SALytic Invest

Halbjahresbericht und Perspektiven

2022

„A Perfect Stagflation Storm“

Durch Krieg befeuerter Inflationsanstieg zwingt Notenbanken zu ausgeprägter Restriktionspolitik. Gleichzeitig versetzen die Ukraine-Zäsur und der Covid-Lockdown in China der Konjunktur einen Schock

Beendigung des China-Lockdowns und ein Waffenstillstand in der Ukraine würden Erholung der Konjunktur und Kapitalmärkte im 2. Halbjahr erlauben

Zusammenfassung 3

Gesamtwirtschaftliches Umfeld und Inflation 4

Asset Allocation und Aktienstrategie 8

Rentenstrategie 11

Rohstoffe 13

Währungen 14

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

Zusammenfassung

„A Perfect Stagflation Storm“ im 1. Hj. Unsicherer Ausblick, jedoch Chance auf Soft Landing und Erholung Risikoassets

Schwieriges 1. Halbjahr durch Zeitenwende bei Zinsen, Ukraine-Zäsur und China-Lockdown

Inflation durch Rohstoff-/ Energiepreisexplosion im Zuge des Ukraine-Krieges massiv befeuert

Nach einem erfreulichen Jahresstart brach mit der Ukraine-Invasion ein unerwarteter Hurrikan über die bisherige Osteuropa-Politik, die Konjunktur und die Kapitalmärkte herein. Dies setzte die Notenbanken unter Druck, die stark gestiegene Inflation durch eine substanzielle Verschärfung der Geldpolitik zu bekämpfen. Daneben versetzten der scharfe Covid-Lockdown in China und die mit dem Ukraine-Krieg einhergehende Verunsicherung der Konjunktur einen Schock.

Als Ergebnis kam es zu zweistelligen Kursrückgängen bei nahezu allen Assetklassen wie Aktien, Renten usw., die nicht wie Wehrtechnik oder Öl/Gas als direkte Kriegsgewinner anzusehen sind. In diesem Umfeld haben wir mit spürbarem Risikoabbau die Kursrückgänge in den Portfolios deutlich dämpfen, jedoch nicht gänzlich verhindern können.

Deutschland und Osteuropa erleiden hohe Wohlstandsverluste

Der Ausblick bleibt unsicher: Die Weltkonjunktur wird sich durch die Restriktionspolitik der Notenbanken und die Kaufkraftabsorption der hohen Rohstoff-/Energiekosten deutlich abschwächen. Die Industrien in Deutschland und Osteuropa sind die großen Verlierer des Ukraine-Krieges.

Zeitenwende auf der Zinsseite wird durch den Ukraine-Krieg massiv verschärft – Geldmarktzinsen in den USA steigen auf etwa 3,5% und in Euroland auf über 1,5%

Die US-Notenbank Fed wird u.E. die Geldmarktzinsen bis zum Frühjahr 2023 auf etwa 3,5% und die EZB auf mindestens 1,5% anheben. Gleichzeitig wird Überliquidität absorbiert, die die Höherbewertung der Kapitalmärkte in den letzten Jahren ermöglicht hat. Die Kapitalmarktzinsen sollten nach den jüngsten signifikanten Anstiegen in eine Seitwärtsphase übergehen, wobei unsicher ist, wie sich der starke Bilanzabbau der Notenbanken genau auswirken wird.

Der US-Dollar dürfte im Zuge des markanten Zinsanstiegs in Europa und der deutlichen US-Konjunkturabschwächung in Richtung 1,10 abwerten. Auch Gold dürfte bestenfalls seitwärts tendieren.

Mehrere Trigger würden eine Erholung der Risikoassets ermöglichen: China-Konjunkturaufschwung, fallende Inflation und Ukraine-Waffenstillstand

Bei den Risikoassets (Aktien, High Yield, Hybride...) sind Kurserholungen nur zu erwarten, wenn im Ukraine-Krieg ein Waffenstillstand absehbar erreicht werden kann. Dieser führt nachfolgend auch zu fallenden Rohstoff-, Nahrungsmittel- und Energiepreisen, was die Inflation reduziert und damit Druck von den Notenbanken nimmt, ihren Restriktionskurs weiter zu verschärfen. Gleichzeitig würde ein Soft Landing der Weltkonjunktur möglich, wenn China als zentrale Lokomotive der Weltwirtschaft nicht wieder durch neue Covid-Lockdowns ausgebremst wird.

Gesamtwirtschaftliches Umfeld und Inflation

Verschärfte Geldpolitik, Ukraine-Krieg, China-Covid-Lockdown und Inflationsexplosion führen zu Konjunkturschock

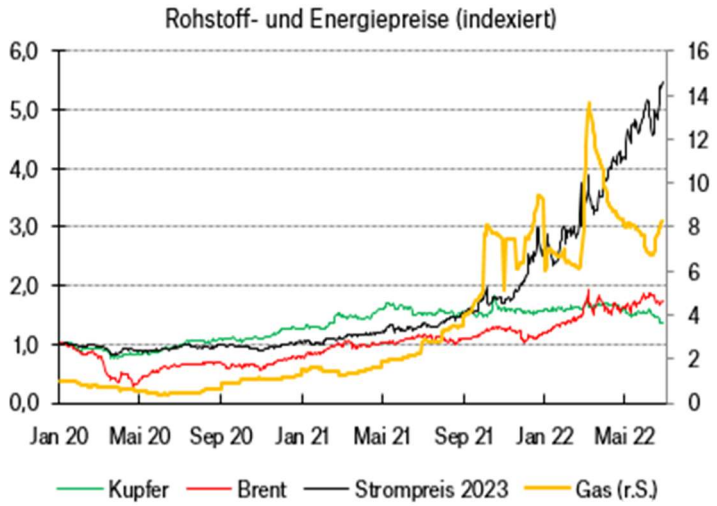
Inflationsentwicklung das dominierende Thema für Notenbanken und Kapitalmärkte im 1. Halbjahr

Entgegen der Erwartungen zu Jahresbeginn hat sich das **globale** Wirtschaftswachstum in den ersten sechs Monaten auf rund 3,5% nach ca. 5% im zweiten Vorjahressemester abgeschwächt. Insbesondere im zweiten Quartal verstärkten sich mehrere Belastungsfaktoren kumulativ („Perfect Storm"). In den USA straffte die Fed ihre Geldpolitik deutlich, um die durch gute Konjunktur, rekordniedrige Arbeitslosigkeit und Rohstoffpreisanstieg befeuerte Inflation zu bekämpfen. In Europa sorgte der Ukraine-Krieg für Konsum- und Investitionsunsicherheit sowie für eine Preisexplosion bei vielen Energieträgern und Nahrungsmitteln, woraufhin auch die EZB die bereits begonnene Zeitenwende in der Zinspolitik massiv verschärfte. Die chinesische Wirtschaft startete solide in das Jahr, wurde dann jedoch im April/Mai stark von Corona-Lockdowns vor allem in der wichtigen Wirtschaftsmetropole Shanghai massiv gebremst.

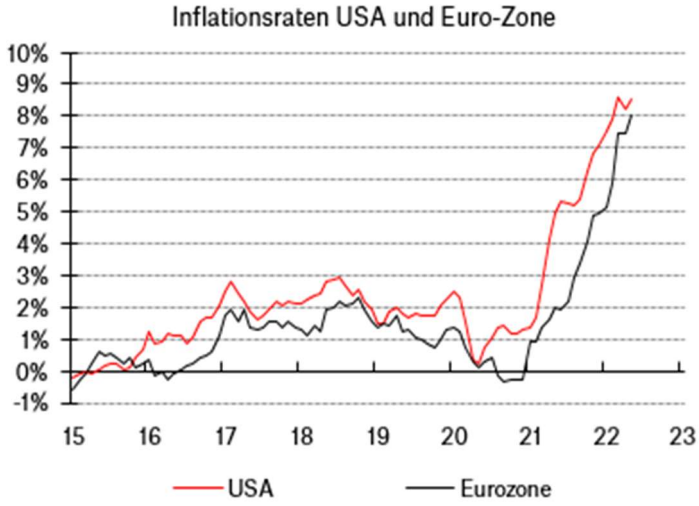
USA: Anhaltendes Wachstum, jedoch ausgeprägte Wende in der Geldpolitik

Die enormen geld- und fiskalpolitischen Impulse der letzten Jahre haben in den **USA** zu einem konjunkturellen Boom geführt. Mit diesem ging ein Rückgang der Arbeitslosigkeit auf ein Niveau einher, das schon vor der Explosion der Rohstoffpreise kräftige Lohnsteigerungen mit entsprechenden Zweitrundeneffekten ausgelöst hatte. Mit dem jüngsten Preisschub bei Rohstoffen stieg die Inflation weit über das von der Fed angestrebte Ziel von zwei Prozent an. Sie hob daher im März zunächst den Geldmarktsatz um 0,25% an. Es folgten weitere Zinsschritte von 0,5% per Anfang Mai und 0,75% im Juni. Zudem hat die Fed im Juni begonnen, auslaufende Wertpapiere im Wert von zunächst 30 Mrd. USD in Staatsanleihen und 17,5 Mrd. USD in Hypothekenanleihen nicht zu ersetzen. Auf diese Weise wird die in den letzten Jahren durch Anleihekäufe massiv aufgeblähte Notenbankbilanz in einem bislang noch nie dagewesenen Umfang verkürzt. Der Abbau nimmt in den kommenden Monaten sogar noch weiter zu. Der Anstieg der Konsumentenpreise sowie die markant höheren Zinsen belasten zunehmend den zinssensitiven Bausektor sowie den privaten Verbrauch. Insgesamt ist jedoch das Wirtschaftswachstum aktuell noch auf einem auskömmlichen Niveau. Der Konjunktur hilft, dass die gestiegenen Rohstoffpreise zu höheren Investitionen im Rohstoff- und vor allem im Ölsektor führen.

Der starke Anstieg der Rohstoff- und Energiepreise...



... führt zu einer explodierenden Inflation



Ukraine-Krieg sorgt für Knappheit und Preisexplosion bei vielen Rohstoffen

Der Angriff Russlands auf die Ukraine führte zu einer Vielzahl von massiven Sanktionen des Westens gegen Russland und Belarus. Die Währungsreserven der russischen Zentralbank wurden eingefroren, zudem kam es zu einem Einfuhrverbot für Kohle, Eisen, Stahl sowie Mineralöl durch die Staaten der westlichen Allianz. Zusätzlich machte der Krieg den Abtransport von Weizen aus der Ukraine über den Seeweg unmöglich. Dies führt zu einer globalen Weizenknappheit, da die Ukraine der weltweit fünftgrößte Exporteur von Weizen ist. Die Sanktionen sowie die Weizenknappheit bewirkten eine massive Verteuerung der betroffenen Rohstoffe. Darüber hinaus sorgte Russland mit der sukzessiven Reduzierung der Gaslieferungen für einen starken Anstieg des Gaspreises vor allem in Europa. Dies trieb die Preise für Düngemittel und folglich auch Lebensmittel in die Höhe.

Europa leidet am meisten unter den Russland-Restriktionen

Aufgrund der hohen Abhängigkeit von Rohstoffimporten aus Russland sowie der insgesamt viel stärkeren Bedeutung des Handels mit Russland ist Europa von den kriegsbedingten Sanktionen am stärksten betroffen. Dies gilt insbesondere für Deutschland, Italien sowie die Volkswirtschaften Osteuropas. Im Jahr 2020 kamen 49% des deutschen Gasverbrauchs aus Russland. Um die Abhängigkeit von russischen Gaslieferungen zu reduzieren, wird nun weltweit deutlich teureres Flüssigerdgas eingekauft. Dies hat zur Folge, dass sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit der hiervon betroffenen europäischen Unternehmen signifikant verschlechtert und sich eine Deindustrialisierung in den genannten Ländern abzeichnet. Diese starken Belastungsfaktoren trafen auf eine zunächst noch robuste Konjunktur, bei der vor allem die Länder Südeuropas von einem Re-Opening im Reise- und Dienstleistungsbereich profitierten. Die Probleme in den Lieferketten führten hingegen zu einem rekordhohen Auftragsbestand bei deutschen Industrieunternehmen.

Vor dem Hintergrund der stark anziehenden Inflation straffte die EZB ihren Ende des vergangenen Jahres eingeläuteten restriktiven Kurs. Sie kündigte an, den Einlagensatz auf der Sitzung im Juli um voraussichtlich 0,25% anzuheben. Zudem hat die EZB ihre Anleihekäufe gestoppt und ersetzt nunmehr lediglich die auslaufenden Papiere.

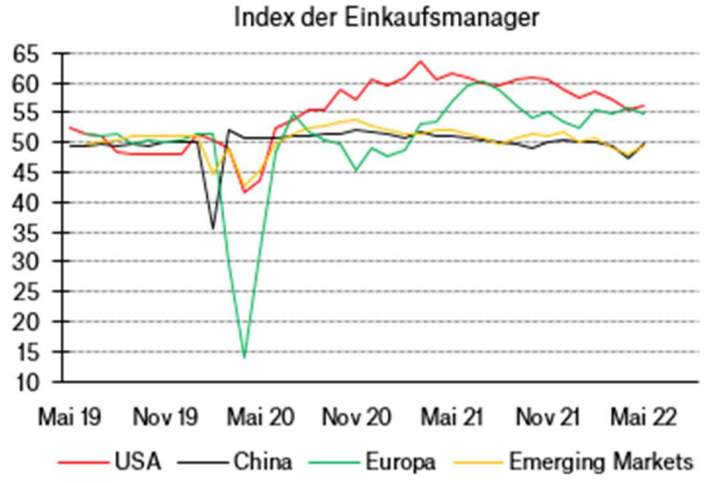
Zero-Covid-Strategie belastet Wachstum in China

Aufgrund des sehr schlecht ausgebauten Gesundheitssystems und der geringen Wirksamkeit des eigenen Corona-Impfstoffes verfolgt **China** eine Zero-Covid-Strategie. Diese führte Ende März zu einem fast vollständigen Lockdown in Shanghai. Dem folgten im April/Mai Lockdowns in weiteren Regionen, während die Beschränkungen in Shanghai sukzessive wieder aufgehoben wurden. Aufgrund der großen volkswirtschaftlichen Bedeutung des Großraums Shanghai sorgte dies ab April für einen ausgeprägten Einbruch der chinesischen Wirtschaft. Die Administration reagierte mit Zinssenkungen sowie steigenden Infrastrukturausgaben. Zudem führten die harten Covid-Einschränkungen in Shanghai dazu, dass Schiffe nicht abgefertigt werden konnten und sich stattdessen vor dem Hafen stauten. Damit stand ein erheblicher Teil der großen Containerschiffe nicht für den Gütertransport zur Verfügung. In der Folge kam es weltweit zu stark ansteigenden Frachtraten und Problemen in den Lieferketten. Diese nahmen ab Juni mit dem weitgehenden Ende der Lockdown-Maßnahmen ab, daher sollte sich die Konjunktur in der Breite erholen.

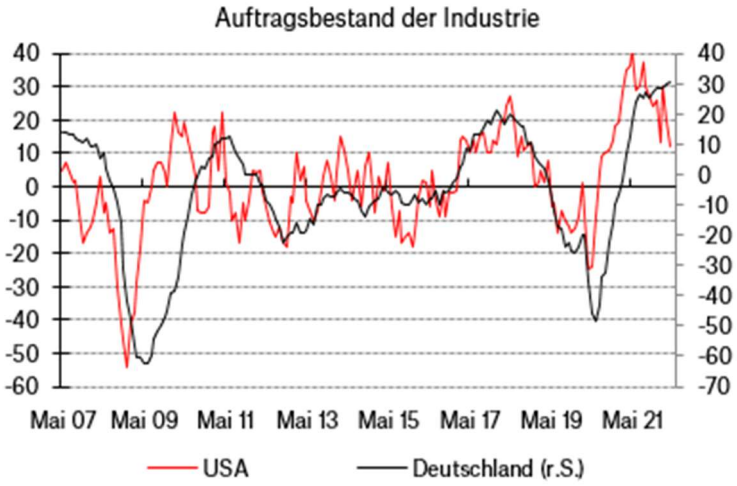
Sehr heterogene Entwicklung in den Emerging Markets

In den **Emerging Markets** hängt die Situation wesentlich davon ab, ob das jeweilige Land stärker Rohstoffe im- (Indien) oder exportiert (Brasilien). In fast allen Emerging Markets mussten die Notenbanken die Zinsen aufgrund der Inflationsprobleme, aber auch zur Vermeidung von Kapitalabflüssen, markant anheben.

Indizes der Einkaufsmanager auf solidem Niveau



Dt. Industrie stark von Lieferkettenproblemen betroffen



Ausblick 2. Halbjahr: Die Hoffnung ruht auf China und einem Waffenstillstand in der Ukraine

Die weitere Entwicklung in der Ukraine ist entscheidend für den Ausblick

Eine Erholung der Weltkonjunktur ist u.E. nur möglich, wenn China als Lokomotive der Weltwirtschaft deutlich an Fahrt aufnimmt und die Energie-/Nahrungsmittel-/Rohstoffpreise im Zuge eines Waffenstillstands in der Ukraine spürbar sinken. Dies würde zu fallenden Inflationsraten führen und damit den Notenbanken einen deutlich moderateren Straffungskurs ermöglichen. Umgekehrt würde eine Einstellung der russischen Gaslieferungen, insbesondere in Deutschland und Europa, zu einer starken Rezession führen.

Markante Abschwächung des Wachstums in den USA ist unvermeidlich

Damit die Inflation zumindest mittelfristig wieder das angestrebte Niveau erreicht, muss die US-amerikanische Notenbank das Wachstum der Ökonomie deutlich bremsen. Sie wird dafür u.E. die Zinsen bis zum Sommer 2023 auf rund 3,6 - 3,9% anheben. Angestrebt wird zwar eine sogenannte „Weiche Landung" der Konjunktur, wahrscheinlicher ist jedoch, dass es zu einer Rezession kommt. Rezessionen wurden in der Vergangenheit nur vermieden, wenn die Notenbank inflationäre Tendenzen sehr frühzeitig bekämpft hat. Wir rechnen für das zweite Halbjahr jedoch noch mit einem Wachstum der US-Wirtschaft von rund 2%. Dabei belasten Inflation und höhere Zinsen die Bauaktivität sowie die Konsum- und Investitionsneigung.

Auch in Europa moderiert sich das Wachstum

Auch in **Europa** schwächt sich die Wachstumsprognose von rund 4% zu Jahresbeginn auf rund 2% ab. Aufgrund des statistischen Überhangs ist dies auch bei einem sehr geringen Wachstum zu erreichen. Die Verunsicherung durch den Ukraine-Krieg, die damit einhergehende Inflation sowie die Unsicherheit über weitere Gaslieferungen belasten sowohl den privaten Konsum als auch die Investitionen. Zudem führt die hohe Inflation vermehrt zu Streiks. Die EZB wird die Geldmarktzinsen bis Sommer 2023 auf rund 1,7 - 2% anheben. Stützend wirkt sich in Europa die expansive Fiskalpolitik aus, mit deren Hilfe die Politik versucht, die Folgen des Rohstoffpreisanstiegs zu kompensieren. Hinzu kommen die Maßnahmen im Rahmen des Europäischen Wiederaufbaufonds.

Mit abebbenden Lieferkettenproblemen sollte der erhebliche Auftragsbestand in der Industrie abgearbeitet werden können. Deutschland sowie einige osteuropäische Länder leiden jedoch aufgrund der engen Verflechtung mit Russland in besonderem Maße unter den Sanktionen. Spanien, Portugal sowie die Beneluxländer profitieren hingegen von der geringeren Abhängigkeit von Russland und dem sich wieder belebenden Tourismus. Der Vorteil Norwegens besteht in seinen großen Öl- und Gasvorkommen.

Nachholeffekte und expansive Geld- und Fiskalpolitik führen zu Wachstumsbelebung in China

In **China** sollte die Aufhebung der Lockdown-Maßnahmen zu Nachholeffekten sowohl bei der Industrieproduktion als auch beim privaten Verbrauch führen. Zudem sind die Geld- und Fiskalpolitik sehr expansiv und das Land profitiert davon, dass Russland seine Rohstoffe mit einem hohen Discount an China verkauft und Russland umgekehrt die ausbleibenden Lieferungen aus dem Westen durch Warenimporte aus China kompensiert.

Emerging Markets mit Gewinnern und Verlierern

Während rohstoffexportierende Länder wie Brasilien, Indonesien sowie die Golfstaaten weiter von dem Rohstoffboom profitieren, leiden Osteuropa, Indien sowie die meisten Länder Afrikas unter den steigenden Rohstoffpreisen. Mit den stark angesprungenen Agrarpreisen ist in vielen Ländern, insbesondere in Afrika, auch mit Nahrungsmittelknappheit und politischer Instabilität zu rechnen.

„Perfect Stagflation Storm“ führt zu negativer Wertentwicklung in allen Anlageklassen

Internationale Kapitalmärkte mit deutlichen Verlusten

Nahezu alle Anlageklassen fallen gleichzeitig, d.h. es war kaum möglich, positive Erträge zu generieren

Performance inkl. Zins/Dividende 1. Halbjahr 2022 (Daten per 30.06.2022, 15:30)	
MSCI Welt	-20,2%
Aktien USA (S&P 500)	-20,3%
Aktien China (CSI 300)	-8,7%
Aktien Europa (EURO STOXX 50)	-18,6%
Aktien Deutschland (DAX)	-20,4%
US Staatsanleihen (10-Jahre)	-12,9%
EU Staatsanleihen (IBOXX)	-11,7%
EU Unternehmensanleihen (IBOXX)	-12,5%
Gold	-0,3%
Ölpreis (Brent)	46,1%
US-Dollar	8,5%
Schweizer Franken	4,0%

Unsere Vermögensverwaltung ist in Erwartung weiteren konjunkturellen Wachstums in den USA und Europa mit einem **leichten Übergewicht in Aktien** und Corporate Bonds in das Jahr 2022 gestartet. Die Portfolios waren neben dem **Fokus auf Europa** noch immer mit **hohem Gewicht in attraktiven Zyklikern, defensiven und dividendenstarken Versicherungen und strukturell wachsenden Technologiewerten** investiert. Eine **strategische Position in den USA** rundete das Bild ab.

SALytic hatte bereits im letzten Jahr begonnen, die seinerzeit hohe Aktienquote bis auf ein derzeitiges deutliches Untergewicht abzubauen

Bereits im Januar 2022 hatten wir jedoch in Erwartung steigender Zinsen die **Aktienquote** auf eine nahezu **neutrale Quote abgesenkt.** Die angestiegene Inflation führte u.a. zu einer **Reduzierung des zinssensitiven Investments** in einem ETF, der die **US-Technologiebörse Nasdaq** abbildet. Die Sorge um die US-Konjunktur resultierte zudem in der Reduzierung des **ETF Russell 2000**, der in **kleine und mittelgroße US-Unternehmen** investiert ist.

In 2022 Gewichtung von US-Aktien, Technologiewerten und Zyklikern abgesenkt

Der Krieg in der Ukraine führte ab Ende Februar zu einer dramatischen Verschärfung des Kapitalmarktumfeldes. Die **Inflation**, getrieben v.a. durch Öl, Gas, Benzin und Weizen, **stieg nochmals stark an**. Die Sorge um eine beschleunigte **Talfahrt der Konjunktur**, besonders in Europa, nahm deutlich zu, zumal in China durch die harten Covid-Lockdowns die Konjunktur gleichzeitig einbrach. Diesem unerwarteten, exogenen Schock trugen wir durch einen Ausbau der Untergewichtung in Aktien Rechnung. Unternehmen mit hohem Exposure in Russland und der Ukraine (u.a. Société Générale und OMV) wurden veräußert, zyklische Titel wie Aperam, BASF, Ceconomy und

ETF „Agri-Business“ und Shell, die von den negativen Folgen des Krieges profitieren, neben Bayer und Deutsche Börse zugekauft

Covestro, zinssensitive Technologiewerte wie Aixtron und SAP sowie Rohstoffeinkäufer (u.a. AB InBev) verkauft bzw. reduziert. Um von dem stark gestiegenen Öl- und Gaspreis zu profitieren, wurde – wo zulässig – die Aktie der niederländisch/britischen Shell erworben. Ebenso diversifizierten wir die Portfolios durch den Erwerb eines ETF „Agri-Business“, der u.a. Düngemittelproduzenten und Landmaschinenhersteller enthält und von der kriegsbedingten Knappheit in einigen Agrarrohstoffen profitieren sollte.

In Summe wurde die Aktienquote ungeachtet der Neuaufnahme der Sonderthemen „Agribusiness“ und „Wohnimmobilien-Aktien“ sowie der Aufstockung bzw. dem Erwerb defensiver Titel (u.a. Bayer und Deutsche Börse) seit Jahresanfang deutlich abgebaut. Mit der erlösten Liquidität wurde eine Transaktionskasse geschaffen bzw. ein Short ETF auf den Euro Stoxx 50 zur Absicherung erworben.

Geringe Gewichtung in Renten, niedrige Duration und hohe Bonität

„Ersatzinvestments“ in Gold und Aktienindexanleihen

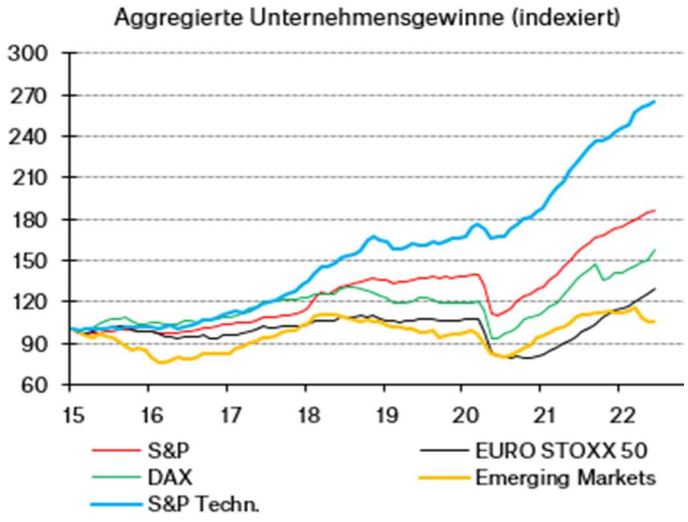
Notenbanken können nicht helfen, sondern müssen die ausufernde Inflation durch Zinserhöhungen/ Liquiditätsverknappung bekämpfen

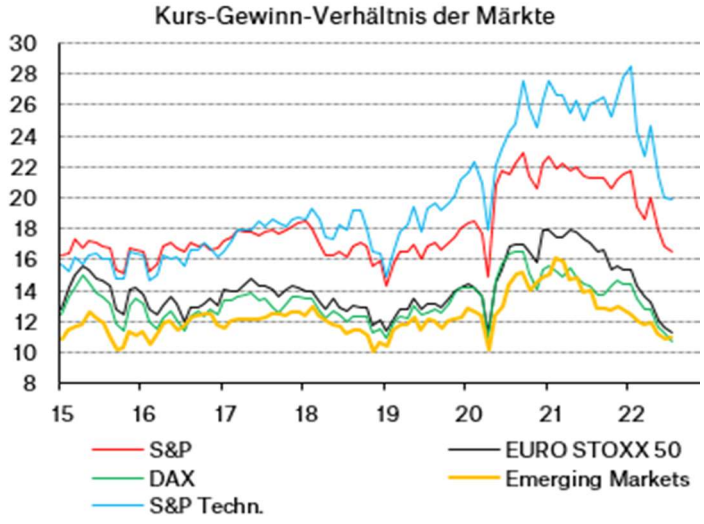
Unser aktuelles Rentenportfolio zeichnet sich durch ein **signifikantes Untergewicht**, eine sehr niedrige **Duration von ca. drei Jahren** sowie eine **hohe Bonität** aus. Der Fokus unserer Rentenanlagen lag unverändert auf **Unternehmensanleihen** mit Durchschnittsrating Investment Grade. **„Ersatzinvestments“** bestanden in **Gold** sowie **Aktienindexanleihen** zum Verkauf der hohen Volatilität**.** Dem Krieg in der Ukraine begegneten wir unter Risikoaspekten mit dem wesentlichen **Ausbau der Positionen in US-Staatsanleihen und Gold.** Ab März führte die immer stärker ansteigende Inflation zu der Furcht vor einer stark restriktiven Geldpolitik der Fed. In diesem Zusammenhang stiegen die zehnjährigen Kapitalmarktzinsen in den USA von 1,70% auf aktuell ca. 3,30%. Renten verzeichneten dementsprechend hohe Kursabschläge. Zudem bewirkte die erhöhte Rezessionsgefahr in den USA und Europa einen markanten Anstieg der Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen. Die jüngsten Äußerungen der Fed sowie der EZB, die Inflation um jeden Preis zu bekämpfen, verstärkten die bis dahin bereits gepreiste negative Einschätzung zur Konjunkturentwicklung in den USA und Europa.

Trotz kurzer Duration, Teilabsicherung und Fokus auf Qualität mussten auch unsere Rentenbestände einen deutlichen Verlust hinnehmen. Die signifikante Ausweitung der **Risikoaufschläge** der Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen konnten wir nicht absichern, was zu **schmerzhaften Buchverlusten führte.**

Sowohl Aktien als auch Renten sind zugunsten von Short-ETFs, Futures, Liquidität, Gold und Aktienindexanleihen untergewichtet. Innerhalb des Aktienbausteins behalten wir einen strategischen, wenn auch reduzierten, US-Anteil. Innerhalb des Europa-Blocks halten wir die Barbellstrategie aus defensiven Titeln sowie gleichzeitig einem Rest zyklischer Titel aus den Sektoren Autos und Chemie sowie Technologie bei. Die Grundausrichtung haben wir jedoch im Vergleich zum Jahresanfang sukzessive defensiver aufgestellt. Der Rentenanteil weist unverändert einen Fokus auf Unternehmensanleihen mit hoher Bonität auf. Die Duration bleibt niedrig und die Ersatzinvestments (Gold und Aktienindexanleihe) verbleiben b.a.w. im Portfolio.

Trotz zunächst weiter steigender Unternehmensgewinne nehmen die Märkte eine Rezession vorweg





Großen konjunkturellen Risiken stehen auch Chancen gegenüber

US-Wirtschaftswachstum durch Zinserhöhungen/ Liquiditätsverknappung unter Druck

Wir erwarten eine deutliche **Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums** in der zweiten Jahreshälfte. Während sich das Wachstum in den USA und Europa merklich abschwächt, sollte es sich in China im Vergleich zum Vorjahr markant erholen.

China als Lokomotive der Weltwirtschaft?

Eine **Erholung** der Märkte für Risikoassets ist nur möglich, wenn **China** als Lokomotive der Weltwirtschaft **wieder Fahrt aufnimmt** und die Energie-/Rohstoff-/Nahrungsmittelpreise im Herbst im Zuge eines Waffenstillstandes in der Ukraine oder Interventionen der USA markant fallen.

Aktienmärkte in den USA und Europa nach Kursrückgang günstiger bewertet

Die Bewertungen des US-Aktienmarktes und Europas sind im laufenden Jahr aufgrund der nachhaltig eingetrübten Konjunkturaussichten bis auf ein faires Niveau gesunken. Mit der Abschwächung der Weltkonjunktur werden jedoch die **Gewinnerwartungen** vor allem der zyklischen Unternehmen und Banken für das 2. Halbjahr 2022 und für 2023 fallen, was in teilweise scharfen Kursrückgängen bereits vorweggenommen wurde. Daneben führte der signifikante Anstieg der Kapitalmarktzinsen, insbesondere bei Wachstumswerten und Immobilientiteln, zu einer Bewertungskontraktion. Solange sich die oben genannten Rahmenbedingungen (steigende Zinsen, hohe Inflation, Risiko eines konjunkturellen „hard landings") nicht bessern, bleibt das Umfeld für Aktien schwierig, obwohl ein Großteil dieser Faktoren in den Kursen bereits abgebildet wird.

Positiver Ausgang noch immer möglich

Im positiven Falle (Waffenstillstand in der Ukraine, auslaufender Inflations- und Zinsanstieg, markante Erholung in China) würden sich die Aktienmärkte im weiteren Jahresverlauf deutlich erholen. Daneben würden sich ebenfalls die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen abmildern und der Euro aufwerten. In diesem Szenario würden wir Aktien (v.a. Zykliker und Technologiewerte) wieder zukaufen sowie die Duration über den Kauf von Unternehmensanleihen ausweiten. Zur Finanzierung würden wir Gold und US-Staatsanleihen abbauen.

Anleihen inflationsbedingt mit enormen Kursrückgängen in allen Segmenten

Zweistellige Verluste im 1. Halbjahr bei Staats- und Unternehmensanleihen

Wertverluste von historischem Ausmaß

Für Besitzer von Zinspapieren bedeutete das erste Halbjahr ein bislang noch nicht erlebtes Desaster. Die Notenbanken konnten das Ausmaß und die Dauer des Inflationsanstiegs nicht mehr einfangen, nachdem sie zu lange eine „Behind the Curve"-Haltung eingenommen hatten.

Notenbanken treten endlich auf die Bremse

Der Zinserhöhungspfad der US-Notenbank seit Jahresanfang von +0,25% im März auf derzeit 1,75% zeigt den enormen Druck, der auf der Fed lastete. Bis zum Jahresende sind weitere Erhöhungen bis auf 3,4% eingepreist. 10-jährige Treasuries stiegen von 1,5% in der Spitze auf 3,5%. Die Zinskurve bis 3 Jahre hat sich extrem versteilt und läuft von dort aus mittlerweile leicht invers bis zum 10-Jahres-Bereich, was eine Rezession ab 2023 indiziert. Deutsche Bundesanleihen starteten das Jahr noch mit -0,18% im negativen Bereich und sind in der Spitze bis auf 1,93% hochgeschossen. Auch hier hat sich die Zinskurve bis 3 Jahre stark versteilert und im Bereich 3 - 10 Jahre nahezu parallel um gute 180 Basispunkte nach oben verschoben. Der Markt preist zum Jahresende +1,5%-Punkte an Zinserhöhungen durch die EZB ein.

Ein Unsicherheitselement liegt darin, dass es keinen historischen Vergleichsmaßstab für einen so raschen und umfangreichen Abbau der Zentralbankbilanzen gibt

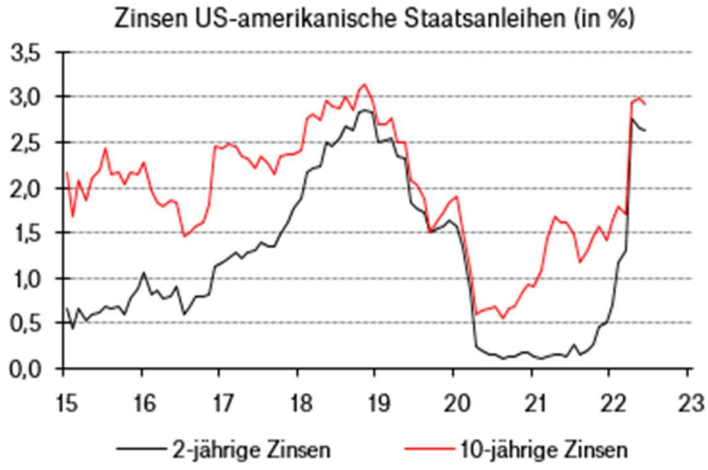
Beide Notenbanken traten bei ihren Anleihekaufprogrammen deutlich auf die Bremse. So drosselt die Fed seit Juni die Notenbankbilanz und könnte diese bis Ende 2023 um 1.600 Mrd. USD reduziert haben. Die EZB beendete ihr in der Pandemie ausgerufenes Hilfsprogramm PEPP im März, TLTROs laufen im Volumen von etwa 900 Mrd. Euro aus und das reguläre Kaufprogramm APP ruht ab Juli.

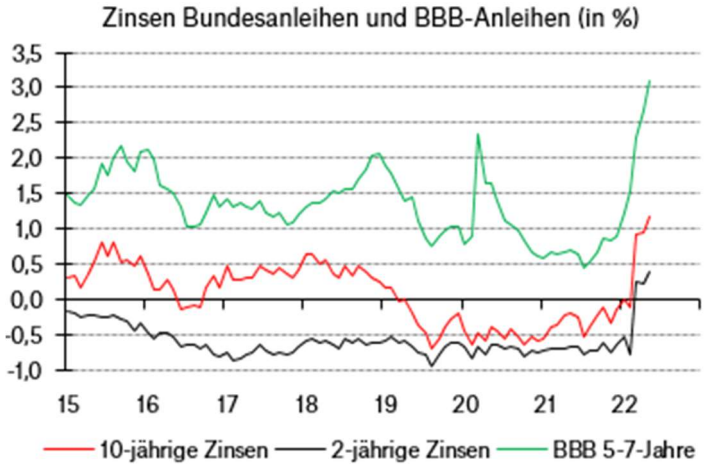
Sowohl US-Staatsanleihen als auch ihre europäischen Pendants verloren im 1. Halbjahr ca. 13%. Etwa in selbem Maße verloren Euro-Unternehmensanleihen mit Investment Grade Rating, High Yield Papiere sogar um über 14%. Die Risikoprämien zogen bei Anleihen mit guter Qualität um nahezu 1%-Punkt an. Bei Non-Investment-Grade-Anleihen preisen die hohen Risikoaufschläge mit knapp 5,5% Aufschlag und einem Anstieg von ca. 3%-Punkten seit Jahresanfang bereits ein deutliches Schrumpfen der Wirtschaft ein.

Neuemissionsgeschäft bei Anleihen im 1. Halbjahr unterdurchschnittlich; Belebung erst im Mai/Juni

Die SALytic Rentenstrategie ging mit einer bereits kurzen Duration von etwa 3,5 Jahren in das Jahr 2022, die sich seither durch zusätzliche Zinsabsicherung weiter reduziert hat. Neuemissionen wie z.B. LEG wurden gezeichnet oder selektive Positionen in polnischen Staatsanleihen aufgebaut, die neben ihrer üppigen Verzinsung vor allem über die Währungsseite ein attraktives Chance-Risiko-Profil zeigten.

Explosionsartiger Zinsanstieg in den USA und Europa über alle Laufzeiten





Wenn die Rezession näher rückt und visibler wird, werden die Notenbanken ihren rigiden Kurs auf der Zeitachse strecken müssen

Aufgrund der hohen Inflation hat die Fed ihren Restriktionskurs massiv verschärft und plant, die Zinsen auf 3,6 - 3,9% bis Sommer 2023 anzuheben. Auch die EZB dürfte bei Fortbestand der gegenwärtigen Rahmenbedingungen die Geldmarktzinsen bis zum Sommer 2023 auf etwa 1,7 - 2,0% anheben.

In den USA erwarten wir eine leichte Invertierung der Zinsstrukturkurve und damit eine Seitwärtsbewegung der 10-jährigen Zinsen in der Spanne von 3,2 - 3,5%. In Deutschland dürften die 10-jährigen Zinsen zwischen 1,6 - 1,9% notieren. Dementsprechend sehen wir – ausgehend von den aktuellen Renditen – für die langfristigen Zinsen nur noch einen marginalen Anstieg.

Die schwächere Konjunktur und das Auslaufen der Notenbankkäufe unterstützen die Risikoaufschläge für Kreditrisiken nicht weiter. Demzufolge kann hier mit einem höheren Niveau gerechnet werden, insbesondere in den USA. In Europa gehen wir davon aus, dass die EZB bekannte und potentiell neue Mittel (Antifragmentierungsinstrumente) nutzen wird, um deutliche Ausweitungen zu vermeiden. Zudem dürfte die gute Dienstleistungskonjunktur keine nachhaltige Ausweitung der Risikoaufschläge unterstützen. SALytic wird die Duration weiterhin bewusst niedrig halten und sukzessive eine weitere Verbesserung der Portfolioqualität vornehmen. Zum ersten Mal seit Jahren weisen Anleihen nun eine attraktive Verzinsung auf und können einen sinnvollen risikoadjustierten Beitrag zum Gesamtportfolio leisten. Die bestehenden Rentenportfolios mit guter Qualität rentieren derzeit bei gut 3% auf Endfälligkeit.

Anleihen zum ersten Mal seit Jahren wieder mit attraktiver Verzinsung

Sollten die Notenbanken einen Entspannungskurs im Zuge eines kontrollierten Inflationsabbaus einschlagen und nicht gezwungen sein, noch restriktiver zu werden, um damit die Konjunktur weitaus stärker abzukühlen, sehen wir interessante Niveaus zum Erwerb attraktiver Unternehmensanleihen bzw. Neuemissionen.

Massiver Anstieg bei Energie- und Getreidepreisen, Gold volatil seitwärts

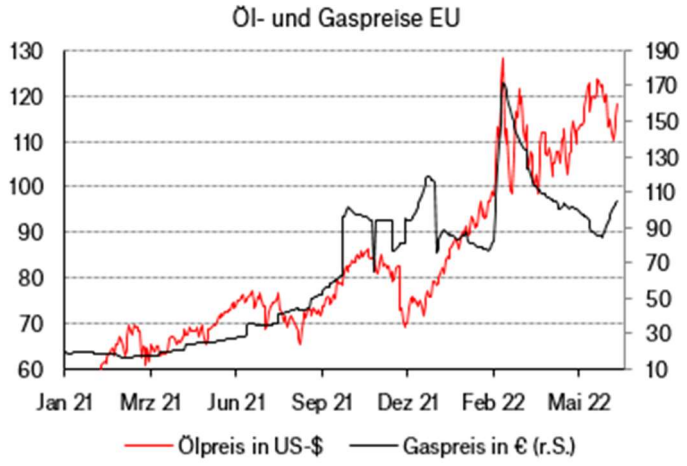
Explodierende Energiepreise als wesentlicher Inflationstreiber

Die ersten sechs Monate des Jahres haben uns einen bislang nie dagewesenen Anstieg der Energiekosten beschert. Öl (Sorte Brent) verteuerte sich um mehr als 40%, Natural Gas um mehr als 50% und Diesel sogar um über 80%. Dabei dämmten die zum Ende des Halbjahres aufkommenden Rezessionssorgen den Preisanstieg sogar noch etwas ein. Die OPEC+ Länder haben in ihrer Sitzung Anfang Juni bereits reagiert und die Fördermengen für Öl ab Juli um 648.000 Barrel pro Tag angehoben. Ursprünglich war dies erst ab September geplant.

Bei den Nahrungsmitteln stiegen die Preise für Sojabohnen, Mais und Weizen um 25 - 40% an, unter anderem da die Ukraine als weltweit fünftgrößter Getreideexporteur weitestgehend ausfällt und die Düngemittelpreise explodierten.

Sollten der Ukraine-Krieg und damit die Sanktionen gegen Russland unvermindert anhalten, ist es wahrscheinlich, dass die Energiekosten für längere Zeit auf diesem hohen Niveau verbleiben oder sogar noch weiter ansteigen. Hingegen könnte ein Verfestigen der Rezessionssorgen auch zu einem temporären Rückgang der Energiekosten führen.

Explodierende Energiepreise als Inflationstreiber



Gold als sicherer Hafen bei Kriegsbeginn

Goldpreis in den letzten sechs Monaten unter starken Schwankungen per Saldo unverändert

Der Goldpreis verzeichnete im ersten Halbjahr starke Schwankungen zwischen 1.780 und 2.070 USD. Der Ukraine-Krieg hatte im Februar/ Anfang März für eine kurzfristige Gold-Rallye gesorgt, welche dann jedoch in den folgenden Monaten durch den drastischen Zinsanstieg vollständig ausgebremst wurde.

Sollte es nicht zu einer Verschärfung der geopolitischen Spannungen (Ukraine, Taiwan) oder einem Vertrauensverlust in die Notenbanken kommen, so wird der Goldpreis aufgrund des deutlich gestiegenen Zinsniveaus u.E. vorerst seitwärts tendieren.

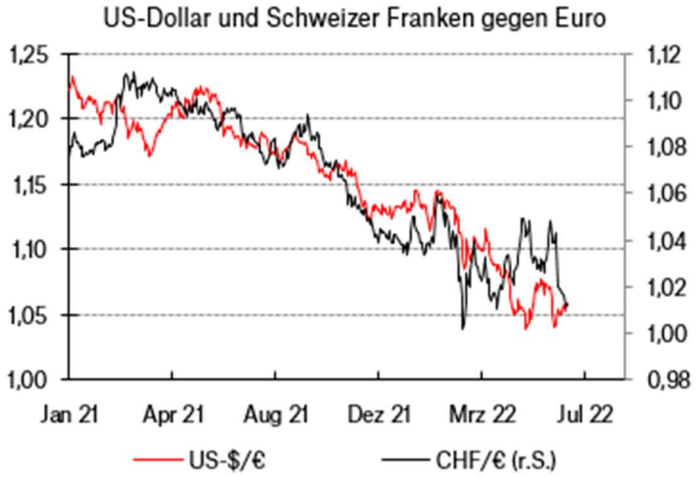
Währungen

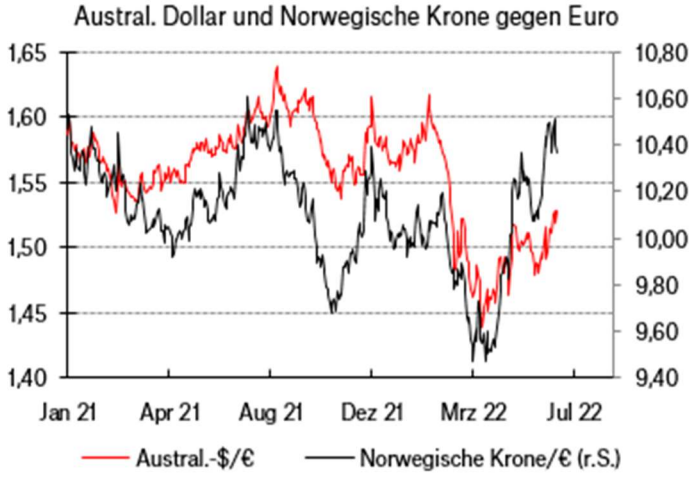
Ukraine-Krieg führt zu Aufwertung bei US-Dollar und Rohstoffwährungen

Überfall Russlands auf die Ukraine verändert die Welt nachhaltig

Vor Beginn des Ukraine-Krieges zeigte sich der Devisenmarkt in ruhigem Fahrwasser schwankend um die Jahresanfangskurse. Mit der Invasion Russlands verlor der Euro kurzfristig gegenüber allen wichtigen Währungen an Boden. Mit zunehmender Klarheit über einen längeren Fortgang des Krieges und den damit verbundenen langfristigen Konsequenzen für die Inflation und die Zinspolitik der Notenbanken veränderte sich das Bild. Es setzte eine Flucht in den US-Dollar ein.

Risikoaufschlag für den Euroraum seit Kriegsbeginn – Euro verliert ggü. USD, CHF und Rohstoffwährungen





Rohstoffwährungen gewinnen kurzfristig

Unmittelbar nach dem Überfall legten Rohstoffwährungen wie Australischer Dollar, Kanadischer Dollar und Norwegische Krone deutlich zu. Mit Konkretisierung einer markanten Wachstumsverlangsamung der Weltkonjunktur Ende April gingen diese Gewinne wieder verloren. Die hohen Kurse Mitte April haben wir zum Abbau von Positionen in der Norwegischen Krone genutzt.

Währungen mit restriktiven Notenbanken legen zu – Bank of Japan bildet große Ausnahme

Mit der Revision der Inflationserwartungen gehen die Notenbanken zu deutlich schnelleren Zinsanhebungen über. Selbst die Schweizer Notenbank erhöhte bereits im Juni die Leitzinsen. Eine große Ausnahme bildet die Bank of Japan, welche auch weiterhin auf absehbare Zeit an ihrer Nullzinspolitik festhalten wird. Im zweiten Halbjahr sollte durch die Reaktion der EZB zumindest mit einer Stabilisierung des Euro zu rechnen sein. Wir erwarten den Euro ohne eine weitere wesentliche Verschlechterung der militärischen Lage im Ukraine-Krieg in einer Bandbreite von 1,05 bis 1,10 gegenüber dem US-Dollar. Eine deutlichere Erholung wäre möglich, wenn in der Ukraine ein Waffenstillstand absehbar wird.

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