

Halbjahresbericht und Perspektiven

2023

Freundliche Aktienmärkte im Zuge wirtschaftlicher Normalisierung nach Covid-Krise und Kriegs-Schock – Konsolidierung über den Sommer

Soft Landing der Wirtschaft trotz Industrierezession möglich

Nach der US-Fed erreicht auch die EZB den Zinshöhepunkt im Spätsommer, da Inflation bis Frühjahr 2024 auf 2,5% fällt

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

Schwaches Wachstum der Weltwirtschaft mit Rezession im Industriebereich – Positiver Ausblick auf 2024

Das **Wachstum der Weltwirtschaft** hat sich in 2023 noch einmal deutlich auf eine Rate von unter 3% abgeschwächt. Insbesondere in den USA und Europa sind stagflationäre Tendenzen zu verzeichnen. Dagegen zeigt die Konjunktur in Asien/China u.a. aufgrund von Aufholeffekten nach Beendigung des Covid-Lockdowns eine kräftige Erholung. Der **Bau- und Industriebereich erfahren eine Rezession**. In diesen Segmenten wirken sich die sehr starken Zinsanhebungen der Notenbanken, der inflationsbedingte Kaufkraftverlust vieler Konsumenten und ein industrieller Lagerabbau am negativsten aus. Starkes Wachstum sehen wir hingegen im **Dienstleistungsbereich** u.a. bei Reisen und Freizeitthemen, da hier aus der Covid-Zeit noch ein deutlicher Nachholbedarf besteht.

Inflation fällt bis Frühjahr 2024 auf etwa 2,5% – Fed und EZB beenden Zinsanhebungspfad im Spätsommer

Die **Weltkonjunktur** dürfte sich in Richtung 2024 wieder leicht erholen, da der Restriktionskurs der Notenbanken ausläuft und die **Inflation bis zum Frühjahr auf 2,5% fallen** sollte, was die Realeinkommen markant ansteigen lässt. Zudem sollte der negative industrielle Lagerzyklus dann ausgelaufen sein. Mit der Aussicht auf den deutlichen Inflationsrückgang in den nächsten neun Monaten **beenden Fed und EZB im Spätsommer** bei 5,25/5,5% (USA) und 3,75/4,0% (Einlagensatz Euroland) ihren Zinsanhebungskurs. Aufgrund hoher Lohnabschlüsse bleibt die Kerninflation jedoch länger auf einem erhöhten Niveau. Daher ist erst im Jahresverlauf 2024 mit ersten Zinssenkungen zu rechnen.

Käufe länger laufender Unternehmensanleihen sichert 4% Zinsniveau über Jahre

Das aktuell hohe Zinsniveau, das ab 2024 auch erstmals seit einem Jahrzehnt wieder eine deutlich **positive Realverzinsung** erlaubt, nutzen wir zum Kauf länger laufender Anleihen. Am **Aktienmarkt** sehen wir nach der Rallye im 1. Halbjahr über den Sommer hinweg eine Konsolidierungsphase, bis sich die Konjunkturdaten wieder bessern und der Zinshöhepunkt erreicht ist. Danach ermöglicht der positivere Inflations-, Zins- und Konjunkturausblick auf 2024 moderat weiter steigende Aktienkurse mit einem Wechsel der Favoriten hin zu industriezyklischen Unternehmen und Zinssenkungsgewinnern wie z.B. Wohnimmobilien.

Konsolidierung am Aktienmarkt über den Sommer – danach Favoritenwechsel

USD in einer Spanne 1,06-1,15 Euro – Gold seitwärts

Der **US-Dollar** wird trotz Überbewertung von hohen Zinsen und einer Soft Landing-Erwartung der Konjunktur in den USA gestützt. Beim **Goldpreis** kompensieren Notenbankkäufe zumindest zum Teil den Gegenwind aus fallender Inflation und hohem Zinsniveau.

Ölpreis und Industrierohstoffe mit Erholungspotenzial – Nahrungsmittelpreise normalisiert

Eine Erholung der Industriekonjunktur/China führt im späteren Jahresverlauf wieder zu höheren Preisen bei **Öl und Industrierohstoffen**. Hingegen sind die kriegsbedingten Marktverwerfungen bei **Nahrungsmitteln** durch einen ausgeweiteten weltweiten Anbau ausgelaufen.

Gesamtwirtschaftliches Umfeld und Inflation

Die erwartete Rezession beschränkt sich bisher auf den Industriebereich

Schwaches Wachstum der Weltwirtschaft in 2023

Verarbeitendes Gewerbe von Lagerzyklus belastet, gleichzeitig wächst der Dienstleistungssektor stark

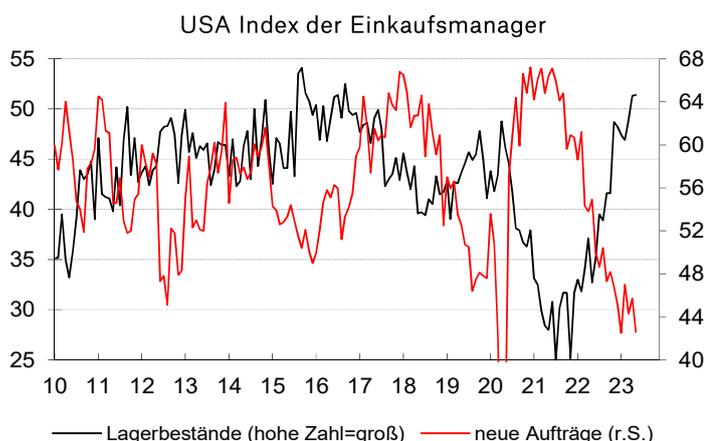
Die Weltwirtschaft weist in 2023 ein nur sehr schwaches Wachstum von weniger als 3% auf. Dies ist trotz zunehmender Dynamik in Asien/China im Wesentlichen auf ein Stagflationsszenario in Europa und den USA sowie eine Rezession im Industriebereich zurückzuführen.

Zins- und Lagerzyklus belasten verarbeitendes Gewerbe in den USA

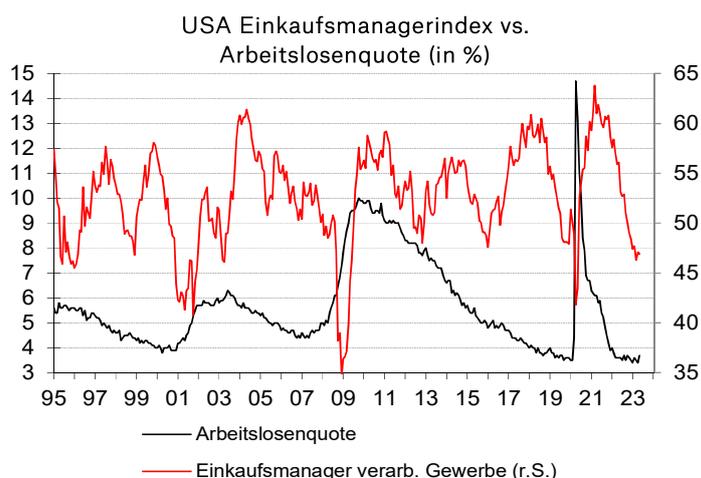
Die US-Konjunktur zeigte sich im 1. Halbjahr 2023 noch robust. Dies lag vorrangig an einer überaus positiven Entwicklung des Dienstleistungssektors, der von Nachholeffekten nach dem Auslaufen der Covid-Restriktionen sowie fiskalischen Impulsen profitierte.

Die rückläufige, jedoch weiterhin zu hohe Inflation führte dazu, dass die amerikanische Notenbank Fed die Zinsen von 0,25% im März 2022 bis auf 5,25% im Mai 2023 angehoben hat. Diese deutlich restriktivere Geldpolitik hat in den USA vor allem die zins sensitiven Bereiche wie den Bausektor und auch den Konsum langlebiger Wirtschaftsgüter belastet. Hinzu kam, dass die Unternehmen im Jahr 2022 aus Angst vor Lieferengpässen ihre Lagerbestände enorm ausgeweitet hatten. Diese waren nun im Vergleich zur Endnachfrage vielerorts zu groß. Zudem wurde die Lagerhaltung im Zuge des starken Zinsanstiegs zunehmend teurer. Dies führte im verarbeitenden Gewerbe zu einer deutlichen Senkung der Produktion, um die Lagerbestände zu reduzieren.

Hohe Lagerbestände belasten Auftragseingänge



Arbeitsmarkt trotz Industrierezession



Boomender Arbeitsmarkt stützt privaten Verbrauch

In früheren Zyklen löste ein solcher Rückgang im verarbeitenden Gewerbe zumeist konsumbelastende Entlassungswellen aus, die dann die Konjunktur insgesamt beeinträchtigten. Dies ist jedoch in diesem Zyklus nicht zu beobachten. Die Unternehmen, die in der Corona-Krise ihr Personal deutlich reduziert hatten, stellten danach fest, dass es kaum möglich war, wieder ausreichend Personal einzustellen. Vor dem

Hintergrund dieser Erfahrung gab es diesmal nur in sehr geringem Maße Entlassungen. Die Beschäftigung stieg sogar an, und die Arbeitslosenquote ging dadurch noch weiter zurück. Damit entwickelte sich der Arbeitsmarkt weit besser als erwartet, was auch auf den **privaten Verbrauch**, vor allem von Dienstleistungen wie Reisen, ausstrahlte. Zudem wurden die in der Pandemie aufgebauten Ersparnisse aus den Steuergeschenken zum Konsum genutzt.

Krise der US-Regionalbanken bleibt begrenztes Problem

Der markante Zinsanstieg führte im März dazu, dass die Silicon Valley Bank, eine auf Kredite an Tech-Start-Ups spezialisierte Regionalbank, große Verluste auf ihre Anlagen u.a. in US-Staatsanleihen erlitt und dadurch ein Bank Run auf die Kundeneinlagen einsetzte. Das schnelle und beherzte Eingreifen des Staates sowie die hohe Stabilität vor allem der Großbanken ermöglichten es, dass es nur zu überschaubaren Ansteckungseffekten bei wenigen weiteren **Regionalbanken** kam. In Europa bewirkten diese Krise und das jahrelange riskante Management eine Vertrauenskrise bei der Credit Suisse, die durch eine Übernahme durch die UBS gelöst werden musste. Das Vertrauen in das Bankensystem insgesamt wurde jedoch nicht nachhaltig beschädigt.

Starke Nachfrage nach Dienstleistungen treibt das Wachstum in Europa

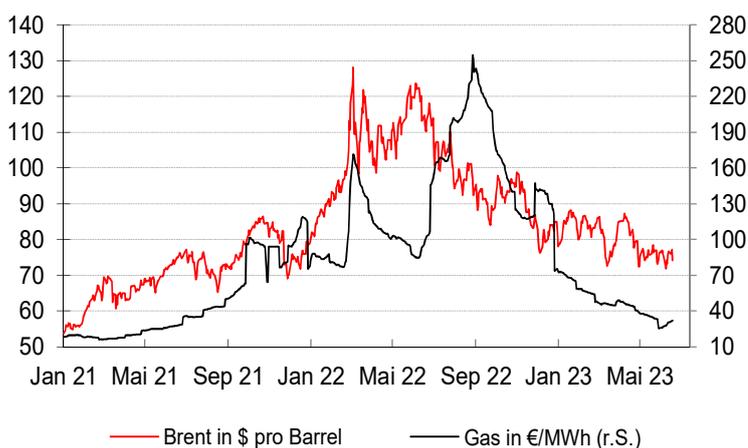
Der relativ milde Winter sorgte dafür, dass die in **Europa** befürchteten Versorgungsengpässe bei Gas ausblieben und der Gaspreis zwischen Mitte Dezember 2022 und Ende Mai 2023 um rund 80% fiel. Der Preisrückgang bei Gas und anderen Rohstoffen sowie anhaltende Nachholeffekte bei Dienstleistungen führten in Europa zu einer moderaten Verbesserung der Konjunktur. Jedoch stellte sich auch hier aufgrund des Lagerzyklus eine **Industrierezession** ein. Die Inflationsrate in der **Eurozone** ging von 9,2% im Dezember 2022 auf 5,5% im Juni dieses Jahres zurück. Sie blieb damit jedoch weit über der angestrebten Zielmarke von 2%, so dass die EZB den Einlagensatz seit Juni letzten Jahres um 4%-Punkte auf 3,5% angehoben hat.

Ende der Covid-Restriktionen in China facht Wachstum an

Mit dem Auslaufen der Covid-Restriktionen im Januar 2023 kam es auch in **China** zu einer kräftigen Belebung des Konsums. Gleichzeitig bremsten jedoch die Probleme im Bausektor sowie die verringerten Investitionen nicht zuletzt aus Europa und den USA das Wachstum. Insgesamt wies Asien aufgrund geringerer Inflationsprobleme eine stärkere konjunkturelle Entwicklung als die USA oder Europa auf.

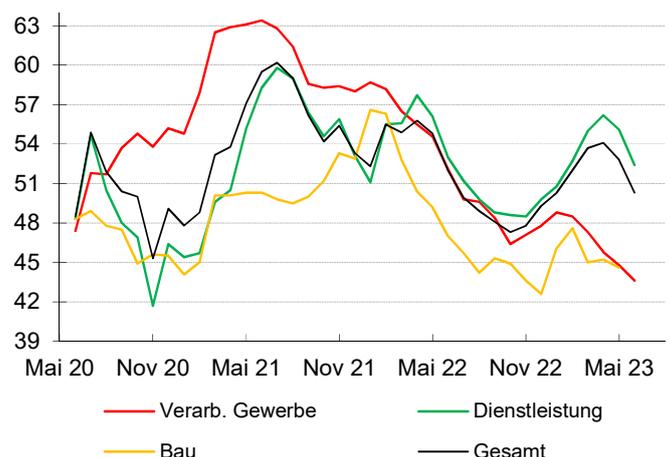
Milder Winter begünstigt fallende Energiepreise

Öl- und Gaspreis in Europa



Anzeichen einer Konjunkturabkühlung in Europa

Index der Einkaufsmanager Eurozone



Restriktive Geldpolitik belastet, jedoch verbessern steigende Reallöhne die Perspektive für 2024

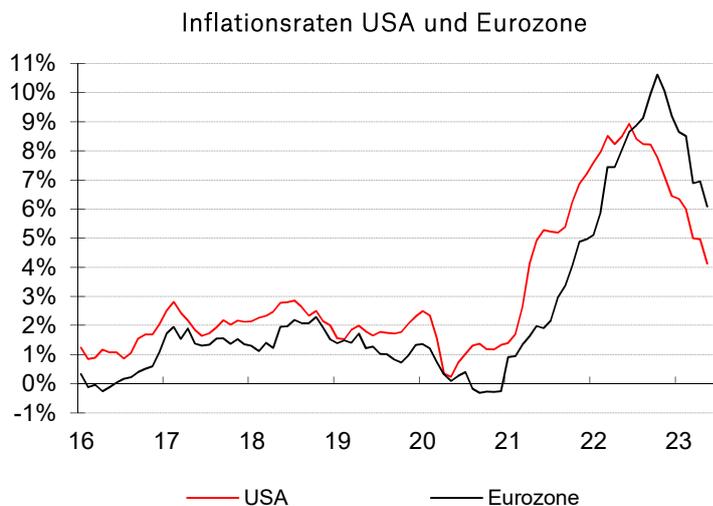
US-Wirtschaft stagniert im zweiten Halbjahr

Aufgrund der Sondersituation am Arbeitsmarkt gehen wir davon aus, dass sich die **US-Konjunktur** nur sehr langsam abschwächt. Ob dabei eine „weiche Landung“ ohne Rückgang des Bruttosozialprodukts erreicht wird oder ob es zu einer Rezession kommt, ist u.E. weniger entscheidend, da diese nur sehr moderat ausfallen dürfte. Die Arbeitslosenquote sollte nur sehr langsam steigen, was für einen nur leichten Rückgang des privaten Verbrauchs spricht. Dagegen sind die Ersparnisse aus den Covid-Hilfsprogrammen weitgehend aufgebraucht. Die Investitionen sollten aufgrund der restriktiveren Kreditvergabe der Banken mit einer mittleren einstelligen Rate fallen. Eine hohe Unsicherheit besteht über die Höhe und das Timing der „Künstliche Intelligenz“ (KI)-getriebenen Investitionen, die das Bild noch verändern könnten. Die Lagerbestände sollten bis zum Jahresende auf ein normales Maß gesunken sein, so dass die Schwäche im Industriesektor auslaufen sollte. Die Inflationsrate wird u.E. im zweiten Halbjahr 2023 auf rund 4% fallen. Dies hat zur Folge, dass die bereits erfolgten Lohnanhebungen zunehmend zu einer **Verbesserung der Kaufkraft** führen. Damit verbessert sich zugleich der Ausblick für den privaten Konsum im Verlauf des Jahres 2024.

Lagerzyklus läuft zum Ende des Jahres aus

Steigende Realeinkommen stützen privaten Konsum in Europa

Inflationsraten haben den Gipfel im 1. Halbjahr erreicht



Geldpolitik muss restriktiv bleiben

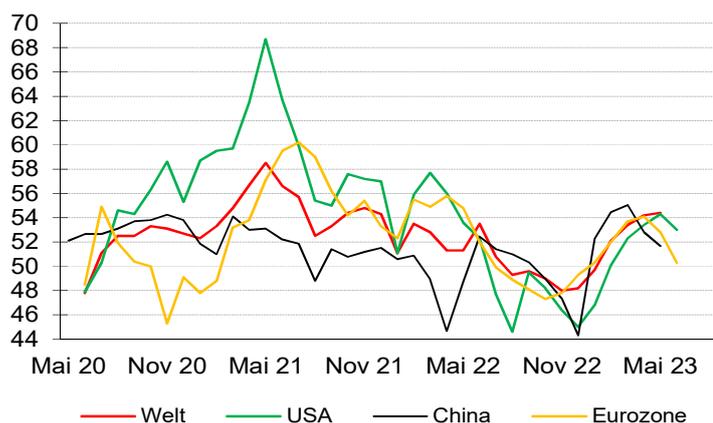
Da die Arbeitslosigkeit im historischen Vergleich mit rund 4% niedrig bleibt, sollten die Lohnsteigerungen mit etwa 5% relativ hoch ausfallen. Damit besteht für die US-Notenbank auch keine Möglichkeit, die Zinsen im nächsten Jahr zügig deutlich abzusenken. Wir gehen zunächst von einer weiteren Zinsanhebung um 0,25% im Juli aus und rechnen mit der **ersten Zinssenkung frühestens im März 2024**. Die Fed wird u.E., ähnlich wie auch die EZB, die Zinsen in 2024 nur in sehr geringem Maße senken können, da die Faktoren Deglobalisierung, Dekarbonisierung sowie die demographische Entwicklung für eine strukturell höhere Inflationsrate als in der letzten Dekade sprechen. Daraus lässt sich ableiten, dass das Inflationsziel von 2% nur erreichbar ist, wenn die Notenbanken relativ lange restriktiv bleiben.

Nur moderates Wachstum in Europa in 2023 – positivere Aussichten für 2024

Für den **Euroraum** erwarten wir mit rund 0,5% ein nur sehr moderates Wirtschaftswachstum in 2023. Dabei dürften sich Italien und Spanien mit rund 1% bzw. 2% deutlich besser entwickeln als Frankreich und das Industrieland Deutschland. Der private Verbrauch sollte seine Talsohle langsam durchschreiten. Dank kräftig steigender Löhne stabilisiert sich mit abnehmender Inflation das real verfügbare Einkommen. Mit dem weiteren Rückgang der Inflation auf rund 2,5% bis zum Frühjahr 2024 werden die Realeinkommen in 2024 zum ersten Mal seit Jahren wieder deutlich wachsen. Dies verbessert vor allem für 2024 den **Konjunkturausblick**. Zudem wird auch in der Eurozone die Arbeitslosenquote nur leicht ansteigen. Die restriktive Geldpolitik bedingt jedoch einen markanten Rückgang der Bauinvestitionen und zunehmend auch der Unternehmensinvestitionen. Dazu beitragen wird auch die deutlich verschlechterte Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands in vielen Industriesektoren. Die EZB wird u.E. die Zinsen im Juli um 25 Basispunkte anheben und eventuell noch eine weitere Zinsanhebung um 25 Basispunkte auf dann 4% (Einlagensatz) im September vornehmen. Mit Zinssenkungen rechnen wir in der Eurozone erst im Sommer 2024.

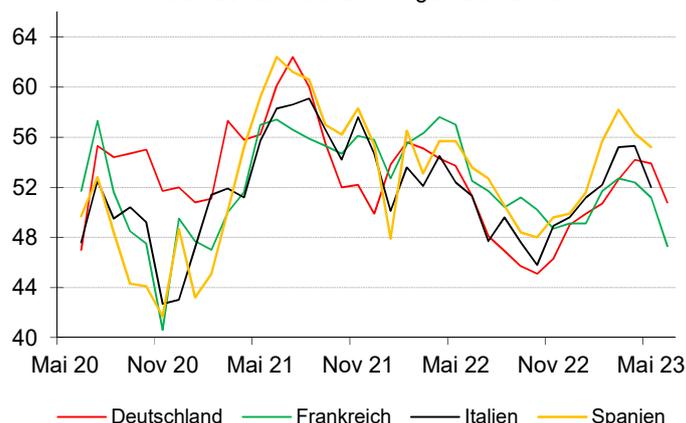
Zuletzt leichte Abschwächung der Konjunktur

Index der Einkaufsmanager Global



Frankreich und Deutschland bleiben zurück

Index der Einkaufsmanager Eurozone



Geld- und Fiskalpolitik stützen Wachstum in China – jedoch kein Big Bang

Die zuletzt eher etwas schwächeren Daten aus **China** werden u.E. zu einer stärker expansiven Geld- und Fiskalpolitik führen. Dazu trägt nicht zuletzt die hohe Jugendarbeitslosigkeit bei, die für das System zunehmend gefährlich wird. Diese Maßnahmen dürften vor allem den aktuell stark schrumpfenden Bausektor ankurbeln. Insgesamt sollten die Maßnahmen jedoch vor allem die Binnenkonjunktur beleben und kaum zu steigenden Importen aus den USA oder Europa beitragen. Die fiskalpolitischen Impulse werden u.E. jedoch aufgrund des erreichten Schuldenstands Chinas nicht sehr groß ausfallen. Auch die Geldpolitik hat aufgrund der bereits sehr schwachen Währung nur einen sehr begrenzten Spielraum für Zinssenkungen.

Asien mit stärkerem Wachstum als Europa/USA

Insgesamt erwarten wir in **Asien** aufgrund der geringen Inflationsraten eine zunehmend expansivere Geldpolitik. Diese sollte dazu führen, dass das Wachstum in den meisten Volkswirtschaften Asiens inklusive Japans über dem von Europa und den USA liegen wird. Da die meisten **Emerging Markets** deutlich vor den Industrieländern die Zinsen angehoben haben, sind die Inflationsprobleme zumeist geringer und damit werden diese die Zinsen auch früher senken können.

Aktienmärkte und Renten mit Zugewinnen

Performance inkl. Zins/Dividenden 1. Halbjahr 2023 (in lokaler Währung)	
MSCI Welt (in US-\$)	15,4%
Aktien USA (S&P 500)	16,6%
Aktien China (CSI 300)	0,5%
Aktien Japan (Nikkei)	28,6%
Aktien Europa (EURO STOXX 50)	18,4%
Aktien Deutschland (DAX)	16,0%
US Staatsanleihen (10 Jahre)	2,3%
EU Staatsanleihen (IBOXX)	2,5%
EU Unternehmensanleihen (IBOXX)	2,2%
Gold (in US-\$)	5,5%
Ölpreis (Brent in US-\$)	-12,5%
US-Dollar	-2,2%

SALytic hatte bereits im letzten Jahr begonnen, die Aktienquote in Erwartung einer sinkenden Inflation und einer Trendumkehr bei den konjunkturellen Vorlaufindikatoren auszuweiten

Vor allem europäische Aktien konnten stark an Wert zulegen

Ende der Zero-Covid-Strategie in China

Regionalbankenkrise in den USA ohne nachhaltigen Einfluss

Wir hatten in unserer Vermögensverwaltung ab dem Spätherbst in Erwartung sinkender Energie- und Nahrungsmittelpreise (und damit der Inflationszahlen) sowie einer Trendumkehr bei den konjunkturellen Vorlaufindikatoren die **Risikoquoten der Portfolien** durch den Zukauf europäischer Aktien sowie US-Techwerte (Nasdaq-ETF) in mehreren Schritten **ausgebaut**. Die Portfolien waren neben dem Fokus auf Europa mit hohem Gewicht in defensiven Sektoren wie Healthcare, dividendenstarken Finanzwerten und strukturell wachsenden Technologietiteln investiert. Die strategische Position in den USA rundete das Bild ab.

Im 1. Halbjahr lösten sich die Verspannungen an den internationalen Kapitalmärkten weitestgehend. Die negativen Folgen des Ukraine-Krieges, namentlich die explodierten Gas- sowie andere Rohstoffpreise, moderierten sich deutlich. Davon konnten die **Aktienmärkte Europas** als hauptbetroffener Region überdurchschnittlich profitieren.

Darüber hinaus lösten sich die negativen Folgen der Corona-Pandemie wie etwa gestörte Lieferketten im internationalen Handel weitestgehend auf. China hatte die Zero-Covid-Strategie am Jahresanfang 2023 beendet und befindet sich seitdem in einer unstillen Aufholphase.

Zwischenzeitliches Störfeuer erhielten die internationalen Kapitalmärkte im März von der **US-Regionalbankenkrise**, die in den Übernahmen von u.a. der Silicon Valley Bank und der Credit Suisse gipfelte. Wir hatten dieses Thema für ein auf zu gering diversifizierte Institutsgruppen beschränktes Phänomen gehalten und keine erneute internationale Bankenkrise befürchtet. Das erhöhte Stressniveau ist in

Auslaufen des Zinserhöhungszyklus der Notenbanken in 2023

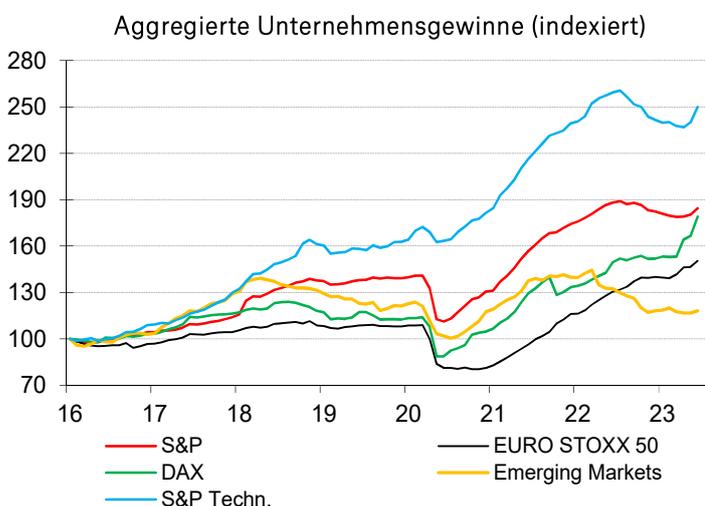
Hohe Bewertung der Aktienmärkte in den USA absolut und relativ im Vergleich zu China und Europa

Marktsegmenten wie Gewerbeimmobilien noch immer vorhanden, bewegt sich jedoch nicht länger auf Krisenniveau.

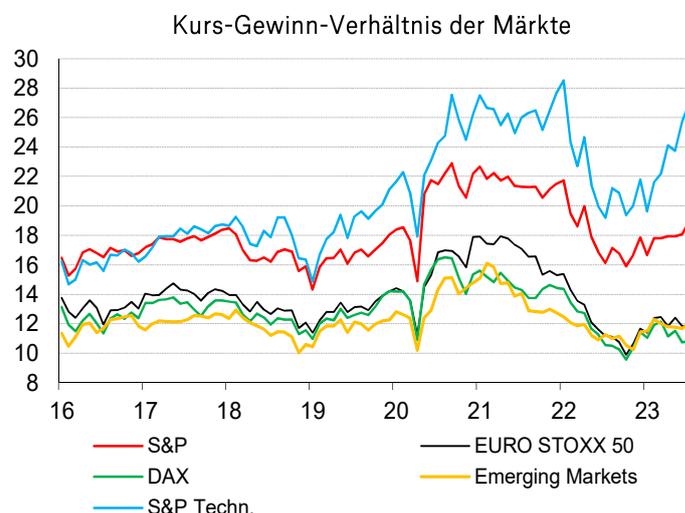
Der belastende Einfluss der Inflation ist unverändert präsent, schwächt sich jedoch langsam ab. Wir antizipieren ein **Auslaufen des Zinserhöhungspfades** der Fed und der EZB im laufenden Jahr. In 2024 halten wir erste Zinssenkungen für realistisch.

Technologiewerte weltweit konnten aufgrund des hohen Investitionsdrucks in „Künstliche Intelligenz“, sinkender Kapitalmarktrenditen sowie sehr positiver Unternehmensergebnisse deutlich an Wert gewinnen. Das große Gewicht dieser Werte in den verschiedenen US-Benchmark-Indizes (u.a. S&P 500, Nasdaq) führte zu einer hohen Bewertung, die wir vor dem Hintergrund der konjunkturellen Unsicherheit, besonders in den USA, kritisch beobachten. Asien sowie Europa weisen deutlich attraktivere Bewertungsniveaus auf.

Unternehmensgewinne steigen wieder an...



...aber die Bewertungen haben dies z.T. kompensiert



Moderat defensive Positionierung in den Portfolien

Vor dem Hintergrund der zuvor beschriebenen konjunkturellen Unsicherheiten weist unsere Vermögensverwaltung eine **moderat defensive Positionierung** auf. Wir sind in Aktien leicht untergewichtet, jedoch richtigerweise in Europa mit einem hohen Gewicht vertreten. Unsere Position in den USA haben wir im konjunktursensiblen Mittelstandsbereich reduziert. Ein aktiver Fonds, der in die Aktienmärkte Asiens investiert, wurde in Erwartung des für die Region positiven Effekts des China-Reopenings zugekauft. Zudem haben wir vor dem Hintergrund einer unterbewerteten Währung in Japan investiert, wovon unsere Kunden im laufenden Jahr erheblich profitieren. Positiv hervorzuheben ist zudem eine **erfolgreiche Einzeltitelselektion in europäischen Small & Mid Caps** (wie z.B. Brenntag, CompuGroup, Gerresheimer).

Die Struktur des Einzelwerteportfolios in Europa haben wir zuletzt durch die **Reduzierung zyklischer Exposures** (u.a. Volkswagen) und Financials (u.a. Axa, BNP) sowie den Zukauf von Healthcare-Werten (u.a. Novo Nordisk, Qiagen) defensiver ausgerichtet.

Ausbau des Rentenanteils zu Lasten der Kontoliquidität, Duration und Bonität erhöht

Liquidität, Gold und US-Dollar reduziert

Stabiler US-Arbeitsmarkt stützt Konsum und Konjunktur

Konsolidierung am Aktienmarkt über den Sommer

Positiver Ausblick für Renten

Renten bieten wieder attraktive Renditen

Im Segment der Renten erwerben wir seit Monaten vorwiegend Anleihen mit einer Restlaufzeit zwischen 6 und 9 Jahren (Staats- und Unternehmensanleihen), um das **attraktive Renditeniveau** mittelfristig für unsere Kunden zu sichern. Auf diesem Weg wurde die **Bonität des Rentenportfolios verbessert** und die mittlere Restlaufzeit deutlich erhöht. Im Schnitt weisen unsere Rentenportfolien inzwischen eine Rendite von über 4% p.a. auf.

Im Zuge der sich abschwächenden Krisenherde haben wir unsere „Versicherungspositionen“ in **Gold** und **US-Treasuries** zurückgefahren.

Konjunkturelle Unsicherheit besteht, wird jedoch durch den sehr stabilen Arbeitsmarkt abgemildert

Korrekturrisiken bestehen aktuell u.a. in einer Fortsetzung des anhaltend restriktiven geldpolitischen Kurses der Fed und der EZB über den Sommer hinaus. Im Zuge eines hohen Nachfragesoges aus China bzw. anhaltend rigider Arbeitsmärkte sinkt die Kerninflation nur sehr langsam. Ein Abgleiten der USA bzw. Europas in eine länger anhaltende Rezession würde die internationalen Kapitalmärkte stark belasten. Dasselbe gilt für eine weitere Verschärfung der Spannungen zwischen den USA und China (Taiwan bzw. US-Technologiekrieg) oder eine Ausweitung des Ukraine-Krieges.

Der noch immer sehr stabile Arbeitsmarkt in den USA verhindert eine deutliche Abschwächung des Konsums und damit der Konjunktur. Wir sehen konjunkturelle Risiken, jedoch kein Abgleiten der USA in eine tiefe, lange Rezession. Über den Sommer hinweg erwarten wir mit schwachen Konjunkturdaten eine **Konsolidierungsphase am Aktienmarkt**, bevor im weiteren Jahresverlauf der Blick auf eine Erholung in 2024 gelegt wird.

Chancen bestehen in einem unerwartet schnellen Rückgang der Inflation. Dies würde es den Notenbanken ermöglichen, die Leitzinsen schneller zu senken als derzeit erwartet. Massive staatliche Förderprogramme in China sowie ein rasches Auslaufen des industriellen Lagerzyklus würden die internationalen Aktienmärkte begünstigen und uns zu einem raschen Ausbau der Aktienquote über zyklisches Exposure bewegen.

Erstmals seit vielen Jahren erzielen Renten perspektivisch wieder eine auskömmliche und gut planbare positive Realrendite. Wir werden auch im 2. Halbjahr fortfahren, das Rentenportfolio in Richtung längerer Laufzeiten auszubauen. Mit Einsetzen des Zinssenkungszyklus (voraussichtlich in 2024) erwarten wir neben dem Kuponertrag auch **Kursgewinne bei Anleihen**.

Positive Wertentwicklung bei Renten im 1. Halbjahr

Nachdem das letzte Jahr für Anleiheinvestoren ein historisches Desaster war, zeigte sich das 1. Halbjahr 2023 durchaus versöhnlich. Durch die relativ stabilen Zinsen im mittleren und längerfristigen Laufzeitenbereich lieferten Staats- und Unternehmensanleihen in Euro im Schnitt über zwei Prozent Wertentwicklung ab. Hochzinspapiere entwickelten sich im 2. Quartal besonders gut und erwirtschafteten teilweise sogar über sieben Prozent an Performance.

Die Fed beendet im Spätsommer den Erhöhungszyklus

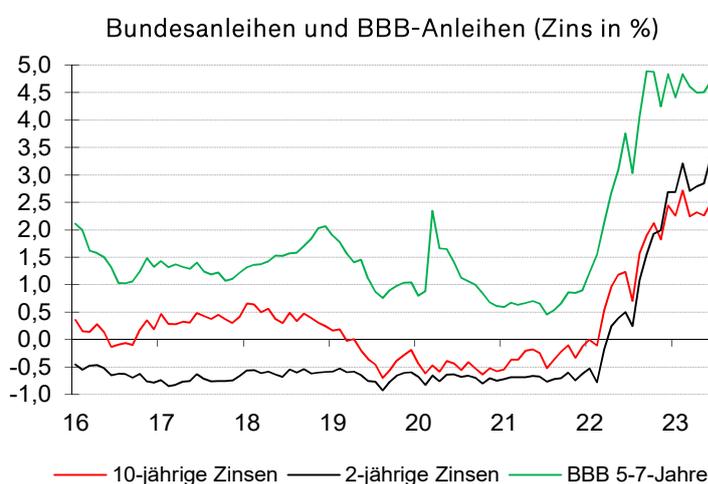
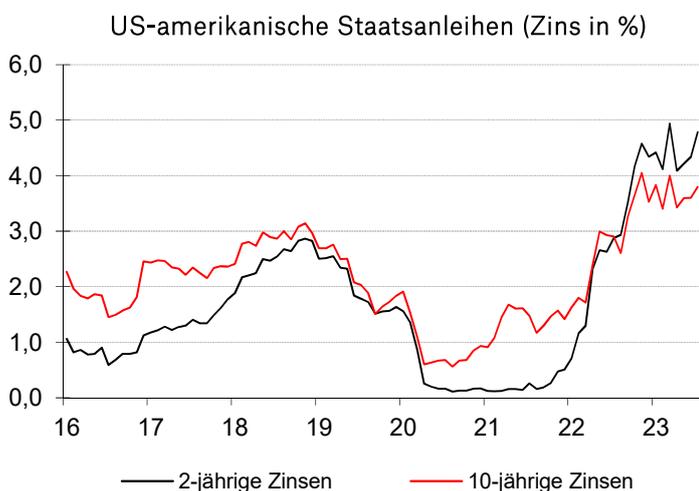
Die Zinsschritte der Fed fielen in 2023 nach den historisch einmaligen, mehrfachen Anhebungen um jeweils 0,75% deutlich kleiner aus. Mit insgesamt drei Erhöhungen zu je 0,25% im Januar, März und Mai brachte die US-Notenbank im schnellsten Zyklus ihrer Geschichte die Zielrate auf 5,25%. Aktuell preist der Markt einen weiteren Zinsschritt im Juli bis auf 5,5% ein. Obwohl 10-jährige US-Staatsanleihen um gut 75 Basispunkte schwankten, lag die Rendite per Ende Juni nur leicht unter dem Niveau zum Jahresstart. Die Zinsstrukturkurve invertierte dabei bis zum Drei-Jahres-Bereich.

Die EZB muss im 2. Halbjahr nochmal nachlegen

Die EZB erhöhte den Einlagenzins im abgelaufenen Halbjahr in vier Schritten auf 3,5%. Für die kommenden Monate projiziert der Kapitalmarkt ein bis zwei weitere kleine Anhebungen auf dann 3,75/4,0%. Die Schwankungsbreite 10-jähriger Bundespapiere war analog der US-Pendants; die Rendite lag zum Halbjahresende ebenfalls nur minimal unter dem Niveau von Anfang Januar. Die Invertierung der Kurve war im Zuge der stärkeren Zinserhöhungen in Europa wesentlich ausgeprägter als in den USA bis in den 4-5-jährigen Bereich hinein.

Bei den Euroland-Staatsanleihen entwickelten sich Italien und Portugal neben Griechenland am besten. Innerhalb der Sektoren der Unternehmensanleihen legten Versorger und Bauwerte am stärksten zu.

Nach historischer Zinswende Verlangsamung des Zinserhöhungstempos im 1. Halbjahr



Attraktive Renditen bei Neuemissionen

Ratingverbesserung durch Fokus auf Qualität

Anhebung der Leitzinsen endet im Spätsommer

Schwache Konjunktur verhindert Einengung von Risikoprämien bei Unternehmensanleihen

Attraktives Zinsniveau ermöglicht langfristig positive Realrenditen

Die Salytic Rentenstrategie startete vorsichtig in das Jahr mit einer kurzen Duration. Diese wurde im weiteren Zeitverlauf deutlich verlängert durch **Zukäufe von länger laufenden Anleihen**. Zudem wurden bestehende Zinssicherungen sukzessive aufgelöst. Den Neuemissionsmarkt haben wir vorteilhaft nutzen können, um selektiv Qualitätspapiere mit Renditen im Bereich von 4-5% in die Portfolien mit aufzunehmen. Das durchschnittliche Rating des Rentenbestandes haben wir in Erwartung einer konjunkturellen Verschlechterung durch Fokussierung auf **qualitativ hochwertige** Emittenten weiter verbessert.

Nachdem der Inflationshöhepunkt überschritten ist, sind Renten wieder attraktiv und bieten perspektivisch auf Jahre positive Realrenditen

Sowohl in den USA als auch im Euroland wurde der **Gipfel der Inflationsentwicklung bereits überschritten**, weshalb wir sowohl bei der Fed als auch bei der EZB von einem Auslaufen des Anhebungszyklus bei den Leitzinsen bis zum Spätsommer ausgehen.

Gleichwohl bleibt die **Kerninflation** länger auf einem hohen Niveau. Wir gehen davon aus, dass die **US-Notenbank** im Juli einen letzten Zinsschritt in Höhe von 0,25% vornimmt, um einer Verschärfung der Lohn-Preis-Spirale vorzubeugen. Nach wie vor bleiben Löhne und Mieten auf historisch hohen Niveaus. Zum Jahresende sehen wir die 10-jährigen Treasuries in einer Spanne von 3,4% bis 3,6% bei einer sich leicht normalisierenden Strukturkurve. Eine erste Zinssenkung sehen wir frühestens im März 2024.

Die **EZB** wird das Zinshoch vermutlich leicht später erreichen, da sie höchstwahrscheinlich noch ein bis zwei Zinsschritte zu je 0,25% vollziehen wird. Da die Löhne durch die hohen Tarifabschlüsse bis weit in das Jahr 2024 stark steigen, bedarf es eines Zielniveaus von 3,75% bis 4% (Einlagensatz). Zum Ende des laufenden Jahres erwarten wir ebenfalls eine sich normalisierende Kurve bei 10-jährigen Bundesanleihen im Renditebereich 2,1% bis 2,4%. Zinssenkungen kommen erst im Sommer 2024 in Frage.

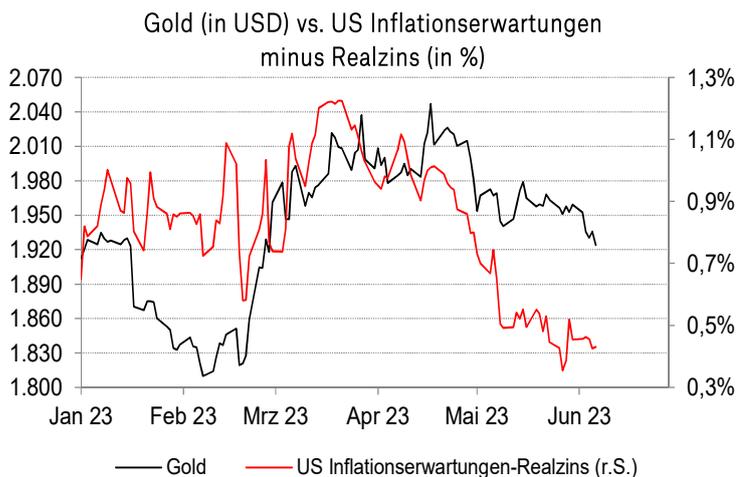
Im Segment der **Unternehmensanleihen** bieten verhaltene Signale der Konjunktur und verstärkte Gewinnrevisionen aus dem Industriesektor wenig Möglichkeiten zur Einengung der historisch durchschnittlichen Risikoprämien. Schlechtere Bonitäten, insbesondere in den USA, sollten ihre Risikoaufschläge tendenziell ausweiten. Zahlungsausfälle werden zunehmen. Mit Blick auf Qualitätsanleihen sind die Risikoaufschläge auskömmlich und eine scharfe Rezession ist hier nicht eingepreist. Die Renditen von **Investment Grade Anleihen** waren seit 2011 nicht mehr so hoch und wir halten das aktuelle Niveau nicht nur im Hinblick auf die Nominalrendite für attraktiv. Wir werden im 2. Halbjahr unsere Strategie der vergangenen Monate fortsetzen und in Industrie-, Bank und Staatsanleihen mittlerer und längerer Laufzeiten investieren, um **perspektivisch positive Realzinsen** zu erwirtschaften und diese für einen **längeren Zeitraum** zu sichern. Auch den Neuemissionsmarkt werden wir hier weiter selektiv nutzen.

Käufe durch Notenbanken stützen Goldpreis

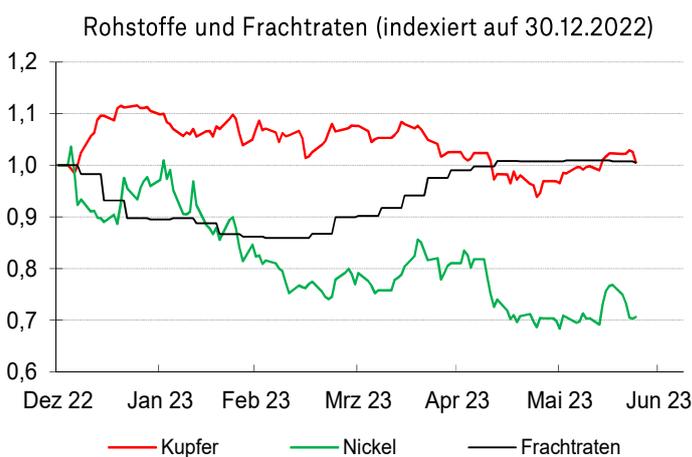
Gold hat sich im 1. Halbjahr unter größeren Schwankungen insgesamt positiv entwickelt. So stieg das Edelmetall von seinem Tief Anfang März bei ca. 1.800 USD auf in der Spitze ca. 2.050 USD Mitte April, um sich anschließend auf einem Niveau von ca. 1.900 USD einzupendeln. Hauptgrund des Preisanstiegs waren Käufe durch Notenbanken zur weiteren Diversifizierung ihrer Devisenreserven, was den Gegenwind für den Goldpreis aus sich abschwächenden Inflationserwartungen und einem hohen Zinsniveau kompensierte.

Für die kommenden Monate erwarten wir, dass sich diese Faktoren die Waage halten und der Goldpreis sich in einer Bandbreite zwischen 1.800 und 2.100 USD seitwärts bewegen wird. Gold bleibt weiterhin eine Absicherung in Eskalationsphasen sowie gegen Extremrisiken.

Sinkende Inflationserwartungen drücken Goldpreis



Industriemetalle spüren schwächelnde Konjunktur



Energie und Industriemetalle mit deutlichen Preisrückgängen

Der Ende 2022 begonnene, deutliche Rückgang der Energiekosten setzte sich im 1. Halbjahr fort. Öl gab um mehr als 10% nach, Gas fiel sogar etwa um die Hälfte. Allerdings ist das Energiepreisniveau in Europa nach wie vor ca. drei bis vier Mal so hoch wie in den USA, was für Deutschland einen signifikanten Wettbewerbsnachteil bedeutet.

Die Preisentwicklung bei Industriemetallen spiegelte die Konjunkturerwartung insbesondere in Bezug auf China und die globale Industriekonjunktur wider. Zunächst wurde in der Volksrepublik eine wirtschaftliche Belebung mit einem markanten Anstieg der Industrieproduktion erwartet. Letztere verläuft jedoch bislang eher enttäuschend. Daher korrigierten die Preise für z.B. Aluminium und Zink deutlich. Auch im 2. Halbjahr dürfte vorrangig die konjunkturelle Erwartungshaltung an China die Preisentwicklung der Industriemetalle bestimmen. Hier erwarten wir mit besseren Konjunkturdaten eine leichte Erholung.

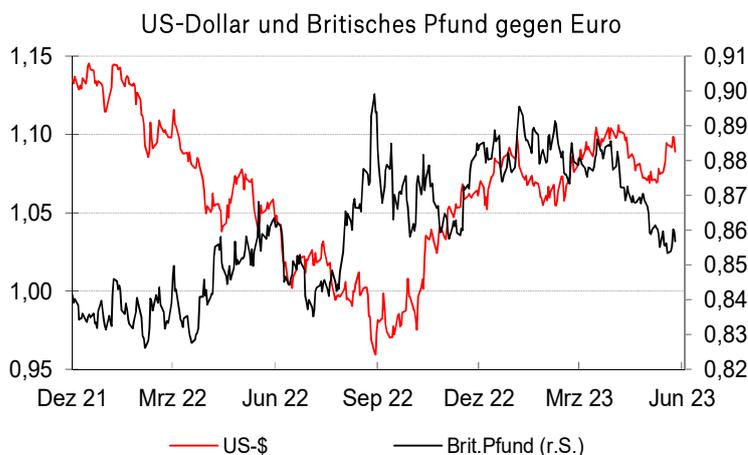
Restriktive EZB, stabilere wirtschaftliche Entwicklung sowie reduzierte politische Risiken in Europa begünstigen den Euro

Yen und Yuan werteten ab

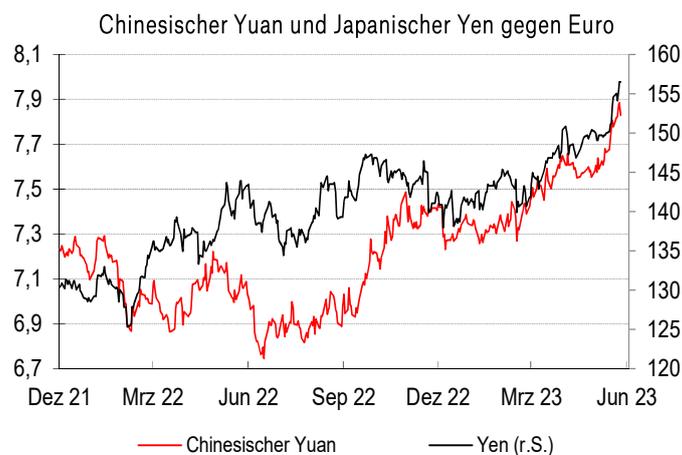
Nach dem turbulenten Vorjahr verlief das 1. Halbjahr 2023 mit **niedrigen Schwankungsbreiten** bei den wichtigsten Währungspaaren. Der Euro konnte nach der dynamischen Erholung des 4. Quartals 2022, im Zuge der Verflüchtigung des Extremszenarios einer Gaskrise in Europa, unter Schwankungen nochmals leicht an Wert zulegen.

Parallel verlaufende Zinsanhebungserwartungen bei Euro/US-Dollar sowie annähernd gleiche Zinsdifferenzen zum Britischen Pfund und Schweizer Franken führten zur erwarteten Seitwärtsbewegung. Sowohl die US-Regionalbankenkrise als auch das politische Gezerre um die Anhebung der US-Schuldenobergrenze hatten lediglich einen vergleichsweise geringen, zeitlich begrenzten Einfluss auf das Währungspaar Euro/US-Dollar. Die unstete wirtschaftliche Dynamik Chinas und die unverändert expansive Geldpolitik Chinas und Japans führten hingegen in einer deutlichen Abwertung dieser Währungen.

Euro zu USD und GBP seitwärts im 1. Halbjahr



Yen und Yuan werteten gegenüber dem Euro ab



Euro hat zum US-Dollar noch ein überschaubares Aufwertungspotenzial

Die wesentlichen Treiber für die Währungsbewegungen werden, unter der Annahme einer insgesamt moderaten wirtschaftlichen Entwicklung und ausbleibender exogener Schocks wie einer weiteren Eskalation im Ukraine-Krieg, die Realzinsdifferenzen der jeweiligen Währungsräume zueinander bleiben. Da die EZB u.E. länger die Zinsen anhebt, sollte der Euro im 2. Halbjahr gegenüber dem US-Dollar noch etwas bis auf ca. 1,10 - 1,15 EUR/USD aufwerten. Strategisch bleibt der US-Dollar jedoch aufgrund der höheren Dynamik der US-Wirtschaft attraktiv.

Das Britische Pfund sollte gegenüber dem Euro leicht weiter aufwerten, wohingegen der Schweizer Franken bereits hoch bewertet ist. Hier sehen wir nur bei größeren politischen Krisenszenarien weiteres Aufwertungspotential. Beim Yuan erwarten wir mit verbesserter Konjunktur Chinas im Jahresverlauf eine leichte Erholung, wenn der US-Dollar den Zinsgipfel erreicht hat.

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.
5. Nachhaltigkeitskriterien sind ein integraler Bestandteil des Investmentprozesses der SALytic Invest AG. Die Mandantenportfolien werden unter Beachtung des SALytic Invest ESG-Prozesses gemanaged, sofern dem keine anderslautenden Mandantenvorgaben entgegenstehen.

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