

The Big Picture

Globale Asset Allokation Q3 2022

Vierteljährliches Update
Aus dem Global Market Strategy Office von Invesco

Diese Marketing-Anzeige ist ausschließlich für die Verwendung durch professionelle Anleger in Deutschland, Österreich, der Schweiz und Liechtenstein.

Juli 2022



The Big Picture

Globale Asset Allokation Q3 2022

Die großen Zentralbanken straffen die Geldpolitik aggressiv, die Anleiherenditen steigen deutlich und die meisten Assetpreise sind gesunken. US-Staatsanleihen rentieren so hoch wie seit mehr als zehn Jahren nicht mehr, gleichzeitig nimmt das Rezessionsrisiko weltweit zu. Vor diesem Hintergrund stellen wir im Rahmen unserer Modell-Asset-Allokation (erstmalig seit 2016) auf eine Übergewichtung von Staatsanleihen um. Im Gegenzug gehen wir auch zu einer Übergewichtung von Immobilien über. Dafür reduzieren wir unsere Allokationen in Aktien (auf untergewichtet), Investment-Grade-Anleihen (weiterhin übergewichtet), Hochzinsanleihen (auf null) und Cash (übergewichtet). Auf regionaler Ebene bevorzugen wir Großbritannien und die Emerging Markets (EM).

Modell-Asset-Allokation

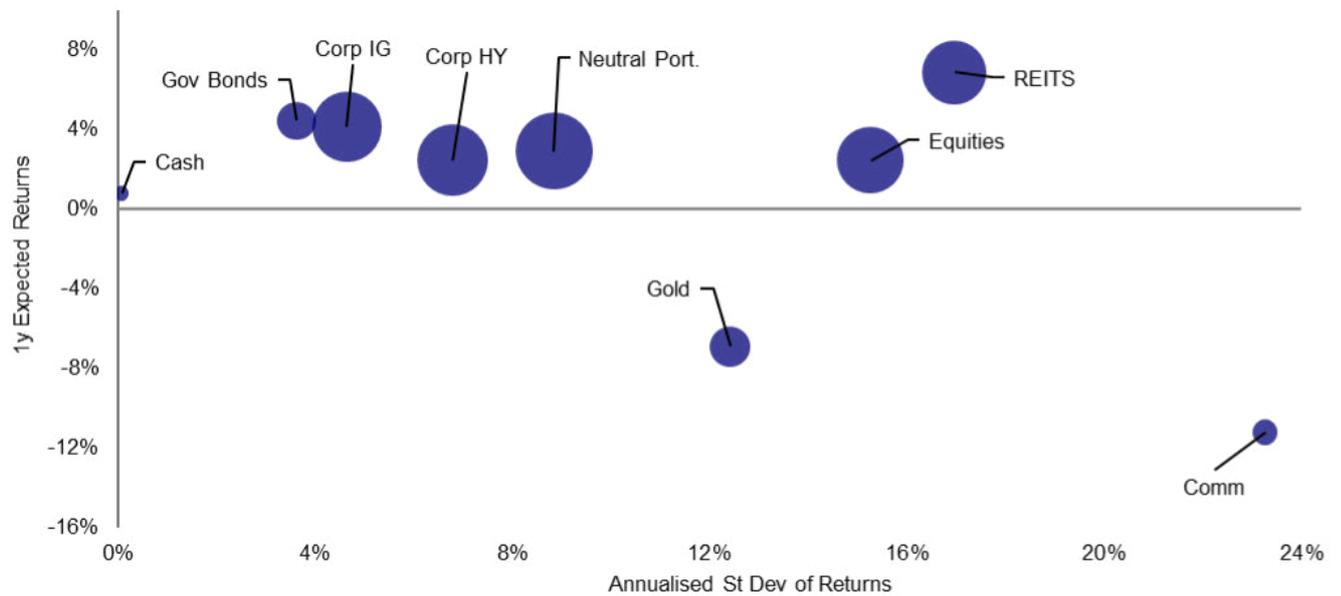
Wir meinen:

- Durch den starken Anstieg der Renditen hat sich der Ausblick für Staatsanleihen verbessert. Wir erhöhen auf übergewichtet.
- Immobilien (REITs) bieten die besten Renditen. Wir erhöhen auf übergewichtet.
- Aktien werden durch das zunehmende Rezessionsrisiko belastet. Wir reduzieren auf untergewichtet.
- Die Spreads von Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) könnten noch weiter werden. Wir reduzieren unsere Position, bleiben aber übergewichtet.
- Hochverzinsliche Unternehmensanleihen (HY) könnten durch eine Spreadausweitung und höhere Ausfallraten belastet werden. Wir reduzieren unsere Allokation auf null.
- Die Cash-Renditen sind jetzt niedriger als die Staatsanleiherenditen. Wir reduzieren unsere Position, bleiben aber übergewichtet.
- Die Rohstoffnotierungen sind stark gestiegen und könnten nachhaltig korrigieren. Wir behalten unsere Position bei null.
- Gold beinhaltet eine geopolitische Risikoprämie und erscheint teuer. Wir behalten unsere Position bei null.
- Auf regionaler Ebene bevorzugen wir Großbritannien und die EM.

Unsere Favoriten (auf Basis der Renditeprognosen für die nächsten zwölf Monate)

- Britische Staatsanleihen
- EM-Immobilien
- Chinesische Aktien
- USD-Liquidität

Abb. 1 – Globale Vermögenswerte und neutrales Portfolio: Renditeprognose für die nächsten 12 Monate



Auf Basis annualisierter Erträge in lokaler Währung. Bei den Ertragszahlen handelt es sich um Prognosen; die Standardabweichung der Erträge basiert jedoch auf den historischen Daten für die jeweils letzten 5 Jahre. Die Größe der Blasen steht im Verhältnis zur durchschnittlichen paarweisen Korrelation mit anderen Vermögenswerten. Die Cash-Position besteht zu gleichen Teilen aus USD-, EUR-, GBP- und JPY-Liquidität. Die neutralen Portfoliogewichte sind in Abb. 3 dargestellt. Stand: 13.06.2022. **Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden.** Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang.
Quelle: BAML, MSCI, GSCI, FTSE, Refinitiv Datastream und Invesco

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung und Fazit: Staatsanleihen immer lukrativer	4
Modell-Asset-Allokation*	7
Ein Blick in den Rückspiegel	8
Der Blick nach vorn: Fokussierung auf das nächste Jahrzehnt mit den CMAs von Invesco	10
Könnten die Zentralbanken die Inflation in den Griff bekommen, ohne eine Rezession zu provozieren?	12
Von Konjunktur- zu Marktzyklen	19
Wir halten die Bewertungen jetzt für attraktiver, vor allem im Anleihenbereich	25
Rohstoffe und Währungen	28
Prognosen für das kommende Jahr	32
Modell-Asset-Allokation: Staatsanleihen immer lukrativer	35
Exkurs zum Krieg in der Ukraine	37
Anhänge	38
Anhang 1: Globale Bewertungen im historischen Vergleich.....	38
Anhang 2: Gesamttrendite der Anlageklassen.....	39
Anhang 3: 10-Year Capital Market Assumptions von Invesco (USD Version).....	40
Anhang 4: Wesentliche Annahmen.....	41
Anhang 5: Methodik für die Vermögensaufteilung, erwartete Erträge und optimale Portfolios	42
Anhang 6: Daten- und Benchmark-Definitionen.....	44
Anhang 7: Methodik der IIS Capital Market Assumptions (Abb. 6 & Anhang 3).....	46
Wesentliche Risiken	47
Kontakt	47

Wir gehen erstmals seit 2016 zu einer Übergewichtung von Staatsanleihen über

Zusammenfassung und Fazit: Staatsanleihen immer lukrativer

Die großen Zentralbanken straffen die Geldpolitik aggressiv, die Anleiherenditen steigen deutlich und die meisten Assetpreise sind gesunken. US-Staatsanleihen rentieren so hoch wie seit mehr als zehn Jahren nicht mehr, gleichzeitig nimmt das Rezessionsrisiko weltweit zu. Vor diesem Hintergrund stellen wir im Rahmen unserer Modell-Asset-Allokation (erstmals seit 2016) auf eine Übergewichtung von Staatsanleihen um. Im Gegenzug gehen wir auch zu einer Übergewichtung von Immobilien über. Dafür reduzieren wir unsere Allokationen in Aktien (auf untergewichtet), Investment-Grade-Anleihen (weiterhin übergewichtet), Hochzinsanleihen (auf null) und Cash (weiterhin übergewichtet). Auf regionaler Ebene bevorzugen wir Großbritannien und die Emerging Markets (EM).

Die Renditen sind erheblich gestiegen und die Rezessionsrisiken nehmen zu

Nachdem die großen Zentralbanken (unserer Meinung nach) zu lange zu expansiv waren, haben sie begonnen, die Geldpolitik aggressiv zu straffen, wobei China und Japan offensichtliche Ausnahmen bilden. Die drastischen Zinserhöhungen und der Übergang von der quantitativen Lockerung (QE) zur quantitativen Straffung (QT) haben zu einem deutlichen Anstieg der Anleiherenditen geführt (siehe **Abbildung 5**). Eine Rezession ist zwar nicht unser Basisszenario. Die plötzliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen macht eine Rezession aus unserer Sicht jedoch wahrscheinlicher, zumal die Wirtschaft bereits an Dynamik verloren hat. Dies und die Tatsache, dass Staatsanleihen aktuell so hoch rentieren wie seit Langem nicht mehr, macht diese von uns zuvor gemiedene Anlageklasse unserer Ansicht nach zunehmend lukrativ.

Zugrunde liegende Annahmen

Unseren Prognosen für die nächsten zwölf Monate liegen die folgenden Annahmen zugrunde:

- Das globale BIP-Wachstum sinkt auf 2%, einige Volkswirtschaften in der Rezession
- Die globale Inflation geht zurück, verharrt aber über den Zielwerten vieler Zentralbanken
- Die Fed hebt die Zinsen stärker an als andere Zentralbanken (die PBOC lockert)
- Die Renditen langfristiger Staatsanleihen erreichen ihren Höchststand und die Zinskurven werden flacher
- Die Spreads von Unternehmensanleihen steigen und die Zahlungsausfälle nehmen zu
- Infolge der rückläufigen geopolitischen Risikoprämien wird der USD etwas schwächer; der CNY wertet ab
- Das Dividendenwachstum verlangsamt sich und die Aktienrenditen steigen leicht
- Das Dividendenwachstum bei Immobilien (REITs) schwächt sich etwas ab und die Renditen sind unverändert/steigen leicht
- Rohstoffe werden durch den globalen Abschwung belastet (außer Agrarprodukte)

Wir erwarten, dass die Fed die Zügel zum Jahresende wieder etwas lockert

Einen Überblick über unsere Annahmen finden Sie in **Anhang 4. Abbildung 35** zeigt die daraus resultierenden Marktziele; die daraus abgeleiteten Renditeprognosen für globale Anlageklassen sind in **Abbildung 2** zusammengefasst. Wir müssen uns damit abfinden, dass die US-Notenbank (Fed) ihre Geldpolitik in den nächsten Monaten weiter aggressiv straffen wird, glauben aber, dass sie die Zügel zum Jahresende wieder lockern wird, wenn sich die Wirtschaft abschwächt und die Inflation nachlässt. Andere Zentralbanken, insbesondere die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank of England (BOE), dürften weniger aggressiv vorgehen, da eine Rezession in Europa wahrscheinlicher ist als in den USA. Obwohl wir glauben, dass die Anleiherenditen langfristig vielleicht noch weiter steigen müssen, gehen wir davon aus, dass die langfristigen Renditen in diesem Zyklus bald ihren Höchststand erreichen werden, und erwarten eine Abflachung (und vielleicht Inversion) der Zinskurven.

<p>Anders als sonst glauben wir nicht, dass sich das Eingehen von Risiken für Anleger im kommenden Jahr auszahlen wird</p>	<p>Wie die in den Abbildungen 1 und 2 dargestellten Prognosen für die Rendite der verschiedenen Anlageklassen über die nächsten zwölf Monate signalisieren, erwarten wir, dass die Renditen mit zunehmendem Risiko (gemessen an der historischen Volatilität) generell abnehmen werden. Das ist interessant und ungewöhnlich. Die offensichtliche Ausnahme sind Immobilien (REITs), die ordentliche Renditen und damit ein gewisses Maß an regelmäßigen Erträgen bieten und bei denen wir mit einem moderaten Miet- und Dividendenwachstum rechnen. Dagegen glauben wir, dass die Aktiendividenden dramatischer zurückgehen werden. Außerdem sind die Dividendenrenditen von Aktien niedriger. Wir gehen davon aus, dass die Aktien- wie auch die Immobilienrenditen stagnieren oder leicht steigen werden, wobei ein potenzieller Rückgang der Staatsanleiherrenditen ein Gegengewicht zum Aufwärtsdruck durch das Rezessionsrisiko darstellt.</p>
<p>Der Optimierungsprozess spricht für IG und Staatsanleihen</p>	<p>Angesichts der in Abbildung 1 dargestellten Renditeprognosen überrascht es nicht, dass unser Optimierungsprozess für Staatsanleihen und Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) anstelle von Aktien und Rohstoffen, einschließlich Gold, spricht (siehe Abbildung 37).</p>
<p>Lernen, Staatsanleihen zu lieben</p>	<p>Bei der Festlegung unserer Modell-Asset-Allokation folgen wir den Optimierungsergebnissen in Bezug auf die Richtung, wenn auch nicht in Bezug auf die Höhe der Allokation (nach den zuletzt heftigen Kursrückgängen wollen wir nicht zu negativ gegenüber Aktien sein; außerdem sind wir uns darüber im Klaren, dass die Anleiherrenditen noch weiter steigen könnten). Die größte Änderung besteht darin, dass wir zum ersten Mal seit September 2016 in Staatsanleihen übergewichtet sind. Wir erhöhen die Allokation auf 30% gegenüber neutralen 25% und gegenüber den bisherigen 10% (unserer Mindestallokation). Bei Staatsanleihen bevorzugen wir nach wie vor die EM (außer China) und sind nun auch in der Eurozone, Großbritannien und den USA übergewichtet.</p>
<p>Die Tatsache, dass anderswo höhere Renditen zu haben sind, und das wachsende Rezessionsrisiko veranlassen uns zu einer Rückführung unserer Aktienallokation</p>	<p>Der Anstieg der Staatsanleiherrenditen hat in vielen Regionen zu einer Vergrößerung des Renditeabstands gegenüber den Dividendenrenditen von Aktien geführt (in den USA ist dieser Abstand so hoch wie zuletzt im April 2010 – siehe Abbildung 28). Zusammen mit unseren Rezessionsorgen veranlasst uns dies zu einer Rückführung unserer Aktienallokation (von übergewichteten 50% auf leicht untergewichtete 40%), was dazu beiträgt, dass wir Staatsanleihen höher gewichten können. Das ist ein recht plötzlicher Kurswechsel, nachdem wir erst im März zu einer Übergewichtung von Aktien übergegangen waren, aber das Umfeld ist jetzt ein ganz anderes. Wie Abbildung 3 zeigt, reduzieren wir die Aktienallokation in Europa (einschließlich Großbritannien) und Japan, während wir unsere Position in China erhöhen (wo wir die Bewertungen für attraktiv halten und in der zweiten Jahreshälfte mit einer Wachstumsbeschleunigung rechnen – siehe Why I like Chinese equities). Wir sind jetzt nicht nur in US-Aktien untergewichtet, sondern auch in Aktien aus Europa (ohne Großbritannien), während wir in anderen Regionen übergewichtet sind (vor allem in den EM).</p>
<p>HY auf null gesetzt</p>	<p>Die Rückführung des Risikos in der Modell-Asset-Allokation wird durch die Nullgewichtung von Hochzinsanleihen (HY) unterstrichen, die zuvor mit 2% gewichtet waren (untergewichtet). Obwohl die Renditen und Spreads gegenüber Staatsanleihen gestiegen sind (wie in Abbildung 5 dargestellt), befürchten wir einen weiteren Anstieg der Spreads und infolge des wirtschaftlichen Abschwungs auch mehr Ausfälle (siehe Anhang 4).</p>
<p>Immobilien aufgestockt</p>	<p>Die Risikoreduktion wird durch eine geringere Allokation in IG und Cash sowie eine höhere Allokation in Immobilien teilweise aufgewogen. Unsere Renditeprognosen signalisieren, dass Immobilien in den nächsten zwölf Monaten die höchsten Renditen abwerfen werden, und wir erhöhen auf eine übergewichtete Position 10% (von neutralen 8%). Insbesondere EM-REITs schätzen wir aufgrund ihrer Rendite von 5,9%. Wir erhöhen die Allokation in Großbritannien und den USA, während wir die Allokation in Europa ohne Großbritannien reduzieren (u.a. aufgrund des erhöhten Rezessionsrisikos).</p>

Cash durch den Anstieg der Anleiherenditen jetzt weniger attraktiv	Cash behält viele seiner diversifizierenden Eigenschaften (niedrige Volatilität und geringe Korrelation mit anderen Anlageklassen) und die Zinsen steigen. Unsere Prognosen deuten jedoch auf bessere Erträge aus Staatsanleihen hin, die unserer Meinung nach jetzt die höhere Volatilität ausgleichen (siehe Abbildung 1). Daher haben wir die Cash-Position auf 5% reduziert. Damit liegt diese immer noch über der Neutralallokation (2,5%), aber unter der vorherigen Allokation von 10%, mit der wir gut gefahren waren. Gold halten wir für teuer und bleiben bei unserer Nullallokation.
IG immer noch bevorzugt, aber weniger als zuvor	Unsere Prognosen deuten darauf hin, dass die Erträge aus IG knapp hinter denen von Staatsanleihen zurückbleiben werden, allerdings bei einer höheren Volatilität. Daher haben wir auch die IG-Allokation reduziert, um die höhere Allokation in Staatsanleihen zu ermöglichen. Die IG -Allokation wird vom Maximum von 20% auf immer noch übergewichtete 15% reduziert, wobei die Positionen in den USA, Japan und China zurückgeführt werden.
Rohstoffe zu teuer	Wir haben Rohstoffe zu früh auf null gesetzt und dadurch die diesjährige Rally verpasst. Wir bezweifeln jedoch, dass die Rohstoffnotierungen noch viel höher steigen werden, und bleiben bei unserer Nullallokation.
Präferenz für Großbritannien und die EM	Auf regionaler Ebene bevorzugen wir weiterhin Großbritannien und die EM. Wir halten die Assetpreise in beiden Märkten für relativ günstig. Außerdem profitieren beide von hohen Rohstoffpreisen.
Drei Szenarien für den Krieg in der Ukraine	Unsere Prognosen gründen auf der Annahme, dass der Krieg in der Ukraine in seiner derzeitigen Intensität weitergeht. Wir berücksichtigen jedoch auch zwei alternative Szenarien: eine schnelle Lösung des Konfliktes und eine Energiekrise.

Abb. 2 – Erwartete Gesamtrenditen (jährlich, lokale Währungen) und Modell-Asset-Allokation*

	Erwartete Gesamtrendite über 12 Monate	Neutrales Portfolio	Erlaubte Quote gem. Anlagerichtlinien	Modell- Asset -Allokation	Position versus neutral
Cash & Gold	-3,1%	5%	0-10%	↓ 5%	Neutral
Cash	0,8%	2,5%	0-10%	↓ 5%	Übergewichtet
Gold	-6,9%	2,5%	0-10%	↓ 0%	Untergewichtet
Staatsanleihen	4,4%	25%	10-40%	↑ 30%	Übergewichtet
IG-Unternehmensanleihen	4,1%	10%	0-20%	↓ 15%	Übergewichtet
HY-Unternehmensanleihen	2,5%	5%	0-10%	↓ 0%	Untergewichtet
Aktien	2,4%	45%	25-65%	↓ 40%	Untergewichtet
Immobilien (REITS)	6,9%	8%	0-16%	↑ 10%	Übergewichtet
Rohstoffe	-11,2%	2%	0-4%	↓ 0%	Untergewichtet

*Hierbei handelt es sich um ein theoretisches Portfolio, das nur zur Illustration dient. Es steht nicht stellvertretend für ein tatsächlich bestehendes Portfolio und ist nicht als Anlage- oder Handlungsempfehlung zu verstehen. Die Pfeile zeigen, in welche Richtung sich die Allokationen verändert haben. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. **Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden.** Quelle: Invesco Global Market Strategy Office.

Modell-Asset-Allokation*

Abb. 3 – Modell-Asset-Allokation (19.06.2022)

	Neutral	Policy Range		Allocation Position vs Neutral	
Cash Equivalents	5%	0-10%	↓	5%	
Cash	2.5%		↓	5%	
Gold	2.5%			0%	
Bonds	40%	10-70%	↑	45%	
Government	25%	10-40%	↑	30%	
US	8%		↑	10%	
Europe ex-UK (Eurozone)	7%		↑	9%	
UK	1%		↑	2%	
Japan	7%		↑	5%	
Emerging Markets	2%		↑	4%	
China**	0.2%		↓	0%	
Corporate IG	10%	0-20%	↓	15%	
US Dollar	5%		↓	7%	
Euro	2%			4%	
Sterling	1%			2%	
Japanese Yen	1%		↓	0%	
Emerging Markets	1%			2%	
China**	0.1%		↓	0%	
Corporate HY	5%	0-10%	↓	0%	
US Dollar	4%		↓	0%	
Euro	1%			0%	
Equities	45%	25-65%	↓	40%	
US	25%			16%	
Europe ex-UK	7%		↓	4%	
UK	4%		↓	5%	
Japan	4%		↓	5%	
Emerging Markets	5%			10%	
China**	2%		↑	4%	
Real Estate	8%	0-16%	↑	10%	
US	2%		↑	2%	
Europe ex-UK	2%		↓	0%	
UK	1%		↑	2%	
Japan	2%			2%	
Emerging Markets	1%			4%	
Commodities	2%	0-4%		0%	
Energy	1%			0%	
Industrial Metals	0.3%			0%	
Precious Metals	0.3%			0%	
Agriculture	0.3%			0%	
Total	100%			100%	
Currency Exposure (including effect of hedging)					
USD	48%		↑	38%	
EUR	20%		↓	18%	
GBP	7%		↑	12%	
JPY	15%			13%	
EM	9%			20%	
Total	100%			100%	

*Hierbei handelt es sich um ein theoretisches Portfolio, das nur zur Illustration dient. Es steht nicht stellvertretend für ein tatsächlich bestehendes Portfolio und ist nicht als Anlage- oder Handlungsempfehlung zu verstehen. **China ist in Emerging-Market-Allokationen enthalten. Die Cash-Position besteht zu gleichen Teilen aus USD-, EUR-, GBP- und JPY-Liquidität. Währungsentgelt ohne Barmittel. Die Pfeile zeigen, in welche Richtung sich die Allokationen verändert haben. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang.
Quelle: Invesco Global Market Strategy Office.

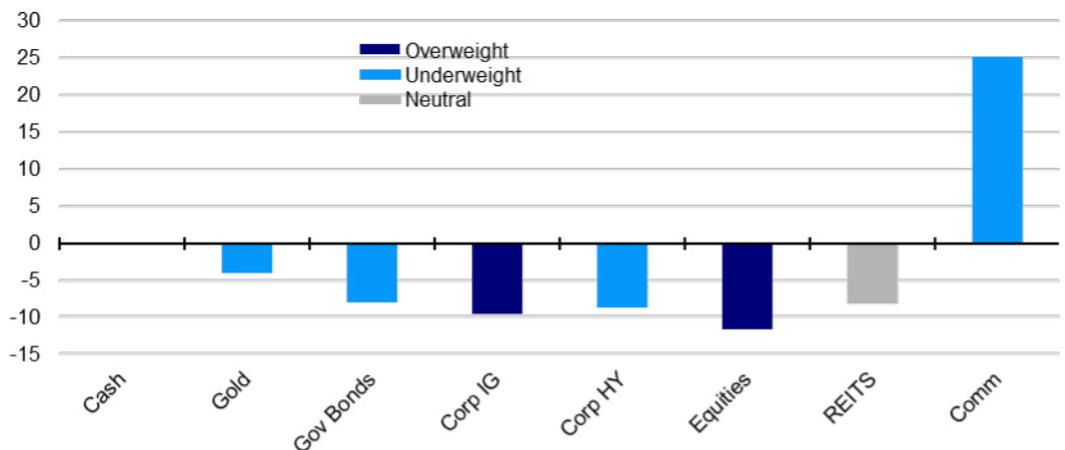
Ein Blick in den Rückspiegel

In der letzten Ausgabe dieser Publikation hatten wir erläutert, dass wir den vorhergegangenen Ausverkauf an den Aktienmärkten dazu genutzt hatten, von einer neutralen auf eine übergewichtete Aktienallokation umzustellen. Zum Ausgleich hatten wir allerdings unsere Immobilienallokation (REITs) auf neutral reduziert und unsere Position in Investment-Grade-Anleihen (IG) erhöht (siehe [Globale Asset Allokation Q2 2022](#), veröffentlicht am 20. März 2022). Auf regionaler Ebene bevorzugten wir Großbritannien und die EM. **Abbildung 4** zeigt, wie sich die globalen Anlageklassen seither entwickelt haben (Stand 13. Juni 2022). Den vollständigen regionalen Performanceüberblick finden Sie in **Anhang 2**.

Nur Rohstoffe haben positive Anlageerträge generiert

Die meisten Anlagewerte haben sowohl in lokaler Währung als auch in USD erneut Wertverluste verzeichnet; eine prominente Ausnahme waren Rohstoffe (genauer gesagt Energie- und Agrarprodukte). Aufgrund unseres fehlenden Rohstoffexposures (nach einer Maximalallokation in früheren Phasen der Erholung der Rohstoffmärkte) war das abträglich für uns. Allerdings waren wir maximal in Cash investiert, das besser performte als alle anderen globalen Anlageklassen mit Ausnahme von Energie und Agrarrohstoffen. In der regionalen Betrachtung wirkte unsere Präferenz für EM-Anlagen weitgehend neutral, während sich unsere Präferenz für den britischen Markt auszahlte (da wir hier einen Aktienschwerpunkt hatten).

Abb. 4 – Gesamtrenditen aus globalen Anlageklassen seit 28.02.2022 (Lokalwährung, %)*

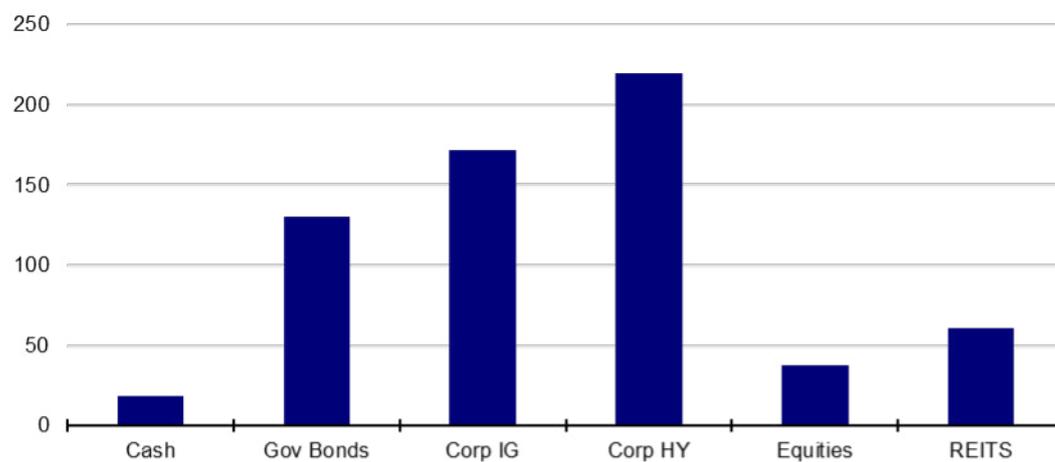


*28.02.2022 bis 13.06.2022. Die Farben stehen für die Modell-Allokationen in diesem Zeitraum. Die Definitionen und Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.** Quelle: Refinitiv Datastream, Invesco

Alle Anlagewerte rentieren jetzt höher, vor allem Anleihen

Die negative Performance verzinsten Anlagewerte war auf einen erneut deutlichen Anstieg der Renditen zurückzuführen (siehe **Abbildung 5**). Insbesondere der Anstieg der Renditen von Kreditanlagen deutet auf eine Spreadausweitung hin. Jetzt stellt sich die Frage, ob die Renditen von Zinsanlagen großzügig genug sind, um eine stärkere Umschichtung in Anleihen zu rechtfertigen. Wir denken schon, aber dazu später mehr.

Abb. 5 – Veränderung der globalen Renditen über 3 Monate (Bps)



Vom 28.02.22 bis zum 13.6.22. Die Definitionen und Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang.
Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.
Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Der Invesco-Kapitalmarktausblick für die nächsten zehn Jahre (10-Year CMA) liegt vor

Der Blick nach vorn: Fokussierung auf das nächste Jahrzehnt mit den CMAs von Invesco

Vor der Betrachtung der Prognosen für das kommende Jahr kann eine Orientierung an längerfristigen Renditeprognosen sinnvoll sein. Invesco Investment Solutions hat gerade seine Annahmen für die Entwicklung der Kapitalmärkte in den nächsten zehn Jahren (10-Year Capital Market Assumptions) veröffentlicht. **Abbildung 6** skizziert die CMA-Renditeprognosen für globale Anlageklassen in unterschiedlichen Währungen (da sich das CMA-Modell von unserem unterscheidet, mussten wir einige Kategorien anpassen – beispielsweise verwenden wir die CMA-Kategorie „Kurzlaufende US-Staatsanleihen“ stellvertretend für Liquidität und „Edelmetalle“ stellvertretend für Gold). Die regionalen Prognosen im Detail sind in **Anhang 3** ersichtlich.

Abb. 6: 10-Year Capital Market Assumptions von Invesco (globale Anlageklassen, % jährlich)

	USD	EUR	GBP	CHF
Cash & Gold	2,4	0,6	1,7	0,7
Cash - Kurzlaufende US-Staatsanleihen	1,5	-0,2	0,8	-0,2
Gold	3,2	1,5	2,6	1,5
Staatsanleihen	2,7	0,9	2,0	1,0
IG-Unternehmensanleihen	3,1	1,4	2,4	1,4
HY-Anleihen - US HY	4,5	2,8	3,9	2,8
Aktien	6,7	4,9	6,0	4,9
Immobilien (REITs)	6,3	4,6	5,6	4,6
Rohstoffe	6,2	4,5	5,6	4,5

Hinweis: Stand der Schätzungen ist der 31. März 2022, auf Basis der Annahmen für die Entwicklung der Kapitalmärkte in den nächsten zehn Jahren von Invesco Investment Solutions, veröffentlicht in Long-Term Capital Market Assumptions (Mai 2022). Die USD-Version der CMAs ist in Anhang 3 dargestellt. Die Tabelle oben verwendet die „geometrische erwartete Rendite“ Version für globale Anlageklassen („Gold“ basiert auf den Prognosen für Edelmetalle und die „Cash & Gold“ Kategorie bildet den Durchschnitt beider Anlagewerte ab). Diese Schätzungen spiegeln die Einschätzungen von Invesco Investment Solutions wider; die Ansichten anderer Investmentteams von Invesco können von diesen abweichen. **Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden.** Quelle: Invesco Investment Solutions

Rohstoffe, Aktien & Gold dominieren die auf Basis der 10-jährigen Kapitalmarktausblicke (CMA) optimierten Portfolios

Wie zu erwarten, ist die prognostizierte Rendite umso höher, je weiter wir uns im Risikospektrum nach oben bewegen. Leider machen die optimierten Lösungen keine eindeutigen Aussagen (siehe **Abbildung 7**). Obwohl die Ergebnisse in Abhängigkeit von der Basiswährung und Sharpe-Ratio- bzw. Renditemaximierung variieren, gibt es einige allgemeingültige Themen: Beispielsweise wird die Maximalallokation in Rohstoffen in allen Fällen bis auf einen ausgeschöpft, während für IG und Cash weitgehend eine Nullallokation gilt und Aktien und Gold weitgehend übergewichtet sind. Die Signale für Staatsanleihen, HY und Immobilien (REITs) sind nicht eindeutig. Schauen wir uns an, wie sich eine Verkürzung des Anlagehorizonts und zyklische Faktoren auf unsere Schlussfolgerungen auswirken.

Abb. 7: Optimierte globale Allokationen auf Basis der Invesco CMA-Renditeprognosen für die nächsten zehn Jahre

	Neutrales Portfolio	Erlaubte Quote gem. Anlage-richtlinien	Maximierung der Sharpe Ratio				Renditemaximierung			
			USD	EUR	GBP	CHF	USD	EUR	GBP	CHF
Cash & Gold	5%	0-10%	10%	9%	10%	10%	3%	10%	0%	10%
Cash	2,5%	0-10%	10%	0%	4%	0%	0%	0%	0%	0%
Gold	2,5%	0-10%	0%	9%	6%	10%	3%	10%	0%	10%
Staatsanleihen	25%	10-40%	40%	24%	39%	28%	20%	19%	10%	22%
IG-Unternehmensanleihen	10%	0-20%	13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
HY-Unternehmensanleihen	5%	0-10%	10%	10%	8%	0%	10%	10%	5%	0%
Aktien	45%	25-65%	25%	53%	40%	48%	57%	57%	65%	52%
Immobilien (REITS)	8%	0-16%	0%	0%	0%	10%	5%	0%	16%	12%
Rohstoffe	2%	0-4%	2%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%

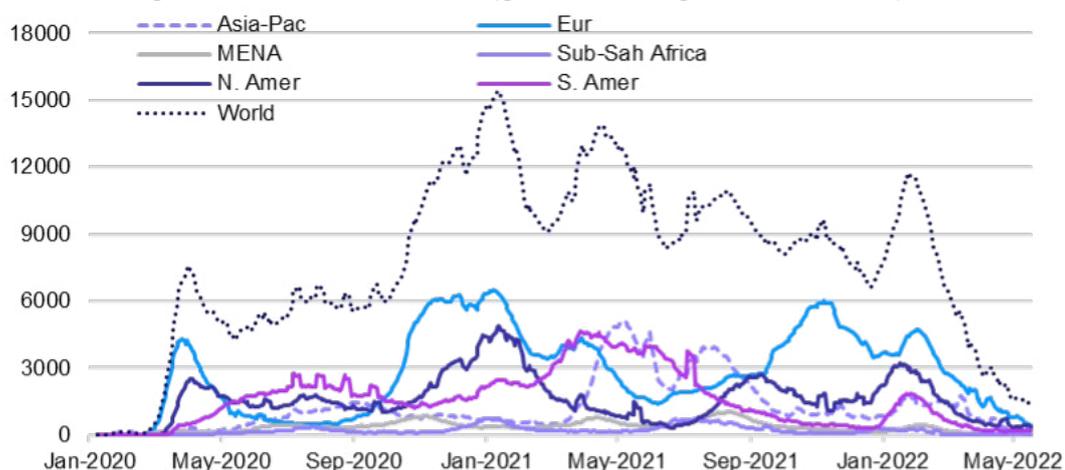
Hinweis: Die Optimierungen basieren auf den von Invesco Investment Solutions in den Long-Term Capital Market Assumptions (Mai 2022) veröffentlichten Ertragsprognosen für die nächsten zehn Jahre, wie in **Abbildung 6** oben dargestellt. Die Optimierungen werden vom Asset Allocation Research Team anhand unserer historischen 10-Jahres-Kovarianz-Matrizes durchgeführt (für jede Währung). „Gold“ basiert auf der Prognose für Edelmetalle und die „Cash & Gold“ Kategorie zeigt die Summe der Allokationen in beide Anlageklassen. Die „Maximierung der Sharpe Ratio“ Optimierungen werden durchgeführt, indem die Sharpe Ratio maximiert wird, ohne die impliziten Limits der in der Tabelle aufgeführten erlaubten Quoten zu verletzen. Die „Renditemaximierung“ Optimierungen werden durchgeführt, indem die Rendite unter Einhaltung der erlaubten Quoten maximiert wird, ohne dass die Standardabweichung der Rendite die des neutralen Portfolios überschreitet (wie in **Abbildung 3** dargestellt). Obwohl sie auf den von Invesco Investment Solutions bereitgestellten Ertragsprognosen basieren, geben diese optimalen Allokationen weder die Meinung von Invesco Investment Solutions noch von einem anderen Investmentteam von Invesco wieder. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: Invesco Investment Solutions, Invesco

Covid spielt kaum noch eine Rolle ...

Könnten die Zentralbanken die Inflation in den Griff bekommen, ohne eine Rezession zu provozieren?

Nach den in **Abbildung 8** dargestellten Daten zu urteilen, ist Covid-19 jetzt besser unter Kontrolle als zu irgendeinem anderen Zeitpunkt seit Beginn der Pandemie. Der Rückgang der Todesfälle durch Covid-19 ist offenbar auf niedrigere Infektionsraten (wobei inzwischen weniger getestet wird), höhere Impfquoten und wirksamere Behandlungen für hospitalisierte Covid-Patienten zurückzuführen. Dabei ist festzuhalten, dass die weltweite Fallsterblichkeitsrate jetzt etwa ein Zehntel so hoch ist wie Anfang 2020 (0,2%-0,3% gegenüber 2,0%-3,0%).

Abb. 8 – Tägliche Covid-19-Todesfälle (gleitende 7-Tage-Durchschnitte)



Auf Basis täglicher Daten vom 23. Januar 2020 bis zum 2. Juni 2022
Quelle: Reuters und Invesco

...außer in China

China scheint hier eine Ausnahme zu bilden, wobei das Problem allerdings eher in den Maßnahmen zur Verhinderung schwerer Ausbrüche liegt als in den erhöhten Infektionen oder Todesfällen. Die Lockdowns in Shanghai haben der chinesischen Wirtschaft besonders zugesetzt. Unseren Schätzungen zufolge stehen die von den jüngsten Lockdowns betroffenen Gebiete für 30-40% des BIP. Der erste Lockdown in Shanghai wurde im März verhängt und der plötzliche Einbruch der Wirtschaftsaktivität zeigt sich im Wechsel zu negativen Überraschungen bei den Konjunkturdaten (siehe **Abbildung 9**).

Die Daten aus den USA sind ebenfalls überraschend schwach ausgefallen

Interessanterweise und trotz der größeren Auswirkungen des Ukraine-Krieges auf Europa haben die positiven Überraschungen bei den Wirtschaftsdaten in der Eurozone bislang überwogen (vielleicht weil die Erwartungen so niedrig waren). Die Dynamik hat jedoch deutlich nachgelassen. Noch schockierender ist die Verschlechterung der US-Wirtschaftsdaten gegenüber den Konsenserwartungen: Hier sind die Neuhausverkäufe, die Gebrauchsgüteraufträge, der Autoabsatz und der ADP-Arbeitsmarktbericht zuletzt hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Dahinter könnte der Rückgang der realen verfügbaren Einkommen stehen, auf die wir in der letzten Ausgabe hingewiesen hatten. Es könnte aber auch ein Zeichen dafür sein, dass die Zinserhöhungen der Fed allmählich Wirkung zeigen.

Abb. 9: – Citigroup Economic Surprise Indizes

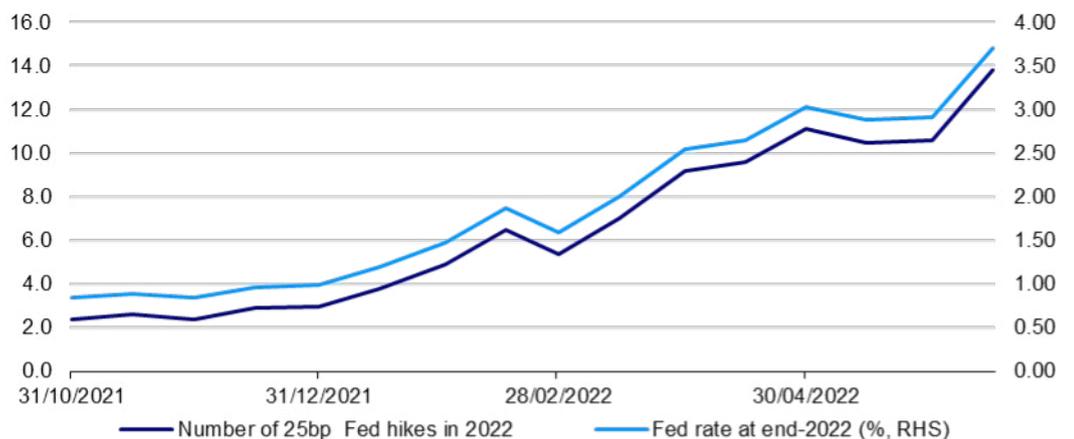


Hinweis: Auf Basis täglicher Daten vom 1. Januar 2019 bis zum 2. Juni 2022.
Quelle: Citigroup, Refinitiv Datastream und Invesco

Die Fed strafft die
Geldpolitik schnell ...

Die US-Notenbank (Fed) hat Anfang Juni mit ihrem Programm der quantitativen Straffung (QT) begonnen: Bis September sollen die Anleihebestände um 47,5 Mrd. USD pro Monat reduziert werden, danach mit 95 Mrd. USD pro Monat doppelt so schnell (und damit auch etwa doppelt so schnell wie zum Höhepunkt des QT-Programms der Jahre 2017-2019). Nachdem die Verbraucherpreisinflation im Mai überraschend hoch ausgefallen war, beschloss der Offenmarktausschuss der Fed (FOMC) auf seiner Juni-Sitzung eine Leitzinserhöhung um 75 Basispunkte und deutete an, dass eine ähnliche Anhebung bei der nächsten Sitzung am 27. Juli gerechtfertigt sein könnte. Dadurch würde das obere Ende der Fed-Funds-Zielspanne auf 2,50% steigen (gegenüber 0,25% vor der ersten Zinserhöhung am 16. März). **Abbildung 10** verdeutlicht das Ausmaß der geldpolitischen Kehrtwende der Fed seit dem vergangenen Jahr anhand der in den Fed Funds Futures abgebildeten Markterwartungen.

Abb. 10 – Impliziter Zinsausblick der Fed Funds Futures

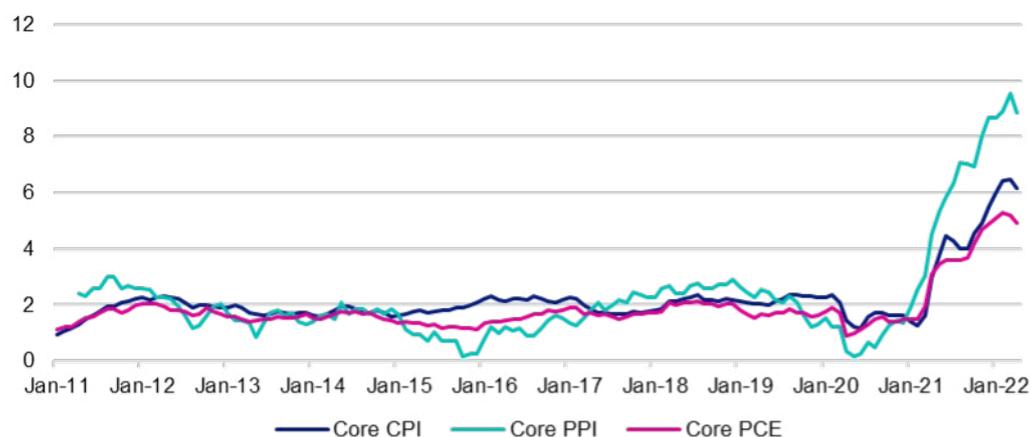


Hinweis: Auf Basis vierzehntägiger Daten vom 31. Oktober 2021 bis zum 15. Juni 2022. „Fed Rate“ ist das obere Ende der Zielspanne für den US-Leitzins. Berechnungen von Bloomberg. Quelle: Bloomberg und Invesco

...aber wird sie eine Pause einlegen, falls die Inflation nachlässt?

Die FOMC-Mitglieder scheinen jedoch geteilter Meinung darüber zu sein, wie es nach dem Sommer weitergehen soll, wobei einige (insbesondere Raphael Bostic) vorschlagen, die Zinserhöhungen für mindestens eine Sitzung auszusetzen, um die Auswirkungen der bisherigen Maßnahmen besser beurteilen zu können. Das scheint jedoch eine Minderheitsmeinung zu sein. Wie **Abbildung 10** signalisiert, gehen die Marktteilnehmer davon aus, dass das obere Ende der Fed Funds-Zielspanne Ende 2022 bei 3,7% liegen wird (was weitere Erhöhungen um insgesamt 120 Basispunkte auf den Sitzungen im September, November und Dezember bedeuten würde). Nachdem wir bisher davon ausgegangen waren, dass die Fed bei ihrer September-Sitzung eine Pause einlegen wird, glauben wir nun, dass sie die Zinserhöhungen fortsetzen wird. **Abbildung 11** zeigt jedoch, dass alle gängigen Messgrößen für die Kerninflation in den USA in letzter Zeit zurückgegangen sind, und wir erwarten (letztlich) einen deutlichen Rückgang der Gesamtinflation, wenn sich die Rohstoffpreise stabilisieren, wovon wir ausgehen (siehe [The causes and course of inflation](#)).

Abb. 11 – Maße der Kerninflation in den USA (% z. Vj.)

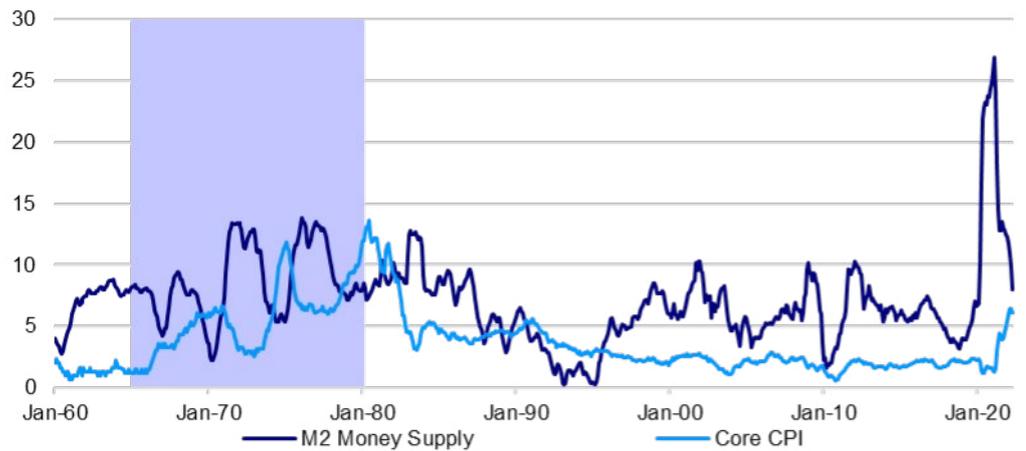


Hinweis: Monatliche Daten von Januar 2011 bis April 2022. Die „Kerninflation“ bezieht sich auf die Inflation ohne Lebensmittel- und Energieprodukte. CPI = Consumer Price Index (Verbraucherpreisindex). PPI = Producer Price Index (Erzeugerpreisindex). PCE steht für Personal Consumption Expenditures, das von der Fed bevorzugte Maß der Kerninflation. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Verlangsamung des Geldmengenwachstums deutet auf nachlassende Inflation hin

Unabhängig davon, ob wir die zugrunde liegenden oder direkteren Ursachen der Inflation betrachten, spricht einiges für einen Rückgang der Inflation. Erstens: Wenn die Inflation ein monetäres Phänomen ist, dann hat die Inflation, die wir jetzt erleben, ihre Wurzeln im starken Wachstum der Geldmenge, das die Regierungen und Zentralbanken mit ihrer Pandemie-Politik angekurbelt haben. Nirgendwo ist dies offensichtlicher als in den USA, wo die Geldmenge M2 in den zwölf Monaten bis Anfang 2021 um 27% bis 28% gewachsen ist (siehe **Abbildung 12**) und von einem Inflationsschub gefolgt wurde. Allerdings betrug das M2-Wachstum in den USA in den zwölf Monaten bis April 2022 nur 8% (Tendenz fallend), was darauf schließen lässt, dass der Inflationsimpuls nachlässt. Dies gilt auch auf globaler Ebene, sodass wir davon ausgehen, dass die Inflation in den kommenden Monaten in vielen Ländern ihren Höhepunkt erreichen wird.

Abb. 12 – US-Geldmengenwachstum und Kerninflation (%)



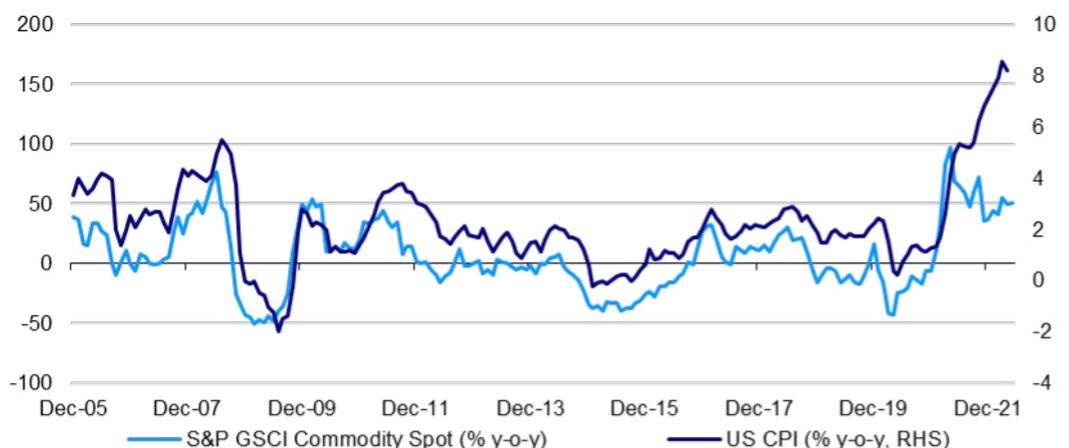
Auf Basis monatlicher Daten von Januar 1960 bis April 2022. Der schattierte Bereich bezieht sich auf den Zeitraum Januar 1965 bis Januar 1980. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Ein unmittelbarer wirkender Faktor (den Regierungen und Zentralbanken als Alibi genutzt haben) war die kräftige Erholung der Rohstoffpreise, die mit dem Aufschwung nach der Covid-Rezession einsetzte. Der russische Einmarsch in der Ukraine führte zu einem weiteren Anstieg der Rohstoffpreise. Außer bei den Agrarrohstoffen war der Schaden jedoch größtenteils bereits angerichtet.

Die Abflachung des Rohstoffpreisanstiegs sollte die Gesamtinflationsrate reduzieren

Abbildung 13 zeigt eine eindeutige Korrelation zwischen der Rohstoffpreisinflation und der Gesamtrate der Verbraucherpreisinflation in den USA (was nicht überrascht, da einige Komponenten des Verbraucherpreisindex Rohstoffe sind). Auffällig ist jedoch auch, dass die Rohstoffpreisinflation (trotz des Ukraine-Krieges) nachgelassen hat, was darauf hindeutet, dass der von dieser Quelle ausgehende Inflationsimpuls nachlässt. Wenn sich die Rohstoffpreise stabilisieren, wird ihre Veränderungsrate auf null sinken, was bedeutet, dass die Gesamtinflation in den nächsten zwölf Monaten unter die Kerninflation fallen dürfte. Dann bleibt die Frage, was mit der Kerninflation geschieht.

Abb. 13 – Rohstoffpreise und US-Verbraucherpreisinflation



Hinweis: **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.**

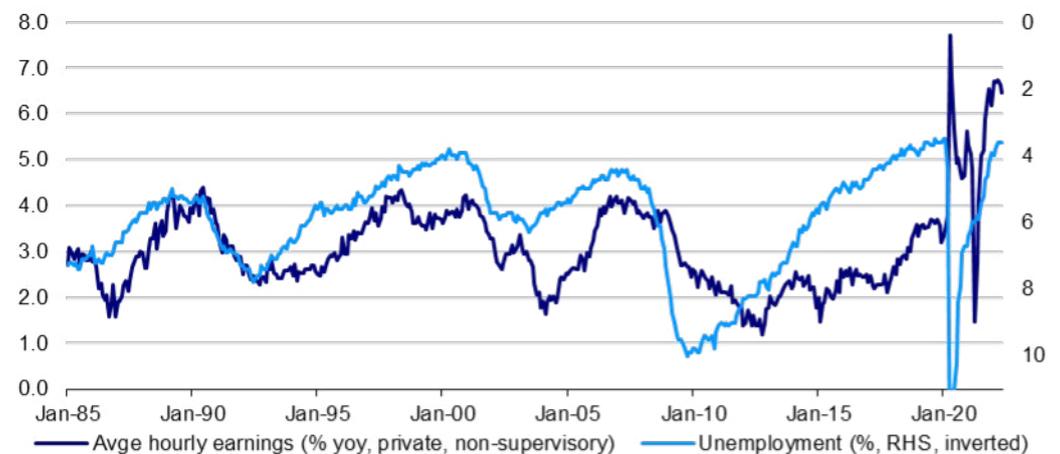
Auf Basis monatlicher Daten von Januar 2006 bis Mai 2022 (Stand 31. Mai 2022).

Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Dort, wo die Arbeitsmärkte angespannt sind, hat sich das Lohnwachstum beschleunigt, aber die US-Daten deuteten zuletzt auf eine Entspannung hin

Geht man davon aus, dass die Kerninflation in irgendeiner Weise mit dem Wachstum der Lohnstückkosten zusammenhängt, dann dürfte das Lohnwachstum von entscheidender Bedeutung sein. In Ländern mit angespannten Arbeitsmärkten wie den USA und Großbritannien sind die Löhne, wie es die Phillips-Kurve vorhersagt, gestiegen. **Abbildung 14** zeigt, wie die Arbeitslosigkeit im Fall der USA nach einer volatilen Phase während der Pandemie auf historisch niedrige Werte gesunken ist und das Lohnwachstum angezogen hat. Allerdings signalisiert die Grafik, dass das Lohnwachstum inzwischen nachlassen könnte, was durch die monatlichen Zuwächse der letzten vier Monate bestätigt wird: Diese deuten eher auf einen Anstieg von 3% bis 4% auf Jahresbasis anstelle der jüngsten Zuwächse von 6% bis 7% im Jahresvergleich hin. Dies sind erste Anzeichen dafür, dass der Höhepunkt der Lohnpreisinflation hinter uns liegen könnte, was letztlich auch beruhigend für die Fed sein sollte.

Abb. 14 – Arbeitslosigkeit und Lohnwachstum in den USA

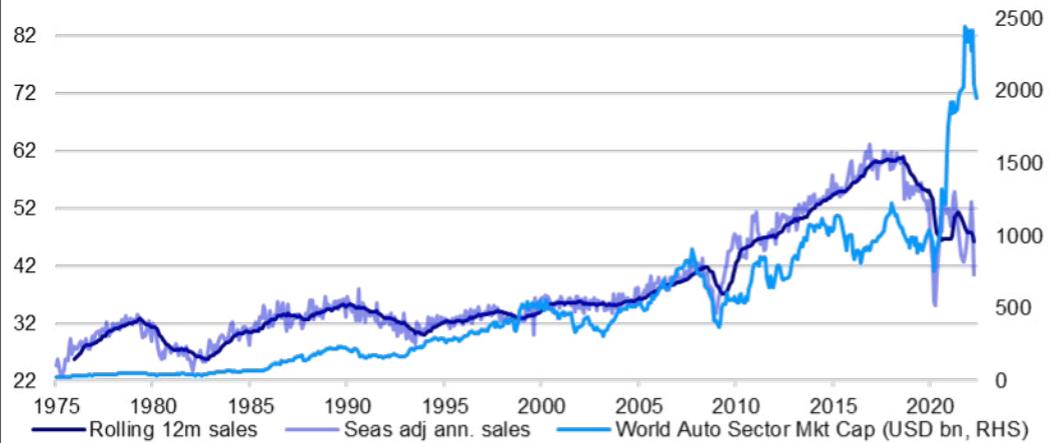


Hinweis: Auf Basis monatlicher Daten von Januar 1985 bis Mai 2022.
Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Die hohe Inflation verringert die reale Kaufkraft, was letztlich den Weg für eine niedrigere Inflation ebnen sollte

Dennoch zehrt die Inflation an der Kaufkraft der Verbraucher, da die realen verfügbaren Einkommen in vielen Ländern sinken. Dies hat sich beispielsweise in schwachen Verbraucherausgaben in Großbritannien niedergeschlagen, und **Abbildung 15** zeigt, dass die weltweiten Autoverkäufe weiterhin rückläufig sind, ein Trend, der bereits vor der Pandemie eingesetzt hatte. Wie viel davon auf eine schwache Nachfrage bzw. Lieferengpässe zurückzuführen ist, lässt sich nur schwer sagen. In den letzten Wochen haben einige deutsche Automobilhersteller jedoch wieder über eine Vollausslastung ihrer Werke berichtet. Daher könnte die jüngste Absatzschwäche die schwache Nachfrage widerspiegeln, da die Haushalte ihre Ausgaben auf das Wesentliche beschränken.

Abb. 15 – Globaler Autoabsatz (Millionen) und Marktkapitalisierung von Automobilaktien

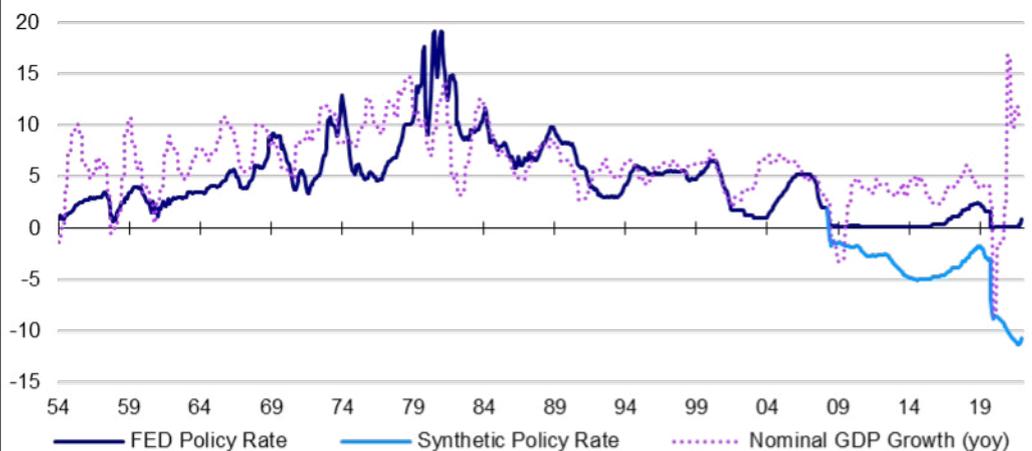


Hinweise: **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.** Monatliche Daten von Januar 1975 bis Mai 2022 (Stand 31. Mai 2022). Annualisierter Absatz auf Basis aggregierter nationaler Absatzzahlen (Australien, Österreich, Belgien, Brasilien, Bulgarien, China, Zypern, Tschechische Republik, Dänemark, Estland, Finnland, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Hongkong, Ungarn, Island, Indien, Indonesien, Irland, Italien, Japan, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malaysia, Mexiko, Niederlande, Neuseeland, Norwegen, Panama, Philippinen, Polen, Portugal, Rumänien, Singapur, Slowakei, Slowenien, Südafrika, Südkorea, Spanien, Sri Lanka, Schweden, Schweiz, Taiwan, Thailand, Türkei, Großbritannien, USA, Vietnam). „Seas adj. ann. sales“ bezeichnet die saisonbereinigte Version der annualisierten monatlichen Daten. „World Auto Sector Mkt Cap“ (Marktkapitalisierung des weltweiten Automobilsektors) basiert auf dem Datastream World Automobile Index (in USD). Quelle: Nationale Datenquellen, OECD, European Automobile Manufacturers' Association, Refinitiv Datastream, Invesco

Die Zentralbanken haben zu lange mit der Straffung ihrer Geldpolitik gewartet, wodurch eine Zinslücke entstanden ist

Genau in dem Moment, in dem die Wirtschaftsdynamik nachlässt, beginnen die großen Zentralbanken der Industrieländer, die seit Ausbruch der Covid-Krise bereitgestellte großzügige Unterstützung zurückzunehmen. **Abbildung 16** zeigt, wie expansiv die Fed in den letzten beiden Jahren war (trotz einer kräftigen Konjunkturerholung), vor allem, wenn wir die Auswirkungen der Bilanzausweitung zu den niedrigen Leitzinsen hinzurechnen (siehe „synthetischer Leitzins“). Angesichts der Diskrepanz zwischen dem nominalen BIP-Wachstum und den Leitzinsen (der Zinslücke) scheint viel Arbeit auf die Fed zuzukommen.

Abb. 16 – Die Fed hat gerade erst begonnen



Hinweise: Monatliche Daten von Juni 1954 bis Mai 2022. „Fed Leitzins“ bezieht sich auf die effektive Fed Funds Rate. „Synthetischer Leitzins“ ist der um die Assetkäufe der Fed adjustierte Leitzins (unter Anwendung der Faustregel, dass jeder Ankauf von Wertpapieren im Wert von 150-200 Mrd. USD einer Senkung des Leitzinses um 25 Bps entspricht, wie vom ehemaligen Fed-Vorsitzenden Ben Bernanke gegenüber dem Kongress im März 2011 erläutert). Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Die Fed und andere Zentralbanken versuchen, diese Zinslücke zu schließen ...

... was das Rezessionsrisiko erhöht

Natürlich lässt sich diese Lücke auf zweierlei Weise schließen: durch eine Fed-Zinsstraffung oder durch ein geringeres nominales BIP-Wachstum (oder eine Kombination von beidem). Der von uns erwartete Rückgang der Inflation wird zu einem schwächeren nominalen BIP-Wachstum führen und die Fed scheint entschlossen, die aggressive Straffung ihrer Geldpolitik fortzusetzen, mit weiteren umfangreichen Zinserhöhungen und einer Rückführung ihrer Bilanz. Noch stärker wird das nominale BIP-Wachstum zurückgehen, wenn das reale Wachstum (wie von uns erwartet) nachlässt.

Damit stellt sich aber immer noch die Frage, ob die Fed und andere Zentralbanken die Inflation auf ein aus ihrer Sicht vertretbares Niveau senken können, ohne zu stark zu straffen und die Wirtschaft in eine Rezession zu stürzen. **Abbildung 17** zeigt, dass das weltweite Geldmengenwachstum nach einer Phase exzessiven Geldmengenwachstums während und nach der Frühphase der Pandemie nicht mehr ausreicht, um das aktuelle nominale BIP-Wachstum aufrechtzuerhalten. Daher sollten wir das Rezessionsrisiko im Blick behalten.

Abb. 17 – Globales Geldmengenwachstum und nominales BIP-Wachstum (% z. Vj.)



Hinweise: Monatliche Daten von Januar 1997 bis April 2022. Wir aggregieren die Geldmenge und das nominale BIP in US-Dollar für die USA, die Eurozone, China, Japan und Großbritannien anhand der Thomson Reuters International Comparable Economic Indicators. Unser Geldmengenindikator ist M2 für die USA und China und M3 für die Eurozone, Japan und Großbritannien. Quelle: Datastream und Invesco

Ein untypischer Zyklus
verlangsamt sich

Von Konjunktur- zu Marktzyklen

Wir glauben immer noch, dass sich die Weltwirtschaft in einer Abschwungphase befindet – das Wachstum ist schwächer als im vergangenen Jahr und schwächer, als wir erwartet hatten. **Abbildung 18** zeigt, wo wir die großen Volkswirtschaften in ihrem jeweiligen Konjunkturzyklus sehen. Die bevorzugten Anlagewerte sind die, die unseren Analysen zufolge in jeder Phase eines „typischen“ Zyklus überdurchschnittlich performt haben. Der aktuelle Zyklus ist jedoch alles andere als typisch: Nach einer tiefen Rezession sorgten Regierungen und Zentralbanken mit enormen Stimulusmaßnahmen für eine kräftige Wachstumserholung und hohe Inflation. Diese hat die Zentralbanken dazu veranlasst, ihre Stimulusmaßnahmen massiv zurückzuschrauben, was zu einer hohen Volatilität an den Finanzmärkten führt.

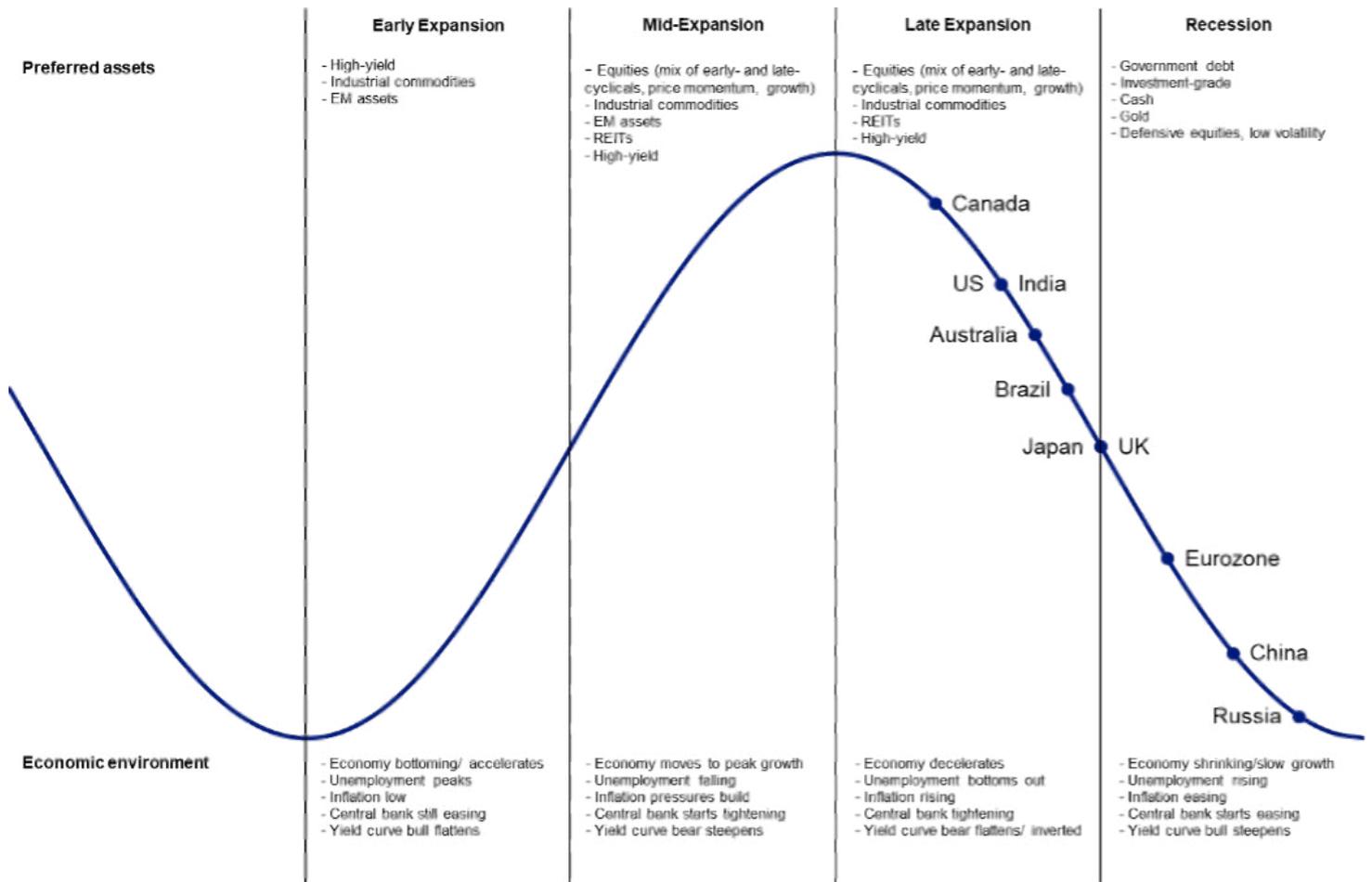
Russland und China
befinden sich in der
Rezession, Eurozone
dürfte folgen

Dass wir Russland in der Rezessionsphase sehen, dürfte keine Überraschung sein. Erstaunlicher mag sein, dass dies unserer Ansicht nach auch auf China zutrifft. Tatsächlich wächst die chinesische Wirtschaft jedoch nur noch unter Trend und in den zwölf Monaten bis April 2022 sind die Einzelhandelsumsätze und die Industrieproduktion gesunken (wobei sie sich im Mai verbessert haben). Nach aktueller Datenlage befindet sich die Eurozone noch nicht in einer Rezession. Aufgrund der Bedeutung des Handels mit Russland (und vor allem der russischen Energielieferungen) sehen wir hier aber unter allen entwickelten Volkswirtschaften das größte Rezessionsrisiko. Wir vermuten, dass dies nur eine Frage der Zeit ist und die EZB daher dazu zwingen könnte, von der geplanten aggressiven Straffung ihrer Geldpolitik abzusehen. Unterdessen befinden sich andere große Volkswirtschaften in der Abschwungphase, wobei wir Japan und Großbritannien am Rande einer Rezession sehen.

Die Märkte scheinen in
Stagflationsstimmung
zu sein

Damit dürfte sich die Weltwirtschaft irgendwo zwischen einer späten Expansions- und einer Rezessionsphase befinden. Das mag aus Anlegersicht bedrohlich klingen, spiegelt sich aber in der jüngsten Entwicklung zyklischer Anlagewerte – mit Wertverlusten für Aktien und Industriemetalle – tatsächlich wider. Allerdings hatten zuletzt auch Anlageklassen zu kämpfen, die wir normalerweise als defensiv bezeichnen würden (Staatsanleihen und IG zum Beispiel), weil die höhere Inflation und die restriktivere Zentralbankpolitik zu höheren Anleiherenditen geführt haben. Die Märkte scheinen sich auf eine Stagflation eingerichtet zu haben. Wir glauben, dass die Inflation im weiteren Jahresverlauf 2022 nachgeben wird und die Zentralbanken ihre Geldpolitik weniger stark straffen werden als befürchtet; das könnte einigen Anlagewerten helfen, wieder festen Boden unter die Füße zu bekommen.

Abb. 18 – Achterbahnfahrt der Wirtschaft und Anlageklassen



Hinweise: Die Grafik zeigt eine schematische Darstellung des globalen Konjunkturzyklus und unsere Einschätzung dazu, in welcher Phase des Zyklus sich die größten Volkswirtschaften befinden. Die Auswahl der von uns bevorzugten Anlagewerte basiert auf unserem in der Publikation „Asset allocation in pictures“ im November 2017 veröffentlichten Research. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang.
Quelle: Invesco Global Market Strategy Office

Abb. 19 – Globaler Risikoappetit und globaler Konjunkturzyklus



Hinweis: Monatliche Daten von Januar 1992 bis Mai 2022. Global LEI (Leading Economic Indicator) und GRACI (Global Risk Appetite Cycle Indicator) bereitgestellt durch Invesco Investment Solutions (IIS). Global LEI ist ein gewichteter Durchschnitt der Frühindikatoren für 23 Länder (sowohl entwickelte als auch aufstrebende Länder). Ein Wert über (unter) 100 signalisiert ein Wachstum über (unter) dem langfristigen Durchschnitt. GRACI ist ein Maß der relativen risikobereinigten Performance zwischen risikoreicheren und sichereren Anlageklassen (es misst, wie gut die Investoren im Schnitt für das Eingehen zusätzlicher Risiken an den globalen Finanzmärkten vergütet worden sind (auf nachlaufender mittelfristiger Basis). Ein Anstieg des Index signalisiert eine sich verbessernde Marktstimmung und umgekehrt. **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.** Quelle: Federal Reserve, Barclays, BEA, Bloomberg L.P., Citigroup, JP Morgan, Macrobond, Moody's und Invesco Investment Solutions

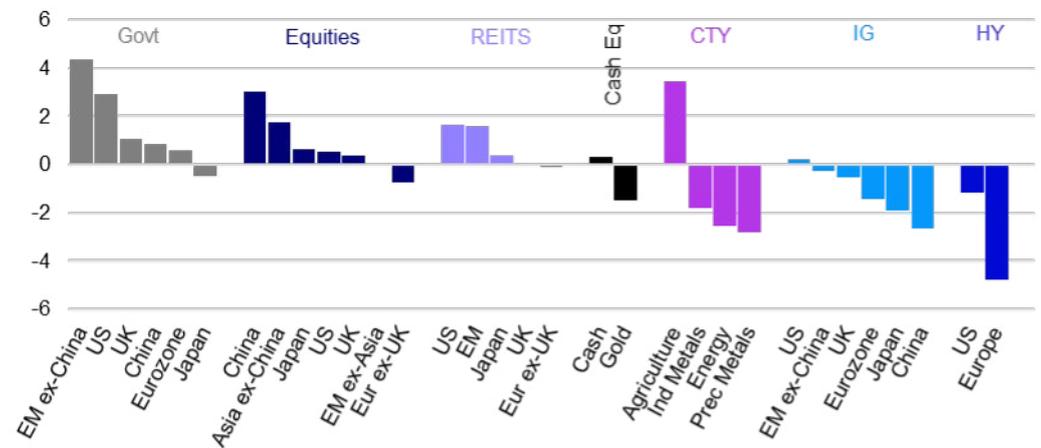
Der Risikoappetit lässt weiter nach

Die in **Abbildung 19** dargestellten aggregierten Frühindikatoren (bereitgestellt von Invesco Investment Solutions) bestätigen, dass sich das globale Wachstum nach den hohen Wachstumsraten im postpandemischen Umfeld wieder der historischen Norm nähert. Die Grafik zeigt ebenfalls, dass der Risikoappetit (GRACI) nachgelassen hat, worauf die Kursrückgänge in den meisten Anlageklassen hindeuten. Die Frage ist jetzt, ob der Risikoappetit noch weiter nachlassen wird oder mit einer Stabilisierung zu rechnen ist.

Das GMS-Team von Invesco bevorzugt jetzt Staatsanleihen

Die Einschätzungen des Global Market Strategy Office (GMS) von Invesco sprechen für einen Barbell-Ansatz mit einer Präferenz für Staatsanleihen, Aktien und Immobilien und der geringsten Präferenz für Kreditanlagen und Rohstoffe (siehe **Abbildung 20**, die die Ergebnisse einer regelmäßigen Befragung darstellt, in der Mitglieder des GMS-Teams ihre Einschätzungen zur relativen Performance in den nächsten zwölf Monaten darlegen).

Abb. 20 – Die Weisheit der Vielen bei GMS (Assetpräferenzen für das nächste Jahr)

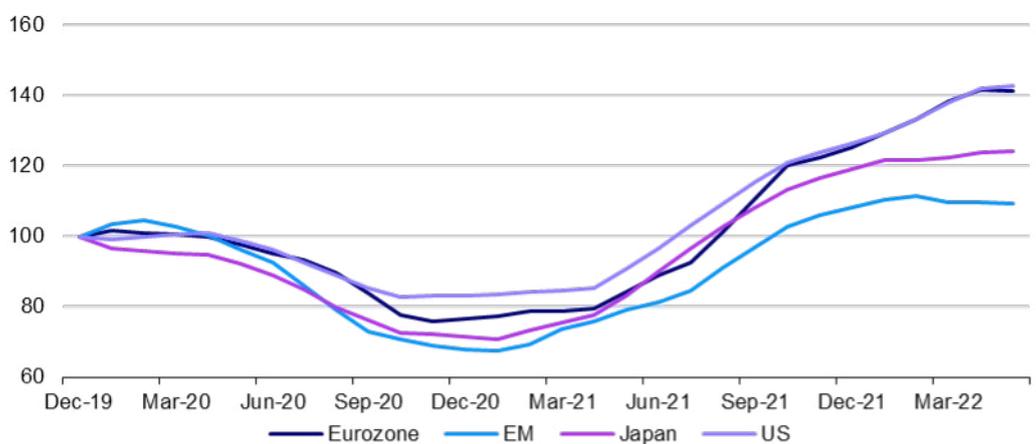


Die Abbildung zeigt die Meinungen des Global Market Strategy Office von Invesco (GMS – siehe Mitgliederliste auf der hinteren Umschlagseite) zu den erwarteten Renditen der verschiedenen Anlageklassen in den nächsten zwölf Monaten in USD. Alle Teammitglieder wurden dazu aufgefordert, jeden Anlagewert auf einer Skala von -10 bis +10 zu bewerten (wobei -10 für einen hohen Minderertrag steht und +10 für einen hohen Mehrertrag gegenüber dem Durchschnitt aller Anlagewerte). Daraufhin wird der Durchschnitt der von allen Teammitgliedern vergebenen Werte genommen und gemäß dem durchschnittlichen Wert für die einzelnen Regionen nach Assetkategorien geordnet und innerhalb der einzelnen Kategorien eingestuft. Abkürzungen: Cash Eq. steht für geldmarktäquivalente Produkte; CTY steht für Rohstoffe; Asien ex-China umfasst nur Schwellenländer; Ind. Metals steht für Industriemetalle; Prec. Metals steht für Edelmetalle. Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden. Quelle: Invesco Global Market Strategy Office

Das Gewinnwachstum flacht ab

Seit dem Tiefpunkt der pandemiebedingten Rezession wurden die globalen Aktienmärkte durch die Erholung der Gewinne je Aktie (EPS) gestützt (siehe **Abbildung 21**). In den EM und Japan hat sich das Gewinnwachstum jedoch deutlich abgeflacht und auch in den USA und der Eurozone gibt es erste Anzeichen für eine Verlangsamung.

Abb. 21 – Entwicklung der Gewinne je Aktie (gleitende 3-Monats-Durchschnitte, Dezember 2019 = 100)



Hinweis: Monatliche Daten von Dezember 2019 bis Mai 2022. Die Grafik zeigt die rollierenden 3-Monats-Durchschnitte der Gewinne je Aktie, umbasiert auf 100 im Dezember 2019. Auf der Grundlage von Datastream-Länder-/Regionalindizes, wobei der Gewinn je Aktie als Quotient aus dem Kursindex und dem Kurs-Gewinn-Verhältnis berechnet wird. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Das schwächere Wachstum und die höheren Kosten fordern ihren Tribut

Daher ist unser Ausblick für das Dividendenwachstum jetzt verhaltener

Eine derartige Verlangsamung des Gewinnwachstums ist eine natürliche Folge eines Konjunkturabschwungs (wie **Abbildung 22** am Beispiel Japan verdeutlicht). Der Anstieg der Rohstoffpreise (und Löhne in den USA und Großbritannien) könnte die Gewinnentwicklung zusätzlich bremsen, da die Margen dadurch geschmälert werden. Tatsächlich ist es bemerkenswert, dass sich die Gewinne trotz der Doppelbelastung durch ein schwächeres Wachstum und höhere Kosten so robust gezeigt haben.

Wie **Abbildung 22** signalisiert, müssen wir uns auf ein schwächeres (und vielleicht sogar negatives) Gewinnwachstum einstellen. Die Gewinne der chinesischen Industrie sind im April um 8,5% gegenüber dem Vorjahr gesunken, obwohl unser Gesamtmarkt-Gewinnindikator zeigt, dass der breitere Markt nach wie vor ein positives Wachstum aufweist. Wie bereits dargestellt, wird die Eurozone unserer Erwartung nach am stärksten unter den gegen Russland verhängten Sanktionen leiden, und in Japan war die Industrieproduktion zuletzt schwach. Vergleichsweise gute Nachrichten hat es dagegen aus den USA gegeben, wo die Industrieproduktion stärker geblieben ist als in Europa (sich kurzfristig allerdings ebenfalls abschwächen dürfte), sowie aus dem rohstoffproduzierenden Schwellenmärkten. Trotzdem sind unsere Erwartungen an das künftige Dividendenwachstum jetzt insgesamt konservativer (siehe **Anhang 4**).

Abb. 22 – Industrieproduktion und Gewinnwachstum in Japan (%)

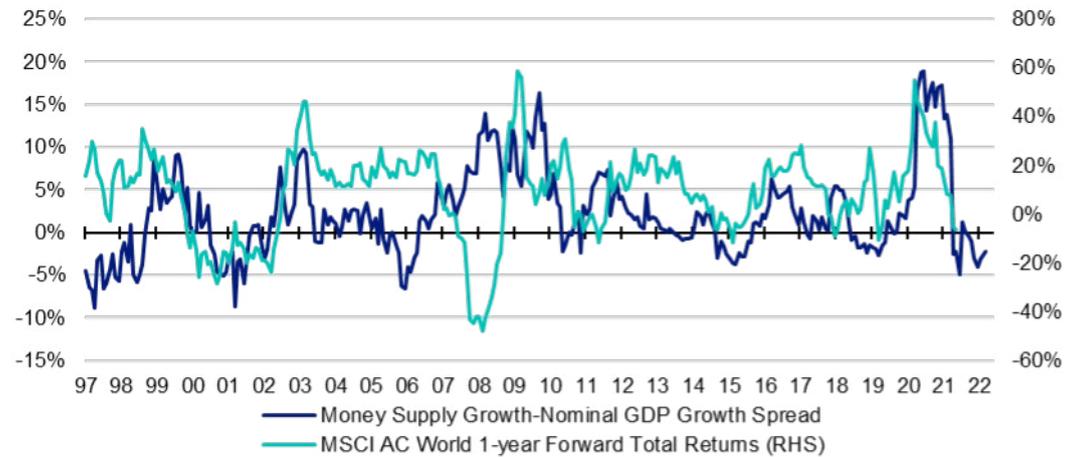


Hinweis: Monatliche Daten von Januar 1974 bis Mai 2022. EPS steht für Earnings per Share (Gewinn je Aktie) und wird als Quotient aus dem Datastream Japan-Kursindex und dem jeweiligen Kurs-Gewinn-Verhältnis berechnet. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Das restriktivere monetäre Umfeld spricht ebenfalls für einen schwächeren Ausblick für Aktien

Insgesamt halten wir es für unvermeidlich, dass das veränderten monetäre Umfeld auch die Aussichten für Finanzanlagen verändert. **Abbildung 23** stellt das globale Überschuss-Geldmengenwachstum der Aktienmarktperformance in den folgenden zwölf Monaten gegenüber (das Überschuss-Geldmengenwachstum ist die Differenz zwischen dem Wachstum der Geldmenge und dem nominalen BIP-Wachstum, aggregiert für die USA, China, die Eurozone, Japan und Großbritannien). Obwohl der Zusammenhang bei Weitem nicht perfekt ist, gibt es eine gewisse Korrelation, und intuitiv macht es Sinn, dass ein Überschuss an Geld seinen Weg in die Finanzmärkte findet. Auf dieser Grundlage ist der Ausblick für die globalen Aktienmärkte nicht gut.

Abb. 23 – Globales Überschuss-Geldmengenwachstum und Aktienmarktperformance



Hinweise: **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.** Monatliche Daten von Januar 1997 bis Mai 2022. Wir aggregieren die Geldmenge und das nominale BIP in US-Dollar für die USA, die Eurozone, China, Japan und Großbritannien anhand der Thomson Reuters International Comparable Economic Indicators. Unser Geldmengenindikator ist M2 für die USA und China und M3 für die Eurozone, Japan und Großbritannien. Wir messen die Differenz zwischen der Jahresrate des Geldmengenwachstums und dem nominalen BIP. Wir verwenden den MSCI All-Country World Index in USD für die Gesamterträge aus Aktien. Stand der Daten: 31.05.22. Quelle: Datastream und Invesco

Und die quantitative Straffung könnte auf die Anlagerenditen drücken

Abbildung 24 zeigt ein ähnliches Konzept, indem sie das Wachstum der Zentralbankbilanzen den Renditen aus einem diversifizierten Mix globaler Anlagewerte gegenüberstellt (dargestellt durch die neutrale Allokation innerhalb unserer Modell-Asset-Allokation – siehe **Abbildungen 3** und **37**). Wenn es eine Korrelation zwischen der Bilanzausweitung und den Anlagerenditen gibt, kommen wir auf Basis unserer Einschätzung der weiteren Entwicklung der Zentralbankbilanzen bis Ende 2023 zu dem Schluss, dass es Anleger in den nächsten 18 Monaten nicht leicht haben könnten.

Abb. 24 – QE5-Bilanzen und Anlagerenditen (%)



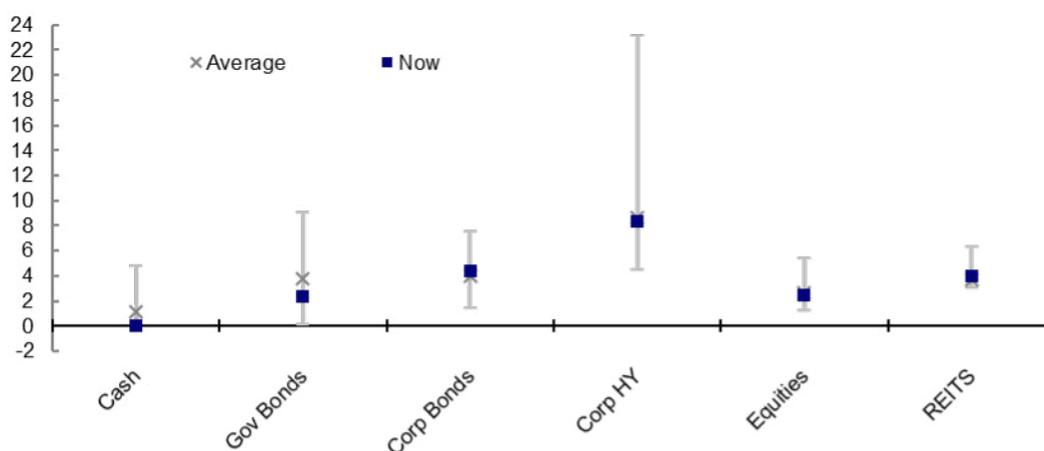
Hinweise: QE5 BS bezieht sich auf die aggregierte Bilanzsumme von Fed, EZB, BOE, BOJ und SNB in USD. Prognose berücksichtigt geplante Anleihekäufe der Notenbanken, lässt andere Wachstumsquellen aber unberücksichtigt. Die Fed hat angekündigt, ihre Anleihenbestände bis September 2022 um 47,5 Mrd. USD pro Monat zurückzuführen und danach um 95 Mrd. USD pro Monat (wir gehen davon aus, dass es bis Ende 2023 bei diesem Tempo bleibt). Die EZB hat angekündigt, dass sie ihre Anleihekäufe am 1. Juli 2022 einstellen wird, und wir gehen davon aus, dass es danach keine weiteren Änderungen geben wird. Außerdem gehen wir von stabilen Bilanzen der BOJ und der SNB über den Prognosehorizont aus. Die BOE reduziert ihre Anleihebestände und wir gehen von einer Rückführung um 5 Mrd. GBP pro Monat aus. Der Multi-Asset-Referenzindex ist ein festgewichteter Index, der auf der neutralen Asset Allokation des Asset Allocation Research Teams von Invesco basiert. Von Mai 2007 bis Dezember 2023. Stand: 31.05.2022. **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.** Quelle: BOE, Refinitiv Datastream und Invesco

Höhere Renditen verbessern unseres Erachtens das künftige Ertragspotenzial einiger Anlagewerte

Wir halten die Bewertungen jetzt für attraktiver, vor allem im Anleihenbereich

Die gute Nachricht ist, dass sich die Ausgangsbasis für die meisten Anlagewerte durch den in **Abbildung 5** gezeigten Anstieg der Anleiherenditen (und die damit einhergehende negative Wertentwicklung) verbessert. **Abbildung 25** stellt diese globalen Renditen in den historischen Zusammenhang (die detaillierten regionalen Zahlen finden Sie in **Anhang 1**). Wie ersichtlich ist, nähern sich die Renditen einiger Anlagewerte der historischen Norm an. Noch sind sie für uns aber nicht hoch genug, um allein aus Bewertungsgründen optimistisch zu sein. Die einzigen Ausnahmen finden sich in den Emerging Markets, vor allem bei REITs, deren Rendite 5,9% beträgt (die detaillierten regionalen Zahlen finden Sie in **Anhang 1**).

Abb. 25 – Die globalen Anlageklassenrenditen bewegen sich innerhalb ihrer historischen Spanne (%)



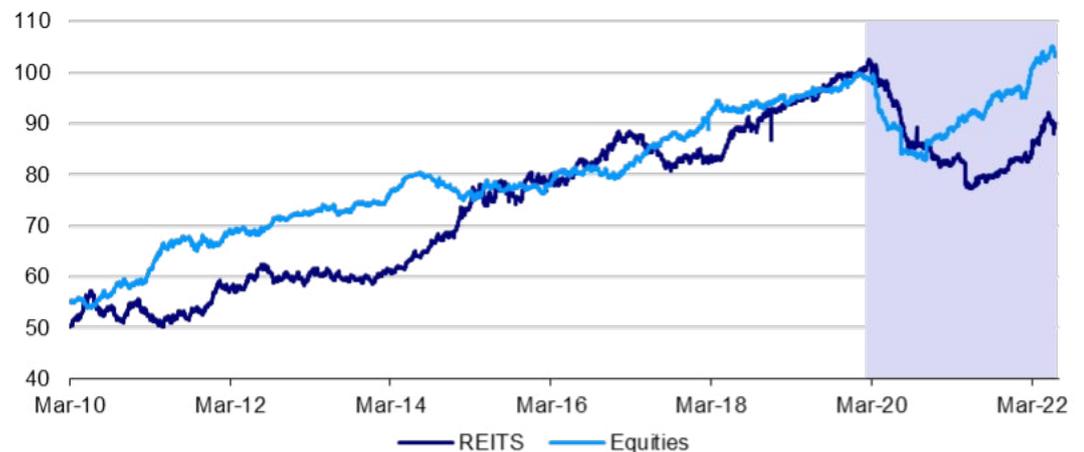
Anfangsdatum: Cash 1.1.01; Staatsanleihen 31.12.85; Unternehmensanleihen 31.12.96; HY-Unternehmensanleihen 31.12.97; Aktien 1.1.73; REITs 18.2.05. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Stand: 13.06.2022.
Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Doch das Wachstum, das die konjunktursensitiven Anlagewerte stützt, könnte nachlassen

Die Gesamtrendite zyklischer Vermögenswerte wie Aktien und Immobilien hängt nicht nur von den laufenden Einnahmen ab, sondern auch vom Kapitalwachstum. Wie bereits erwähnt, ist unser Ausblick für das Wachstum der Aktiendividenden inzwischen weniger optimistisch. **Abbildung 26** zeigt, dass die Dividenden zum vorpandemischen Trendpfad zurückgekehrt sind, womit das Beste bereits hinter uns liegen könnte.

Die REIT-Dividenden haben sich nicht im gleichen Maße erholt. Zum einen lagen sie zum Tiefpunkt bei nur 77% des Niveaus von Ende 2019 (83% im Fall von Aktien) und zum anderen sind sie nach der begrenzten Erholung immer noch 10% niedriger als Ende 2019. Unserer Ansicht nach spiegelt dies die Kollateralschäden der Pandemie in einigen Immobiliensektoren wider. Wir bezweifeln aber, dass der jüngste Rückgang der REIT-Dividenden den Beginn eines Trends darstellt (da Mieteinnahmen unserer Meinung nach einen Inflationsschutz bieten können).

Abb. 26 – Dividenden aus globalen Immobilien (REITs) und Aktien (31.12.19 = 100)

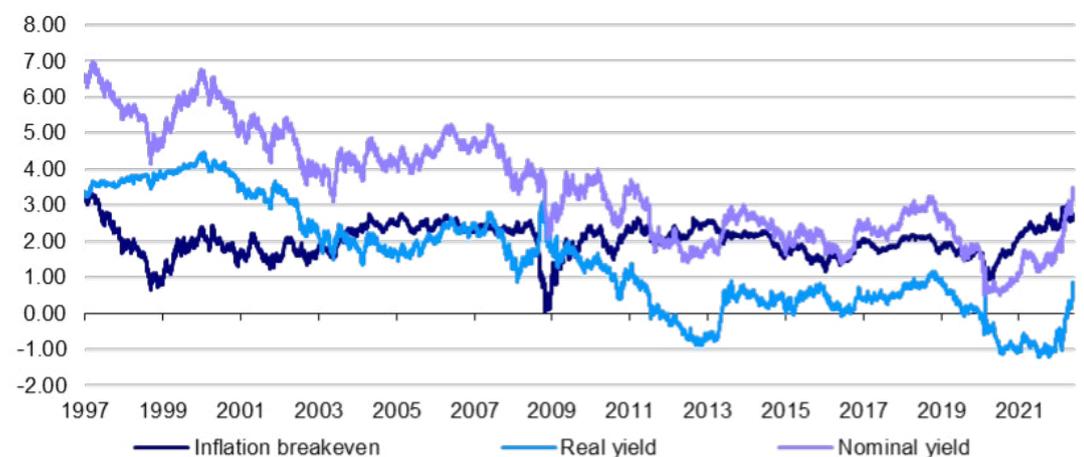


Hinweis: Tägliche Daten vom 2. März 2010 bis zum 15. Juni 2022. Sowohl für REITs als auch für Aktien wird die Höhe der Dividenden aus der gemeldeten Dividendenrendite und den Indexständen berechnet (und am 31. Dezember 2019 auf 100 indiziert). REIT-Dividenden basieren auf dem FTSE EPRA/NAREIT Global Index. Aktiendividenden basieren auf dem Datastream World Index. Der schattierte Bereich markiert die Zeit der Covid-19-Pandemie (vom 1. Februar 2020 bis heute). Quelle: FTSE EPRA/NAREIT, Refinitiv Datastream und Invesco

Sind die Staatsanleiherenditen genug gestiegen?

Die große Frage ist jedoch, ob die Staatsanleiherenditen inzwischen ausreichen gestiegen sind, um die Anlageklasse aus Anlegersicht interessant zu machen (wir hielten zuletzt die im Rahmen unserer Modell-Asset-Allokation erlaubte Mindestallokation). Der Anstieg der Renditen ist spektakulär gewesen: Die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen sind im bisherigen Jahresverlauf um fast zwei Prozentpunkte gestiegen und seit dem Tiefpunkt im März 2020 um fast drei Prozentpunkte (siehe **Abbildung 27**). Mit rund 3,40% rentiert die 10-jährige US-Staatsanleihe momentan so hoch wie zuletzt im April 2011.

Abb. 27 – Treiber der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen (%)



Hinweise: **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.** Tägliche Daten vom 29.01.1997 bis zum 15.06.2022. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Mittelfristig muss vielleicht mit höheren Staatsanleiherenditen gerechnet werden – kurzfristig könnten sie durch eine Rezession jedoch nach unten gedrückt werden

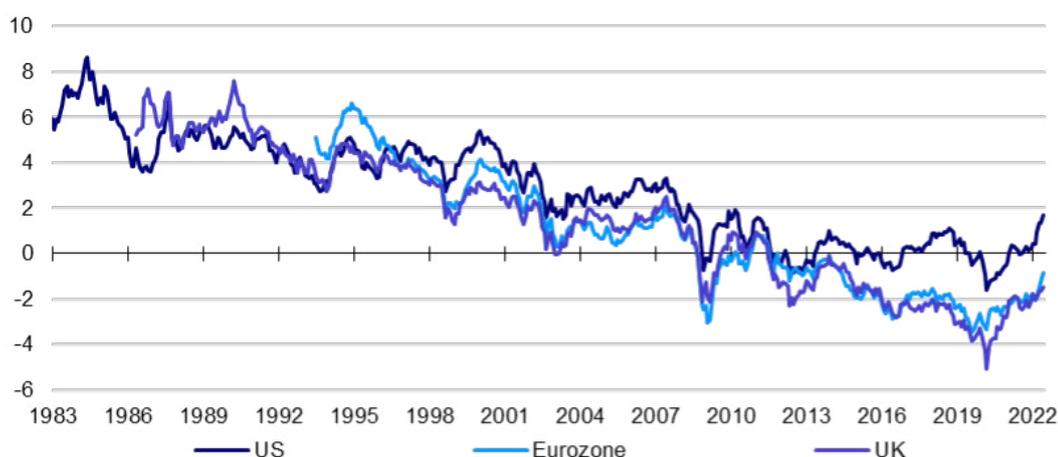
Die Renditeabstände signalisieren, dass Staatsanleihen im Vergleich zu Aktien derzeit attraktiver sind als zu irgendeinem anderen Zeitpunkt in den letzten zehn Jahren

Während der Renditeanstieg zunächst auf steigende Inflationsprognosen zurückzuführen war (siehe „Inflation breakeven“ in **Abbildung 27**), ist der jüngste Anstieg auf steigende Realrenditen zurückzuführen, die sich nun dem höchsten Stand seit 2011 nähern. Eine Rückkehr der realen und nominalen Renditen auf das vor der globalen Finanzkrise verzeichnete Niveau, von dem diese noch einiges entfernt sind, könnte einige Zeit dauern, insbesondere wenn die Weltwirtschaft in eine Rezession abgleiten sollte (was zu sinkenden Staatsanleiherenditen führen dürfte).

Wenn also die Staatsanleiherenditen jetzt absolut betrachtet attraktiver sind, wie sieht es dann im Verhältnis zu anderen Vermögenswerten aus? Der übliche Vergleich ist der mit Aktien, und **Abbildung 28** zeigt, dass sich der Abstand zwischen den Staatsanleiherenditen und den Dividendenrenditen der entsprechenden Aktienmärkte auf beiden Seiten des Atlantiks verbessert hat. In den USA ist dieser Abstand größer als zu irgendeinem anderen Zeitpunkt seit April 2010; in Europa ist er dagegen immer noch negativ.

Unserer Ansicht nach haben der dramatische Anstieg der Staatsanleiherenditen und die größeren Renditeabstände das Gleichgewicht zugunsten von Staatsanleihen verschoben – im Falle einer Rezession würde das noch mehr gelten.

Abb. 28 – Renditeabstände sprechen zunehmend für Anleihen (%)



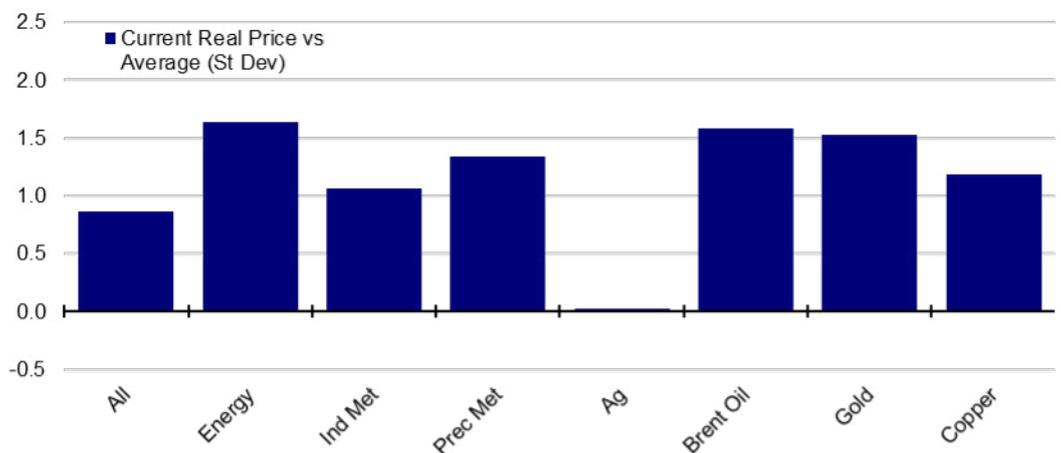
Hinweis: **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.** Monatliche Daten von Januar 1983 bis Juni 2022 (Stand 15. Juni 2022). Der Renditeabstand bezieht sich auf die Differenz zwischen der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen und der Dividendenrendite von Aktie (auf Basis der Aktienindizes von Datastream). Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Die realen Rohstoffpreise liegen deutlich über der historischen Norm

Rohstoffe und Währungen

Uns erschienen Industrierohstoffe und Gold schon vorher teuer und durch die russische Invasion in der Ukraine erhielten beide noch mehr Auftrieb. Die jüngste Stärke der Rohstoffpreise hat sich jedoch auf Energie und Agrarrohstoffe konzentriert (siehe **Anhang 2**). Alle Rohstoffgruppen erscheinen inzwischen auf realer Basis teurer als normal (siehe **Abbildung 29**), obwohl sich Agrarrohstoffe relativ nah an der historischen Norm bewegen. Industrie- und Agrarrohstoffe könnten weiter gestützt werden, wenn die durch den Russland-Ukraine-Krieg bedingten Versorgungsengpässe andauern. Die weltweite Konjunkturabschwächung dürfte jedoch weniger Auswirkungen auf die Agrarrohstoffe haben. Unsere 12-Monats-Prognosen zeigen, dass wir bei den wichtigsten Rohstoffen mit Preisrückgängen rechnen (siehe **Abbildungen 35** und **36**).

Abb. 29 – Rohstoffpreise deflationiert mit dem US-Verbraucherpreisindex im Vergleich zur historischen Norm

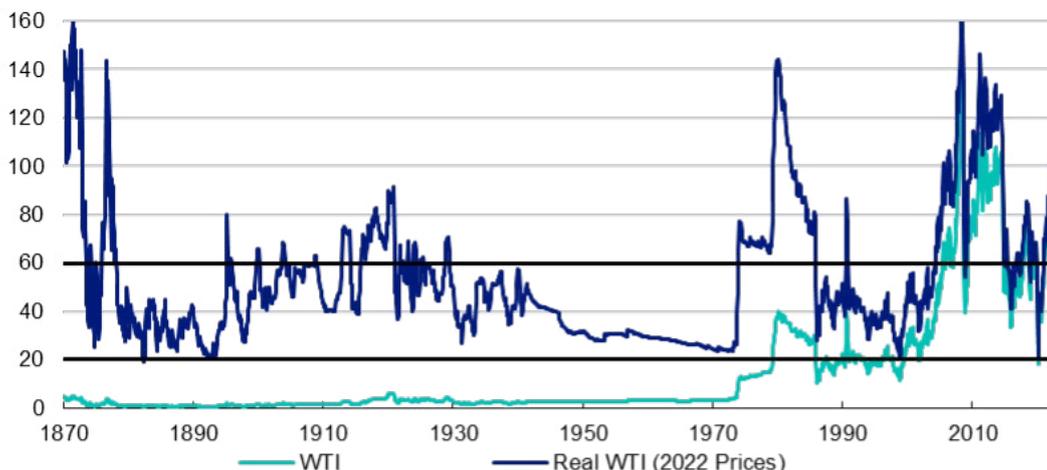


Abkürzungen: „Ind Met“ steht für Industriemetalle, „Prec Met“ für Edelmetalle und „Ag“ für Agrarrohstoffe. Anfangspunkte der historischen Spannen sind: Alle und Ag 31.12.69; Energie 31.12.82; Ind Met 3.1.77; Prec Met 2.1.73; Brent 1.6.87; Gold 1.1.74; Kupfer 1.1.74. Stand: 13.06.2022. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: GSCI, Refinitiv Datastream, Invesco

Das aktuelle Ölpreisniveau ist ungewöhnlich und auf diesem Niveau hat sich der Ölpreis nie lange gehalten

Abbildung 30 zeigt, wie selten Öl in den letzten 150 Jahren die jüngsten Spitzenwerte erreicht hat (gemessen in heutigen Preisen). Dies sind außergewöhnliche Zeiten, aber das waren die früheren Episoden auch, wobei Spitzenpreise für Öl in der Regel durch Nachfrage-/Angebotschocks zu erklären waren (Oil Creek Association in den 1860er/1870er Jahren, OPEC-Embargos in den 1970er/80er Jahren und der Wachstumsschock in China Anfang der 2000er Jahre). Die Erfahrung dieser 150 Jahre signalisiert, dass sich der Ölpreis nur schwer über 140 Dollar (in heutigen Preisen) halten kann, weil sich sowohl die Nachfrage als auch das Angebot an diese höheren Preise anpassen. Wir erwarten, dass es auch jetzt wieder so kommen wird. Wenn diese These auf die Probe gestellt wird, könnte die Reaktion der Nachfrageseite jedoch zu einer weltweiten Rezession führen. Wir gehen davon aus, dass wir ein derartiges Preisniveau nicht sehen werden, können dies aber nicht ausschließen (falls Russland seine Lieferungen nach Europa kürzt oder einstellt).

Abb. 30 – Realer US-Ölpreis seit 1870 (USD/Barrel, inflationsbereinigt)



Hinweis: Monatliche Daten von Januar 1870 bis Mai 2022 (Stand 31. Mai 2022). WTI steht für West Texas Intermediate. Der Realpreis für WTI wird berechnet, indem der WTI-Preis durch einen Index der US-Verbraucherpreise geteilt wird. **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.** Quelle: Global Financial Data, Refinitiv Datastream und Invesco

Gold könnte von der Konjunkturabschwächung profitieren; der Goldpreis erscheint jedoch bereits erhöht

Anfang Februar stellten wir fest, dass sich Gold von unserem ökonometrischen Modell abkoppelt (siehe [Why is gold misbehaving?](#)). Unserem Modell zufolge geht der Goldpreis tendenziell zurück, wenn die Anleiherenditen und/oder der Dollar steigen. Diese Bedingungen wurden in diesem Jahr erfüllt, aber der Goldpreis ist nicht wie erwartet gefallen (siehe **Abbildung 31**). Wir vermuteten, dass dies teilweise auf einen durch den Russland-Ukraine-Krieg bedingten Risikoaufschlag zurückzuführen war; es könnte jedoch auch veränderte Motivationen für Goldkäufe widerspiegeln (Inflationsanstelle von Deflationsorgen). Theoretisch könnten die von uns erwartete globale Wachstumsabschwächung und der damit verbundene Höchststand der Anleiherenditen den Goldpreis stützen. Angesichts der in **Abbildung 31** dargestellten Bewertungslücke bleiben wir jedoch vorsichtig.

Abb. 31 – Goldpreis vs. modellierter Fair Value (USD je Feinunze)

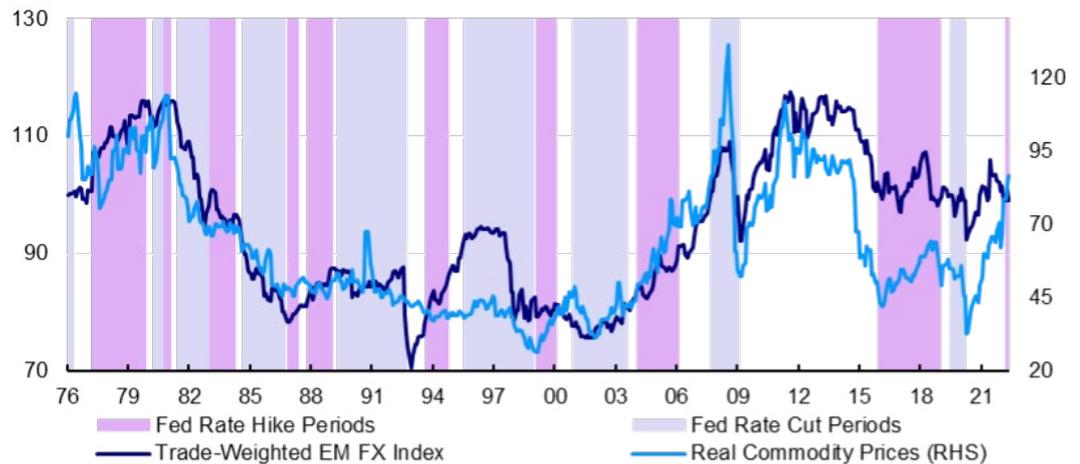


Hinweis: Monatliche Daten von Januar 2003 bis Mai 2022 (Stand 31. Mai 2022). Der Goldpreis wird in Abhängigkeit von der realen 10-jährigen US-Staatsanleiherendite, der 10-jährigen US-Breakeven-Inflationsrate und dem handelsgewichteten USD modelliert. Das „Vor-2007-Modell“ basiert auf Daten vom 31. Januar 1997 bis zum 31. Dezember 2006. Das „Nach-2007-Modell“ basiert auf Daten vom 31. Januar 2007 bis zum 30. April 2020. „President Dummy“ ist eine Dummy-Variablen, die vor November 2016 (als Präsident Trump gewählt wurde) auf 0 und danach auf 1 gesetzt wurde. **Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.** Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Die EM-Währungen spiegeln den Anstieg der Rohstoffpreise noch nicht vollständig wider

Abbildung 32 deutet auf eine gute historische Beziehung zwischen unserem EM-Währungsindex und den Rohstoffpreisen hin, auch wenn es in den letzten Monaten zu einer deutlichen Entkopplung gekommen ist. Wir glauben, dass die Entwicklung der Rohstoffpreise für die Entwicklung der EM-Währungen wichtiger ist als die Fed, und wir vermuten, dass diese Währungen die positiven Auswirkungen höherer Rohstoffpreise (für Rohstoffproduzenten) noch nicht vollständig eingepreist haben.

Abb. 32 – Schwellenländerwährungen, Rohstoffe und die Fed

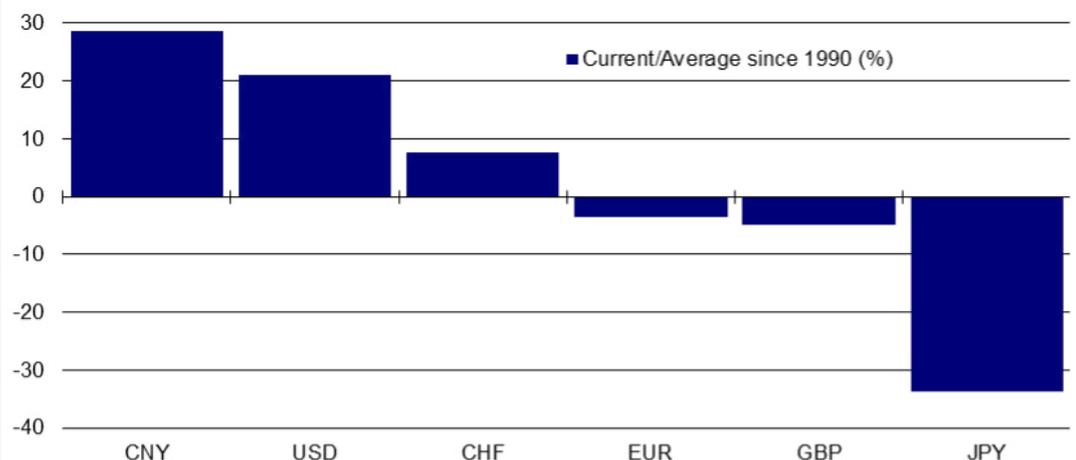


Hinweis: Monatliche Daten von Januar 1976 bis Mai 2022. Beim realen, handelsgewichteten EM-Währungsindex handelt es sich um einen handelsgewichteten Durchschnitt der nationalen Währungen gegenüber dem US-Dollar (die Handelsgewichte basieren auf den gesamten Handelsströmen jedes Landes). Der EM-Korb enthält 18 Währungen – die von China, Brasilien, Südkorea, Mexiko, Singapur, Indien, Russland, Polen, Thailand, Türkei, Tschechischer Republik, Malaysia, Indonesien, Ungarn, Philippinen, Südafrika, Chile und Nigeria. Die Inflationsbereinigung basiert auf den nationalen Verbraucherpreisindizes gegenüber dem CPI-Index der USA. Der reale Rohstoffpreisindex basiert auf dem S&P GSCI Commodity Spot Price Index, adjustiert anhand des US-amerikanischen Verbraucherpreisindex (CPI). Alle Indizes im Januar 1976 auf 100 umbasiert. Stand: 31.05.2022. **Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge.** Quelle: IWF, OECD, Oxford Economics, S&P GSCI, Bloomberg L.P., Refinitiv Datastream, Invesco.

CNY und USD sind auf realer handelsgewichteter Basis teurer als üblich und der JPY erscheint günstig

Bei den bedeutenden Währungen betrifft der größte Bewertungsgegensatz weiterhin das Währungspaar CNY/JPY (siehe **Abbildung 33**). Die japanische Währung erscheint auf inflationsadjustierter Basis (im Vergleich zur historischen Norm) weiterhin günstig und wir erwarten, dass der JPY zu den Währungen gehören wird, die sich mittelfristig besser entwickeln werden. Die Tatsache, dass die Bank of Japan bislang von einer Straffung ihrer Geldpolitik abgesehen hat, hat den JPY kurzfristig jedoch belastet.

Abb. 33 – Reale effektive Wechselkurse*



*Währungsindizes gemessen an einem handelsgewichteten Währungskorb und um Inflationsunterschiede bereinigt. Stand: 30.04.2022. Quelle: OECD, Datastream und Invesco

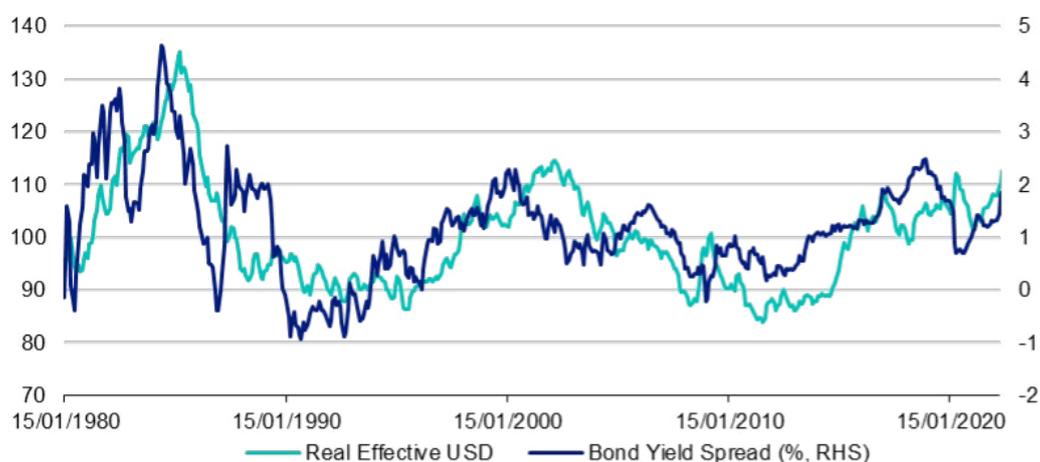
Es gibt viele Gründe, warum der Dollar langfristig abwerten könnte ...

Wie bereits bei der Diskussion zu Gold erwähnt, wirkt sich die Wertentwicklung des US-Dollars auf viele andere Anlagewerte aus, und der Dollar ist erstarkt. Es ist jedoch nicht schwer, Gründe zu finden, die eigentlich für eine Dollar-Abwertung sprechen: Erstens hat ein chronisches Leistungsbilanzdefizit zu einem sehr negativen Netto-Auslandsvermögensstatus der USA geführt (die USA sind gegenüber dem Rest der Welt zunehmend verschuldet); zweitens hat die im Vergleich zu anderen Ländern deutlich expansivere Fiskalpolitik in Reaktion auf die Covid-Krise dieses Leistungsbilanzdefizit erhöht, und drittens scheint der Dollar, wie **Abbildung 33** zeigt, auf realer Basis über seinem normalen Wert zu liegen.

... aber die Renditespreads haben für Unterstützung gesorgt

Was die kurzfristigeren Treiber angeht, zeigt **Abbildung 34**, dass die Entwicklung des realen handlungsgewichteten Werts des Dollars mit dem Renditeabstand zwischen US-Anleihen und Anleihen anderer Länder korreliert ist. Durch den Kurswechsel der Fed von einer sehr lockeren Geldpolitik zu einer raschen Straffung hat sich der Renditeabstand zwischen den USA und anderen Ländern vergrößert, was den Dollar stärkt. Wir glauben allerdings eher nicht, dass der Dollar noch viel Luft nach oben hat, und gehen davon aus, dass er in den nächsten zwölf Monaten leicht nachgeben wird (siehe **Abbildung 35**).

Abb. 34 – Realer effektiver US-Dollar und Renditespread von Anleihen



Hinweis: Monatliche Daten von Januar 1980 bis Mai 2022. „Real effective US dollar“, der reale effektive US-Dollar-Wechselkursindex, ist ein Index, der von der OECD als handlungsgewichteter Wert des US-Dollars gegenüber einem Währungskorb berechnet und um die Unterschiede in der Verbraucherpreisinflation bereinigt wird. „Bond yield spread“, der Renditespread von Anleihen, bezieht sich auf die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen abzüglich des Durchschnitts der Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen von: Deutschland, Japan und Großbritannien. Stand: 31.05.2022. **Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge.** Quelle: OECD, Refinitiv Datastream und Invesco.

Das Rezessionsrisiko ist erhöht

Prognosen für das kommende Jahr

Einige Zentralbanken straffen ihre Geldpolitik aggressiv, während die Wirtschaft durch den höheren Inflationsdruck an Dynamik verliert. Daher ist das Rezessionsrisiko unserer Ansicht nach nicht zu vernachlässigen. Gleichzeitig sind die Anleiherenditen dramatisch gestiegen, was die Investmentlandschaft verändert hat (im Hinblick auf die Renditen konkurrierender Anlagewerte).

Wir rechnen mit einem schwächeren Wachstum und einer nachlassenden Inflation

Unseren Prognosen für die nächsten zwölf Monate liegen die folgenden Annahmen zugrunde:

- Das globale BIP-Wachstum sinkt auf 2%, einige Volkswirtschaften in der Rezession
- Die globale Inflation geht zurück, verharrt aber über den Zielwerten vieler Zentralbanken
- Die Fed hebt die Zinsen stärker an als andere Zentralbanken (die PBOC lockert)
- Die Renditen langfristiger Staatsanleihen erreichen ihren Höchststand und die Zinskurven werden flacher
- Die Spreads von Unternehmensanleihen steigen und die Zahlungsausfälle nehmen zu
- Infolge der rückläufigen geopolitischen Risikoprämien wird der USD etwas schwächer; der CNY wertet ab
- Das Dividendenwachstum verlangsamt sich und die Aktienrenditen steigen leicht
- Das Dividendenwachstum von Immobilien (REITs) schwächt sich etwas ab und die Renditen sind unverändert/steigen leicht
- Rohstoffe werden durch den globalen Abschwung belastet (außer Agrarprodukte)

Die langfristigen Renditen könnten bereits genug gestiegen sein

Die Annahmen, die unseren Prognosen zugrunde liegen, sind in **Anhang 4** dargelegt, während **Abbildung 35** zeigt, welche Marktziele wir daraus ableiten. Die vielleicht wichtigste Prognose betrifft das Ausmaß der geldpolitischen Straffung durch die Fed: Wir rechnen bis Ende 2022 mit einer Anhebung des US-Leitzinses auf 3,00%, glauben aber, dass die Fed dann angesichts einer Wachstumsabschwächung und nachlassenden Inflation eine Pause einlegen wird. Ebenso gehen wir davon aus, dass die Wachstumsabschwächung eine Stabilisierung der 10-jährigen US-Staatsanleiherendite und damit eine Abflachung der Zinskurve ermöglichen wird. Aufgrund des Rezessionsrisikos dürften die Renditen in anderen entwickelten Volkswirtschaften noch stärker zurückgehen.

Die Aktien- und REIT-Renditen könnten leicht steigen und das Dividendenwachstum nachlassen

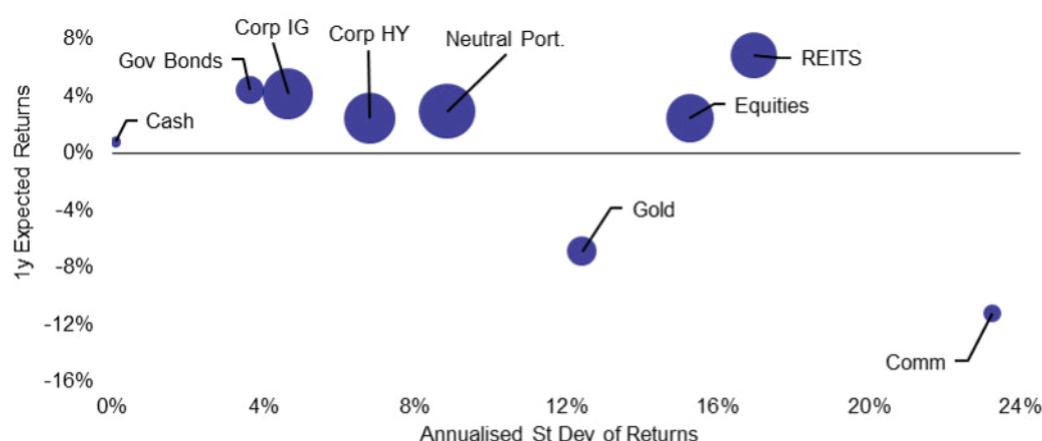
Die Aktien- und Immobilienrenditen werden gegensätzlichen Einflüssen ausgesetzt sein: Während das Rezessionsrisiko für Aufwärtsdruck sorgen wird, dürften die sinkenden Anleiherenditen diesen zum Teil kompensieren. Insgesamt rechnen wir in den meisten Regionen mit einem leichten Anstieg der Aktien- und Immobilienrenditen. Außerdem rechnen wir mit einem geringeren Dividendenwachstum, wobei wir glauben, dass die Inflation die Mieteinnahmen aus Immobilien stärken und die Aktiendividenden belasten könnte (über die negativen Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne).

Abb. 35 – Marktprognosen

		Aktuell (13.06.2022*)	Prognose 12 Monate
Zentralbankzinsen	USA	1,75	3,25
	Eurozone	-0,50	1,00
	China	4,35	4,00
	Japan	-0,10	0,00
	UK	1,25	2,00
10-Jährige Anleiherenditen	USA	3,37	3,25
	Eurozone	1,62	1,00
	China	2,81	3,00
	Japan	0,25	0,10
	UK	2,50	1,75
Wechselkurse/USD	EUR/USD	1,04	1,10
	USD/CNY	6,75	6,60
	USD/JPY	134,42	120,00
	GBP/USD	1,21	1,30
	USD/CHF	0,99	0,90
Aktienindizes	S&P 500	3750	3700
	Euro Stoxx 50	3503	3400
	FTSE A50	13799	13500
	Nikkei 225	26987	27250
	FTSE 100	7206	7250
Rohstoffe (USD)	Brent/Barrel	128	100
	Gold/Feinunze	1826	1700
	Kupfer/Tonne	9286	8000

Hinweise: * mit Ausnahme der Zentralbankzinsen, bei denen spätere Änderungen berücksichtigt werden.
Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang.
Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco Global Market Strategy Office

Abb. 36 – Prognostizierte Risiko-Rendite-Verhältnisse globaler Anlagewerte in den nächsten 12 Monaten



Auf Basis der Erträge in lokaler Währung. Bei den Ertragszahlen handelt es sich um Prognosen; die Standardabweichung der Erträge basiert jedoch auf den historischen Daten für die jeweils letzten 5 Jahre. Die Größe der Blasen steht im Verhältnis zur durchschnittlichen paarweisen Korrelation mit anderen Vermögenswerten. Die Cash-Position besteht zu gleichen Teilen aus USD-, EUR-, GBP- und JPY-Liquidität. Die neutralen Portfoliogewichte sind in **Abb. 3** dargestellt. Stand: 13.06.2022. **Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden.** Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: BAML, MSCI, GSCI, FTSE, Refinitiv Datastream und Invesco

Wir glauben, dass REITs die höchsten Erträge liefern werden, gefolgt von Staatsanleihen

Die in **Abbildung 36** dargestellten Renditeprognosen signalisieren, dass REITs in den nächsten zwölf Monaten unter allen globalen Anlageklassen die beste Performance erzielen werden, mit engem Abstand gefolgt von Staatsanleihen, die durch den jüngsten Renditeanstieg und das Rezessionsrisiko jetzt attraktiver erscheinen (beide Anlageklassen gehören zu den vom GMS-Team bevorzugten Anlageklassen – siehe **Abbildung 20**). Für IG-Anleihen werden ähnlich hohe Erträge prognostiziert, allerdings bei einer höheren Volatilität als Staatsanleihen und einer größeren Korrelation mit anderen Anlageklassen. Mit Ausnahme von Cash und REITs signalisieren unsere Prognosen, dass ein höheres Risiko in den nächsten zwölf Monaten eher mit niedrigeren Renditen einhergehen wird.

Die Ergebnisse der Optimierung sprechen für Staatsanleihen und IG

Um auf Grundlage unserer Prognosen ein diversifiziertes Multi-Asset-Portfolio zusammenzustellen, dürfen wir nicht nur die von uns favorisierten Anlagewerte auswählen – schließlich könnten wir falsch liegen. Daher verwenden wir einen Optimierungsprozess. **Abbildung 37** veranschaulicht die Ergebnisse dieses Prozesses. Die Ergebnisse sprechen für Staatsanleihen und IG (wobei die Ergebnisse für Cash und Immobilien davon abhängen, was maximiert wird – die Sharpe Ratio oder die Rendite).

Staatsanleihen- und REIT-Allokation auf Kosten von Cash, IG, HY und Aktien erhöht

Im Rahmen unserer Modell-Asset-Allokation folgen wir den Vorschlägen der Optimierung in Bezug auf die Richtung, aber nicht unbedingt die Höhe der Allokation. Wir gehen zu einer Übergewichtung von Staatsanleihen über, für die wir unsere Allokationen in Cash (weiterhin übergewichtet), Aktien (auf untergewichtet), HY (auf null) und IG (auf weniger übergewichtet) reduzieren. Außerdem erhöhen wir Immobilien auf eine übergewichtete Position von 10% (von neutral) und halten weiterhin keine Rohstoffe.

Abb. 37 – Optimierte Allokationen in globale Assets (auf Basis der Erträge in lokaler Währung)

	Erlaubte			Optimierungen		
	Neutrales Portfolio	Quote gem. Anlage-richtlinien	Prognos-tizierte Renditen	Sharpe Ratio	Max. Rendite	Modell-Asset -Allokation*
Cash & Gold	5%	0-10%	-3,1%	10%	0%	↓ 5%
Cash	2,5%	0-10%	0,8%	10%	0%	↓ 5%
Gold	2,5%	0-10%	-6,9%	0%	0%	0%
Staatsanleihen	25%	10-40%	4,4%	40%	40%	↑ 30%
IG-Unternehmensanleihen	10%	0-20%	4,1%	20%	19%	↓ 15%
HY-Unternehmensanleihen	5%	0-10%	2,5%	3%	0%	↓ 0%
Aktien	45%	25-65%	2,4%	25%	25%	↓ 40%
Immobilien	8%	0-16%	6,9%	2%	16%	↑ 10%
Rohstoffe	2%	0-4%	-11,2%	0%	0%	0%

Hinweise: Auf Basis der Erträge in lokaler Währung (sowohl für die prognostizierten Erträge der nächsten zwölf Monate als auch die historische 5-Jahres-Kovarianz-Matrix). Die Cash-Position besteht zu gleichen Teilen aus USD-, EUR-, GBP- und JPY-Liquidität. „Sharpe Ratio“ zeigt die Ergebnisse der Maximierung der Sharpe Ratio. „Max. Rendite“ maximiert die Rendite, ohne dass die Volatilität die des neutralen Portfolios übersteigt. *Hierbei handelt es sich um ein theoretisches Portfolio, das nur zur Illustration dient. Es steht nicht stellvertretend für ein tatsächlich bestehendes Portfolio und ist nicht als Anlage- oder Handlungsempfehlung zu verstehen. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: Invesco Global Market Strategy Office

Wir sind erstmals seit sechs Jahren in Staatsanleihen übergewichtet

Wir bevorzugen EM-Staatsanleihen, erhöhen aber auch unsere Allokationen in Industrieländeranleihen

Wir reduzieren Aktien auf leicht untergewichtet, bei einer Präferenz für EM (v.a. China)

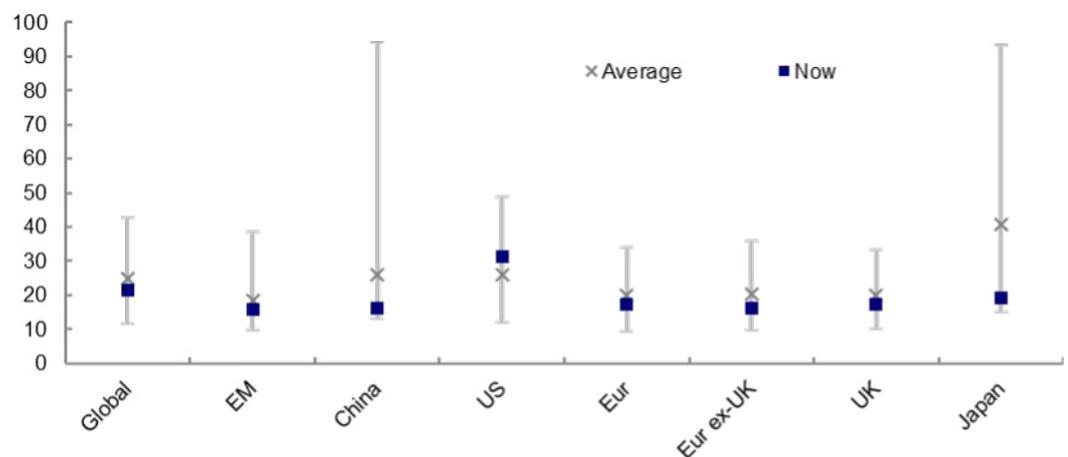
Modell-Asset-Allokation: Staatsanleihen immer lukrativer

Nach dem starken Anstieg der Staatsanleiherenditen und in Anbetracht der Sorgen über eine mögliche Rezession erhöhen wir Staatsanleihen im Rahmen unserer Modell-Asset-Allokation auf übergewichtet und reduzieren Aktien auf untergewichtet (siehe **Abbildung 37**). Im Gegenzug erhöhen wir die Allokation in Immobilien (von neutral auf übergewichtet) und reduzieren die Positionen in IG (weiterhin übergewichtet), HY (auf null) und Cash (vom Maximum auf übergewichtet). Die Modell-Asset-Allokation ist jetzt insgesamt konservativer ausgerichtet. Aus regionaler Perspektive haben wir unsere Allokationen in Großbritannien und den USA erhöht und bleiben in den EM und Großbritannien übergewichtet (**Abbildung 3** zeigt die regionalen Allokationen im Detail).

Die Staatsanleiherenditen sind in diesem Jahr stark gestiegen und liegen in den USA auf dem höchsten Stand seit mehr als zehn Jahren. Im Vergleich zu denen von Aktien zum Beispiel sind diese Renditen jetzt attraktiver. Wir sehen ein zunehmendes Rezessionsrisiko und gehen daher zu einer Übergewichtung von **Staatsanleihen** über (30% gegenüber der neutralen Allokation von 25%). Damit sind wir in dieser Anlageklasse erstmals seit September 2016 übergewichtet (und damals waren wir auch nur kurz übergewichtet). Wir halten an unserer Übergewichtung von EM-Staatsanleihen fest (wobei wir die China-Position eliminieren, da wir glauben, dass die Renditen hier vermutlich nicht weiter zurückgehen werden) und erhöhen die Positionen in den USA, der Eurozone und Großbritannien (die jetzt alle übergewichtet sind) sowie in Japan (untergewichtet).

Die Aktienkurse sind gesunken und die Dividendenrenditen sind gestiegen, aber der Ausblick für Wachstum und Unternehmensgewinne wird immer weniger ermutigend. Wir reduzieren die **Aktien**allokation auf leicht untergewichtet (40% statt den zuvor übergewichteten 50%). In Bezug auf EM-Aktien waren wir bereits beim Maximum und wir halten diese Anlageklasse weiterhin für attraktiv (siehe **Abbildung 38**). Innerhalb der EM-Allokation untergewichtigen wir China (das zuletzt überdurchschnittlich performt hat) noch stärker als zuvor, was zum Teil an den Bewertungen liegt, aber auch an unserer Überzeugung, dass die staatlichen Stimulusmaßnahmen die Wirtschaft ankurbeln werden. Wir haben die Allokation in Europa ohne Großbritannien reduziert (auf untergewichtet) und auch unsere Positionen in Großbritannien und Japan zurückgeführt (bleiben aber in beiden Märkten übergewichtet).

Abb. 38 – Historische CAPE-Spannen



Hinweis: CAPE = Cyclically Adjusted Price/Earnings (zyklusbereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis) auf Basis der durchschnittlichen Gewinne über gleitende 10-Jahres-Zeiträume. Auf Basis täglicher Daten ab dem 3. Januar 1983 (China ab 1. April 2004 und EM ab 3. Januar 2005) unter Nutzung der Datastream-Indizes. Stand: 13.06.2022. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Immobilien werden auf
übergewichtet erhöht, HY,
IG und Cash dagegen
reduziert

Unter den anderen zyklischen Anlageklassen erhöhen wir die Allokation in **Immobilien** (von neutralen 8% auf übergewichtete 10%), wobei wir die EM besonders positiv sehen (REIT-Rendite von 5,9%). Gleichzeitig haben wir **HY** auf null reduziert (von untergewichteten 2%) und unser **IG**-Exposure zurückgeführt (vom Maximum von 20% auf immer noch übergewichtete 15%, mit reduzierten Allokationen in den USA, Japan und China). Wir gehen davon aus, dass sich die Spreads im Falle einer Rezession weiter ausweiten werden, und wollten Staatsanleihen stärken, da diese in der Regel weniger volatil sind. Außerdem haben wir **Cash** auf immer noch übergewichtete 5% reduziert (vom Maximum von 10%), da wir Staatsanleihen jetzt für attraktiver halten.

Nachdem wir die jüngste **Rohstoff**-Rally verpasst haben, wollen wir dieser Performance nicht hinterherrennen und bleiben bei unserer Nullallokation (einschließlich **Gold**, das wir für teuer halten).

Präferenz für
Großbritannien und EM

Auf regionaler Ebene bevorzugen wir die EM und Großbritannien, da wir jeweils (unserer Ansicht nach) attraktiv bewertete Anlagewerte finden und beide Märkte/Regionen von der jüngsten Stärke der Rohstoffpreise profitieren dürften.

Wir rechnen mit einem längeren Zermürbungskrieg

Exkurs zum Krieg in der Ukraine

In der letzten [Big Picture](#) Ausgabe (veröffentlicht im März 2022) sind wir näher auf den Krieg in der Ukraine eingegangen. Leider scheint eine Lösung dieses Konfliktes nicht in greifbarere Nähe zu rücken und unser zentrales Szenario bleibt das eines längeren Zermürbungskriegs. Diese Annahme liegt auch den oben dargestellten Prognosen zugrunde. Im Wesentlichen würde dieses Szenario bedeuten, dass die Rohstoffpreise erhöht bleiben (wenn auch nicht so hoch wie aktuell), die Inflation höher bleibt, als wir es gewöhnt sind (auch wenn sie etwas nachlassen dürfte) und die Weltwirtschaft weiter abschwächt oder sogar in die Rezession abgleiten könnte.

Die meisten Finanzmärkte würden jedoch positiv auf eine schnelle Lösung des Konfliktes reagieren

Natürlich können wir nicht wissen, was tatsächlich passieren wird, und angesichts der Ungewissheiten haben wir zwei alternative Szenarien skizziert. Das erste geht von einer schnellen Lösung des Konfliktes aus, die an den meisten Finanzmärkten mit Ausnahme der Rohstoffmärkte positiv aufgenommen werden dürfte. Der Rückgang der Rohstoffpreise, mit dem wir in diesem Szenario rechnen, würde wahrscheinlich zu einem schnelleren Rückgang der Inflation führen. Unserer Meinung nach würde das den Druck von den Zentralbanken nehmen, die Geldpolitik zu straffen, und so den Druck auf die Haushaltseinkommen und Unternehmensgewinne verringern. In diesem Szenario hätten wir eine Präferenz für zyklische Anlagen (mit Ausnahme der Rohstoffe, bei denen es durch den Krieg zu einer Verknappung gekommen ist – z.B. Energie und Industriemetalle). Wir vermuten, dass Agrarrohstoffe ebenfalls billiger werden könnten, wenn das Angebot wieder steigt.

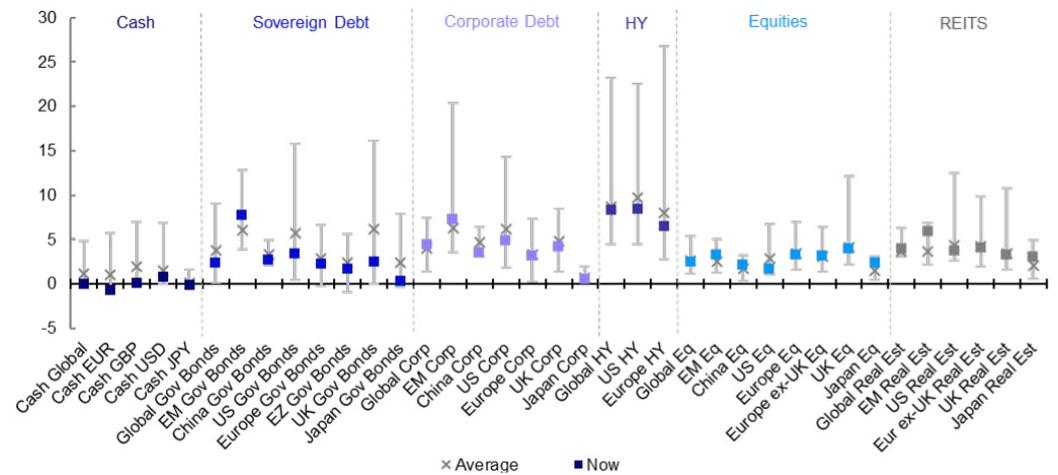
Andererseits könnte eine Kürzung oder Einstellung der Energielieferungen nach Europa zu einer Stagflation führen

Das andere Tail-Risk (Extremverlustrisiko mit geringerer Eintrittswahrscheinlichkeit) ist ein düsteres Szenario einer abrupten Aussetzung der russischen Energielieferungen an Europa. Angesichts der Tatsache, dass Russland vor seinem Einmarsch in der Ukraine mehr als 20% des europäischen Energiebedarfs abdeckte, würde dies unserer Meinung nach zu einer schweren Rezession in Europa und einer höheren Inflation führen (aufgrund der geringeren Versorgung durch die europäischen Produktionsanlagen). Daher glauben wir, dass dieses Szenario Europa in eine Stagflation führen würde, mit dem Risiko, dass diese auf den Rest der Welt übergreift. Bei Eintritt eines solchen Szenarios würden wir defensive Anlagen bevorzugen – angesichts einer steigenden Inflation wäre es aber schwierig, diese zu identifizieren. Neben inflationsgeschützten Staatsanleihen dürfte Gold ein Kandidat sein. Außerdem würden wir die Aktienallokation in einem solchen Szenario vermutlich noch weiter reduzieren, obwohl auch Zinsanlagen unter Druck stehen könnten.

Anhänge

Anhang 1: Globale Bewertungen im historischen Vergleich

Regionale Renditen bewegen sich innerhalb historischer Spannen (%)



Hinweise: Stand: 13.06.2022. **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.** Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: Bloomberg Barclays, BofAML, FTSE, Refinitiv Datastream und Invesco

Anhang 2: Gesamttrendite der Anlageklassen

Data as at 13/06/2022	Index	Current Level/Ry	Total Return (USD, %)				Total Return (Local Currency, %)			
			3m	YTD	12m	5y*	3m	YTD	12m	5y*
Equities										
World	MSCI	620	-5.8	-16.9	-12.0	8.2	-4.1	-14.7	-8.1	8.9
Emerging Markets	MSCI	1055	-2.1	-13.5	-21.6	3.6	-0.2	-10.3	-16.5	5.8
China	MSCI	73	8.2	-12.6	-31.9	2.1	9.4	-11.3	-30.7	2.2
US	MSCI	3709	-7.3	-18.7	-8.8	11.7	-7.3	-18.7	-8.8	11.7
Europe	MSCI	1697	-3.8	-17.0	-16.0	3.5	0.9	-9.8	-3.9	4.6
Europe ex-UK	MSCI	2053	-4.5	-20.2	-19.4	3.7	-0.2	-13.6	-7.9	5.0
UK	MSCI	1086	-1.6	-5.7	-4.0	2.9	4.4	3.5	9.9	3.5
Japan	MSCI	3210	-4.2	-15.7	-16.3	3.0	9.9	-1.7	2.3	7.2
Government Bonds										
World	BofA-ML	2.21	-10.5	-14.9	-17.6	-1.5	-6.3	-9.5	-9.5	-0.2
Emerging Markets (USD)	BBloom	7.41	-9.9	-23.0	-24.4	-1.6	-9.9	-23.0	-24.4	-1.6
China	BofA-ML	2.65	-4.4	-3.1	0.8	5.0	1.2	1.7	5.6	4.6
US (10y)	Datastream	3.16	-9.6	-13.6	-12.7	0.7	-9.6	-13.6	-12.7	0.7
Europe	BofA-ML	2.00	-13.7	-19.9	-25.3	-2.2	-10.1	-13.5	-14.1	-1.0
Europe ex-UK (EMU, 10y)	Datastream	1.50	-14.3	-20.5	-25.9	-2.7	-10.8	-14.2	-14.8	-1.4
UK (10y)	Datastream	2.43	-13.0	-19.7	-24.0	-1.7	-7.8	-11.9	-13.1	-1.1
Japan (10y)	Datastream	0.25	-13.4	-15.5	-19.6	-3.9	-0.6	-1.6	-1.7	0.0
IG Corporate Bonds										
Global	BofA-ML	4.13	-7.5	-14.7	-16.1	0.5	-6.2	-12.5	-12.3	0.9
Emerging Markets (USD)	BBloom	6.96	-4.7	-20.6	-24.6	1.1	-4.7	-20.6	-24.6	1.1
China	BofA-ML	3.47	-4.5	-3.2	-0.1	4.7	1.1	1.6	4.6	4.4
US	BofA-ML	4.63	-6.3	-13.7	-13.0	1.5	-6.3	-13.7	-13.0	1.5
Europe	BofA-ML	2.87	-10.2	-17.7	-23.3	-2.1	-6.5	-11.1	-11.8	-0.8
UK	BofA-ML	4.05	-11.9	-20.9	-24.3	-0.6	-6.5	-13.2	-13.4	0.1
Japan	BofA-ML	0.54	-13.1	-15.0	-18.8	-3.6	-0.3	-0.9	-0.7	0.3
HY Corporate Bonds										
Global	BofA-ML	7.86	-5.5	-12.5	-13.7	1.8	-4.6	-10.9	-10.9	2.1
US	BofA-ML	7.85	-5.2	-10.3	-8.3	2.8	-5.2	-10.3	-8.3	2.8
Europe	BofA-ML	6.11	-8.2	-16.8	-21.7	-0.3	-4.4	-10.1	-9.9	1.0
Cash (Overnight LIBOR)										
US		0.82	0.1	0.1	0.2	1.1	0.1	0.1	0.2	1.1
Euro Area		-0.65	-4.9	-5.9	-12.6	-1.3	-0.2	-0.3	-0.6	-0.5
UK		0.18	-5.8	-6.7	-11.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.3
Japan		-0.09	-9.1	-9.5	-13.7	-2.7	0.0	0.0	-0.1	-0.1
Real Estate (REITs)										
Global	FTSE	1717	-10.7	-17.7	-14.6	2.6	-7.0	-11.1	-1.7	3.9
Emerging Markets	FTSE	1436	-6.9	-10.2	-25.9	-2.7	-3.1	-3.0	-14.7	-1.4
US	FTSE	3092	-12.1	-19.8	-9.2	4.7	-12.1	-19.8	-9.2	4.7
Europe ex-UK	FTSE	2651	-19.4	-28.1	-32.3	-0.9	-16.1	-22.4	-22.1	0.4
UK	FTSE	942	-12.2	-21.2	-14.1	1.7	-6.9	-13.6	-1.7	2.4
Japan	FTSE	2328	-2.6	-9.7	-19.2	0.8	11.8	5.3	-1.2	4.9
Commodities										
All	GSCI	4252	12.5	53.2	64.9	14.6	-	-	-	-
Energy	GSCI	798	24.3	85.9	108.6	17.7	-	-	-	-
Industrial Metals	GSCI	1806	-18.2	-0.4	5.7	9.3	-	-	-	-
Precious Metals	GSCI	2113	-7.0	1.3	-3.5	6.6	-	-	-	-
Agricultural Goods	GSCI	642	2.7	28.6	31.5	9.3	-	-	-	-
Currencies (vs USD)**										
EUR		1.05	-3.6	-7.5	-13.1	-1.3	-	-	-	-
JPY		134.44	-12.7	-14.4	-18.4	-3.9	-	-	-	-
GBP		1.23	-5.7	-8.9	-12.6	-0.6	-	-	-	-

Hinweise: *Renditen über fünf Jahre annualisiert. **Der Währungsabschnitt ist so strukturiert, dass die Zahlen in allen Fällen die Bewegung der angegebenen Währung gegenüber dem USD zeigen (wobei +ve für Aufwertung und -ve für Abwertung steht). **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.** Für Definitionen, Methodik und Haftungsausschlüsse, siehe Anhang.

Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Anhang 3: 10-Year Capital Market Assumptions von Invesco (USD Version)

	Asset Class	Index	Expected geometric return	Expected arithmetic return	Expected Risk	Arithmetic return to risk ratio
			%	%	%	
Fixed Income	US Treasury Short	BBG BARC US Treasury Short	1.5	1.5	1.5	1.01
	US Treasury Intermediate	BBG BARC US Treasury Intermediate	2.5	2.6	4.6	0.57
	US Treasury Long	BBG BARC US Treasury Long	1.7	2.3	11.8	0.20
	US TIPS	BBG BARC US TIPS	1.6	1.8	5.4	0.33
	US Bank Loans	CSFB Leverage Loan Index	5.1	5.4	8.4	0.65
	US Aggregate	BBG BARC US Aggregate	2.8	3.0	6.0	0.50
	US Inv Grd Corps	BBG BARC US Investment Grade	2.9	3.2	7.7	0.42
	US MBS	BBG BARC US MBS	3.1	3.4	6.6	0.51
	US Preferred Stocks	BOA ML Fixed Rate Pref Securities	3.5	4.2	12.4	0.34
	US High-Yield Corps	BBG BARC US High Yield	4.5	5.0	10.1	0.50
	US Muni	BOA ML US Muni	2.7	3.0	7.2	0.41
	US Muni (Taxable)	ICE BOA US Taxable Muni Securities Plus	2.8	3.1	7.9	0.39
	Global Aggregate	BBG BARC Global Aggregate	2.9	3.1	6.9	0.45
	Global Aggregate-Ex US	BBG BARC Global Aggregate- Ex US	2.8	3.3	10.2	0.32
	Global Treasury	BBG BARC Global Treasuries	2.7	3.0	8.4	0.36
	Global Sovereign	BBG BARC Global Sovereign	2.3	2.6	7.6	0.35
	Global Corporate	BBG BARC Global Corporate	3.1	3.4	7.8	0.44
	Global Inv Grd	BBG BARC Global Corporate Inv Grd	3.1	3.4	8.0	0.43
	Eurozone Corporate	BBG BARC Euro Aggregate Credit - Corporate	3.0	3.9	13.3	0.29
	Eurozone Treasury	BBG BARC Euro Aggregate Government - Treasury	2.7	3.5	12.4	0.28
	Asian Dollar Inv Grd	BOA Merrill Lynch ACIG	3.5	3.9	8.4	0.46
	Asian Dollar High Yield	BOA Merrill Lynch ACHY	9.8	11.4	19.1	0.60
	EM Aggregate	BBG BARC EM Aggregate	4.4	5.2	13.2	0.40
	EM Agg IG	BBG BARC EM USD Agg IG	2.9	3.3	8.8	0.38
	China Policy Bk & Tsy	BBG BARC China PB Tsy TR	2.8	2.9	4.8	0.60
	China RMB Credit	BBG BARC China Corporate	3.2	3.3	4.1	0.79
Equities	World Equity	MSCI ACWI	6.7	8.0	17.0	0.47
	World Ex-US Equity	MSCI ACWI Ex-US	7.0	8.6	18.9	0.45
	US Broad	Russell 3000	6.6	8.0	17.5	0.46
	US Large Cap	S&P 500	6.5	7.8	16.7	0.46
	US Mid Cap	Russell Midcap	7.0	8.8	19.6	0.45
	US Small Cap	Russell 2000	8.3	10.6	23.0	0.46
	MSCI EAFE	MSCI EAFE	6.6	8.2	18.6	0.44
	MSCI Europe	MSCI Europe	7.1	8.7	18.7	0.46
	Eurozone	MSCI Euro X UK	6.9	8.7	19.7	0.44
	UK Large Cap	FTSE 100	7.6	9.4	20.1	0.47
	UK Small Cap	FTSE Small Cap UK	8.8	11.7	25.7	0.45
	Canada	S&P TSX	5.2	7.1	20.3	0.35
	Japan	MSCI JP	5.1	7.4	22.5	0.33
	Emerging Market	MSCI EM	8.3	11.0	25.1	0.44
	Asia Pacific Ex JP	MSCI APXJ	7.9	10.6	25.2	0.42
	China Large Cap	CSI 300	8.7	13.7	35.0	0.39
Alternatives	US REITs	FTSE NAREIT Equity	6.6	8.2	18.8	0.44
	Global REITs	FTSE EPRA/NAREIT Developed Index	6.3	7.9	18.5	0.43
	Hedge Funds	HFRI HF Index	6.9	7.3	8.8	0.83
	Commodities	S&P GSCI	6.2	8.8	23.9	0.37
	Agriculture	S&P GSCI Agriculture	1.6	3.8	21.5	0.17
	Energy	S&P GSCI Energy	8.9	14.5	37.2	0.39
	Industrial Metals	S&P GSCI Industrial Metals	5.8	8.3	23.8	0.35
Precious Metals	S&P GSCI Precious Metals	3.2	4.8	18.5	0.26	

Hinweise: Stand der Schätzungen: 31. März 2022, wie in den Long-Term Capital Market Assumptions veröffentlicht (Mai 2022). Diese Schätzungen spiegeln die Einschätzungen von Invesco Investment Solutions wider; die Ansichten anderer Investmentteams von Invesco können von diesen abweichen. **Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden.** TIPS = Treasury Inflation Protected Securities, MBS = Mortgage-Backed Securities. Quelle: Invesco Investment Solutions

Anhang 4: Wesentliche Annahmen**Wesentliche Annahmen, die dem prognostizierten Ertrag über 1 Jahr zugrunde liegen**

	USA	Eurozone/ Europa ex UK	UK	Japan	EM	China
Zentralbankzinsen (%)	3,25	1,00	2,00	0,00	-	4,00
Spread Staatsanleihen vs. Zentralbankzinsen (Bps)	20	70	50	10	-	-
Spread IG vs. Staatsanleihen (Bps)	200	120	200	40	-	-
Spreads HY vs. Staatsanleihen (Bps)	600	650	-	-	-	-
Ausfallraten HY (%)	4,0	4,0	-	-	-	-
Verwertungsquoten HY (%)	40	40	-	-	-	-
Dividendenwachstum Aktien (%)*	5,0	0,0	3,0	5,0	5,0	3,0
Dividendenrendite Aktien (%)*	1,8	3,3	4	2,5	3,3	2,2
Wachstum Immobiliendividenden (REITs, %)*	3,0	3,0	3,0	3,0	5,0	-
Dividendenrendite Immobilien (REITs, %)*	3,8	4,2	3,3	3,0	6,0	-

Hinweise: *Annahmen für Europa ohne Großbritannien. Die 1-Jahres-Annahmen basieren auf unserer Analyse der aktuellen Werte im Vergleich zur historischen Norm (bei Annahme einer gewissen Rückkehr zum Mittelwert, außer wenn unsere Analyse signalisiert, dass die historische Norm kein guter Orientierungswert für die Zukunft ist), bei Adjustierung für die von uns erwartete Entwicklung der Konjunktur- und Finanzmarktzyklen in den einzelnen Regionen auf Sicht der nächsten zwölf Monate. **Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden.**

Quelle: Invesco Global Market Strategy Office

Anhang 5: Methodik für die Vermögensaufteilung, erwartete Erträge und optimale Portfolios

Prozess der Portfoliokonstruktion

Bei den optimalen Portfolios handelt es sich um theoretische, nicht um reale Portfolios. Wir nutzen den Optimierungsprozess, um unsere Allokationen im Rahmen der in den Anlagerichtlinien festgelegten Bandbreiten und auf Basis unserer Schätzungen zum erwarteten Ertrag anhand historischer Kovarianzinformationen rund um die „neutrale“ Quote auszusteuern. Daran orientiert sich die Allokation in die globalen Anlageklassen (Aktien, Staatsanleihen etc.), die wichtigste Entscheidungsebene. Für die Zwecke dieses Dokuments werden die optimalen Portfolios für einen einjährigen Anlagehorizont konstruiert.

Welche Anlageklassen?

Wir achten auf Investierbarkeit, Größe und Liquidität. Wir haben uns für die Aufnahme folgender Anlageklassen entschieden: Aktien, Anleihen (Staatsanleihen, Investment-Grade-Unternehmensanleihen und hochverzinsliche Unternehmensanleihen), REITs für Immobilienanlagen, Rohstoffe und Cash (jeweils über mehrere Regionen hinweg). Anhand der wechselseitigen Korrelationen zwischen verschiedenen Anlagewerten bestimmen wir, welche Entscheidungen die wichtigsten sind.

Neutrale Allokationen und Quoten gemäß Anlagerichtlinien

Die neutralen Allokationen berechnen wir anhand der USD-Marktkapitalisierung bedeutender Referenzindizes. Bei Rohstoffen verwenden wir Branchenschätzungen zur Gesamt-Marktkapitalisierung von ETP + in Hedgefonds verwaltetes Vermögen + Direktanlagen. Für die Kombination von Cash und Gold verwenden wir einen willkürlich ausgewählten Wert von 5%. Wir sorgen für eine ausreichende Diversifikation, indem wir Bandbreiten für die Allokationen in die einzelnen Anlagekategorien festlegen (die Bandbreite ist gewöhnlich symmetrisch rund um neutral).

Erwartete/prognostizierte Erträge

Der Prozess zur Schätzung des erwarteten Ertrags basiert auf den laufenden Erträgen (natürlich mit Ausnahme von Rohstoffen). Nachdem wir untersucht haben, wie die laufenden Erträge im Verlauf des Konjunkturzyklus variieren und wo sie sich im historischen Vergleich bewegen, prognostizieren wir Richtung und Ausmaß der Bewegungen über die nächsten zwölf Monate. Die Berechnung der Cash-Renditen basiert auf der Annahme einer geradlinigen Bewegung der kurzfristigen Zinsen in Richtung unseres Zielwerts (natürlich ohne Kapitalzuwachs oder -verluste). Die Erträge aus Anleihen basieren auf der Annahme eines geradlinigen Renditeverlaufs, wobei der Kapitalzuwachs/-verlust auf einer konstanten Fälligkeit basiert (was effektiv einen dafür erforderlichen konstanten Portfolioumschlag voraussetzt). Die prognostizierten Spreads von Investment-Grade- und Hochzins-Unternehmensanleihen basieren auf unseren Einschätzungen zum Konjunkturzyklus (genauso wie die prognostizierten Kreditausfälle). Durch Hinzunahme der Kuponzahlungen erhalten wir die Gesamtrendite. Die Erträge aus Aktienanlagen und REITs basieren auf Annahmen zum Dividendenwachstum. Wir berechnen die Gesamtrendite, indem wir diese Wachstumsannahmen anwenden und die prognostizierte Dividendenrendite hinzurechnen. Da es keine derartigen Kennzahlen für Rohstoffe gibt, basieren unsere Projektionen auf den realen, um die US-Verbraucherpreis-inflation adjustierten Preisen im Vergleich zu ihrem langfristigen Durchschnitt und Einschätzungen zum Konjunkturzyklus. Alle erwarteten Erträge werden zunächst in lokaler Währung berechnet und bei Bedarf anschließend anhand unserer Wechselkursprognosen in andere Basiswährungen umgerechnet.

Portfoliooptimierung

Wir verwenden eine Kovarianz-Matrix, die auf den monatlichen Gesamterträgen in lokaler Währung für die letzten fünf Jahre basiert, und führen einen Optimierungsprozess zur Maximierung der Sharpe Ratio durch. Eine weitere Version maximiert die Rendite unter dem Vorbehalt, dass die Volatilität die unseres neutralen Portfolios nicht übersteigt. Der Optimierer basiert auf dem Markowitz-Modell.

Währungsabsicherung

Bei der Währungsabsicherung verfolgen wir einen vorsichtigen Ansatz, da es notorisch schwierig ist, Währungsbewegungen akkurat vorauszusagen, und die Währungsabsicherung mit hohen Kosten verbunden sein kann. Außerdem basieren einige unserer Entscheidungen im Rahmen der Vermögensaufteilung auf Währungsprognosen. Wir verwenden eine Kombination von Prognosen zu den Zentralbankzinsen, Erwartungen an die künftige Ausrichtung der Geldpolitik und realen Wechselkursen im Vergleich zu ihrem historischen Durchschnitt, um Richtung und Ausmaß von Währungsbewegungen zu prognostizieren.

Anhang 6: Daten- und Benchmark-Definitionen

Quellen: Sofern nicht anders angegeben, stammen unsere Daten von Refinitiv Datastream.

Cash: Die Renditen basieren auf einem eigenen, anhand des Intercontinental Exchange Benchmark Administration Overnight LIBOR (London Interbank Offer Rate) berechneten Index. Der globale Zinssatz bezieht sich auf den Durchschnitt der EUR-, GBP-, USD- und JPY-Zinsen. Ausgangspunkt der Zeitreihe ist der 1. Januar 2001 mit einem Wert von 100.

Gold: Londoner Spotpreis in USD/Feinunze.

Staatsanleihen: Die aktuellen Werte in der Marktprognose-Tabelle (**Abb. 35**) beziehen sich auf die Datastream-Daten zur zehnjährigen Benchmarkrendite in den USA, der Eurozone, Japan und Großbritannien sowie die Thomson Reuters China Daten zur zehnjährigen Benchmarkrendite für China. Die historischen und prognostizierten Renditen und Erträge (**Abbildungen 1, 2, 4, 5, 25, 36, 37**) basieren auf den Staatsanleiheindizes von Bank of America Merrill Lynch mit historischen Bandbreiten für die globalen, Europa ex-UK, UK- und Japan-Indizes ab 31. Dezember 1985, für den US-Index ab 30. Januar 1978 und für den China-Index ab 31. Dezember 2004. Die Renditen und Erträge aus Emerging-Market-Anleihen basieren auf dem Barclays Bloomberg Emerging Markets Sovereign US Dollar Bond Index mit historischen Bandbreiten ab dem 28. Februar 2003. Die gleichen Indizes werden für Anhang 1 herangezogen.

Investment-Grade (IG)-Unternehmensanleihen: Bank of America Merrill Lynch Investment-Grade-Unternehmensanleihenindizes mit historischen Bandbreiten für den globalen Index ab 31. Dezember 1996, für den US-Dollar-Index ab 31. Januar 1973, für den Euro-Index ab 1. Januar 1996, für den GBP-Index ab 31. Dezember 1996, für den Yen-Index ab 6. September 2001 und für den China-Index ab 31. Dezember 2004. Die Renditen und Erträge aus Emerging-Market-Anleihen basieren auf dem Barclays Bloomberg Emerging Markets Corporate US Dollar Bond Index mit historischen Bandbreiten ab dem 28. Februar 2003.

Hochverzinsliche (HY) Unternehmensanleihen: Bank of America Merrill Lynch High Yield Indizes mit historischen Bandbreiten ab 29. August 1986 für den USD-Index und 31. Dezember 1997 für die globalen und EUR-Indizes.

Aktien: Wir verwenden die Benchmark-Indizes von MSCI zur Berechnung der prognostizierten Erträge und berechnen die langfristigen Gesamtrenditen mit historischen Bandbreiten ab 31. Dezember 1969 für die globalen, US-, Europa ex-UK, UK- und Japan-Indizes, ab 31. Dezember 1987 für den Emerging-Markets-Index und ab 31. Dezember 1992 für den China-Index (**Abbildungen 1, 2, 36 & 37**). Die Aktienindexbewertungen (**Abbildungen 4, 5, 25, 38 und Anhang 1**) basieren auf den Dividendenrenditen und Kurs-Gewinn-Verhältnissen der Datastream-Benchmarkindizes mit historischen Bandbreiten ab 1. Januar 1973 für die globalen, US-, Europa ex-UK- und Japan-Indizes, 31. Dezember 1969 für den britischen Index, 2. Januar 1995 für den Emerging-Markets-Index und 26. August 1991 für den China-A-Aktien-Index.

Immobilien: Wir verwenden FTSE EPRA/NAREIT Indizes mit historischen Bandbreiten ab 29. Dezember 1989 für die US-, Europa ex-UK, UK- und Japan-Indizes, 18. Februar 2005 für den globalen Index und 31. Oktober 2008 für den Emerging-Markets-Index.

Rohstoffe: Goldman Sachs Commodity Index mit historischen Bandbreiten ab 31. Dezember 1969 für die All Commodities und Agriculture Indizes, 31. Dezember 1982 für den Energy Index, 3. Januar 1977 für den Industrial Metals Index und 2. Januar 1973 für den Precious Metals Index. „Industrierohstoffe“ sind Öl & Gas und Industriemetalle.

Daten- und Benchmark-Definitionen für Anhang 2

Quellen: Sofern nicht anders angegeben, stammen unsere Daten von Datastream.

Cash: Die Renditen basieren auf einem eigenen, anhand des Intercontinental Exchange Benchmark Administration Overnight LIBOR (London Interbank Offer Rate) berechneten Index. Der globale Zinssatz bezieht sich auf den Durchschnitt der EUR-, GBP-, USD- und JPY-Zinsen. Ausgangspunkt der Zeitreihe ist der 1. Januar 2001 mit einem Wert von 100.

Gold: Londoner Spotpreis in USD/Feinunze.

Staatsanleihen: Aktuelle Kurse, Renditen und Gesamrenditen auf Basis der Zehnjahresrendite von Datastream für die USA, die Eurozone, Japan und das Vereinigte Königreich, und des Bank of America Merrill Lynch Government Bond Total Return Index für China, die Welt und Europa. Die Renditen und Erträge aus Emerging-Market-Anleihen basieren auf dem Barclays Bloomberg Emerging Markets Sovereign US Dollar Bond Index.

Investment-Grade (IG)-Unternehmensanleihen: Bank of America Merrill Lynch Investment Grade Corporate Bond Total Return Indizes und Barclays Bloomberg Emerging Markets Corporate US Dollar Bond Total Return Index für Schwellenländeranleihen.

Hochverzinsliche (HY) Unternehmensanleihen: Bank of America Merrill Lynch High Yield Total Return Indizes

Aktien: Wir verwenden die MSCI Benchmark Gross Total Return Indizes für alle Regionen.

Rohstoffe: Goldman Sachs Commodity Total Return Indizes

Immobilien: FTSE EPRA/NAREIT Total Return Indizes

Währungen: Global Trade Information Services Spotkurse

Anhang 7: Methodik der IIS Capital Market Assumptions (Abb. 6 & Anhang 3)

Wir zeigen eine Zusammenfassung der Capital Market Assumptions des Invesco Investment Solutions Teams (IIS) und dies ist eine Zusammenfassung der vom IIS Team verwendeten Methodik.

Invesco Investment Solutions (IIS) wendet einen auf Fundamentalanalysen basierenden „modularen“ Ansatz an, um die künftige Rendite aus verschiedenen Anlageklassen abzuschätzen. Die Schätzungen der Ertrags- und Kapitalwachstumskomponenten der Renditen für jede Anlageklasse basieren auf fundamentalen und historischen Daten. Diese Komponenten werden dann zu einer Renditeschätzung kombiniert. Dies ist eine Zusammenfassung der wichtigsten Elemente der für die langfristigen (10 Jahre) und mittelfristigen (5 Jahre) Schätzungen verwendeten Methodik.

Die Anlageerträge aus **Anleihen** setzen sich zusammen aus: dem Durchschnitt der Ausgangs-(Anfangs-)rendite und der erwarteten Rendite für Anleihen, den geschätzten Bewertungsänderungen ausgehend von Änderungen der Zinsstrukturkurve von US-Staatsanleihen, der Rollrendite, die die Auswirkungen auf die Kurse der Anleihen, die im Zeitablauf gehalten werden, reflektiert, und einer Kreditrisikoanpassung, die die potenziellen Auswirkungen von Ratingherabstufungen und Zahlungsausfällen auf die Anlageerträge abschätzt.

Die Anlageerträge aus **Aktien** setzen sich zusammen aus: einer Dividendenrendite, berechnet anhand der Dividende je Aktie geteilt durch den Aktienkurs, der Rückkaufrendite, berechnet als prozentuale Veränderung der im Umlauf befindlichen Aktien durch den Rückkauf oder die Ausgabe von Aktien durch Unternehmen, Bewertungsänderungen, der erwarteten Bewertungsänderung auf Basis des aktuellen Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) und der Annahme einer Rückkehr zum durchschnittlichen langfristigen KGV und dem geschätzten Gewinnwachstum auf Basis der langfristigen Durchschnitte für das reale Pro-Kopf-BIP und die Inflation.

Die Anlageerträge aus **alternativen Investments** setzen sich zusammen aus unterschiedlichen börslich vs. außerbörslich gehandelten Assets mit unterschiedlichen Renditetreibern aufgrund ihrer speziellen Natur. Sie reichen von einer Beta-getriebenen Proxy für öffentliche Märkte bis zu einer modularen Bottom-up-Methodik wie die für Anleihen oder Aktien, je nachdem, ob der betreffende Anlagewert eher anleihen- oder aktienähnlich ist.

Die **Volatilitätsschätzungen** für die verschiedenen Anlageklassen basieren auf den rollierenden historischen Quartalsrenditen verschiedener Marktindizes. Da die Referenzindizes innerhalb einzelner Anlageklassen und zwischen den Anlageklassen eine unterschiedlich lange Historie aufweisen, werden die Volatilitätsschätzungen von Referenzindizes mit kürzerer Historie normiert, um sicherzustellen, dass sich alle auf ähnliche Zeiträume beziehen.

Eine vollständige Übersicht über die Methodik der Capital Market Assumptions erhalten Sie auf Anfrage vom IIS Team.

Kontakt

Invesco Asset Management Deutschland GmbH

An der Welle 5
60322 Frankfurt am Main
Deutschland

Tel.: +49 (0)69 29 807 0
vertriebspartner@invesco.com
www.de.invesco.com

Invesco Asset Management Österreich – Zweigniederlassung der Invesco Asset Management Deutschland GmbH

Rotenturmstraße 16-18
1010 Wien
Österreich

Tel.: +43 (0)1 316 20 0
info@vie.invesco.com
www.invesco.at

Invesco Asset Management (Schweiz) AG

Talacker 34
8001 Zürich
Schweiz

Tel.: +41 (0)44 287 90 00
info@zur.invesco.com
www.invesco.ch

Wesentliche Risiken

Die vollständigen Informationen zu den Risiken erhalten Sie in den Verkaufsunterlagen. Der Wert einer Anlage und die Erträge hieraus können sowohl steigen als auch fallen und es ist möglich, dass Anleger den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhalten.

Wichtige Informationen

Diese Marketing-Anzeige dient lediglich zu Diskussionszwecken und richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger in Deutschland, Österreich, der Schweiz und Liechtenstein. Anleger sollten die Verkaufsunterlagen lesen, bevor sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen. Dieses Marketingdokument stellt keine Empfehlung dar, eine bestimmte Anlageklasse, Finanzinstrument oder Strategie, zu kaufen oder verkaufen. Das Dokument unterliegt nicht den regulatorischen Anforderungen, welche die Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen sowie das Verbot des Handels vor der Veröffentlichung der Anlageempfehlung/Anlagestrategieempfehlung vorschreiben.

Stand der Daten: 13.06.2022, sofern nicht anders angegeben.

Die in diesem Material dargestellten Prognosen und Meinungen sind subjektive Einschätzungen und Annahmen des Fondsmanagements oder deren Vertreter. Diese können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass die Prognosen wie vorhergesagt eintreten werden.

Dieses Dokument stellt keinen Anlagerat dar. Vor dem Erwerb sollten sich Anleger über (i) die rechtlichen Vorschriften in ihrem Herkunftsland oder im Land, in dem sich ihr regelmäßiger Wohnsitz befindet, (ii) eventuelle Devisenkontrollen sowie (iii) eventuelle steuerliche Auswirkungen informieren. Hinweise auf Rankings, Ratings oder Auszeichnungen bieten keine Garantie für künftige Wertentwicklungen.

Herausgegeben in Deutschland und Österreich durch Invesco Asset Management Deutschland GmbH, An der Welle 5, 60322 Frankfurt am Main, Germany.
Herausgegeben in der Schweiz und Liechtenstein durch Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Talacker 34, 8001 Zurich, Switzerland.

EMEA 2273034/2022

© 2022 Invesco. Alle Rechte vorbehalten.