

# Jahresbericht und Perspektiven

---

2021 – 2022

Nach einer coronabedingten Delle um die Jahreswende erlaubt eine dynamische Konjunkturerholung eine moderat positive Performance bei Aktien und anderen Realinvestments

Inflation steigt strukturell auf ein deutlich höheres Niveau - Höhepunkt der Monatswerte ist jedoch überschritten

Größte Risiken für die Kapitalmärkte bleiben impfresistente Coronamutationen und ein zu rascher Ausstieg aus dem „Experiment“ der ultraexpansiven Geldpolitik

Zusammenfassung	3
Gesamtwirtschaftliches Umfeld und Inflation	4
Asset Allocation und Aktienstrategie	10
Rentenstrategie	14
Rohstoffe	17
Währungen	18

Editoren: Alexander Bartsch, Horst-Kaspar Greven, Frank Kemper,  
Dr. Wolfgang Sawazki

Redaktion: Jens Bäder, Markus Gleißner, Matthias Jörss, Thomas Pethofer,  
Andreas Scharpe, Sascha Werberich

# 2021 von starker Konjunkturerholung und Aktienkurssteigerungen geprägt - 2022 mit moderaten Aktiengewinnen, Zinswende und Volatilität

---

2021 war im Zuge einer Impfwelle von starker Konjunkturerholung, hohen Aktienkurssteigerungen, einer Euro-Abwertung und einer positiven Performance in den Risikosegmenten der Anleihemärkte geprägt

Für 2022 erwarten wir eine Fortsetzung der weltweiten Konjunkturerholung, ein strukturell erhöhtes Inflationsniveau, eine Zeitenwende bei der Geldpolitik in den USA und Europa sowie moderat weiter steigende Aktienkurse bei erhöhter Volatilität

## Deutliche SALytic-Übergewichtung von Aktien und Risikoassets wurde in 2021 mit ansehnlichem Vermögenszuwachs belohnt

Im Zuge einer raschen Impfkampagne, weiteren staatlichen Hilfsprogrammen, aufgestauten Konsum- und Reisewünschen sowie einer unverändert expansiven Geldpolitik ist die Weltwirtschaft in 2021 sehr dynamisch gewachsen. Dies war der ideale Nährboden für steigende Aktienkurse insbesondere in den USA und Europa sowie eine leicht positive Kursentwicklung bei risikobehafteten Anleihe-segmenten.

Das Wachstum der Weltwirtschaft wird sich in 2022 - nach einer kleinen coronabedingten (Omikron) Delle um die Jahreswende - in dynamischer Form fortsetzen. Dabei gehen wir davon aus, dass die aktuelle Booster-Impfkampagne sowie die Verabreichung eines modifizierten Impfstoffes ab Frühjahr die aktuelle Corona-Welle beherrschbar machen. Triebfeder der fortgesetzten Konjunkturerholung werden wiederum die USA und Europa sein, die weiter von relativ niedrigen Zinsen, einer expansiven Fiskalpolitik sowie einer dynamischen Konsumerholung profitieren. In China dürften sich - nach Abflauen der einschneidenden belastenden Staatseingriffe in 2021 - im Jahresverlauf wieder die Wachstumskräfte durchsetzen.

Bei der Inflation liegt der zyklische Höhepunkt der Monatswerte zu Jahresbeginn bereits hinter uns. Die durch die Konjunktur-dynamik und Covid-Einschränkungen befeuerten massiven Disruptionen an den Güter- und Energiemärkten, steigende Löhne und die staatliche Decarbonisierungspolitik bedingen jedoch ein mehrjährig strukturell deutlich ansteigendes Inflationsniveau.

Auf der Zinsseite steht uns damit erstmals seit der Finanzkrise 2008 eine weltweite Zeitenwende bevor. Die amerikanische Notenbank Fed wird im Frühjahr beginnen, nach Auslaufen ihrer Anleihekäufe die Geldmarktzinsen in kleinen Schritten sukzessive anzuheben. Dem folgt abgeschwächt und mehrmonatig zeitversetzt auch die EZB.

Dies bedeutet moderat steigende Kapitalmarktzinsen und ein schnelles Abebben der weltweiten Liquiditätswelle, die die Kursgewinne bei Wertpapieren und Immobilien in den letzten Jahren getragen hat.

Im diesem Umfeld erwarten wir leicht ansteigende Unternehmensgewinne und insbesondere im ersten Halbjahr weitere moderate Aktienkurssteigerungen, bevor im Jahresverlauf die Volatilität zunimmt.

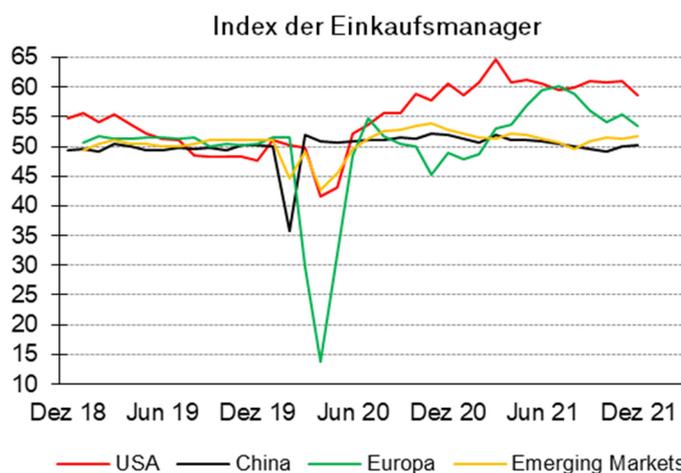
## Gesamtwirtschaftliches Umfeld und Inflation

Konjunkturlokomotive USA, Emerging Markets wachsen dagegen langsamer

## Stark expansive Geld- und Fiskalpolitik führten zu einer kräftigen Wachstumsbeschleunigung der Weltwirtschaft in 2021

Das Jahr 2021 stand im Zeichen eines sehr starken Wachstums der Weltwirtschaft. Während in 2020 China am besten aus der Corona-Krise gekommen war, erwiesen sich in 2021 vor allem die USA sowie Teile Europas als Lokomotive der globalen Konjunktur. Die meisten Emerging Markets hingegen litten unter geringen Impfquoten und der Notwendigkeit, die Geldpolitik weniger expansiv zu gestalten.

### Konjunkturerholung vor allem in den USA und in Europa



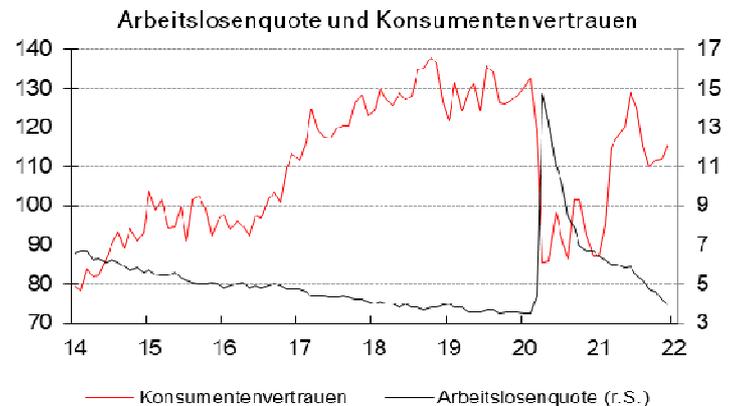
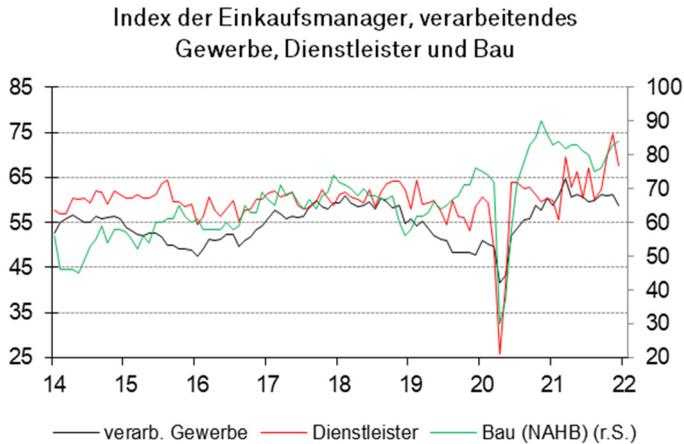
Während die amerikanische Wirtschaft zu Jahresbeginn noch unter der hohen Zahl an Corona-Fällen litt, bewirkte der zunächst schnelle Impffortschritt im ersten Quartal eine deutliche Senkung der Infektionszahlen. Damit konnten die Einschränkungen sukzessive abgebaut werden. Nach dem Einbruch im ersten Quartal kam es vor allem im Dienstleistungssektor zu einer sehr kräftigen Belebung.

Im März wurde das „Pandemic relief bill“ von US-Präsident Biden in Höhe von 1.900 Mrd. USD verabschiedet, das im Wesentlichen Steuerschecks bzw. Transferzahlungen enthielt. Die verfügbaren Einkommen verzeichneten daraufhin im März den stärksten Anstieg der Nachkriegsgeschichte. Dieses Geld wurde schnell konsumwirksam und führte im gesamten zweiten Halbjahr zu einem kräftigen Wachstum der Wirtschaft und insbesondere des privaten Verbrauchs. Hinzu kam, dass aufgrund dieser expansiven Fiskalpolitik die Arbeitslosigkeit ab Mai rasch zurückging und auch die Löhne deutlich schneller anstiegen. Im August konnte Biden dann ein weiteres Fiskalpaket über 550 Mrd. USD (aufgeteilt auf acht Jahre) durch den Senat

USA: Expansive Geld- und Fiskalpolitik führen zu kräftigem Wachstum ...

bringen, welches vor allem höhere Investitionen in die Infrastruktur beinhaltet.

## Boomende US-Konjunktur zeigt sich in vielen Wirtschaftsbereichen und im Arbeitsmarkt



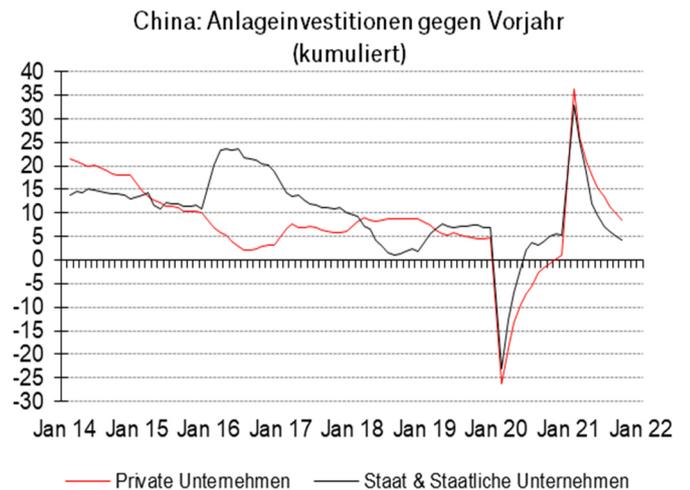
... jedoch steigt mit weitgehend voll ausgelasteten Kapazitäten auch die Inflation – epochale Zeitenwende in der US-Zinspolitik wurde eingeleitet

Ab Mai stieg auch die Inflation deutlich an. Ein wesentlicher Grund waren Basiseffekte, die darauf beruhen, dass die Rohstoffpreise im Frühjahr 2020 deutlich gefallen waren und sich die im historischen Vergleich „normaleren Preise“ in 2021 nun mit diesen extrem niedrigen Vorjahrespreisen verglichen. Hinzu kam, dass für viele Arbeitnehmer die Arbeitslosenhilfen höher waren als die regulären Gehälter, so dass es trotz zunächst hoher Arbeitslosigkeit zu steigenden Löhnen kam. Ein weiterer Faktor war, dass Covid zu einer ausgeprägten Verlagerung des Konsums von Dienstleistungen zu langlebigen Gütern führte. Die Güternachfrage wurde so groß, dass es zunehmend zu Lieferverzögerungen kam. Verstärkt wurde dieser Effekt durch die Zero-Covid-Politik in Asien. Diese hatte zur Folge, dass im Verlauf der Pandemie wichtige Vorprodukte wie etwa Halbleiter nicht in ausreichender Menge produziert wurden. Auch die Frachtraten in der Schifffahrt stiegen signifikant an, da Häfen stark überlastet waren und damit Schiffsraum knapp wurde. Als Folge stieg die Inflation in den USA von 1,4% am Jahresanfang auf 6,9% im November 2021 an. Die Geldpolitik blieb trotz dieses Inflationsanstiegs zunächst zu expansiv. Die Fed leitete jedoch im Oktober 2021 eine Zeitenwende ein. In einem ersten Schritt wurden ab November die Anleihekäufe sukzessive reduziert. Ab März 2022 werden sie ganz beendet sein und erste Zinsanhebungen beginnen. Dem folgt dann ab Frühjahr 2022 auch ein erster Abbau der Notenbankbilanz.

Deutliche Verlangsamung des Wachstums in China

China verzeichnete zu Beginn des letzten Jahres dank einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik im Jahr 2020 das stärkste Wachstum unter den größeren Volkswirtschaften. Haupttreiber hierfür war ein kräftiger Exportboom. Dieser hätte normalerweise die Binnenkonjunktur beflügelt. Tatsächlich führten jedoch eine zunehmend restriktive Geldpolitik, die Zero-Covid-Strategie und zuletzt auch Engpässe in der Versorgung mit Kohle zu einer deutlichen Verlangsamung des Wachstums.

## Signifikante Konjunkturabkühlung in China

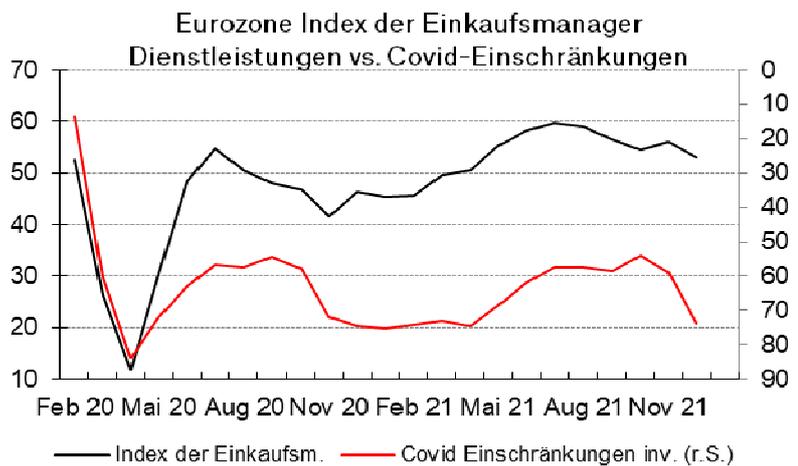


Hinzu kamen zahlreiche staatliche Maßnahmen zur Eindämmung der Marktmacht der großen Technologiefirmen des Landes sowie regulatorische Maßnahmen zur Verringerung der hohen Verschuldung im Immobiliensektor. Dieser stellte in den vergangenen Jahren einen wesentlichen Wachstumstreiber (etwa 20%) der chinesischen Volkswirtschaft dar. Immobilien sind die bedeutendste Anlageform der privaten Haushalte in China. Daneben stellen die Verkäufe von Bauland für die Gebietskörperschaften eine wesentliche Finanzierungsquelle dar. Der Anstieg der Immobilienpreise ist jedoch zum Stillstand gekommen. Zudem sind aufgrund der Finanzierungsprobleme der Immobilienfirmen die Zinsen für alle weniger soliden chinesischen Unternehmen erheblich gestiegen. Nach einem Nullwachstum im Sommer 2021 zog die Bruttowertschöpfung des Landes im vierten Quartal zwar wieder an, dennoch dürfte zum Jahresende das Wachstum in China unter dem der USA und der Eurozone liegen.

Europa leidet unter Covid und Lieferschwierigkeiten insbesondere der Industrie und Konsumgütern aus Asien

In Europa litten zu Jahresbeginn vor allem die stärker dienstleistungsorientierten Volkswirtschaften Südeuropas unter den Einschränkungen zur Bekämpfung der Pandemie. Dementsprechend kam es mit der sukzessiven Aufhebung der Maßnahmen dort auch zu dem stärksten Wachstum. Die Lieferprobleme der Chip-Industrie belasteten ab dem zweiten Quartal zunehmend die Automobilproduktion. Auch in der Eurozone führte ab dem zweiten Quartal die sehr expansive Geld- und Fiskalpolitik zu einem kräftigen Wachstum, das sich jedoch zum Jahresende hin coronabedingt im Zuge der vierten Welle wieder deutlich abschwächte. Die Inflation stieg auch hier markant an und erreichte im Dezember mit 5% einen Wert, der deutlich über dem angestrebten Ziel der EZB von 2% lag. Dabei spielte neben dem Anstieg der Rohstoffpreise, den steigenden Frachtraten und den Lieferschwierigkeiten bei vielen Produkten auch die temporäre Mehrwertsteuersenkung im Jahr 2020 in Deutschland eine wesentliche Rolle. Die Geldpolitik blieb ungeachtet des Anstiegs der Inflationsrate sehr expansiv, da der Inflationsanstieg zunächst als vorübergehend angesehen wurde.

## Dienstleistungssektor leidet unter der Pandemie



## Emerging Markets leiden unter geringen Impfquoten

Das Wachstum in den meisten Emerging Markets blieb in 2021 hinter dem der Industrieländer zurück. Ein Großteil der Emerging Markets litt unter geringen Impfquoten. Zudem führte die sich abzeichnende weniger expansive Geldpolitik in den USA dazu, dass die Notenbanken in vielen Emerging Markets Südamerikas und Osteuropas die Zinsen anheben mussten, um eine zu starke Abschwächung der heimischen Währung und damit eine steigende Inflation zu verhindern. Während das Wachstum in Osteuropa hoch blieb, schwächte sich das Wachstum in Lateinamerika stark ab.

## Ausblick 2022: Auskömmliches Wachstum, jedoch verringerte Dynamik

Nach einem aufgrund der Corona-Pandemie schwächeren ersten Quartal sollte sich das Wachstum ab dem zweiten Quartal 2022 mit hoher Dynamik fortsetzen. Dies setzt voraus, dass die Corona-Krise ab Frühjahr 2022 durch die Entwicklung eines an die Omikron-Variante angepassten Impfstoffes beherrschbar bleibt. Während sich das hohe Wachstum des Jahres 2021 in den USA und Europa nur in geringem Maße moderiert, zieht die Dynamik in China nach dem Einbruch in der zweiten Jahreshälfte 2021 wieder an. Das Wachstum in den Emerging Markets verläuft weiterhin sehr heterogen, bleibt jedoch aufgrund weiterhin geringerer Impfquoten und steigender Zinsen hinter dem der entwickelten Länder zurück. Die wesentlichen Risiken liegen in einer Konjunkturdämpfung durch neue Corona-Mutationen, gegenüber denen die bestehenden Impfstoffe keine Wirkung zeigen.

US-Wachstum weiter unter  
Vollauslastung über  
Potentialwachstum –  
Inflation ist überschossen  
und bedarf einer  
Eindämmung –  
Zeitenwende in der US-  
Geldpolitik

## USA bleibt auch in 2022 die globale Wachstumslokomotive

Ungeachtet der vorübergehenden Belastungen des Dienstleistungssektors durch die Omikron-Variante, deuten fast alle Indikatoren auf eine Fortsetzung des dynamischen Wachstums in den USA hin. Der wichtigste Treiber hierfür bleibt der private Verbrauch dank steigender Löhne, höherer Beschäftigung und aufgestauter Ersparnisse von mehr als 2.000 Mrd. USD aus den staatlichen Konjunkturprogrammen. Daneben sollte der Autosektor von der durch die bestehende Chip-Knappheit aufgestauten Nachfrage überdurchschnittlich profitieren. Ebenso gilt dies für den Dienstleistungssektor (Reisen, Hotel, Freizeit...), sobald sich die aktuellen Belastungen durch die Pandemie verringern. Daneben erhöht der Staat die Investitionen in die Infrastruktur, den Umweltschutz und den Gesundheitssektor. Dabei gehen wir davon aus, dass ein reduziertes „build back better“-Programm im laufenden Jahr verabschiedet und umgesetzt wird.

## Zeitenwende in der US-Geldpolitik – Liquiditätswelle kehrt sich um

Die aktuell sehr hohe Inflationsrate nimmt nur langsam ab, bleibt jedoch das ganze Jahr deutlich oberhalb des Zwei-Prozent-Ziels der Fed. Diese lässt die Wertpapierkäufe im März auslaufen und hebt darüber hinaus die Zinsen in 2022 drei- bis viermal um jeweils 0,25% auf rund 1% an. Ab dem zweiten Quartal wird die Fed zudem beginnen, ihre stark aufgeblähte Bilanz zu reduzieren. Damit läuft die jahrelange Liquiditätswelle aus, die allen Assetklassen in den letzten Jahren eine Höherbewertung beschert hat.

Bei den Midterm-Wahlen im November deutet sich an, dass die Demokraten ihre Mehrheit im Kongress verlieren könnten, womit Präsident Biden nur noch sehr eingeschränkt regieren könnte.

## Dynamischer Aufschwung in Europa setzt sich nach einer coronabedingten Delle fort

Wachstum der Eurozone  
verlangsamt sich leicht

Mit dem Abebben der pandemiebedingten Einschränkungen im Dienstleistungsbereich und allmählich nachlassender Lieferengpässe sollte sich die Konjunktur in der Eurozone ab dem zweiten Quartal weiter erholen. Für 2022 rechnen wir für die Eurozone mit einem Wachstum von rund 4% nach ca. 5% in 2021. Dazu tragen nicht zuletzt die sehr hohen Auftragsbestände in der Industrie sowie eine Verringerung der pandemiebedingten Ersparnisse der privaten Haushalte von rund 5% des Bruttosozialprodukts bei. Hinzu kommen die staatlichen Investitionen aufgrund des EU-Aufbaufonds sowie, insbesondere in Deutschland, steigende Investitionen in dem Umbau der Energieversorgung hin zu Erneuerbaren Energien.

In Deutschland legt das Wachstum von 2,5% auf etwa 4% zu, da die autolastige deutsche Industrie nach der sukzessiven Besserung bei der Teile- und Rohstoffversorgung eine substanzielle Erholung zeigen wird.

## Inflation steigt strukturell auf ein höheres Niveau

Bezogen auf das gesamte Jahr steigt die Inflation in der Eurozone von 2,6% im Jahr 2021 auf rund 3% im Jahr 2022. Die monatlichen Inflationsraten sinken jedoch im Zuge der Entspannung an den Rohstoffmärkten und verringerter Basiseffekte. Der starke Anstieg der Vorproduktpreise ist noch nicht vollständig beim Konsumenten angekommen. Wir rechnen daher mit einem sehr langsamen Rückgang der Inflationsraten im Jahresverlauf.

Die Lohnentwicklung gewinnt in der **Eurozone** an Dynamik, setzt jedoch in 2022 bisher **noch keine Lohn-Preis-Spirale in Gang**. Dabei ist zu berücksichtigen, dass in Deutschland für weniger als ein Drittel der Beschäftigten die Tarifverträge auslaufen. Gleichzeitig führt der Anstieg der Mindestlöhne auf 12 Euro zu einem Anstieg der Lohnkosten um rund 3%, da er steigende Löhne im gesamten Niedriglohnsektor zur Folge hat.

Deutlich schwieriger stellt sich die Lohnentwicklung in den **USA** dar. Hier rechnen wir mit einem Anstieg der Löhne und Gehälter um 4,5%, was einer Ratensteigerung gegenüber dem Vorjahr von rund einem Drittel entspricht.

Grundsätzlich stehen die Volkswirtschaften in den USA und in Europa vor einer demographisch bedingten Reduktion des Arbeitskräftepotentials, welche dauerhaft zu steigenden Löhnen und Gehältern führen sollte. Der ökologisch bedingte Umbau der Volkswirtschaften erfordert in den kommenden Jahren hohe Investitionsausgaben. Auch der Trend, die Lieferketten stärker regional auszurichten, führt zu Kostensteigerungen. **Insgesamt sehen wir daher einen strukturellen Anstieg der Inflationsraten in Europa und den USA.**

Die **EZB** hingegen wird über 2022 hinaus ihre Politik der Negativzinsen zunächst beibehalten. Sie reduziert jedoch ab dem zweiten Quartal ihre Anleihekäufe deutlich, so dass die Liquidität in der Eurozone in 2022 nur noch moderat wächst. Mit Zinsanhebungen rechnen wir in der Eurozone erst im Jahr 2023.

In **China** zeichnet sich seit Dezember 2021 ein Politikwechsel ab. Die Regierung verfolgt eine Stabilisierung des Wachstums mit hoher Priorität. Sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik werden wieder expansiver. Ein wesentlicher Treiber besteht in staatlichen Investitionen u.a. zugunsten einer Reduktion der Treibhausgase. Dies dürfte die sich fortsetzende Schwäche der Bauinvestitionen zumindest zum Teil kompensieren. Daneben steigen Exporte, der private Verbrauch und die sehr autolastige Industrieproduktion mit Entspannungen auf der Chipseite. Insgesamt dürfte das Wachstum wieder deutlich in Richtung 4,5 – 5% anziehen.

Die Inflationsraten sinken, bleiben jedoch über dem Ziel der EZB

In den USA gibt es klare Anzeichen für eine Lohn-Preis-Spirale – Inflation daher deutlich höher – dies erfordert ein energisches Eingreifen der Fed

EZB verringert Anleihekäufe, keine Änderung der Leitzinsen

China schaltet wieder auf Expansion um

SALytic-Portfolios mit markantem Übergewicht in Aktien in das Jahr 2021 gestartet

Aktienquote im Verlauf des ersten Quartals deutlich ausgebaut

Rentenquote reduziert und Duration verkürzt

US-Notenbank beruhigt den Kapitalmarkt; in der Folge „Reopening-Themen“ in Europa zugekauft

Unsere Vermögensverwaltung startete in Antizipation der boomartigen Erholung der Konjunktur in den USA und zeitverzögert auch in Europa mit einer **deutlichen Übergewichtung** von Risikoassets in das Kapitalmarktjahr 2021. Unsere Portfolios waren, neben dem **Fokus auf Europa mit einem Übergewicht in Zyklikern, Versicherungen und Technologie**, auch auskömmlich **in den USA investiert**. Taktische Positionierungen in Lateinamerika, China sowie in einen ETF auf britische Mittelstandsunternehmen rundeten das Bild ab. Im Rentenbereich lag der Schwerpunkt unverändert auf den Risikosegmenten Hybrid- und Unternehmensanleihen, die gegenüber Staatsanleihen im Schnitt Risikoaufschläge boten. Um einen Zusatzertrag im Rentensegment zu erwirtschaften, hatten wir zum Verkauf von Volatilität zudem eine mit hohem Risikopuffer versehene Aktienanleihe auf den DAX mit attraktiver Verzinsung erworben.

Im ersten Quartal bauten wir die **Aktienquote** zu Lasten des Rentenanteils weiter deutlich aus. So nahmen wir in Erwartung einer dramatischen Erholung der US-Konjunktur u.a. einen ETF auf den Russell 2000-Index, der die Inlandskonjunktur der USA abbildet, in die Portfolios auf. Dem politischen Ziel der USA sowie vieler anderer Staaten, den Anteil der Erneuerbaren Energien massiv auszubauen, trugen wir mit dem mehrstufigen Aufbau einer Position im iShares Global Clean Energy-ETF Rechnung.

Ab Februar stieg die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen schnell und stark um etwa 80 Basispunkte auf zwischenzeitlich fast 1,80% an. Im Zuge dessen **verkürzten wir die Duration des Rentenbausteins** durch Verkäufe langlaufender Anleihen sowie den Verkauf von Futures auf Zehnjahrespapiere bzw. den Kauf eines Short-ETF auf lange europäische Staatsanleihen. Die Fed konnte die Marktteilnehmer schließlich beruhigen und davon überzeugen, dass keine kurzfristige Zinswende ansteht. Daher wurde in den Mandaten das **Gewicht in europäischen Aktien weiter aufgestockt** durch Zukauf von Versicherungen als „Reopening-Profiteuren“ sowie Technologiewerten mit strukturellem Wachstum wie ASML, ASMI oder SAP. Darüber hinaus veräußerten wir „Corona-Gewinner“ wie HelloFresh und kauften Gewinner einer Konjunkturerholung wie Banken (UBS, Société Générale) als Profiteure steigender Zinsen und rekordhoher Investment Banking-Erträge sowie Reisen & Freizeit (Whitbread, Sodexo, Vinci) zu. Im Tausch gegen die Aktie von Philips, die unser Kursziel erreicht hatte, nahmen wir den Impfstoffhersteller BioNTech in unser Portfolio auf. Dieser bietet den weltweit besten Corona-Impfstoff an, der nun mehrjährig zur Bekämpfung der Pandemie verabreicht werden dürfte.

Sukzessive Reduzierung der Aktienquote ab dem Frühsommer durch Gewinnmitnahmen u.a. in Zyklikern

China-Exposure deutlich verringert, Zykliker weiter reduziert

Nur noch moderat positive Gewichtung in Aktien im vierten Quartal

Währungshedge im USD beendet, NOK verkauft

Omikron-Mutation belastet die Märkte nur kurz, Volatilität steigt jedoch

Die US-Zinswende kehrt die Liquiditätswelle um, die alle Assetklassen in den letzten Jahren begünstigt hat

Nach der Kursrallye der ersten Monate begannen wir im zweiten Quartal, die **Aktienquote bzw. unsere stark auf Zyklik ausgerichtete Positionierung zu reduzieren**, indem wir Teilgewinne z.B. in Wacker Chemie, Covestro, Aperam sowie HeidelbergCement realisierten. Zusätzlich senkten wir die US-Quote durch die Verringerung des Gewichts in den Nasdaq- und Russell 2000-ETFs und verkauften den Lateinamerika-ETF aufgrund nicht einzuschätzender politischer Risiken in Brasilien. Im Gegenzug erwarben wir unter u.a. **zurückgebliebene Titel aus den Sektoren Nahrungsmittel/Getränke sowie Konsumgüter** (JDE Peet's, Adidas). Im Juni veräußerten wir darüber hinaus das erfolgreiche Investment in den ETF der britischen Mittelstandsunternehmen. Ende Juli nutzten wir die zwischenzeitlich deutlich erhöhte Volatilität und erwarben eine weitere Aktienanleihe auf den DAX mit hohem Risikopuffer und attraktiver Rendite. Des Weiteren veräußerten wir aufgrund des anhaltenden Drucks der chinesischen Zentralregierung auf die heimischen Technologiekonzerne die Aktie von Prosus (Tencent).

Eine Reihe von Belastungsfaktoren wie steigende Zinsen bzw. Inflationserwartungen, explodierende Energiepreise, Knappheit bei vielen Vorprodukten (v.a. Halbleiter), angespannte Logistikketten, Unsicherheiten in der US-Fiskalpolitik sowie ein sich abkühlendes Wirtschaftswachstum in China führten zu einer weiteren Verringerung **unseres Aktienexposures, v.a. in Bezug auf Zyklik**. Wir beendeten unser Investment im aktiven China-Fonds und reduzierten unser Konsum-/ Freizeit-Exposure. Darüber hinaus verringerten wir die **Position im gehedgten S&P500 ETF**. Im Gegenzug bauten wir das Finanzexposure durch den Zukauf von Erste Bank und Allianz weiter aus. Nach intensivem Dialog mit dem Allianz-Management waren wir zu der Überzeugung gelangt, dass bereits ein zu hoher Schaden aus den US-Klagen in den Aktienkurs eingepreist wurde, was ein deutliches Nachholpotenzial bedeuten würde.

Im Bereich der Währungen wurde das US-Exposure ausgebaut und unser Investment in der Norwegischen Krone mit hohem Gewinn verkauft.

Im Zuge der sich besonders in UK rapide ausbreitenden Omikron-Mutation reduzierten wir uns Exposure im Bereich Hotel und Medien. Im Gegenzug stockten wir die Positionen in Erste Bank und BioNTech auf. Eine fällig werdende Aktienanleihe auf den DAX wurde im Dezember nach dem steilen Volatilitätsanstieg in ein Papier mit Laufzeit Juni 2022 und einem attraktiven Kupon von 3,5% p.a. getauscht.

2022 ist im Zuge des Gegenwindes von der Zinsseite nur ein moderat positiver Return zu erwarten

**Die Aktienmärkte der USA und auch Europas** notieren zum Jahreswechsel 2021/2022 in der Nähe ihrer Allzeithöchststände. Besonders Technologietitel in den USA und Europa dominierten das Marktgeschehen im zweiten Halbjahr 2021, was nun ausläuft. Das Übergewicht in Aktien zu Lasten festverzinslicher Wertpapiere hat sich

ebenso ausgezahlt wie das regional hohe Gewicht in EU- und US-Titeln.

Performance 2021 (inkl. Zins/Dividende) in lokaler Währung

	2021
MSCI Welt	22,3%
Aktien USA (S&P 500 )	28,2%
Aktien Japan (TOPIX)	12,4%
Aktien China (CSI 300)	-3,5%
Aktien Europa (EURO STOXX 50)	23,3%
Aktien Deutschland (DAX)	15,8%
Dt. Staatsanleihen (REXP5)	-1,5%
Unternehmensanleihen BBB Europa (IBOXX)	-0,6%
High Yield Europa (Merrill Lynch)	3,3%
US-Staatsanleihen 5 Jahre	-2,2%
Gold	-4,0%
Ölpreis (Brent)	51,1%
US-\$	7,1%
Yen	-3,8%
UK £	6,2%

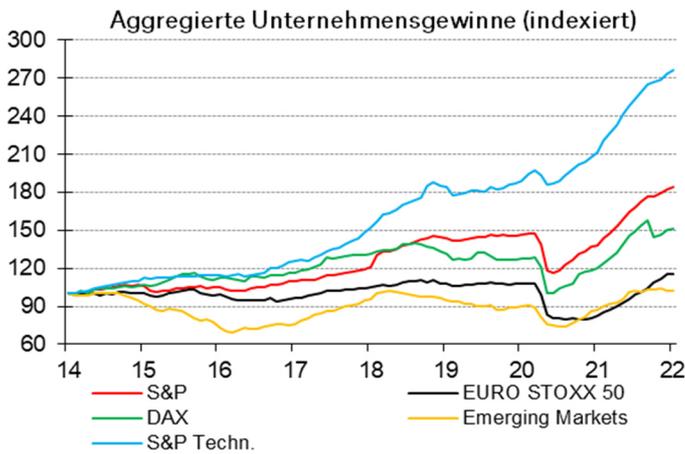
Notenbanken, Regierungen und aktives Management ermöglichten ansehnliche Portfoliorenditen

**Unternehmen mit hoher Bonität und Staatsanleihen der Eurozone** verzeichneten Verluste, wobei erstere von einer weiteren Spread-einengung relativ profitieren konnten. Wir sind im Anleihenportfolio hauptsächlich in Papieren mit kurzer Restlaufzeit (auch über Derivate) und guter Bonität mit Schwerpunkt auf Unternehmensanleihen investiert. Das Segment High Yield- und Hybridanleihen wurde zuletzt reduziert, verbleibt jedoch im Portfolio. **Gold** beendete das Jahr mit leichten Aufschlägen und ersetzt, zusammen mit unseren Positionen in Aktienanleihen, unverändert einen Teil der Rentenquote.

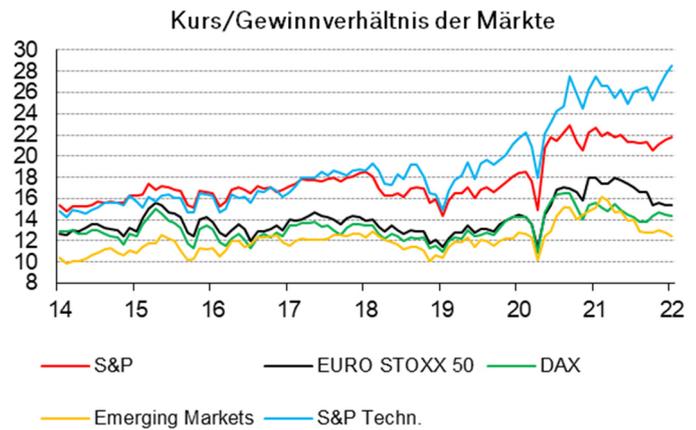
Wir sind im Rahmen des europäischen Einzelwerteportfolios unverändert mit hohen Gewichtungen in Technologie-, Industrie- und Finanzwerten engagiert. Ebenso halten wir eine hohe strategische Position in den USA, um auch an neuen technologischen Trends teilzunehmen. Zusätzlich besteht eine Position im ETF Global Clean Energy. Hier erwarten wir mehrjährige hohe Investitionen der Regierungen weltweit.

Wir antizipieren für das Jahr 2022 unverändert ein auskömmliches Konjunkturwachstum in den USA und Europa sowie eine Wachstumsbeschleunigung in China. Wir erwarten leicht steigende Unternehmensgewinne und insbesondere im ersten Quartal weitere moderate Aktienkursteigerungen, bevor im Jahresverlauf die Volatilität im Zuge des Gegenwindes von der immer restriktiver ausgerichteten Politik der Notenbanken – insbesondere der Fed – sowie politischer Ereignisse (US Midterm elections, Wahlen in Italien und Frankreich) zunimmt. Dementsprechend starten wir mit einer leichten ubergewichtung in Aktien in das neue Kapitalmarktjahr. Die aktuelle Coronawelle dürfte im Frühjahr durch neue Omikron-spezifische Impfstoffe und besseres Wetter rasch abebben.

## Gewinne der Unternehmen werden weiter steigen



## Bewertungen konsolidieren auf hohem Niveau



## Weltweite Zeitenwende auf der Zinsseite

Für alle Assetklassen steht uns erstmals seit der Finanzkrise 2008 eine weltweite Zeitenwende bevor. Die amerikanische Notenbank wird im Frühjahr beginnen, nach Auslaufen ihrer Anleihekäufe die Geldmarktzinsen sukzessive anzuheben. Dem folgt abgeschwächt und mehrmonatig zeitversetzt auch die EZB. Diese bewirken moderat steigende Kapitalmarktzinsen und ein schnelles Abebben der weltweiten Liquiditätswelle, die die Kursgewinne bei Wertpapieren und Immobilien in den letzten Jahren getragen haben.

Im Segment der Renten streben wir mit einem hohen Maß an aktivem Management eine „Schwarze Null“ an. Im Gegensatz zu Staatsanleihen, die in vollem Umfang dem Zinsänderungsrisiko unterliegen, bieten Unternehmensanleihen einen Risikoaufschlag und können von einer Spreadeinengung profitieren. Diese sehen wir jedoch als weitgehend ausgereizt an. Wir sind bei Rentenpapieren in kurzen Laufzeiten und hohem Übergewicht des Kreditsegmentes positioniert.

Ein potenzielles Risiko für die Aktienmärkte wäre ein zu schneller und starker Zinsanstieg, der Bewertungskorrekturen hervorrufen würde. Ebenso würde eine erneute Runde von Lockdown-Maßnahmen, falls die aktuellen Impfstoffe keine ausreichende Wirkung gegen neue Virusvariationen zeigten, eine höhere Risikoaversion hervorrufen. Sollte sich die Pandemie jedoch als beherrschbar herausstellen, könnten besonders durch exogene Schocks zurückgebliebene Regionen und durch Rohstoffverknappung belastete Einzelwerte profitieren. Wir denken über ein Investment in den asiatischen Aktienmarkt nach und sehen aufgrund der sich sukzessive lösenden Chip-Knappheit großes Kurspotential u.a. in Sektoren wie Automobile und Chemie. Ebenso bedürfte es nur kleiner positiver Nachrichten, um die Kurse zurückgebliebener Werte aus dem Segment Food und Pharma zu befeuern. Daneben haben wir ein hohes Übergewicht bei Finanztiteln, die von weiter steigenden Zinsen profitieren werden. Ferner dürfte der Megatrend des Green Deals unverändert durch den politischen Willen weltweit gestützt werden. Mehrjährige Investitionen in Milliardenhöhe sind angedacht. Die Erholung hat bereits eingesetzt und wir sehen bei fallenden Rohstoffkosten weiteres Aufholpotential.

## Aktionselektion wird entscheidend sein – Gesamtmarkt hat nur geringes positives Potential

## Die Inflation ist zurück und führt zu deutlich negativen Wertentwicklungen bei risikoarmen Rentenanlagen

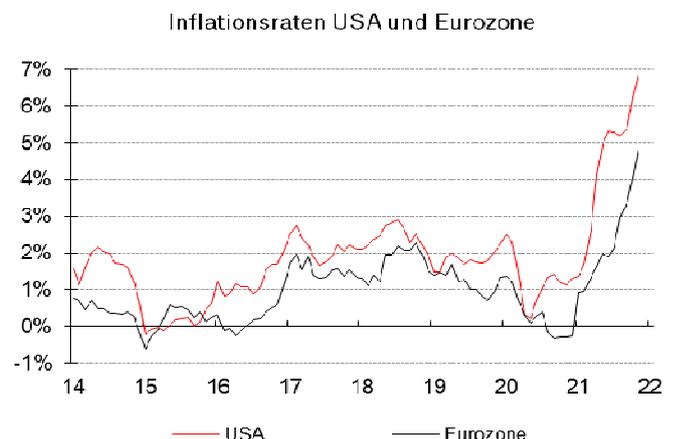
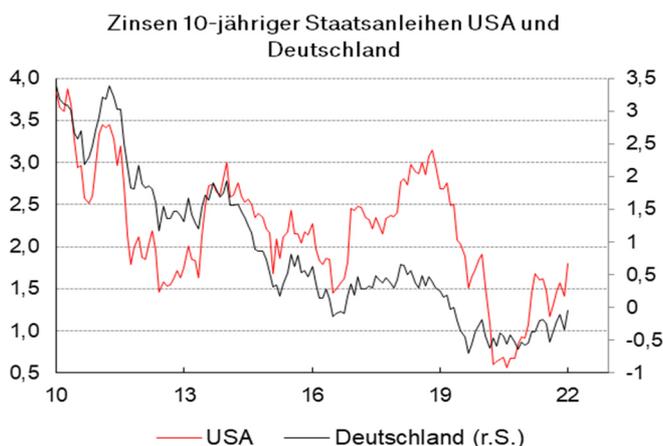
### Die lange totgeglaubte Inflation ist zurück

### Rückblick 2021: Investoren profitieren von High Yield- und Hybridanleihen bei steigenden Zinsen und stabilen Risikoprämien

Zu Jahresbeginn setzte ein massiver Zinsanstiegstrend ein, der die Renditen vor allem in den USA in die Höhe trieb. Im Schlepptau konnten sich auch Pendants aus der Eurozone dieser Entwicklung nicht entziehen. Nachdem sich die meisten Unternehmen deutlich schneller als nach der Finanzkrise 2007 erholten und die Gewinne im Zuge von Nachholeffekten der Pandemie auf neue Höchststände kletterten, explodierten weltweit die Rohstoffpreise. Als Folge war, zum ersten Mal nach mehr als zehn Jahren, die Inflation und vor allem deren Dynamik das beherrschende Thema am Anleihemarkt.

Die US-Notenbank steuerte in den folgenden Monaten verbal immer wieder gegen das "Inflationsgespenst" und betonte die nur vorübergehende Übertreibung im Zuge von Nachholeffekten sowie gestörter weltweiten Lieferketten. Diese kontinuierliche Überzeugungskraft sorgte für eine breite Entspannung an den Rentenmärkten. Erst im zweiten Halbjahr setzte sich wieder ein leichter Zinsanstiegstrend durch, nachdem die Fed ihre Aussagen dahingehend anpasste, ein Tapering (Reduzierung der Anleihekäufe) ab dem vierten Quartal umzusetzen, da sich Wirtschaft und Arbeitsmarkt deutlich erholten. Bislang hatte die Notenbank weiter Monat für Monat 120 Mrd. USD an marktfähigen Papieren aufgekauft. Damit wurde Liquidität geschaffen und die Zinsen sehr niedrig gehalten.

### Zinsen schiessen nach oben – Inflationsraten explodieren



## Ultraexpansive Notenbankpolitik läuft nun aus

## Restriktionskurs der Fed läuft der EZB voraus – in 2022 wird es in Europa noch keine Zinswende geben

Im November verkündete die Fed die behutsame Abkehr von der Nullzinspolitik. Ab Dezember wird sie Monat für Monat 15 Mrd. USD weniger kaufen, so dass ab Mitte des Jahres 2022 keine Nettoneukäufe mehr getätigt werden.

Im Dezember wagte auch die EZB die schrittweise Abkehr vom Krisenmodus und beschloss, ihr billionenschweres Pandemie-Notprogramm PEPP ab März 2022 auslaufen zu lassen. Um keine Marktturbulenzen aufkommen zu lassen, schafft die EZB über das kleinere Ankaufprogramm APP einen Übergang und erhöht ihr Ankaufsvolumen temporär. Ab Oktober kommenden Jahres wird das Volumen dann wieder auf 20 Mrd. EUR gesenkt und solange beibehalten, wie es zur Förderung der Konjunktur notwendig ist. Die EZB hatte über ihre gesamten Ankaufsprogramme in den letzten Jahren den Streubesitz bei Staatsanleihen erheblich reduziert; bei deutschen Bundespapieren beträgt dieser beispielsweise nur noch weniger als zehn Prozent.

Zehnjährige US-Treasuries weiteten vom Jahresstart ausgehend ihre Rendite um gut 80 Basispunkte auf über 1,75% in der Spitze aus und beendeten das Jahr schließlich bei 1,51%. Bundesanleihen mit gleicher Laufzeit schwankten zwischen -0,57% und -0,10% und schlossen letztendlich bei -0,18%.

Bei Unternehmensanleihen sorgten solide Bilanzen und sprudelnde Unternehmensgewinne für einen positiven Ratingtrend mit stabilen bis leicht nachgebenden Risikoprämien. Dabei entwickelten sich europäische High Yield-Papiere mit +3,8% Wertentwicklung und hybride Anleihen mit +1,3% zur alleinigen Bastion positiver Beiträge am Rentenmarkt.

Anleihen aus den Emerging Markets tauchten in den ersten Monaten ebenfalls ab, holten dann jedoch deutlich auf. Eine positive Wertentwicklung verhinderten die negativen Schlagzeilen des chinesischen Immobilienunternehmens Evergrande. Dessen Schwierigkeiten bei der Bedienung der enormen Schuldenlast strahlten auf das gesamte Segment ab.

Die SALytic-Strategie profitierte ganzjährig von ihrem bereits Ende 2020 ausgesprochenen Fokus auf Hybridanleihen, gepaart mit einer kurzen Duration des Gesamtportfolios. Gleichzeitig zeichneten wir, trotz eines eher mageren Emissionskalenders, ausgewählte Neuemissionen wie Lufthansa, Iliad, Louis Dreyfus, Verallia und Grenke. Verkauft bzw. umgeschichtet haben wir teure Peripherieanleihen sowie gut gelaufene Titel wie Ceske Drahy. Unter den Käufen und Zeichnungen bei den hybriden Papieren waren zumeist Versorger wie Enel, Engie oder OMV vertreten, daneben Telekommunikationswerte (Telefonica) oder Chemietitel wie Bayer und Lanxess. So generierte SALytic mit +0,92% einen soliden Ertrag auf der Anleienseite und konnte sowohl Investment Grade-Unternehmensanleihen mit -1,07% als auch europäische Staatsanleihen mit -3,44% im Gesamtjahr sehr deutlich schlagen.

## Bescheidene Performance- aussichten im Rentenbereich in 2022

## Aktives Management und sorgfältige Analysearbeit als Basis für Outperformance im schwierigen Umfeld

### Ausblick 2022: Mehrere Zinsschritte der Fed bedeuten trotz der Negativzinspolitik der EZB auch in Europa steigende Kapitalmarktzinsen

Wir rechnen in 2022 mit anhaltender Volatilität an den Anleihemärkten, welche sich in einem ständigen Spannungsfeld zwischen der Covid-19-Entwicklung, permanent höherer Inflation, andauernder wirtschaftlicher Erholung und zurückhaltenden Bewegungen der Zentralbanken befinden.

Die Fed und die EZB akzeptieren nach den jüngsten Überprüfungen ihres geldpolitischen Rahmens strukturell höhere Inflationsraten. Falls sich die Inflation als dauerhafter erweisen sollte als bislang angenommen, besteht insbesondere in den USA die Gefahr, dass die Inflationserwartungen der privaten Haushalte und der Unternehmen weiter ansteigen und ein stärkeres Anziehen der geldpolitischen Zügel unerlässlich wird.

In den USA erwarten wir einen Anstieg der Zinsen am langen Ende im Zuge der Zinsanhebungen durch die Fed, hoher Inflation und einem weiterhin soliden Wirtschaftswachstum auf gut 2%. Beginnend ab dem zweiten Quartal gehen wir von insgesamt drei bis vier Zinsschritten von jeweils 0,25% aus. Die Risikoaufschläge (Credit Spreads) bei Kreditpapieren weiten sich liquiditätsbedingt leicht aus.

Im Zuge steigender US-Zinsen und höherer Inflation werden auch die europäischen Kapitalmarktzinsen leicht anziehen (10-Jahres-Zins um die 0%). Zudem werden sich auch hierzulande die Credit Spreads wieder etwas ausweiten. Da die EZB mit ihrer Negativzinspolitik das kurze Ende in 2022 weiter verankert, ist der Spielraum für steigende Kapitalmarktzinsen jedoch sehr begrenzt.

Unser diszipliniertes Risikomanagement, eine intelligente Asset Allocation sowie die selektive Bottom-Up-Wertpapierauswahl sollten sich weiterhin auszahlen. Da sich die Renditen bei Investment Grade-Emittenten auf historischen Tiefständen befinden, werden wir Spread-Volatilität nutzen, um aussichtsreiche Titel aufzunehmen. Im Umfeld steigender Renditen stellen Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatspapieren das kleinere Übel dar; daher werden Investoren verstärkt nach diesen Ausschau halten. Der positive Ratingtrend wird u.E. weiter anhalten. Das Zinsumfeld und fallende Risikokosten sollten Banken und Versicherungen begünstigen, ebenso Versorger und Telekommunikationsunternehmen. Eine kurze Laufzeitenstruktur des Portfolios bleibt weiterhin ein Grundpfeiler unserer Strategie. Ein Hauptaugenmerk wird darauf liegen, ob sich das reduzierte Angebot an Emissionen und die rückläufige Nachfrage der EZB decken werden.

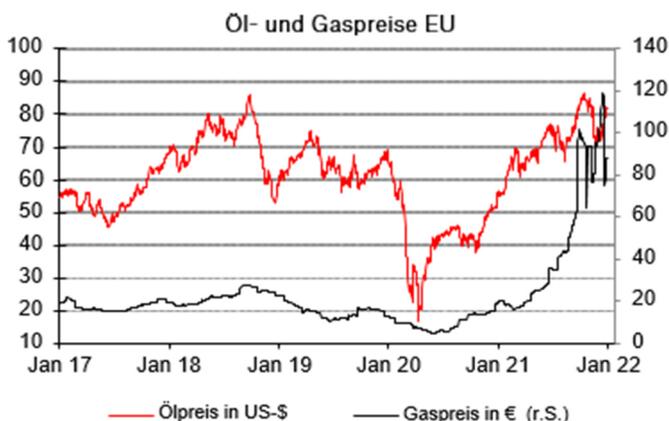
Bei einem Rückgang der Corona-Pandemie und einer sich stabilisierenden Inflation, flankiert mit sich erholenden Volkswirtschaften, dürfte sich das Augenmerk zunehmend auf die attraktiven Bewertungen von Schwellenländeranleihen lenken.

## Massiver Preisaufschwung bei Energie- und Industrierohstoffen als wesentlicher Inflationstreiber in 2021

Zwischenzeitliche Erfolge bei der Bekämpfung der Corona-Pandemie, wirtschaftliche Erholungen in vielen Ländern, wetterbedingte Produktionsausfälle in den USA und die Ukraine-Krise führten bei den Energie- und Industrierohstoffen in 2021 zu einer Preisexplosion. Der Ölpreis bspw. schoss um 72% und der Gaspreis um mehr als 300% in die Höhe. Die wirtschaftliche Abkühlung in China sowie Sorgen über neue nachfrageabschwächende Lockdowns in den USA und der EU sorgten jedoch dafür, dass die Energiepreise von ihren Hochs im Oktober bis zum Jahresende wieder etwas nachgaben (WTI +55%).

Mit wieder zunehmendem Angebot durch höhere Produktion in den USA, Russland und der OPEC sollten sich die Preise der Energierohstoffe ab Frühjahr etwas zurückbilden. Industrierohstoffe wie Kupfer oder Metalle hingegen dürften weiterhin von der sehr dynamischen weltweiten Güternachfrage (u.a. bei Automobilen) sowie dem Ausbau der Erneuerbaren Energien profitieren.

### Explodierende Energiepreise als Inflationstreiber



### Gold bot in 2021 keinen Inflationsschutz



## Goldpreis in den letzten sechs Monaten unter Schwankungen nahezu unverändert

Die von uns prognostizierte Seitwärtsbewegung des Goldpreises in der zweiten Jahreshälfte bewahrheitete sich. Auch die Risiken in Form einer Verschärfung der Corona-Pandemie durch die Omikron-Variante konnten dem Goldpreis keinen signifikanten Auftrieb verleihen. Auf Jahressicht steht eine Performance von -3,6% in USD in den Büchern.

Ansteigende Realzinsen in den USA, das von der Fed angekündigte Tapering sowie die anstehenden Zinserhöhungen in 2022 in den USA sorgen weiterhin für viel Gegenwind für die Goldnotierung.

Dem gegenüber stehen politische Risiken (Wahlen in USA und Frankreich, Konflikte in der Ukraine und Taiwan), welche den Goldpreis vor stark nachgebenden Kursen schützen sollten.

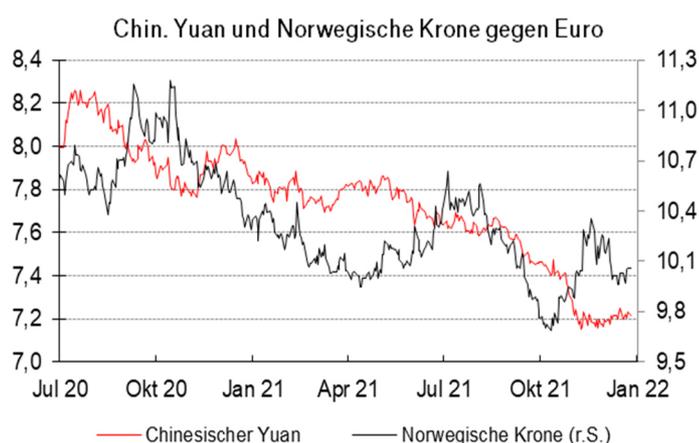
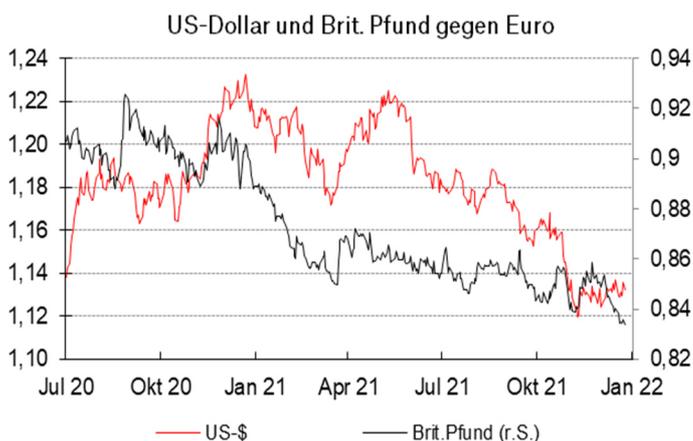
## Währungen

# Divergente konjunkturelle Erholungsdynamik der Wirtschaft schwächt Euro - Rohstoffwährungen mit Kurswende

## US-Dollar und Pfund profitierten von Zinsvorsprung und Konjunkturdynamik

In den USA und Großbritannien zog die Konjunktur bereits im ersten Quartal 2021 wieder deutlich an und beschleunigte sich im Verlauf des Jahres weiter. Die Eurozone blieb durch das verzögerte Anlaufen der Impfkampagnen und die länger andauernden Lockdowns hinter dieser Entwicklung zurück. Bis in den Mai hinein blieben die meisten Währungspaare in ruhigem Fahrwasser. Danach büßte der Euro mit der absehbaren Zinswende in den USA und UK kontinuierlich an Außenwert ein.

### Euro wertete in 2021 gegenüber anderen Hauptwährungen ab



## Rohstoffwährungen legen ebenfalls zu

Die explodierenden Rohstoffpreise führten zu einer stetig größer werdenden Erwartung steigender Zinsen außerhalb des Euroraums. Zusätzlich kam es, in Verbindung mit der bis ins vierte Quartal defensiven Haltung der EZB, zu deutlichen Verlagerungen von Geldern aus dem Euro in Währungen mit bereits anziehenden Zinssätzen. Besonders profitieren konnten die Rohstoffwährungen wie Norwegische Krone, Australischer Dollar und Kanadischer Dollar sowie der US-Dollar, Britisches Pfund und Chinesischer Renminbi.

## Ende der Euro-Abwertung im zweiten Quartal erwartet - anschließend Seitwärtsbewegung

Die Tendenz des US-Dollars sollte sich in den ersten Monaten 2022 mit denselben Rahmendaten bis zu 1,08/1,10 USD je Euro fortsetzen. Die absehbare Trendwende der Politik der EZB ab Frühjahr/Sommer sollte noch im ersten Halbjahr den Höhepunkt der Dollar-Aufwertung markieren. Dies dürfte auch gegenüber anderen Währungspaaren zumindest zu einer Stabilisierung des Euro führen. Entscheidend wird die Geschwindigkeit der US-Zinsanhebungen im Vergleich zum Handeln der EZB sein.

### **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](http://www.salytic-invest.de)

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

Feuerseeplatz 14  
70176 Stuttgart  
Tel.: +49 711 252 779 00  
[stuttgart@salytic-invest.de](mailto:stuttgart@salytic-invest.de)