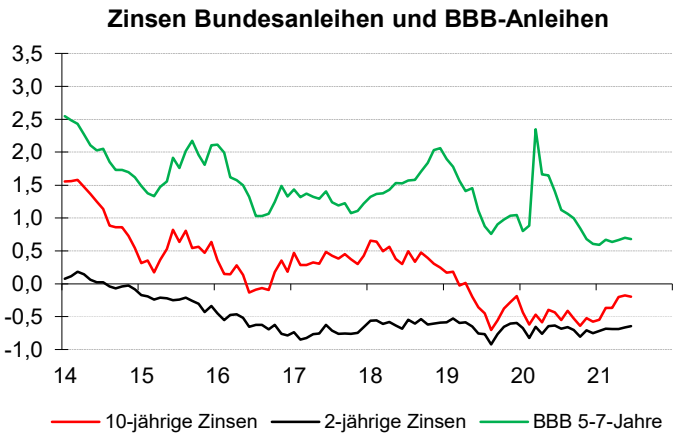
## Versteilerung der Zinsstrukturkurven durch anziehende Inflationserwartungen

Das Tempo der wirtschaftlichen Erholung sowie steigende Preise für viele Güter und Dienstleistungen führten ab Beginn des Jahres zu deutlich höheren Inflationserwartungen. Diese zeigten sich in einer **signifikanten Versteilerung der Zinsstrukturkurven** sowohl in den USA als auch im Euroland. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg im ersten Quartal von 0,91% auf in der Spitze 1,77%. Die weiterhin massiven Anleihekäufe der Notenbanken (die Fed erwarb im Durchschnitt USD 120 Mrd., die EZB zwischen EUR 50 und 80 Mrd. pro Monat) konnten die Dynamik dieser Bewegung nicht nennenswert abmildern. Dies stellte Anleiheinvestoren vor große Herausforderungen und belastete die Kurse festverzinslicher Papiere und insbesondere von Staatsanleihen. Letztere bleiben jedoch aus Gründen der Risikodiversifizierung und Liquiditätssteuerung weiterhin ein integraler Bestandteil unserer Portfolien.

Erst die wiederholten Aussagen der Fed, die Inflation sei vor allem von Ungleichgewichten in den Lieferketten und massiven Angebotslücken getrieben und lediglich **temporärer Natur**, beruhigte die Märkte und ließ die Renditen wieder auf 1,49% zum Halbjahresende fallen. Im Zuge des Impffortschritts in Europa zogen auch die Renditen deutscher Bundesanleihen an und notierten im Laufe des zweiten Quartals in der Spitze bei -0,17%, was einem Anstieg von 40 Basispunkten im Vergleich zum Jahresanfang entsprach.

Zinsanstieg am langen Ende seit Jahresanfang in den USA deutlich ausgeprägter als in Europa




Bei Unternehmensanleihen waren die **Risikoprämien leicht rückläufig.** Dies bestätigte unsere Einschätzung vom Jahresanfang, dem Credit-Segment am Rentenmarkt ein hohes Gewicht zu geben.

Eine positive Wertentwicklung zeigten im ersten Halbjahr aufgrund der guten Konjunktur Hochzinsanleihen mit +2,9% sowie Hybridanleihen mit +1,3%. Sektoral erzielten die Schuldverschreibungen von Automobilwerten eine positive Rendite.

Unser aktives Rentenmanagement hat trotz des schwierigen Umfeldes eine leicht positive Performance ermöglicht. Dabei profitierten wir bereits im ersten Quartal von unserer Positionierung zu Beginn des Jahres, nämlich einer kurzen Duration und einem **Übergewicht in Hybridbonds und aussichtsreichen Hochzinskandidaten**. Im Bereich der Nachranganleihen haben wir weiter Bestände in ausgesuchten Namen wie VW, Engie, OMV und Total aufgebaut sowie im Zuge des zunehmenden Impffortschritts zahlreiche „Reopening-Kandidaten" wie Fraport, Accor und Ryanair ergänzt. An Neuemissionen haben wir Papiere wie Louis Dreyfus, Verallia und Ceconomy aufgenommen.

## Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik markiert Wendepunkt im Rentenmarkt

Im Herbst wird die Geldpolitik in den USA und in Europa für 2022 einen langsamen und vorsichtigen **Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik ankündigen**, wobei hier zunächst das sogenannte Tapering, also die Reduzierung der massiven Anleihekäufe der Notenbanken, im Fokus steht. Dagegen erwarten wir Zinsschritte in den USA erst ab der Jahreswende 2022/2023 und im Euroland ein Jahr später. Entscheidend für die Geschwindigkeit der Tapering-Maßnahmen wird der weitere Inflationstrend in 2022 sein. **Wichtigster Indikator bleibt dafür der Arbeitsmarkt**, insbesondere in den USA. **Ein Risiko bestünde in dem Fall, dass die Notenbanken früher und entschlossener auf einen übermäßigen Inflationsanstieg reagieren, da dies den Konjunkturzyklus verkürzen würde.** Allerdings zwingen die im Zuge der Pandemie massiv angestiegenen Schuldenberge die Länder zu einem langjährig negativen Realzinsniveau, bei dem sie sich zumindest langsam ohne große Einschnitte entschulden können.

## Nach Phase der Konsolidierung weiterer Zinsanstieg am langen Ende zu erwarten

Der Beginn des Ausstiegs aus den Kaufprogrammen der Notenbanken, flankiert mit einer weiteren wirtschaftlichen Erholung, wird Preise und Inflation weiter ansteigen lassen, weshalb wir in den USA Renditen von 1,8 bis 2% am langen Ende erwarten. Auch in Europa sind **leichte Zinssteigerungen zu erwarten**, so dass wir die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen zum Jahresende bei 0 bis +0,2% sehen.

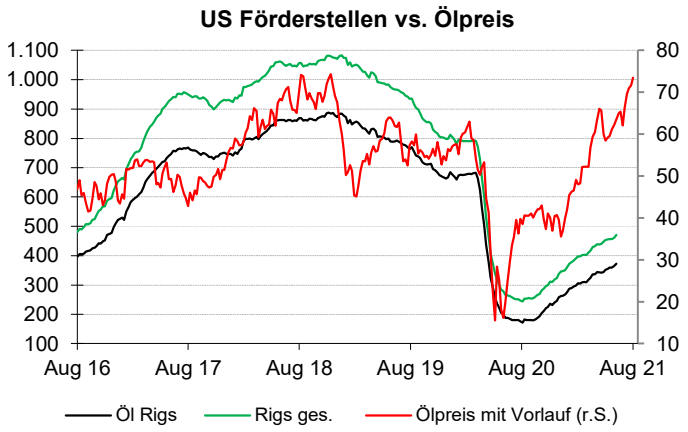
Die gute Konjunktur unterstützt weiterhin die Risikoaufschläge für Kreditrisiken, bei denen wir uns jedoch bewusst im kurzen Laufzeitenbereich von durchschnittlich 3-4 Jahren positionieren. Im zweiten Halbjahr werden wir unseren Fokus auch darauf richten, gut gelaufene „Reopening-Kandidaten" und zyklische Papiere als Profiteure des starken Aufschwungs gezielt zu reduzieren.

# Öl profitiert von massiven Förderkürzungen, Goldpreis leidet unter steigenden Realzinserwartungen

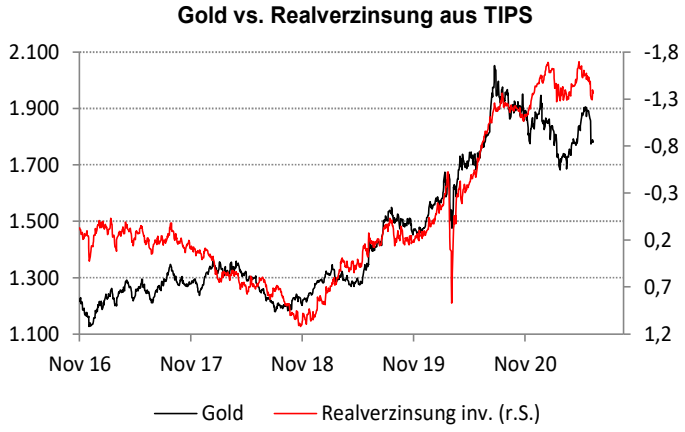
Die staatlichen Konjunkturprogramme, einhergehend mit der weltweiten wirtschaftlichen Erholung, verhalfen dem Ölpreis im ersten Halbjahr zu einem signifikanten Anstieg von ca. 51% für WTI und ca. 45% für Brent, da ein verkürztes Ölangebot ein Marktdefizit mit Lagerabbau erzeugte. Die Notierungen liegen mittlerweile über dem Vor-Pandemie-Niveau und erreichten ein Zweijahreshoch.

Für die nahe Zukunft erwarten wir eine **ausgewogene Angebots-Nachfrage-Situation** und den Ölpreis zwischen USD 65 - 75. Besonderes Augenmerk gilt es auf die Opec und die Iranverhandlungen zu richten, die beide die Angebotsausweitungen beim Öl definieren.

US-Förderausbau trotz Ölpreisanstieg verhalten




Goldpreis stark von Realzinsentwicklung bestimmt




Gold eignet sich weiterhin sehr gut zur Diversifikation des Portfolios

**Gold** litt zu Jahresanfang unter der gestiegenen Risikoneigung der Anleger und verlor bis Ende März ca. 10% auf USD 1.707. Dieses Niveau nutzten Investoren zum Wiedereinstieg und trieben die Notierung bis Ende Mai auf USD 1.900. Eine Verfestigung der Konjunkturdynamik und aufkommende Sorgen vor Zinserhöhungen ließen den Goldpreis bis Ende Juni dann wieder auf USD 1.769 fallen, so dass ein Halbjahresverlust von ca. -6,7% (in USD) zu Buche steht.

In der zweiten Jahreshälfte erwarten wir eine Seitwärtsbewegung bei Gold.

**Industriemetalle** wie Kupfer, Palladium oder Platin zeigten aufgrund der wirtschaftlichen Dynamik kräftige Kursteigerungen. Das Preisniveau dürfte aufgrund der Konjunkturprogramme sowie der grünen Energiewende strukturell auf einem historisch überdurchschnittlichen Niveau verharren, aufgrund der Abkühlung in China jedoch leicht fallen.

# Währungen

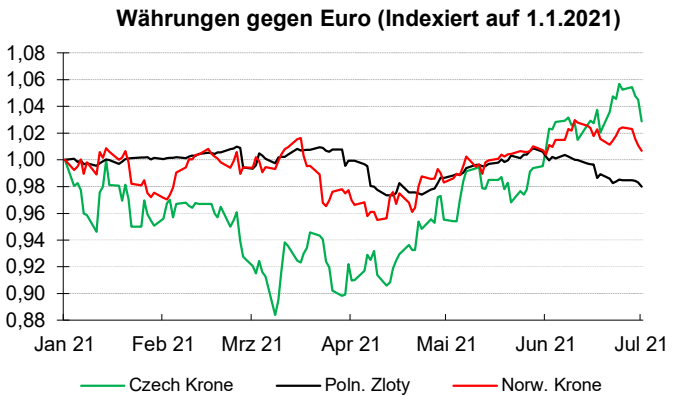
# US-Dollar gut unterstützt, Rohstoff-Währungen profitieren von Boom

## US-Dollar-Abwertung durch erste Anzeichen einer Zinswende der FED ausgelaufen

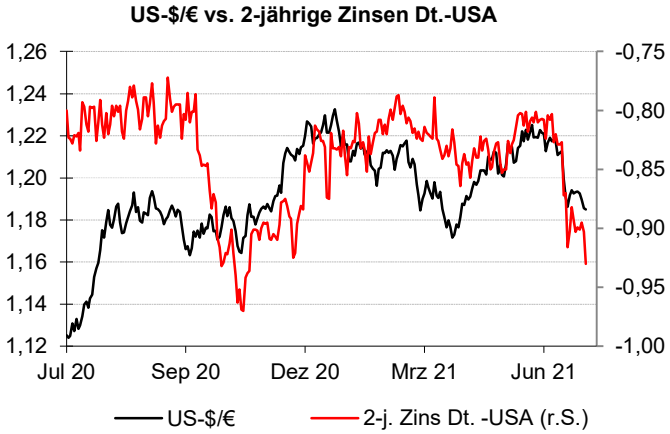
Nachdem sich der US-Dollar von seinem Verlaufshoch im Frühjahr 2020 bei USD 1,065 je Euro bis zum Jahresanfang 2021 auf USD/EUR 1,235 abgeschwächt hatte, ist diese Bewegung mit Aufkommen höherer Inflationsraten und der damit verbunden Erwartung einer **früheren Zinswende in den USA** im März zum Erliegen gekommen.

Wir erwarten im weiteren Jahresverlauf eine **Seitwärtsentwicklung des Währungspaars** im Bereich von USD 1,155 bis 1,235 je Euro, da sich die anziehende Konjunktur im Euro-Raum und eine Ausweitung des Zinsvorteils im US-Dollar ausgleichen dürften. Kurzfristig erhält der US-Dollar jedoch Zinsimpulse von der Fed-Sitzung Ende August.

Norwegische Krone und osteuropäische Währungen profitieren von steigenden Zinsen




Zinsdifferenz begünstigt USD gegenüber EUR




## Britisches Pfund zieht an, Delta-Variante verhindert eine weitere Aufwertung

Die Einigung auf ein Handelsabkommen mit der EU kurz vor Jahresende, der frühzeitige Impfbeginn und der damit einhergehende Vorlauf der konjunkturellen Erholung ließen das britische Pfund von 0,905 je Euro auf 0,85 Pfund je Euro ansteigen. Die rasante Ausbreitung der Delta-Variante des Corona-Virus trübte diese positiven Aussichten und beendete den Aufwärtstrend des Pfunds vorerst.

## Rohstoff-Währungen erholt, osteuropäischer Währungsraum interessant

Die enorme Nachfrage nach Rohstoffen führte zu einer deutlichen Erholung der in der Corona-Krise gebeutelten Rohstoffwährungen Australischer Dollar, Norwegische Krone und Kanadischer Dollar. Die sehr guten konjunkturellen Aussichten in diesen Ländern dürften zu früheren Zinserhöhungen führen und moderate Aufwertungsspielräume bestehen lassen.

Die geringe COVID-Beeinträchtigung im Winter in den Ländern Asiens führte ebenfalls zu Währungsgewinnen gegenüber dem Euro.

Aufgrund der schnellen Konjunkturerholung und frühzeitigen Zinsanhebungen halten wir den Währungsraum Osteuropas, hier speziell den Polnischen Zloty und die Tschechische Krone, für interessant.

**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