

The Big Picture

Globaler Asset-Allokation-Ausblick 2022

Vierteljährliches Update
Aus dem Global Market Strategy Office von Invesco

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

Januar 2022



The Big Picture

Globale Asset Allokation: Ausblick 2022

Da wir davon ausgehen, dass 2022 ein Jahr des Übergangs sein wird und sich die Renditen der verschiedenen Anlageklassen stärker angleichen werden, setzen wir in unserer Modell-Asset-Allokation auf einen ausgewogeneren Ansatz, halten aber an unserer Präferenz für zyklische Anlagen fest. Wir reduzieren die Aktienallokation auf neutral und erhöhen die Anleihenallokation, indem wir das Engagement in Hochzinsanleihen und Investment-Grade-Anleihen aufstocken (auf Maximum bzw. knapp unter neutral), obwohl wir die Allokation in Staatsanleihen auf das Minimum reduzieren. Auf regionaler Ebene setzen wir auf höhere Allokationen in den Emerging Markets (EM) und der Eurozone, während wir das Engagement in den USA und Japan reduzieren. Außerdem ziehen wir alternative Szenarien in Betracht.

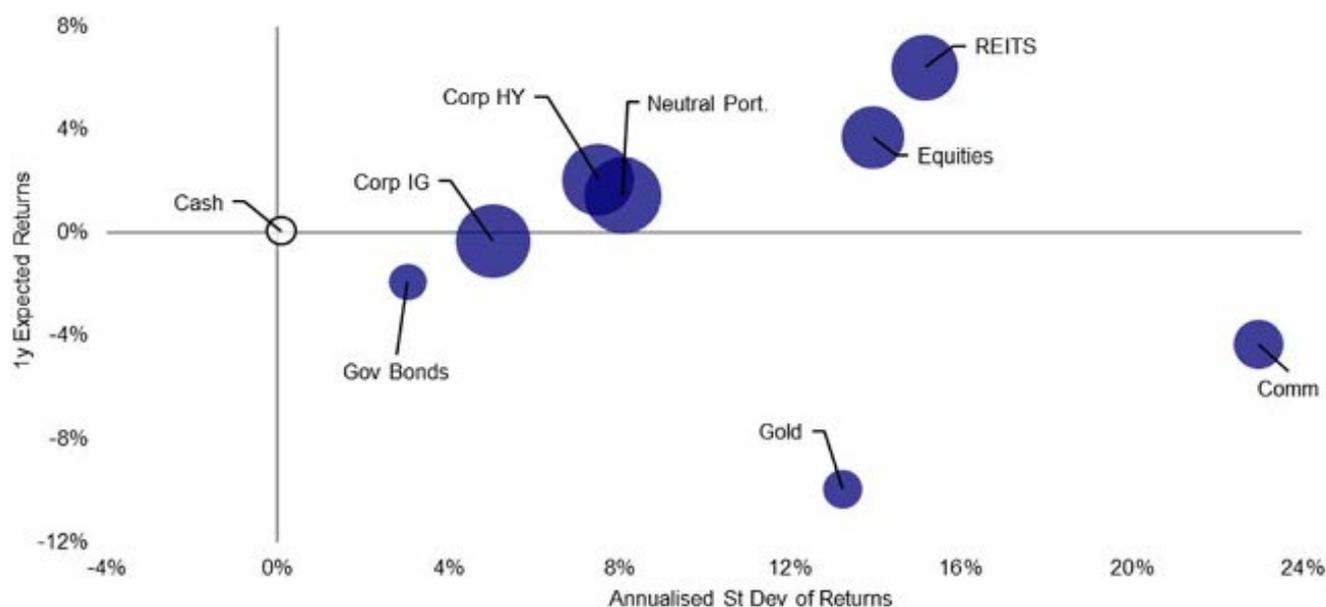
Modell-Asset-Allokation – Wir vertreten folgende Positionen:

- Angesichts der sich abschwächenden Weltwirtschaft bieten Aktien nur begrenztes Potenzial. Wir reduzieren unsere Allokation auf neutral.
- Immobilien (REITs) könnten die potenziell besten Renditen liefern. Wir belassen die Gewichtung auf Maximum.
- Hochverzinsliche Unternehmensanleihen (HY) sind inzwischen attraktiver (im Vergleich zu Aktien). Wir erhöhen auf die Maximalallokation.
- Die Renditen von Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) sind gestiegen. Wir erhöhen unsere Allokation auf neutral.
- Die Perspektiven für Staatsanleihen sind unattraktiv. Wir reduzieren auf die Mindestallokation.
- Die Cash-Renditen sind zwar niedrig, aber dennoch stabil und unkorreliert (Cash bleibt unser bevorzugter Diversifikator). Wir belassen die Gewichtung auf Maximum.
- Rohstoffe profitieren vom Marktzyklus, sind jedoch teilweise überbewertet. Wir reduzieren unsere Allokation auf null.
- Der Ausblick für Gold wird durch die Aussicht auf steigende Renditen und einen stärkeren USD belastet. Wir behalten unsere Position bei null.
- Auf regionaler Ebene bevorzugen wir Großbritannien und die EM (in US-Anlagen bleiben wir untergewichtet).

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

- Britische Aktien
- EM-Immobilien
- EM IG
- USD-Liquidität

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



Auf Basis annualisierter Renditen in lokaler Währung. Bei den Renditezahlen handelt es sich um Prognosen; die Standardabweichung der Renditen basiert jedoch auf den historischen Daten für die jeweils letzten 5 Jahre. Die Größe der Blasen steht im Verhaltis 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: 29.10.2021. **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: 2022 - ein Übergangsjahr	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
Politisches Umfeld 2022: Die US-Politik steht wieder im Mittelpunkt	11
Der globale Konjunkturzyklus: Abschwung und Inflation	13
Von Konjunktur- zu Marktzyklen	15
Prognosen für 2022	20
Modell-Asset-Allokation: ein ausgewogenerer Ansatz	25
Aktienfaktoren und -sektoren	27
Was könnte schief laufen? Fünf Szenarien für 2022	29
Anhänge	32
Anhang 1: Globale Bewertungen im historischen Vergleich	32
Anhang 2: Gesamttrendite der Anlageklassen	33
Anhang 3: 10-Year Capital Market Assumptions von Invesco (USD-Version).....	34
Anhang 4: Wesentliche Annahmen	35
Anhang 5: Methodik für die Vermögensallokation, erwartete Erträge und optimale Portfolios.....	36
Anhang 6: Daten- und Benchmark-Definitionen.....	38
Anhang 7: Methodik der IIS Capital Market Assumptions (Abb. 5 & Anhang 3).....	41
Wichtige Informationen	42

Wir bevorzugen immer noch zyklische Anlagen, sind aber inzwischen weniger aggressiv

Zusammenfassung und Fazit: 2022 - ein Übergangsjahr

Da wir davon ausgehen, dass 2022 ein Jahr des Übergangs sein wird, und mit einer stärkeren Renditekonvergenz zwischen den verschiedenen Anlageklassen rechnen, setzen wir in unserer Modell-Asset-Allokation auf einen ausgewogeneren Ansatz, halten aber an unserer Präferenz für zyklische Anlagen fest. Wir reduzieren die Aktienallokation auf neutral und erhöhen die Anleihenallokation, indem wir das Engagement in Hochzinsanleihen und Investment-Grade-Anleihen aufstocken (auf Maximum bzw. knapp unter neutral), obwohl wir die Allokation in Staatsanleihen auf das Minimum reduzieren. Auf regionaler Ebene erhöhen wir die Allokationen in den Emerging Markets (EM) und der Eurozone, während wir das Engagement in den USA und Japan reduzieren.

In Abschwungphasen gleichen sich die Renditen der verschiedenen Anlageklassen häufig an

Nach einer tiefen Rezession und einer kräftigen Erholung scheint sich die Weltwirtschaft jetzt wieder einer normaleren Wachstumsrate zu nähern (vielleicht 4% BIP-Wachstum im Jahr 2022). Gleichzeitig hat die Inflation ein seit vielen Jahren nicht mehr gesehenes Niveau erreicht, wobei wir erwarten, dass die Teuerung Mitte 2022 ihren Höchststand erreichen und im Anschluss wieder nachlassen wird. Wir glauben zwar, dass der aktuelle Aufschwung noch mehrere Jahre andauern wird, wissen aber auch, dass die aktuelle Phase im Konjunkturzyklus, wenn das Wachstum an Dynamik verliert, oft mit einer Konvergenz der Renditen verschiedener Anlageklassen einhergeht. Nach einer Phase einer starken Outperformance zyklischer Anlagen spricht im Rahmen unserer Modell-Asset-Allokation unserer Ansicht nach jetzt viel für einen ausgewogeneren Ansatz (siehe **Abbildung 3**).

Zugrunde liegende Annahmen

Unsere Prognosen für die Entwicklung der verschiedenen Anlageklassen im Jahr 2022 gründen auf den folgenden Annahmen:

- Die Zentralbanken beginnen mit dem Tapering und stellen ihre Wertpapierkäufe in vielen Ländern komplett ein
- Die Zentralbanken leiten die Normalisierung (Anhebung) der Leitzinsen ein (wir rechnen mit zwei Zinserhöhungen der US-Notenbank (Fed) und noch mehr Zinsschritten der BOE)
- Die Staatsanleiherenditen steigen in allen Laufzeitsegmenten, aber zum Ende unseres Prognosezeitraums werden die Zinskurven flacher
- Die IG- und HY-Spreads verengen sich leicht und die Ausfallraten sinken
- Gestützt durch die Spreadentwicklung wertet der USD leicht auf
- Das Dividendenwachstum verlangsamt sich; die Renditen bleiben stabil (mit Ausnahme eines leichten Renditeanstiegs in den USA)
- Die Ausschüttungen aus Immobilienanlagen (REITs) ziehen wieder an und führen zu höheren REIT-Renditen
- Rohstoffe konsolidieren die jüngsten Gewinne (und der Goldpreis sinkt aufgrund der steigenden Anleiherenditen und des steigenden Dollars)

10-Jahres-Rendite in den USA steigt auf 2,20%

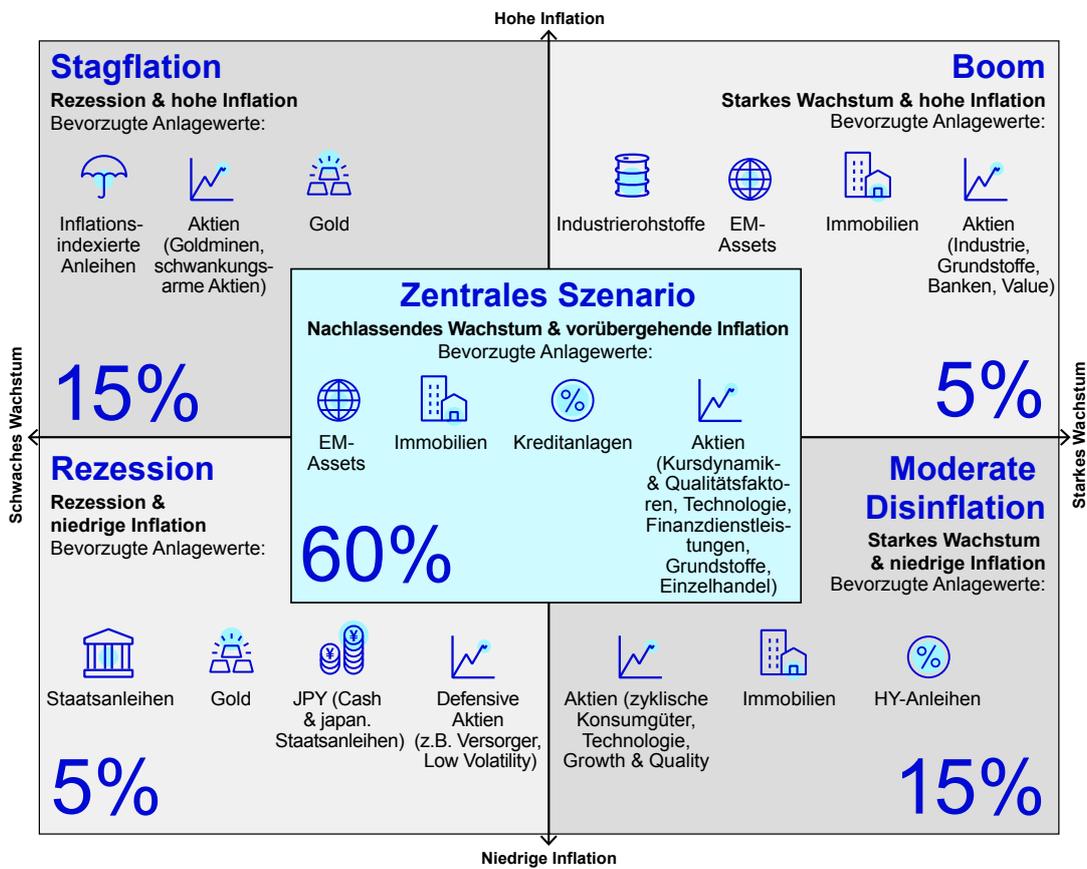
Einen Überblick über unsere Annahmen finden Sie in **Anhang 4. Abbildung 20** zeigt die daraus resultierenden Marktziele; die daraus abgeleiteten Renditeprognosen für globale Anlageklassen sind in **Abbildungen 1** und **22** zusammengefasst. Die wichtigste Prognose ist, dass die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe auf 2,20% steigen wird und der US-Dollar infolgedessen leicht aufwertet. Für uns spricht dies für eine Rückkehr einiger früherer Trends (Outperformance von Value gegenüber Growth, Schwäche von Gold und defensiven Zinsanlagen). Gleichzeitig macht dies einen weiteren Anstieg der Rohstoffpreise unwahrscheinlicher (vor allem, da wir viele Rohstoffe inzwischen für teuer halten).

Der Optimierungsprozess spricht für Immobilien, HY und Barmittel

Angesichts der in **Abbildung 1** dargestellten Informationen ist es keine Überraschung, dass unser Optimierungsprozess für Cash und Immobilienanlagen sowie für eine Minimalallokation in Staatsanleihen, Gold und Rohstoffe spricht (siehe **Abbildung 21**). Interessanterweise gehören Hochzinsanleihen (HY) auch zu den von uns bevorzugten Anlageklassen, während das Bild für Aktien und Investment-Grade-Anleihen (IG) gemischt ausfällt.

<p>Aktien reduziert und Kreditanlagen ausgebaut</p>	<p>Daher haben wir uns in unserer Modell-Asset-Allokation dazu entschieden, die Aktienallokation von zuvor übergewichtet (54%) auf neutral (45%) zu reduzieren, und haben unser Rohstoffexposure jetzt auf null reduziert (siehe Abbildung 3). Obwohl wir die Anleihenallokation insgesamt erhöht haben (die Renditen sind höher), reduzieren wir die Allokation in Staatsanleihen auf das Minimum von 10% (von 19%). Im Gegenzug erhöhen wir die Allokation in Kreditanlagen: auf das Maximum von 10% (zuvor 2%) bei Hochzinsanleihen (HY) und auf 9% (zuvor 0%) und damit knapp unter der neutralen Allokation von 10% für Investment-Grade-Anleihen (IG).</p>
<p>Immobilien bleiben unser bevorzugter zyklischer Anlagewert</p>	<p>Immobilien bleiben unsere bevorzugte zyklische Anlageklasse. Covid-19 könnte zwar zu einer geringeren Nachfrage nach Büro- und Einzelhandelsimmobilien führen. Wir halten die Immobilienrenditen jedoch für attraktiv und rechnen hier im Zuge der wirtschaftlichen Erholung auch wieder mit einem höheren Wachstum. Wir halten an unserer Maximalallokation von 16% fest, haben unser Engagement in den USA und Japan jedoch reduziert und unsere Allokationen in die EM und die Eurozone erhöht.</p>
<p>Unter Diversifikationsgesichtspunkten bevorzugen wir Cash gegenüber Gold</p>	<p>Cash bleibt unser bevorzugtes defensives Investment (niedrige Renditen, eine geringe Volatilität und geringe Korrelationen positionieren Barmittel auf der Effizienzkurve). Ungeachtet des Inflationsanstiegs dürfte Gold stärker unter Druck geraten, wenn die US-Staatsanleiherenditen steigen und der Dollar aufwerten sollten. Daher bleiben wir bei null.</p>
<p>Die EM sind die von uns präferierte Region</p>	<p>Großbritannien und die EM bleiben die von uns über alle Anlageklassen hinweg bevorzugten Regionen, während der US-Markt von uns am stärksten untergewichtet wird (vor allem aus Bewertungsgründen). Wie Abbildung 3 zeigt, haben wir in den meisten Kategorien eine Präferenz für die Schwellenmärkte - sowohl aus Bewertungserwägungen als auch aus zyklischen Gründen und weil viele Zentralbanken der Schwellenländer ihre Geldpolitik bereits deutlich gestrafft haben, während die Notenbanken der Industrieländer diesen Prozess gerade erst eingeleitet haben.</p>
<p>Wir bevorzugen den Grundstoffsektor gegenüber Rohstoffen</p>	<p>Im Aktienbereich erwarten wir eine Annäherung der Renditen der verschiedenen Faktoren und glauben daher, dass sich die Faktorpositionierung weniger auszahlen wird. Was die Sektorallokationen angeht, halten wir ein zyklisches Exposure über Grundstoffwerte für attraktiver als direkte Rohstoffanlagen. Andere von uns favorisierte zyklische Sektoren sind Immobilien und Finanzdienstleistungen. Für den Fall, dass das Wachstum enttäuschend ausfällt, betrachten wir Technologiewerte als gute Alternative.</p>
<p>Was, wenn wir falsch liegen?</p>	<p>2022 finden mehrere wichtige Wahlen statt (zum Beispiel in den USA und Frankreich). Außerdem könnten geopolitische Spannungen wiederaufflammen (die Konflikte zwischen China und den USA, Russland und dem Westen sowie den entwickelten und den aufstrebenden Ländern der Welt). Bei der Bewertung der Risiken, die einen Eintritt unseres zentralen Szenarios verhindern könnten, legen wir den Fokus jedoch auf wirtschaftliche Entwicklungen. Abbildung 2 zeigt unterschiedliche mögliche Szenarien. Normalerweise würden wir uns auf die Alternativen „Boom“ und „Rezession“ konzentrieren, die wir auf den zwei Seiten des Phillips-Kurven-Kontinuums anordnen, das das zentrale Szenario durchzieht. Im aktuellen Umfeld legen wir den Fokus jedoch lieber auf die Szenarien „Stagflation“ und „Moderate Disinflation“, die wir als angebotsseitige Schocks betrachten.</p>
<p>Eine Stagflation ist so wahrscheinlich wie seit Langem nicht mehr und wäre schwer zu mindern</p>	<p>Wenn wir von Stagflation sprechen, erwarten wir keine so extreme Entwicklung wie in den 1970er/80er Jahren, halten ein solches Szenario aber für so wahrscheinlich wie seit Langem nicht mehr. Grund dafür sind die aktuell anhaltenden Lieferkettenstörungen und steigenden Kosten. Es fällt uns schwer, Anlagewerte zu definieren, die die negativen Auswirkungen einer hohen Inflation oder Rezession mindern könnten (wobei eine Rezession durch eine hohe Inflation und/oder die geldpolitische Reaktion auf eine solche ausgelöst werden könnte). Die von uns bevorzugten Anlagewerte wären inflationsindexierte Anleihen und Gold. Im Aktienbereich würden wir den Fokus auf Goldminenaktien und den Niedrigvolatilitätsfaktor legen. Im anderen Extremszenario einer niedrigen Inflation, entspannter Zentralbanken und eines starken Wachstums würden wir Aktien (zyklische Konsumwerte sowie Wachstums- und Qualitätswerte), Immobilien und Hochzinsanleihen bevorzugen.</p>

Abbildung 2 – Fünf Szenarien für 2022 und die von uns bevorzugten Anlageklassen



Die prozentualen Anteile spiegeln die von uns zugewiesenen Wahrscheinlichkeiten wider. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: Invesco

Modell-Asset-Allokation***Abbildung 3 – Modell-Asset-Allokation (21.11.2021)**

	Neutral	Erlaubte Quote gem. Anlagerichtlinien		Allokation	Position vs. neutral
Geldmarktäquivalente Produkte	5%	0-10%		10%	
Barmittel	2,5%			10%	
Gold	2,5%			0%	
Anleihen	40%	10-70%	↑	29%	
Staatsanleihen	25%	10-40%	↓	10%	
USA	8%		↓	2%	
Europa ex-UK (Eurozone)	7%		↓	2%	
UK	1%		↓	0%	
Japan	7%		↓	3%	
Schwellenländer	2%			3%	
China**	0,2%			0%	
IG-Unternehmensanleihen	10%	0-20%	↑	9%	
US-Dollar	5%		↑	2%	
Euro	2%		↑	2%	
Pfund Sterling	1%		↑	1%	
Japanischer Yen	1%		↑	2%	
Schwellenländer	1%		↑	2%	
China**	0,1%			0%	
HY-Unternehmensanleihen	5%	0-10%	↑	10%	
US-Dollar	4%		↑	8%	
Euro	1%		↑	2%	
Aktien	45%	25-65%	↓	45%	
USA	25%		↓	12%	
Europa ex UK	7%		↓	10%	
UK4%	4%			8%	
Japan	4%		↓	5%	
Schwellenländer	5%			10%	
China**	2%			2%	
Immobilien	8%	0-16%		16%	
USA	2%		↓	2%	
Europa ex UK	2%		↑	4%	
UK	1%			3%	
Japan	2%		↓	3%	
Schwellenländer	1%		↑	4%	
Rohstoffe	2%	0-4%	↓	0%	
Energie	1%			0%	
Industriemetalle	0,3%			0%	
Edelmetalle	0,3%			0%	
Agrarrohstoffe	0,3%		↓	0%	
Gesamt	100%			100%	
Währungsexposure (inkl. Auswirkungen der Währungsabsicherung)					
USD	48%		↓	31%	
EUR	20%		↑	22%	
GBP	7%			13%	
JPY	15%		↓	14%	
EM	9%		↑	19%	
Gesamt	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. Währungsengagement 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

Wie erwartet erzielten zyklische Anlagen im Jahr 2021 die mit Abstand beste Performance

Ein Blick in den Rückspiegel

Vor einem Jahr äußerten wir die Erwartung, dass zyklische Anlagewerte im Jahr 2021 überdurchschnittlich laufen würden. Im Großen und Ganzen war das auch so (siehe **Abbildung 4**). Nach dem starken Anstieg der Covid-Neuinfektionen im Winter machten die Impffortschritte die Wiedereröffnung vieler Volkswirtschaften möglich. Dies trug zur unterschiedlichen Performance zyklischer und defensiver Anlagewerte bei.

Industrie- und Agrarrohstoffe führten die Rally an

Anders als im Jahr 2020 gehören Rohstoffe und Immobilien (REITs) im Jahr 2021 zu den Top-3-Anlagen. Allerdings fiel die Entwicklung im Rohstoffbereich uneinheitlich aus. Wie **Anhang 2** zeigt, erzielten Industrierohstoffe (Energie und Industriemetalle) und Agrarrohstoffe nennenswerte positive Renditen, während Edelmetalle im Minus notieren (siehe Umkehr der Goldrenditen von 2020 bis 2021 in **Abbildung 4**).

US-Anlagen entwickelten sich am besten, während die EM enttäuschten

Auf regionaler Ebene gehörten US-Anlagen – sowohl aktienähnliche Anlagen als auch Zinsanlagen – zu den Top-Performern, was zum Teil auf die Aufwertung des Dollars zurückzuführen war. **Anhang 2** zeigt zudem, dass EM-Anlagen mit am schlechtesten abschnitten, obwohl die Entwicklungen in China unterschiedlich ausgeprägte Auswirkungen hatten. EM-Aktien wurden durch die sehr schwache Performance der chinesischen Aktienmärkte belastet, während EM-Staatsanleihen von der China-Komponente profitierten. Obwohl der US-Dollar im Jahr 2021 aufgewertet hat, zeigte sich der chinesische Yuan (CNY) noch stärker (siehe **Anhang 2**).

Wie die historischen Daten in **Abbildung 4** zeigen, kam es nach 2009 und 2012 (Jahren einer starken Erholung zyklischer Vermögenswerte) zu einer weiteren Outperformance zyklischer Anlagen, allerdings nicht im gleichen Umfang. 2019 war ebenfalls ein Erholungsjahr, auf das dann aber ein Pandemiejahr mit entsprechenden Verzerrungen folgte.

Der Übergang zu einem langsameren Wachstum könnte Sorgen wecken

Wir vermuten, dass die Weltwirtschaft in den kommenden Jahren weiter wachsen wird, aber nicht so dynamisch wie 2021. Diese Wachstumsabschwächung könnte sich als problematisch erweisen, vor allem, falls dadurch Rezessionsängste aufkommen sollten. Zumindest dürfte sie das Gewinnwachstum dämpfen und damit auch die Aktienrenditen. Die aktuell höhere Inflation und die Tendenz zu einer höheren Unternehmensbesteuerung, die wir momentan sehen, werden ebenfalls negative Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne haben.

Ob die Zentralbanken die Kontrolle behalten, könnte 2022 entscheidend sein

Diese Verlangsamung des Wirtschafts- und Gewinnwachstums wird mit dem Beginn des Prozesses der geldpolitischen Normalisierung in den Industrieländern zusammenfallen, wo die Geldpolitik unserer Ansicht nach immer noch extrem expansiv ist. Ob die Zentralbanken ihre Geldpolitik schrittweise straffen oder sich zu schnelleren Anpassungen gezwungen sehen, könnte ein wichtiger Faktor für die Performance der verschiedenen Anlageklassen im Jahr 2022 sein.

Abbildung 4 – Gesamttrenditen globaler Anlageklassen nach Kalenderjahren (in USD)

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Staatsanleihen 10,9%	HY 62,0%	Gold 29,3%	Gold 11,1%	REITs 27,3%	Aktien 27,4%	REITs 12,1%	Cash 0,2%	HY 14,8%	Aktien 23,1%	Cash 2,0%	Aktien 28,4%	Gold 24,8%	Rohstoffe 57,8%
Gold 3,1%	REITs 33,0%	REITs 18,6%	Staatsanleihen 6,8%	HY 19,3%	HY 8,0%	Aktien 5,5%	REITs 0,1%	Rohstoffe 11,4%	REITs 13,9%	Staatsanleihen -0,3%	REITs 21,7%	Aktien 16,5%	Aktien 24,3%
Cash 3,1%	Aktien 30,8%	HY 13,9%	IG 4,5%	Aktien 16,5%	REITs 3,3%	IG 3,1%	Aktien -0,3%	Gold 9,0%	Gold 12,6%	Gold -1,7%	Gold 18,7%	IG 10,3%	REITs 23,7%
IG -8,3%	Gold 27,1%	Aktien 12,3%	HY 2,6%	IG 11,1%	Cash 0,2%	Staatsanleihen 0,2%	Staatsanleihen -2,6%	Aktien 8,2%	HY 10,2%	HY -3,3%	Rohstoffe 17,6%	Staatsanleihen 9,2%	HY 1,7%
HY -27,9%	IG 19,2%	CTY 9,0%	Cash 0,2%	Gold 5,6%	IG 0,1%	Cash 0,2%	IG -3,8%	REITs 4,4%	IG 9,2%	IG -3,5%	HY 13,7%	HY 8,0%	Cash 0,0%
Aktien -40,3%	Rohstoffe 13,5%	IG 6,0%	Rohstoffe -1,2%	Staatsanleihen 1,7%	Rohstoffe -1,2%	HY -0,1%	HY -4,2%	IG 4,3%	Staatsanleihen 6,5%	REITs -5,4%	IG 11,4%	Cash 0,5%	IG -2,9%
REITs -41,8%	Staatsanleihen 2,3%	Staatsanleihen 5,6%	Aktien -5,0%	Cash 0,2%	Staatsanleihen -4,3%	Gold -1,8%	Gold -10,4%	Staatsanleihen 1,7%	Rohstoffe 5,8%	Aktien -8,2%	Staatsanleihen 5,5%	REITs -6,3%	Staatsanleihen -7,5%
Rohstoffe -46,5%	Cash 0,4%	Cash 0,3%	REITs -5,6%	Rohstoffe 0,1%	Gold -27,3%	Rohstoffe -33,1%	Rohstoffe -32,9%	Cash 0,5%	Cash 1,1%	Rohstoffe -13,8%	Cash 2,3%	Rohstoffe -23,7%	Gold -7,6%

Hinweise: Auf Basis jährlicher Gesamttrenditedaten von 2008 bis 2021 in USD (für 2021 wurden annualisierte Daten bis zum 29. Oktober verwendet). Berechnet anhand des Gold-Spotpreises, des BofAML 0-3-month US Treasury Index (Cash), des BofAML Global Government Index (Staatsanleihen), des BofAML Global Corporate Index (IG), des BofAML Global HY Index (HY), des GPR General World Index (REITs), des S&P GSCI Total Return Index für Rohstoffe (CTY) und des MSCI World Index (Aktien). **Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.**

Quelle: BofAML, GPR, JP Morgan, MSCI, S&P GSCI, 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 5** 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.

Abbildung 5: 10-Year Capital Market Assumptions von Invesco (globale Anlageklassen, % jährlich)

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

Hinweis: Stand der Schätzungen ist der 30. September 2021, 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 (November 2021). 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

Immobilien, Aktien und Staatsanleihen dominieren die auf Basis der 10-Year CMA optimierten Portfolios

Wie zu erwarten ist die prognostizierte Rendite umso höher, je weiter wir uns im Risikospektrum nach oben bewegen. Dabei gibt es eine Ausnahme: Rohstoffe. Letztere sind die einzige zyklische Anlageklasse, die in den optimalen Portfolios kaum berücksichtigt ist (siehe **Abb. 6**). Obwohl die Ergebnisse in Abhängigkeit von der Basiswährung und Sharpe-Ratio- bzw. Renditemaximierung variieren, gibt es einige allgemeingültige Themen: Die Immobilienallokation ist in allen Fällen maximal ausgeschöpft, während IG, HY und Rohstoffe weitgehend nicht berücksichtigt werden; die Aktienallokation ist generell übergewichtet und die Staatsanleihenallokationen sind gemischt. Für die Kombination von Cash und Gold gilt häufig die Maximal- oder Minimalallokation (aber sie sind selten gleichzeitig vertreten). Schauen wir uns an, wie sich eine Verkürzung des Anlagehorizonts und zyklische Faktoren auf unsere Schlussfolgerungen auswirken.

Abbildung 6: 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%	3%	10%	10%	0%	6%	0%	10%
Cash	2,5%	0-10%	10%	0%	7%	0%	0%	4%	0%	0%
Gold	2,5%	0-10%	0%	3%	3%	10%	0%	3%	0%	10%
Staatsanleihen	25%	10-40%	40%	16%	30%	11%	34%	30%	10%	23%
IG-Unternehmensanleihen	10%	0-20%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
HY-Unternehmensanleihen	5%	0-10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	0%
Aktien	45%	25-65%	34%	65%	44%	63%	50%	48%	65%	51%
Immobilien (REITS)	8%	0-16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Rohstoffe	2%	0-4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	0%

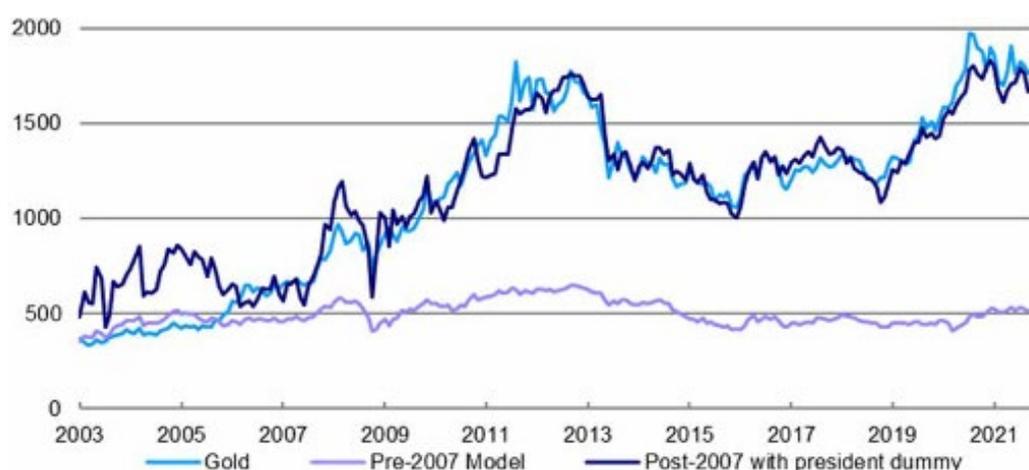
Hinweis: Die Optimierungen basieren auf den von Invesco Investment Solutions in den Long-Term Capital Market Assumptions (September 2021) veröffentlichten Ertragsprognosen für die nächsten zehn Jahre, wie in **Abbildung 6** oben dargestellt. Die Optimierungen werden vom Asset Allocation Research Team 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

Ruhe nach dem Sturm

Politisches Umfeld 2022: Die US-Politik steht wieder im Mittelpunkt

Nach dem Politik-Drama in den USA im Jahr 2020 war 2021 in politischer Hinsicht ein relativ ruhiges Jahr. Obwohl auch andere Faktoren eine Rolle spielen, dürfte dieser Mangel an „Aufregung“ zum Rückgang des Goldpreises in diesem Jahr beigetragen haben (unser Goldmodell ist in **Abbildung 7** dargestellt).

Abb. 7 – Goldpreis vs. prognostizierte Modell-Werte (USD je Feinunze)



Monatliche Daten von Januar 2003 bis Oktober 2021 (Stand 29. Oktober 2021). 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-Variable, 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.

Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Alles anders auf dem
Capitol Hill?

Der Frieden könnte jedoch von kurzer Dauer sein, da am 8. November 2022 in den USA Zwischenwahlen anstehen. Für die Demokraten sieht es nicht gut aus. Präsident Bidens Umfragewerte sind schlechter als die aller anderen Präsidenten der Nachkriegszeit in dieser Phase der Amtszeit, mit Ausnahme von Donald Trump und Gerald Ford (laut einer Analyse von FiveThirtyEight). Daher halten wir es für gut möglich, dass der übliche Umschwung zur Mitte der Legislaturperiode gegen die Partei des Amtsinhabers ausfällt. Dadurch könnte sich Biden in den letzten beiden Jahren seiner Amtszeit einem feindlichen Kongress gegenüber sehen. Das könnte auch Donald Trumps Position stärken, falls dieser das Ergebnis der Präsidentschaftswahlen 2024 anfechten sollte (vorausgesetzt, er kandidiert und verliert). Die US-Politik könnte sich also erneut als destabilisierender Faktor erweisen.

Wahlen in Frankreich

Abbildung 8 zeigt weitere im Jahr 2022 anstehende Wahlen, wobei die Wahlen in Australien und Brasilien für diejenigen, die auf einen neuen Ansatz im Kampf gegen den Klimawandel hoffen, am wichtigsten sein könnten. Wir vermuten, dass die französischen Präsidentschaftswahlen die größte Aufmerksamkeit auf sich ziehen werden. Trotz anhaltender Sorgen über einen möglichen Sieg der Rechtspopulisten unter Marine Le Pen deuten die Meinungsumfragen darauf hin, dass Präsident Macron die erste Runde gewinnen wird und sich auch gegen seinen Zweitrundengegner durchsetzen wird (insbesondere, wenn es Le Pen sein sollte).

Abbildung 8: Ausgewählte Wahlen und politische Ereignisse im Jahr 2022

9. März 2022	Südkorea	Präsidentschaftswahl
27. März 2022	Hongkong	Wahl des Regierungschefs (Chief Executive)
27. März 2022	Libanon	Parlamentswahlen
27. April 2022	Frankreich	Präsidentschaftswahl (erste Runde 10.04.22)
April 2022	Ungarn	Parlamentswahlen
9. Mai 2022	Philippinen	Parlamentswahlen
Juni 2022	Frankreich	Parlamentswahlen
9. August 2022	Kenia	Parlamentswahlen
3. September 2022	Australien	Parlamentswahlen
11. September 2022	Schweden	Parlamentswahlen
2. Oktober 2022	Brasilien	Parlamentswahlen
8. November 2022	USA	Zwischenwahlen (Kongress und Repräsentantenhaus)

Quelle: International Foundation for Electoral Systems, Wikipedia, Invesco

Eine Weltwirtschaft,
die an Schwung verliert

Der globale Konjunkturzyklus: Abschwung und Inflation

Nach einer tiefen globalen Rezession Anfang 2020 folgte im weiteren Jahresverlauf und bis Anfang 2021 eine genauso beeindruckende Erholung. Das Tempo dieser Erholung konnte nicht aufrechterhalten werden und wir befinden uns jetzt in einem Abschwung (beispielsweise ist das BIP in den USA in diesem Jahr bislang mit Raten von 6,3%, 6,7% und 2,0% gewachsen). **Abbildung 9** zeigt, wie sich dies auf die globalen Handelsströme ausgewirkt hat.

Abbildung 9 – Globale Exporte (Veränd. z. Vj. in %, gemessen in SDRs)



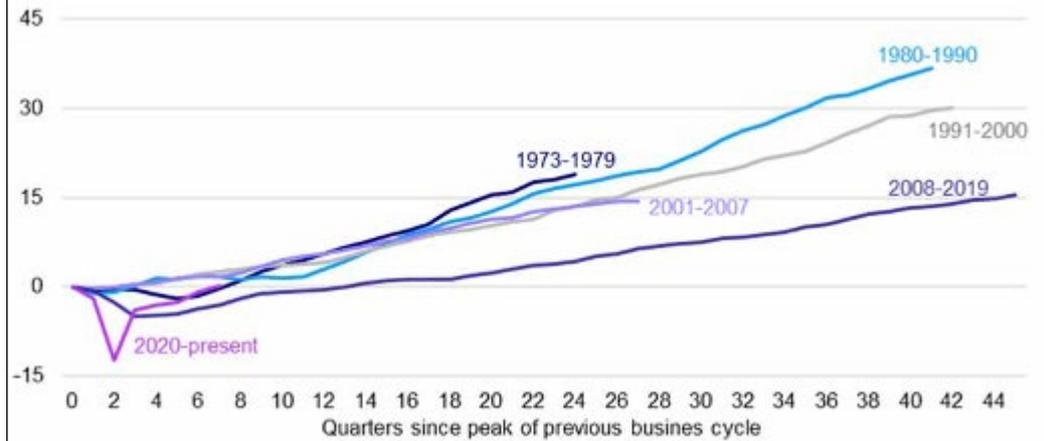
Hinweis: Die Abbildung zeigt das Wachstum der Gesamtexporte gegenüber dem Vorjahr gemessen in SDRs (IMF Special Drawing Rights) für eine Reihe großer Volkswirtschaften (Australien, Brasilien, Kanada, China, Eurozone, Indien, Japan, Mexiko, Russland, Südkorea, Schweden, Schweiz, Taiwan, Großbritannien und USA). „Gesamt“ ist die Gesamtsumme für alle Länder. „Teilsumme“ bezieht sich auf die Teilgruppe von Ländern, für die die aktuellsten Monatsdaten (September 2021) zur Verfügung stehen, wobei sich die historischen Daten nur auf diese Länder beziehen. Monatliche Daten von Januar 2000 bis September 2021. Quelle: Datastream und Invesco.

Aber keine Rezession

Unserer Ansicht nach haben wir es nicht mit einem erneuten weltweiten Konjunkturerinbruch zu tun, sondern mit einer Übergangsphase auf dem Weg zu einem normaleren Wachstumspfad. Wir sehen diese Hypothese durch mehrere Faktoren untermauert: erstens die Tatsache, dass ein Teil des früheren Wachstums auf einmalige fiskalische Unterstützung zurückzuführen ist und daher zwangsläufig nachlassen würde (vor allem in den USA); zweitens, dass Lieferkettenstörungen zu Engpässen bei einigen wichtigen Produkten führen, während die Verbraucher nicht mehr nur Produkte, sondern auch wieder „Erlebnisse“ kaufen; drittens, dass die privaten Sparquoten im historischen Vergleich weiterhin sehr hoch sind (7,5% in den USA im September, eine Quote, die am oberen Ende der Spanne der zwei Jahrzehnte vor der Pandemie liegt), und schließlich, dass die Zentralbanken der Wirtschaft weiterhin extrem unter die Arme greifen, jetzt aber beginnen, die Zügel anzuziehen.

Obwohl wir es mit einem extremen Umfeld zu tun hatten und haben, zeigt **Abbildung 10**, dass sich die Volkswirtschaften der G7 in einer ähnlichen Lage befinden wie in früheren Aufschwüngen. Dem typischen historischen Verlauf zufolge sollten wir uns auf mehrere weitere Jahre einer expandierenden Wirtschaft freuen können.

Abbildung 10 – BIP-Aufschwünge der G7 (Veränderung ggü. dem vorherigen Höchststand in %)

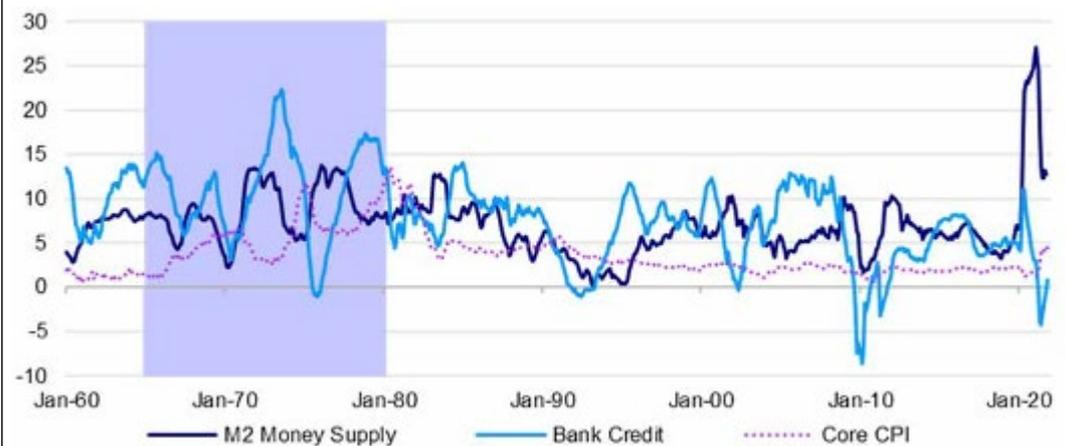


Hinweis: vierteljährliche Daten, wobei das Quartal Null den Höhepunkt des vorherigen Zyklus markiert. Stand: 14.11.2021. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Die Inflation zieht an

Wie in Aufschwungphasen üblich, folgte auf das Wachstum die Inflation. Ob diese nachfrage- oder angebotsbedingt ist, ist schwer zu sagen. Wir vermuten, dass beides eine Rolle spielt (ähnlich wie bei der Frage, welche Scherenklinge das Papier schneidet). Das Geldmengenwachstum hat sich in der Anfangsphase der Pandemie dramatisch beschleunigt, und zwar nirgendwo so sehr wie in den USA (siehe **Abbildung 11**). Unter der Annahme, dass sich ein übermäßiges Geldmengenwachstum letztlich auf die Preise auswirkt, könnte dies den Anstieg der Inflation erklären und signalisieren, dass noch mehr auf uns zukommt (da das M2-Wachstum in den USA im Februar 2021 seinen Höhepunkt erreicht hat und wir davon ausgehen, dass die Preise in der Regel um zwei Jahre zeitverzögert reagieren).

Abbildung 11 – US-Geldmenge, Bankkredite und Kerninflation (% im Vgl. z. Vj.)



Auf Basis monatlicher Daten von Januar 1960 bis Oktober 2021. Bankkredite bezieht sich auf Kredit- und Leasingfinanzierungen von Geschäftsbanken. Der schattierte Bereich bezieht sich auf den Zeitraum Januar 1965 bis Januar 1980.

Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

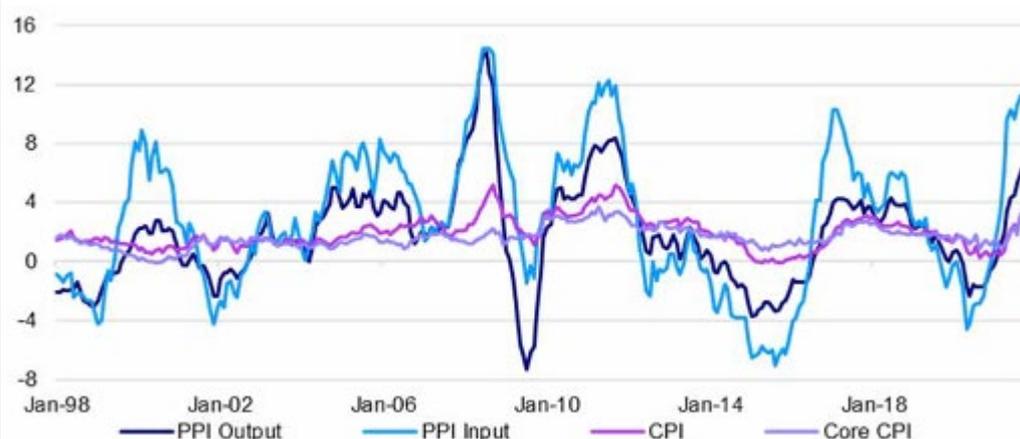
Wir glauben aber, dass der Preisdruck vorübergehend sein wird

Abbildung 11 signalisiert jedoch auch, dass sich die Beziehung zwischen dem Geldmengenwachstum in den USA und der künftigen Inflation verändert hat. Nach einer Beschleunigung der Bankkreditvergabe in der Anfangsphase der Pandemie (möglicherweise aufgrund von Notkrediten) ging das anschließende starke Geldmengenwachstum nicht mit einer höheren Kreditvergabe durch die Banken einher (ihren Tiefpunkt hat die Bankkreditvergabe im Januar 2021 markiert und seither kaum zugenommen). Dies und die Tatsache, dass sich das Geldmengenwachstum halbiert hat, deutet darauf hin, dass der vom übermäßigen Geldmengenwachstum in den USA ausgehende Inflationsimpuls begrenzt und vorübergehender Natur sein wird.

Auf beiden Seiten des Atlantiks

Abbildung 12 zeigt, dass die Inputpreise in Großbritannien zuletzt so stark gestiegen sind wie zu keinem anderen Zeitpunkt in den vergangenen Jahrzehnten. Angesichts des Anstiegs der Rohstoff- und Transportkosten ist das keine Überraschung. Das könnte signalisieren, dass die Verbraucherpreisinflation weiter anziehen wird (die Bank of England erwartet jetzt, dass die Verbraucherpreisinflation im April 2022 auf 5% ansteigt). In dem Maße, in dem der Anstieg der Erzeugerpreise auf Versorgungsengpässe zurückzuführen ist, gehen wir jedoch davon aus, dass sich dieser Inflationsimpuls abschwächen wird, und erwarten, dass die globale Verbraucherpreisinflation Mitte 2022 ihren Höhepunkt erreichen wird.

Abbildung 12 – Anstieg der Erzeuger- und Verbraucherpreise in Großbritannien (%)



Hinweis: monatliche Daten von Januar 1998 bis September 2021.
Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Im Abschwung nähern sich die Renditen der verschiedenen Anlageklassen tendenziell an

Von Konjunktur- zu Marktzyklen

Was können wir also von den Finanzmärkten erwarten, wenn das Wachstum im Jahr 2022 schwächer ausfällt und die Inflation zur Jahresmitte ihren Höhepunkt erreicht? Das von Alessio de Longis (Invesco Investment Solutions) entwickelte Konjunkturzyklus-Modell signalisiert, dass sich die Renditen der verschiedenen Anlageklassen in der „Abschwung“-Phase des Zyklus gewöhnlich angleichen (siehe **Abbildung 13**). Im Wesentlichen stellt diese Phase einen Übergang von der Outperformance aktienähnlicher Anlagen in der Erholungs- und Expansionsphase zur überdurchschnittlichen Wertentwicklung defensiver Anlagen in der Rezession dar.

Es scheint verfrüht, so früh im Konjunkturzyklus von einem Abschwung zu sprechen. Genau das passiert jedoch gerade und de Longis' Abschwung-Definition umfasst die Verlangsamung von einem überdurchschnittlichen Wachstum auf einen Wert, der eher dem Trend entspricht. Wie **Abbildung 13** zeigt, haben Aktien in dieser Phase in der Vergangenheit generell weiterhin gute Überrenditen im Vergleich zu Cash geliefert – die höchsten risikobereinigten Renditen wurden aber mit Staatsanleihen erzielt.

Und das langsamere Gewinnwachstum könnte Aktien belasten

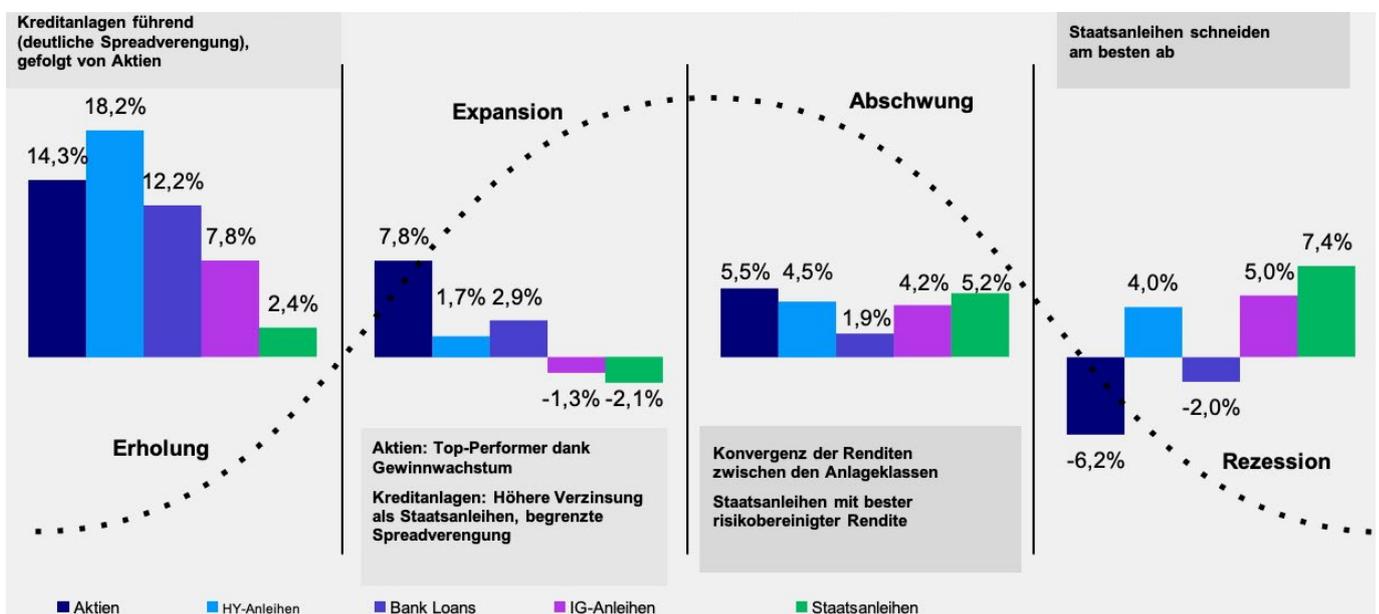
Die Staatsanleiherenditen sind jedoch außergewöhnlich niedrig

Wir glauben, dass die beste Phase des Gewinnzyklus inzwischen hinter uns liegt. Auch das spricht für eine Konvergenz der Renditen. Wir haben wiederholt gezeigt, dass das Gewinnwachstum mit dem Konjunkturzyklus korreliert ist, wobei das jährliche Wachstum des Gewinns je Aktie dem der Industrieproduktion um sechs bis neun Monate nachläuft (das Operational Gearing führt zu starken Schwankungen des Gewinnwachstums). In dem Maße, in dem das Produktionswachstum auf ein normaleres Niveau zurückkehrt, wird sich also auch das Gewinnwachstum normalisieren. Darüber hinaus lassen der starke Kostenanstieg (Rohstoff-, Transport- und Arbeitskosten in einigen Sektoren) sowie bevorstehende Unternehmenssteuererhöhungen in vielen Ländern eine deutliche Verlangsamung der Gewinne erwarten.

Aber jeder Zyklus ist anders und wir befürchten, dass das Ausgangsniveau der Zinsen und Anleiherenditen ungewöhnlich niedrig ist. Das hat natürlich damit zu tun, dass viele Zentralbanken der Industrieländer derzeit extrem akkommodierend sind.

Abbildung 14 zum Beispiel zeigt, dass das Verhältnis von Fed-Leitzinsen zu nominalem BIP-Wachstum für die Nachkriegszeit sehr niedrig ist, selbst wenn wir davon ausgehen, dass wieder Wachstumsraten von 5%-7% erreicht werden. Ein synthetischer, um die Auswirkungen der Fed-Wertpapierkäufe bereinigter Leitzins macht die extrem laxe Haltung der Fed sehr deutlich. Daher sehen wir das Risiko eines erheblichen Renditeanstiegs, der unserer Meinung nach für Aktien und gegen Staatsanleihen (und IG) sprechen würde, obwohl wir überrascht sind, dass die Renditen immer noch so niedrig sind.

Abbildung 13 – Historische Überrenditen von US-Anlagen während des Konjunkturzyklus

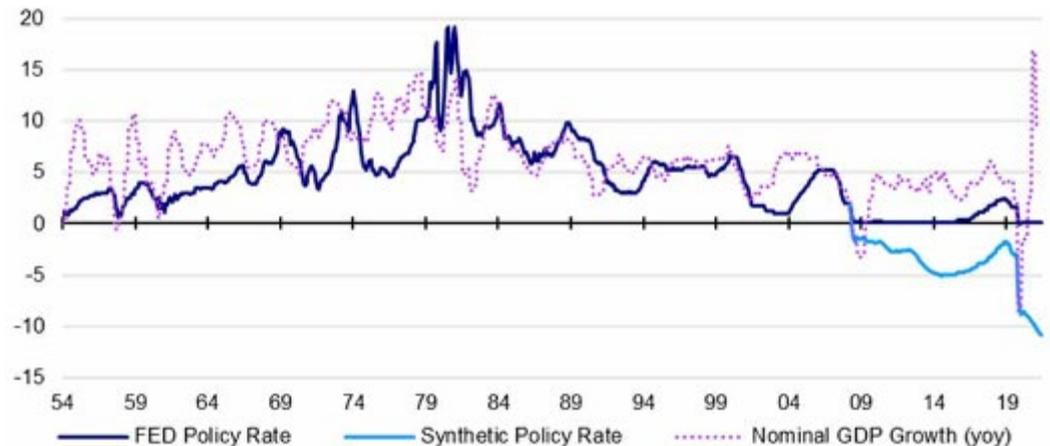


Hinweise: Die angegebenen Indexrenditen basieren zum Teil auf Rückrechnungen. **Tatsächliche oder auf Rückrechnungen basierende Renditeangaben sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.** Annualisierte monatliche Rendite von Januar 1973 – Dezember 2020 oder seit Auflegung der Anlageklasse, sofern diese zu einem späteren Zeitpunkt erfolgte. Enthält die neuesten verfügbaren Daten zum Zeitpunkt der letzten Analyse. Die Überrenditen von Anlageklassen sind wie folgt definiert: Aktien = MSCI ACWI - US T-Bills 3-Month, Hochzinsanleihen = Bloomberg Barclays HY - US T-Bills 3-Month, Bank Loans = Credit Suisse Leveraged Loan Index – US T-Bills 3-Month, Investment Grade = Bloomberg Barclays US Corporate - US T-Bills 3-Month, Staatsanleihen = FTSE GBI US-Staatsanleihen 7-10 J. - US T-Bills 3-Month. Nur zur Illustration. Weitere Informationen entnehmen Sie bitte den Anhängen. Quellen: Von Invesco Investment Solutions entwickeltes globales Konjunkturzyklus-Modell und Bloomberg L.P.

Fed-Straffung steht kurz bevor

Die Fed hat vor Kurzem signalisiert, dass sie beginnen würde, ihre Wertpapierkäufe zu drosseln. Wenn sie dabei wie geplant vorgeht, werden diese bis Mitte 2022 komplett auslaufen. Das sollte den Weg für Zinserhöhungen in der zweiten Jahreshälfte 2022 ebnen.

Abbildung 14 – Fed-Leitzins und nominales BIP-Wachstum (%)



Monatliche Daten von Juni 1954 bis Oktober 2021. „Fed Leitzins“ bezieht sich auf die effektive Fed Funds Rate. „Synthetischer Leitzins“ ist der um die Assetkäufe der Fed adjustierte Leitzins (unter Anwendung der Daumenregel, 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

Und die Fed ist nicht allein

Die Fed ist nicht die einzige Zentralbank, die die Zügel straffen will. **Abbildung 15** zeigt unsere Prognosen für die Entwicklung der aggregierten Bilanzsumme der QE5 (der fünf Zentralbanken, die seit der globalen Finanzkrise im größten Umfang Assetkäufe getätigt, also eine Politik der quantitativen Lockerung (QE) verfolgt haben). Diese Bilanzsumme wuchs Ende 2020/Anfang 2021 mit einer Rate von mehr als 50% im Jahresvergleich. Seither hat sich das Wachstum jedoch auf etwa 15% verlangsamt. Unsere Projektionen signalisieren, dass sich das Wachstum bis Ende 2022 auf 2%-3% verlangsamen wird.

Das könnte die Assetrenditen dämpfen

Abbildung 15 zeigt auch die Beziehung zu den Renditen globaler Vermögenswerte (anhand eines globalen Multi-Asset-Index). Seit der globalen Finanzkrise folgte auf eine Ausweitung (Schrumpfung) der QE5-Bilanz wiederholt ein Anstieg (Rückgang) der Asset-Renditen. Das spricht für eine vorsichtigere Einschätzung der Portfoliorenditen im Jahr 2022.

Abbildung 15 – Ausweitung der QE5-Bilanzen und globale Assetrenditen



Hinweis: 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, das monatliche Volumen ihrer Wertpapierankäufe bis Juni 2022 von 120 Mrd. USD auf Null zu reduzieren. Die EZB hat ihre Anleihekäufe bereits gedrosselt: Wir rechnen für den Rest des Jahres 2021 mit 100 Mrd. USD pro Monat, gefolgt von einer schrittweisen Rückführung bis auf 22 Mrd. USD im August 2022; wir gehen davon aus, dass dieses Ankaufovolumen dann bis Jahresende 2022 stabil bleibt. Die BOJ hat ihre Bilanz zuletzt reduziert; wir erwarten jedoch bis Ende 2022 keine weitere Änderung. Die BOE hat ihre Wertpapierkäufe praktisch eingestellt und wir erwarten keine weitere Ankäufe ab Oktober 2021. Die SNB hat keine Pläne bekanntgegeben; wir gehen jedoch davon aus, dass sie bis Juni 2022 Anleihen im Wert von 5 Mrd. USD pro Monat ankaufen und ihre Assetkäufe dann komplett einstellen wird. 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 2022. Stand: 29.10.2021. **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.** Quelle: BOE, Refinitiv Datastream und Invesco

Abbildung 16 – Globaler Risikoappetit und globaler Konjunkturzyklus



Hinweis: monatliche Daten von Januar 1992 bis Oktober 2021. 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). 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

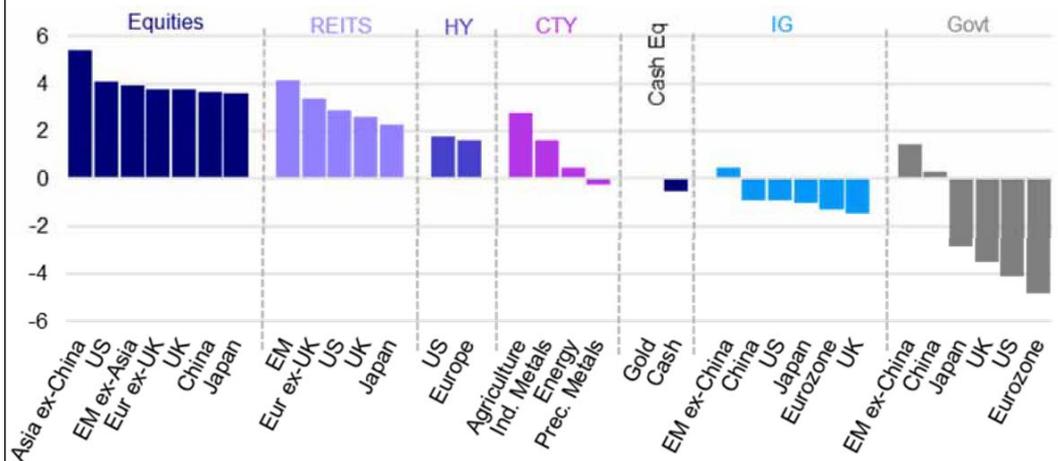
Keine so hohen Risikoprämien mehr?

Aber das GMS-Team bevorzugt immer noch zyklische Anlagen und EM-Anlagen

Was die Assetauswahl angeht, zeigt der Global Risk Appetite Cycle Indicator (GRACI) von Invesco Investment Solutions, dass sich das Eingehen zusätzlichen Risikos für Anleger sehr stark ausgezahlt hat. Angesichts der Erholung der Weltwirtschaft ist das keine Überraschung (siehe **Abbildung 16**). Die Frühindikatoren sind zuletzt jedoch schwächer ausgefallen. Angesichts der Tatsache, dass der GRACI nahe an seinem Höchststand seit der Finanzkrise liegt, spricht das für eine zunehmende Konvergenz der Renditen der verschiedenen Anlageklassen (bei geringeren Renditeaufschlägen für risikoreiche Anlagen).

Das Global Market Strategy Office (GMS) von Invesco präferiert jedoch weiterhin zyklische Anlagen. **Abbildung 17** verdeutlicht das Ergebnis einer Umfrage, in der Mitglieder des GMS-Teams (einschließlich der Autoren dieses Dokuments) ihre Einschätzungen zur relativen Performance in den nächsten zwölf Monaten äußerten. Neben einer klaren Präferenz für Aktien, Immobilien (REITs), HY und Rohstoffe gegenüber geldmarktäquivalenten Produkten, IG und Staatsanleihen hat das Team auch eine Präferenz für EM-Anlagen.

Abbildung 17 – Die Weisheit der Vielen bei GMS (Assetpräferenzen für das nächste Jahr)



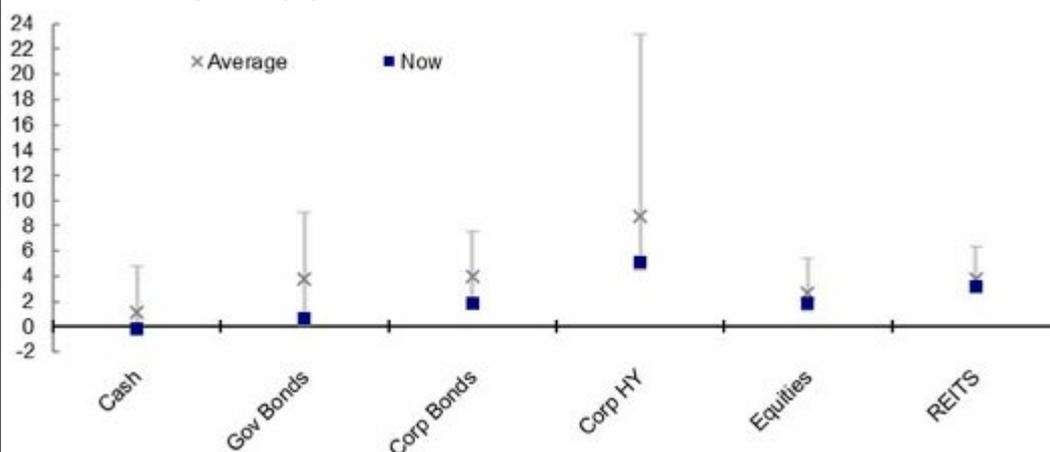
Die Abbildung zeigt die Meinungen des Global Market Strategy Office (GMS – siehe Mitgliederliste auf der hinteren Umschlagseite) zu den erwarteten Renditen der verschiedenen Anlageklassen in den nächsten 12 Monaten in USD. Alle Teammitglieder wurden dazu aufgefordert, jeden Anlagewert auf einer Skala 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

Bewertungen dämpfen
Renditeerwartungen

Prognosen für 2022

Mit Blick auf die nächsten Jahre stellen die Bewertungen eine erhebliche Performance-Hürde dar: Bei einem so niedrigen Renditeniveau sind hohe Erträge nur schwer vorstellbar (siehe **Abbildung 18**). Die Anleiherenditen bewegen sich nahe an ihrem historischen Tiefstand und in vielen Regionen gilt das gleiche für die Aktienrenditen und die Renditen von Immobilien (REITs). Allerdings sind diese häufig höher als die Renditen von Staatsanleihen und IG-Anleihen, was in der Vergangenheit nicht immer der Fall war (siehe **Anhang 2** für regionale Details).

Abbildung 18 – 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: 29.10.2021.
Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

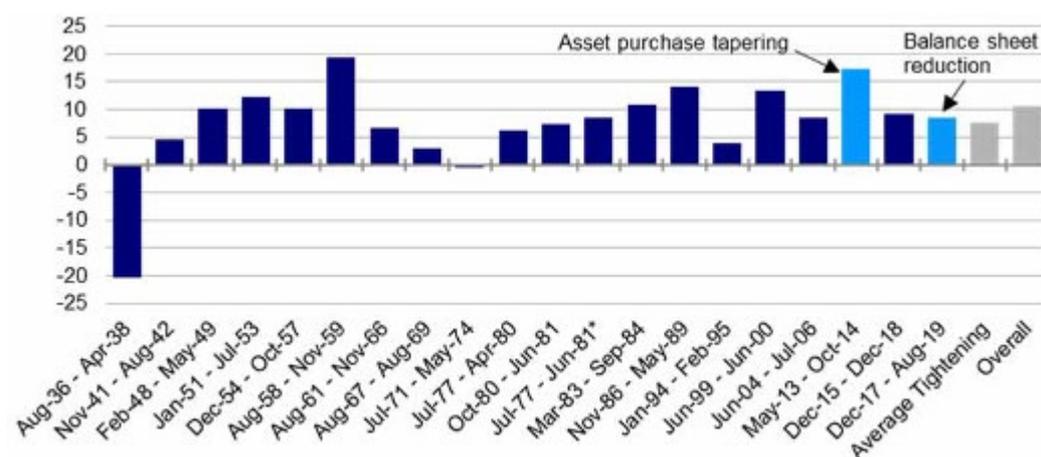
Eine restriktivere
Zentralbankpolitik könnte
schlechter für Anleihen als
für Aktien sein

Ein weiterer Grund zur Sorge ist die Tatsache, dass die Zentralbanken beginnen dürften, ihre Geldpolitik zu straffen. Das dürfte Zinsanlagen belasten, weil die Zinsen am kurzen Ende der Kurve mit den Leitzinsen steigen und die Zentralbanken ihre vor allem auf Anleihen konzentrierten Wertpapierankäufe einstellen werden. Andererseits zeigt **Abbildung 19**, dass eine Straffung der Fed-Geldpolitik nur selten mit Verlusten am US-Aktienmarkt verbunden war (obwohl die Erträge in Straffungszyklen im Durchschnitt geringer ausfielen als die Erträge für die Gesamtperiode).

Zyklische Impulse sprechen
weiter für aktienähnliche
Anlagen, aber die
Risikoprämien dürften
künftig geringer ausfallen

Wir vermuten, dass die Aktienmarktentwicklung im Jahr 2022 weniger von den Maßnahmen der Zentralbanken als vielmehr von der Entwicklung der Unternehmensgewinne abhängen wird. Wie bereits erwähnt, gehen wir davon aus, dass das Gewinnwachstum im Jahr 2022 geringer ausfallen wird. Mit einem Rückgang der Gewinne rechnen wir jedoch nicht (unter der Annahme eines trendnahen Wirtschaftswachstums). Wir glauben, dass dieser zyklische Impuls weiterhin aktienähnlichen Anlagen (Aktien, Immobilien und hochverzinslichen Anleihen) zugute kommen wird, auch wenn wir eine geringere Risikoprämie als im Jahr 2021 erwarten.

Abbildung 19 – Jährliche Gesamtrendite von US-Aktien während Fed-Straffungszyklen (%)



Auf Basis monatlicher Daten von August 1936 bis Oktober 2021; die Grafik zeigt die annualisierte Gesamtrendite eines breiten US-Aktienindex in Phasen, in denen die Fed ihre Geldpolitik gestrafft hat („gesamt“ bezieht sich auf die Rendite über den gesamten Betrachtungszeitraum). Nähere Informationen zu Methodik und Quellen sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.** Quelle: Robert Shiller, Federal Reserve, Refinitiv Datastream und Invesco

Die Annahmen beinhalten zwei Zinserhöhungen der Fed im Jahr 2022

Unsere Projektionen bis Ende 2022 liegen die folgenden Annahmen zugrunde:

- Die Zentralbanken beginnen mit dem Tapering und stellen ihre Wertpapierkäufe in vielen Ländern komplett ein
- Die Zentralbanken leiten die Normalisierung (Anhebung) der Leitzinsen ein (wir rechnen mit zwei Zinserhöhungen der US-Notenbank (Fed) und noch mehr Zinsschritten der BOE)
- Die Staatsanleiherenditen steigen in allen Laufzeitsegmenten, aber gegen Ende unseres Prognosezeitraums werden die Zinskurven flacher
- Die IG- und HY-Spreads verengen sich leicht und die Ausfallraten sinken
- Gestützt durch die Spreadentwicklung wertet der USD leicht auf
- Das Dividendenwachstum verlangsamt sich; die Renditen bleiben stabil (mit Ausnahme eines leichten Renditeanstiegs in den USA)
- Die Ausschüttungen aus Immobilienanlagen (REITs) ziehen wieder an und führen zu höheren REIT-Renditen
- Rohstoffe konsolidieren die jüngsten Gewinne (und der Goldpreis sinkt aufgrund der steigenden Anleiherenditen und des steigenden Dollars)

Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen steigt auf 2,20%

Die Annahmen, die unseren Prognosen zugrunde liegen, sind in **Anhang 4** dargelegt. **Abbildung 20** zeigt, welche Marktziele wir daraus ableiten. Die vielleicht wichtigste Einzelprognose ist, dass die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe auf 2,20% ansteigen wird (was größtenteils auf einem Anstieg der realen Rendite beruht). Dies könnte mehrere wichtige Auswirkungen haben: einen stärkeren Dollar, eine unterdurchschnittliche Performance von Wachstumsaktien (und Märkten mit einem deutlichen Wachstumsschwerpunkt), Abwärtsdruck auf den Goldpreis, eine geringere Begeisterung für andere Rohstoffe und erneute Zweifel an der Fähigkeit der Schwellenländer, ihre Schuldenlast zu finanzieren. Allerdings hat der Dollar bereits einen Großteil des von uns prognostizierten Wegs zurückgelegt, sodass wir nur mit einer begrenzten weiteren Aufwertung rechnen. Dadurch könnten auch die negativen Auswirkungen für EM-Anlagen begrenzt bleiben.

EM-Anlagen
erscheinen günstig,
aber S&P 500 sehr
hoch bewertet

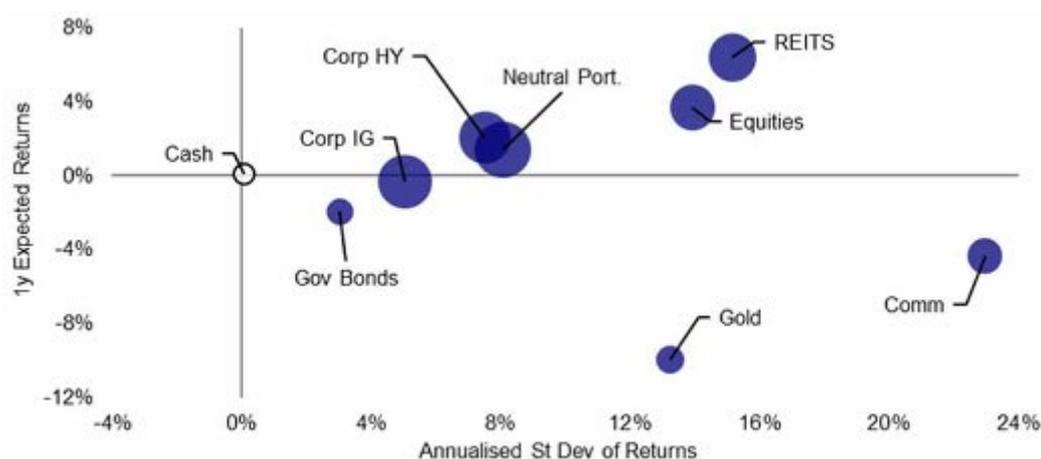
Für EM-Anlagen war 2021 ein relativ schwieriges Jahr (siehe **Anhang 2**). Grund dafür waren u.a. die bekannt gewordenen Probleme in China sowie Probleme in Ländern wie der Türkei (steigende Geldmenge, hohe Inflation, politische Eingriffe, Währungsschwäche), Brasilien (hohe Inflation, steigende Zinsen) und Russland (hohe Inflation, steigende Zinsen). Wir vermuten, dass in einigen der größten Schwellenländer bereits zahlreiche Korrekturmaßnahmen eingeleitet worden sind. Das ist ein Grund dafür, dass uns diese Vermögenswerte so günstig erscheinen. Andererseits erscheinen die Aktienbewertungen in den USA inzwischen so hoch, dass ein Rückgang des S&P 500 kaum vermeidbar erscheint. Die Immobilienbewertungen (REITs) halten wir dagegen für nicht so überzogen.

Abbildung 20 – Marktprognosen

		Aktuell (29.10.2021)	Prognose Ende 2022
Zentralbankzinsen	USA	0,25	0,75
	Eurozone	-0,50	-0,50
	China	4,35	4,35
	Japan	-0,10	-0,10
	UK	0,10	1,00
10-jährige Anleiherenditen	USA	1,56	2,20
	Eurozone	-0,10	0,15
	China	2,98	3,40
	Japan	0,08	0,15
	UK	1,03	1,50
Wechselkurse/USD	EUR/USD	1,16	1,15
	USD/CNY	6,41	6,60
	USD/JPY	114,02	115,00
	GBP/USD	1,37	1,40
	USD/CHF	0,91	0,90
Aktienindizes	S&P 500	4605	4500
	Euro Stoxx 50	4251	4600
	FTSE A50	15882	16750
	Nikkei 225	28893	31000
	FTSE 100	7238	8000
Rohstoffe (USD)	Brent/Barrel	83	75
	Gold/Feinunze	1777	1600
	Kupfer/Tonne	9809	10000

Hinweise: **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

Abbildung 21 – Prognostizierte Risiko-Rendite-Verhältnisse globaler Anlagewerte bis Ende 2022



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: 29.10.2021. **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 Immobilien die höchsten Erträge liefern werden; Gold sehen wir skeptisch

Unsere Renditeprognosen entsprechen weitgehend den in **Abbildung 17** dargestellten GMS-Rankings mit den besten Renditen aus Aktien-, Immobilien-, HY- und Rohstoffanlagen. Optimistischer sind wir jedoch für Immobilienanlagen, da die erhöhten REIT-Renditen den Aufwärtsdruck durch steigende Anleiherenditen abfedern dürften (siehe **Abbildung 21**). Dagegen werden die steigenden Staatsanleiherenditen unserer Erwartung nach zu einer negativen Gesamtrendite aus Staatsanleihen und IG-Anleihen führen. Angesichts des erwarteten Anstiegs der US-Staatsanleiherenditen und der damit verbundenen leichten Aufwertung des US-Dollars prognostizieren wir negative Renditen aus Goldanlagen.

Cash bleibt unser bevorzugter Diversifikator

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 22** veranschaulicht die Ergebnisse dieses Prozesses. Wir haben eine Präferenz für Immobilienanlagen, HY und Cash (als unseren bevorzugten Diversifikator).

Aktienallokation auf neutral reduziert, höhere Allokation in Kreditanlagen

Sofern es sich um klare Signale handelt, folgen wir den Vorschlägen des Optimierers größtenteils: Im Rahmen unserer Modell-Asset-Allokation setzen wir weiter auf Maximalallokationen in Immobilien und Cash (und sind jetzt auch bei HY beim Maximum) sowie eine Null-Allokation in Gold (und halten jetzt auch keine Rohstoffe mehr). Außerdem haben wir unsere Allokationen in Aktien und Staatsanleihen auf neutral bzw. das Minimum von 10% reduziert und im Gegenzug unser Engagement in IG wieder erhöht (auf eine Allokation von 9% – neutral wäre 10%).

Abbildung 22 – Optimierte Allokationen in globale Assets (auf Basis der Erträge in lokaler Währung)

	Neutrales Portfolio	Erlaubte Quote gem. Anlage-richtlinien	Prognos-tizierte Renditen	Optimierungen		
				Sharpe Ratio	Max. Rendite	Modell-Asset -Allokation*
Cash & Gold	5%	0-10%	-5,0%	10%	10%	10%
Cash	2,5%	0-10%	-0,1%	10%	10%	10%
Gold	2,5%	0-10%	-10%	0%	0%	0%
Staatsanleihen	25%	10-40%	-1,9%	10%	10%	↓ 10%
IG	10%	0-20%	-0,3%	0%	19%	↑ 9%
HY	5%	0-10%	2,1%	10%	10%	↑ 10%
Aktien	45%	25-65%	3,7%	54%	35%	↓ 45%
Immobilien	8%	0-16%	6,4%	16%	16%	16%
Rohstoffe	2%	0-4%	-4,3%	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 reduzieren unsere Allokation in Aktien und Staatsanleihen und engagieren uns dafür stärker in Kreditanlagen

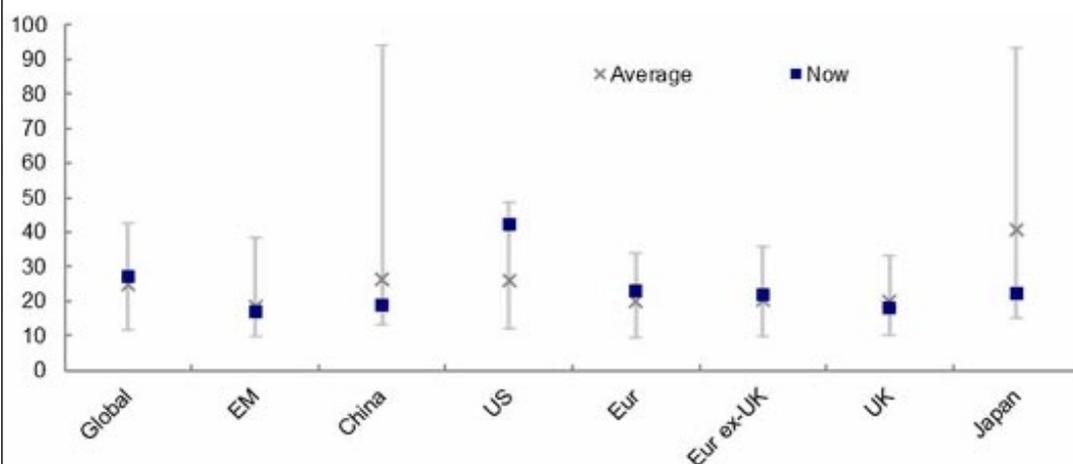
Das Risiko-Ertrags-Verhältnis von Aktien ist nicht mehr so attraktiv (EM und Großbritannien bevorzugt)

Modell-Asset-Allokation: ein ausgewogenerer Ansatz

Da wir davon ausgehen, dass 2022 ein Jahr des Übergangs sein wird, und mit einer stärkeren Renditekonvergenz zwischen den verschiedenen Anlageklassen rechnen, setzen wir in unserer Modell-Asset-Allokation auf einen ausgewogeneren Ansatz. Wir reduzieren die Aktienallokation auf neutral. Wir erhöhen die Anleihenallokation, indem wir unser Engagement in HY (auf das Maximum) und IG (auf fast neutral) ausbauen, während wir die Allokation in Staatsanleihen auf das Minimum reduzieren. Auf regionaler Ebene haben wir die Allokationen in den EM und der Eurozone erhöht, während wir das Engagement in den USA und Japan reduzieren.

Zyklische Anlagen sind seit mehr als 18 Monaten im Aufwind. Da sich die Weltwirtschaft im Jahr 2022 voraussichtlich abschwächen wird, dürfte der Renditevorteil dieser Anlagen geringer ausfallen als bisher. Daher reduzieren wir die **Aktien**allokation von 54% auf neutrale 45% (wir halten die risikobereinigten Erträge inzwischen für weniger attraktiv). Dazu führen wir die US-Allokation noch stärker unter neutral zurück und reduzieren die Übergewichtung in der Eurozone und Japan (**Abbildung 3** zeigt die regionalen Allokationen im Detail). Wir halten jedoch an der Maximalallokation in den EM und britischen Aktien fest (da wir diese Märkte für relativ günstig halten – siehe **Abbildung 23**).

Abbildung 23 – 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: 29.10.2021.
Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Immobilien weiter beim Maximum (EM und Eurozone bevorzugt)

Trotzdem halten wir an unserer Maximalallokation (von 16%) in **Immobilien** fest, die wir als die andere wichtige zyklische Anlagekategorie betrachten. Auf Basis unserer regionalen REIT-Renditeprognosen reduzieren wir die Allokation in den USA und Japan, bauen unser Engagement in der Eurozone und den EM dagegen aus (wobei die EM die von uns bevorzugte Region bleiben).

HY auf Maximum und IG auf nahe an neutral erhöht; Staatsanleihen reduziert

Die Rückführung der Aktienquote schafft Raum für eine Erhöhung der Anleihenquote von 19% auf 29% (neutral sind 40%). **HY** wird wieder auf das Maximum von 10% erhöht (von 2%) und IG von null auf 9% angehoben (gegenüber einer neutralen Allokation von 10%). Obwohl wir nur begrenzte Erträge aus Kreditanlagen erwarten (siehe **Abbildung 21**), hat sich der Ausblick für die risikobereinigten Erträge im Vergleich zu Aktien verbessert. Im Gegenzug für die höhere Allokation in Kreditanlagen haben wir die Allokation in **Staatsanleihen** auf das Minimum von 10% reduziert (von 17%), wobei die EM die einzige von uns bevorzugte Region sind.

Cash ist unser bevorzugter Diversifikator, aber Gold und Rohstoffe meiden wir

Cash bleibt unser bevorzugter Diversifikator (wir bleiben beim Maximum von 10%). Die Zentralbankzinsen sind zwar niedrig (und in einigen Fällen sogar negativ). Aufgrund seiner fehlenden Volatilität und geringen Korrelation mit anderen Anlagewerten wird Cash aber in unseren Optimierungsprozessen bevorzugt (siehe **Abbildung 22**). Wir bleiben bei unserer Nullgewichtung von **Gold**. Wir befürchten, dass Gold unter Druck geraten wird, falls es, wie von uns erwartet, zu einem Anstieg der Anleiherenditen und einer Aufwertung des US-Dollars kommen sollte. Schließlich gehen wir zu einer **Nullallokation in Rohstoffen** über – einer weitgehend zyklischen Anlageklasse, die unserer Ansicht nach jedoch bereits viele gute Nachrichten eingepreist hat (das gilt insbesondere für Energierohstoffe).

Präferenz für Großbritannien und EM

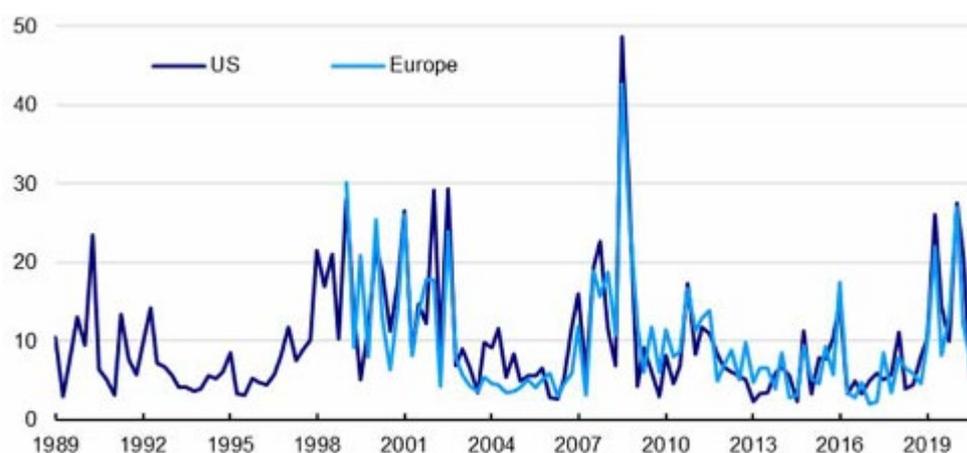
Auf regionaler Ebene favorisieren wir die unserer Erwartung nach werthaltigsten Bereiche, die zudem von einer weiteren Expansion der Weltwirtschaft profitieren könnten: die EM und Großbritannien. Wir sichern weiterhin keine Währungsrisiken ab – die von uns erwartete Dollar-Stärke reicht unserer Ansicht nach nicht aus, um eine Währungsabsicherung zu rechtfertigen.

Die Faktorpositionierung wird sich 2022 weniger auszahlen

Aktienfaktoren und -sektoren

Unser Basisszenario, wonach der Konjunkturzyklus in eine stabilere mittzyklische Phase übergeht, spricht für eine stärkere Konvergenz der Faktorrenditen als in der Erholungsphase (siehe **Abbildung 24**). In der Vergangenheit zeichnete sich eine derartige Phase durch eine geringe Aktienmarktvolatilität aus. Daher glauben wir, dass sich die Faktorpositionierung im Jahr 2022 weniger auszahlen wird als rund um Wendepunkte der Märkte, sodass unserer Ansicht nach viel für eine ausgewogene Faktorallokation spricht. Die Inflation bleibt unsere wichtigste Risikovariablen. Bei einer höher als erwarteten Inflation würden wir mit einer Outperformance des Bewertungsfaktors (Value) rechnen, bei einer unerwartet niedrigen Teuerung aufgrund der Implikationen für die Anleiherenditen dagegen mit einer besseren Performance des Wachstumsfaktors (Growth).

Abbildung 24 – Faktorindizes: vierteljährliche Renditespreads (Prozentpunkte)

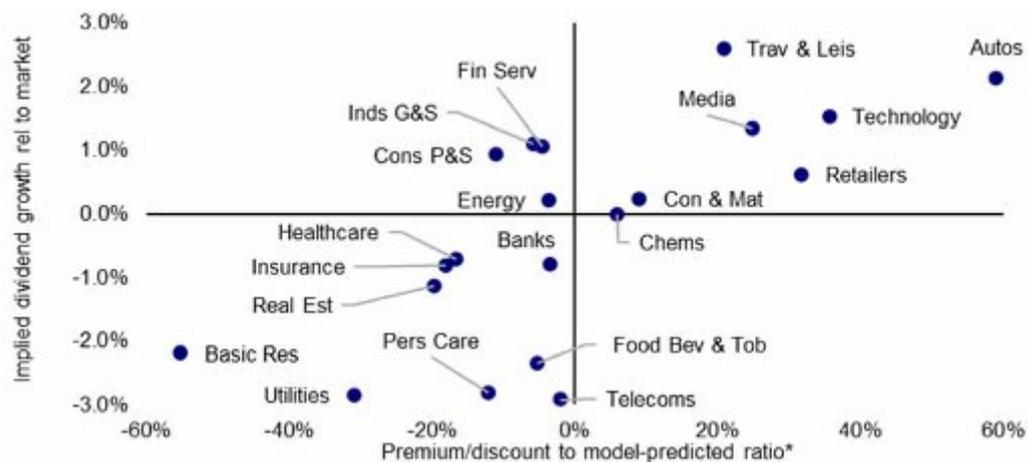


Hinweise: Stand der Daten: 30. September 2021 Wir verwenden die vierteljährlichen Renditen unserer eigenen US-amerikanischen und europäischen Faktorindizes. Der angegebene Spread ist die Differenz zwischen der höchsten und der niedrigsten vierteljährlichen Rendite der Faktorindizes. Nähere Informationen zur Methodik und die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.** Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Für zyklisches Exposure bevorzugen wir den Grundstoffsektor gegenüber Rohstoffen

Unsere Branchenallokation folgt einer ähnlichen Logik: Wir positionieren uns für eine stabilere Phase im Zyklus, indem wir auf eine ausgewogene Allokation in früh- und spätzyklische Anlagen sowie Growth- und Value-Faktorexposures setzen (wie in unserem jüngsten **Strategic Sector Selector** dargelegt). In unserem Basisszenario würden wir Grundstoffe, Finanzdienstleister und den Immobiliensektor als unsere bevorzugten zyklischen Sektoren höher gewichten (siehe **Abbildung 25**). Tatsächlich betrachten wir den Grundstoffsektor als gute Möglichkeit für ein günstigeres zyklisches Exposure (wenn die zugrundeliegenden Rohstoffe nicht mehr günstig erscheinen). Wir würden auf eine neutrale Allokation in „defensiven Wachstumssektoren“ (Basiskonsumgüter und Gesundheit) setzen und – für den Fall, dass das Wachstum enttäuschend ausfallen sollte – an unserer Übergewichtung des Technologiesektors festhalten.

Abbildung 25 – Matrix globaler Branchenbewertungen



Hinweise: Auf der Horizontalachse zeigen wir, wie stark die Bewertung einer Branche über/unter der impliziten Bewertung unseres Multiple-Regressionsmodells liegt (Dividendenrendite im Vergleich zum Markt). Die vertikale Achse zeigt das ewige reale Dividendenwachstum, das nötig wäre, um das aktuelle Kursniveau zu rechtfertigen, im Vergleich zum aktuell eingepreisten Dividendenwachstum. Wir betrachten die Branchen im rechten oberen Quadranten in Bezug auf beide Messgrößen als teuer, die im Quadranten links unten dagegen als günstig. Nähere Informationen zur Methodik und die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Stand der Daten: 29. Oktober 2021.
Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Unser zentrales Szenario geht von einem BIP-Wachstum von 4% und einer Inflation von 4% (global) aus, mit vier Alternativen

Was könnte schief laufen? Fünf Szenarien für 2022

Unser beschriebenes zentrales Szenario geht von einem geringeren Wachstum im Jahr 2022 sowie einer nur vorübergehend erhöhten Inflation aus (globales BIP-Wachstum von 4% und Verbraucherpreisinflation von 4%). Wir könnten rund um unser zentrales Szenario unendlich viele alternative Szenarien skizzieren, konzentrieren uns aber auf vier (siehe **Abbildung 26**). „Rezession“ und „Boom“ sind die extremen Ausprägungen der Kurve, die wir als Phillips-Kurven-Kontinuum bezeichnen könnten, wonach eine höhere (niedrigere) Nachfrage/Wachstumsrate mit einer höheren (niedrigeren) Inflation einhergeht. Dagegen beschreibt die Diagonale, die „Stagflation“ mit „moderater Disinflation“ verbindet, angebotsseitige Schocks. Dabei ist zu beachten, dass wir zwar den Begriff Stagflation verwenden, aber kein so extremes Szenario wie in den 1970er/1980er Jahren erwarten.

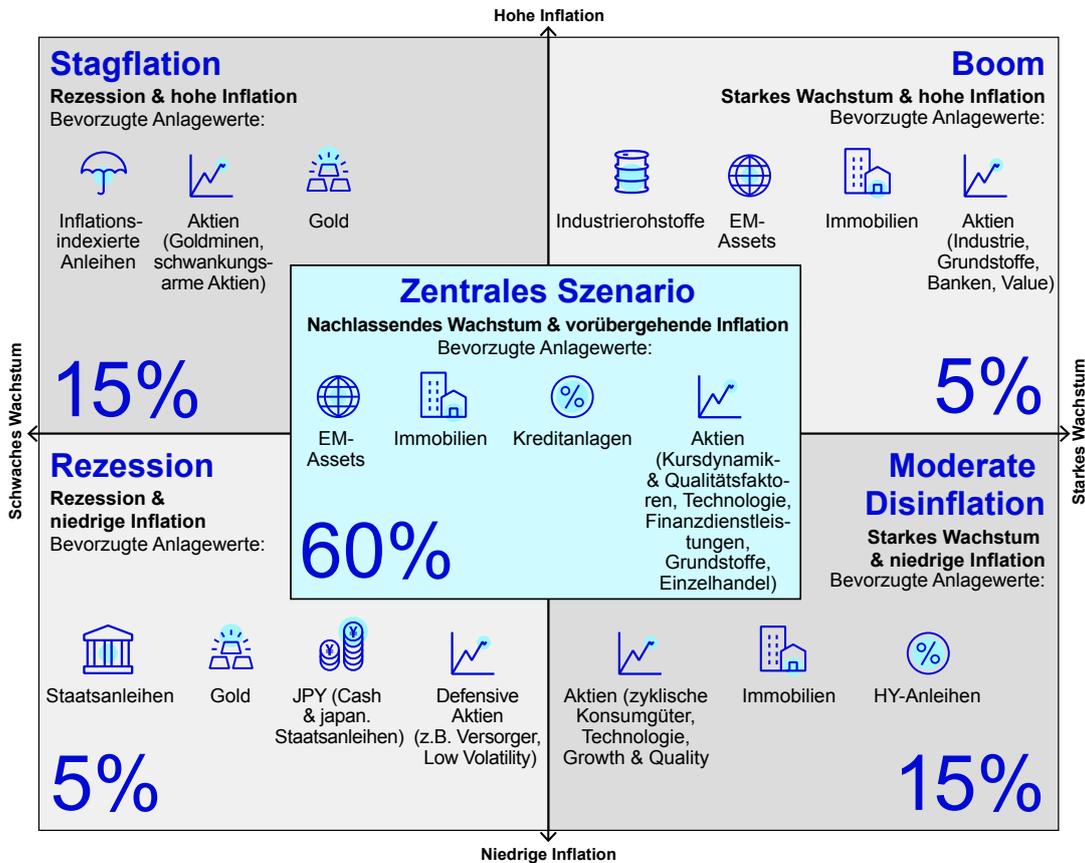
Abbildung 26 zeigt die von uns in den einzelnen Szenarien bevorzugten Vermögenswerte. Wir schätzen die Eintrittswahrscheinlichkeit des zentralen Szenarios auf 60%. Angesichts der angebotsseitigen Störungen schätzen wir die Eintrittswahrscheinlichkeit der Szenarien „Stagflation“ und „moderate Disinflation“ mit 15% höher ein als die alternativer Szenarien (5%).

Die Auswahl der Anlagewerte im **zentralen Szenario** dürfte angesichts der vorangegangenen Ausführungen keine Überraschung sein. Obwohl wir die Cash-Allokation in unserer Modell-Asset-Allokation maximal ausschöpfen, gehören Barmittel nicht zu den in unserem zentralen Szenario bevorzugten Assets, da wir Cash als Diversifikator für mögliche abträgliche Entwicklungen betrachten, eine Möglichkeit, die durch die anderen Szenarien abgedeckt wird.

Stagflation so wahrscheinlich wie seit Langem nicht mehr, aber schwierig, Vermögenswerte zu finden, um sich gegen ein solches Szenario abzusichern

Es ist viel von **Stagflation** die Rede, worunter wir im aktuellen Kontext eine Kombination aus hoher Inflation und Rezession verstehen (wobei erstere vielleicht letztere hervorruft). Denkbar ist ein solches Szenario, wenn Lieferengpässe zu höheren Preisen führen, die wiederum sinkende Realeinkommen und eine aggressive Straffung der Geldpolitik zur Folge haben. Wir halten eine solche Entwicklung nicht für sehr wahrscheinlich, aber für wahrscheinlicher als zu irgendeinem anderen Zeitpunkt in der jüngeren Vergangenheit. In einem derartigen Szenario wäre es schwierig, Anlagewerte zu finden, mit denen sich Anleger sowohl gegen eine höhere Inflation als auch gegen eine Rezession absichern können. Wir vermuten, dass inflationsindexierte Anleihen von einem Rückgang der realen Renditen profitieren würden und unempfindlich gegenüber einem Anstieg der Inflationserwartungen wären, der nominale Anleihen belasten könnte.

Abbildung 26 – Fünf Szenarien für 2022 und die von uns bevorzugten Anlageklassen



Die prozentualen Anteile spiegeln die von uns zugewiesenen Wahrscheinlichkeiten wider. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: Invesco

In einem Stagflationsszenario könnten Gold und Goldminen im Fokus stehen

Gold könnte für eine Stagflation ideal positioniert sein, solange es eine positive Korrelation mit der Inflation aufweist – seit der globalen Finanzkrise war dies zwar nicht mehr der Fall, wir vermuten aber, dass sich diese positive Korrelation wieder einstellen wird, wenn die Inflation hoch zu bleiben droht. Daher könnten Goldminenaktien zu den wenigen Aktienmarktsegmenten gehören, die sich in diesem Umfeld positiv entwickeln. Außerdem würden wir erwarten, dass der Niedrigvolatilitätsfaktor besser abschneidet als die breiten Aktienindizes.

Bei einer leichten Disinflation würden wir zyklische Anlagen und Long-Duration-Assets bevorzugen

Das andere Extrem wäre eine **moderate Disinflation** mit einer Kombination aus niedriger Inflation und starkem Wachstum (in diesem Szenario würden die realen Einkommen schneller steigen und die Zentralbanken könnten sich mit der Normalisierung ihrer Geldpolitik mehr Zeit lassen). Unserer Ansicht nach würden Aktien und Immobilien von einem stärkeren Konjunkturzyklus profitieren, während HY-Anleihen sowohl von einem stärkeren Zyklus als auch von niedrigeren Staatsanleiherenditen profitieren würden. Im Aktienbereich gehen wir davon aus, dass zyklische Konsumwerte von einem stärkeren Wachstum und steigenden realen Einkommen der privaten Haushalte profitieren würden, während Wachstumswerte (einschließlich Technologie) durch niedrigere Anleiherenditen Auftrieb erhalten würden. Der Qualitätsfaktor und der Wachstumsfaktor weisen unserer Ansicht nach einige gleiche Merkmale auf, wobei der Qualitätsfaktor eher defensiver ist.

In einer Rezession hätten wir eine Präferenz für defensive Anlagen

Das **Rezessionsszenario** ist relativ einfach, da wir hier ebenfalls von einer geringeren Inflation ausgehen, die es den Zentralbanken ermöglichen würde, ihre Geldpolitik zu lockern. Wir würden (zumindest in den Industrieländern) mit einem Rückgang der Staatsanleiherenditen rechnen, was auch den Goldpreis stützen dürfte. In diesem Szenario würden wir mit einer Outperformance von Barmitteln gegenüber zyklischen Anlagen rechnen. Unter den wichtigsten Währungen hätten wir eine Präferenz für den japanischen Yen (JPY), wobei eine Aufwertung des Yen auch zu höheren Erträgen aus japanischen Staatsanleihen führen könnte. Im Aktienbereich würden wir defensivere Anlagen bevorzugen (z.B. Versorgungstitel und schwankungsarme Aktien). Die durch die Pandemie ausgelöste Rezession hat den Technologiewerten Auftrieb gegeben. Wir betrachten dies jedoch als eine außergewöhnliche Entwicklung, die sich in einer normalen Rezession vermutlich nicht wiederholen würde.

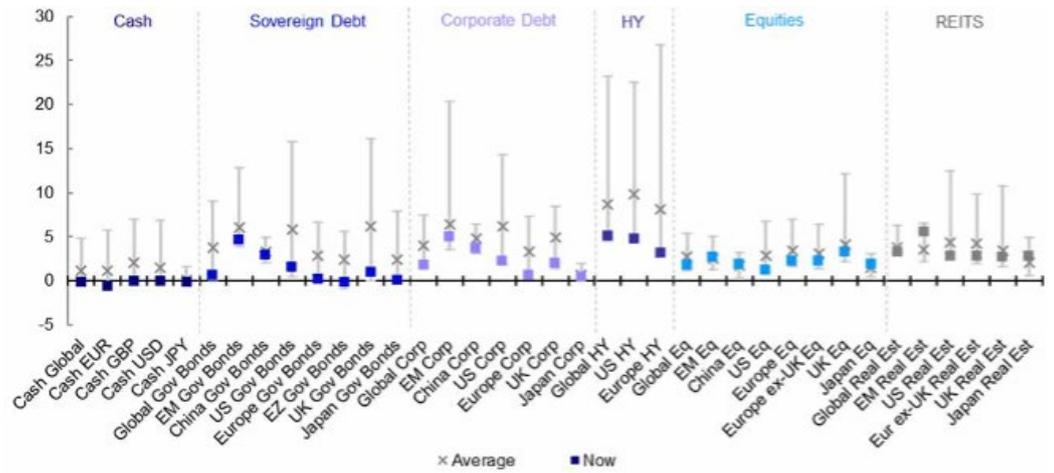
Ein starkes Wachstum mit einer höheren Inflation spräche für Industrierohstoffe, Immobilien und Aktien

Schließlich gehen wir im **Boom-Szenario** von einer Wachstumsbeschleunigung aus (vielleicht, weil die privaten Haushalte ihre überschüssigen Ersparnisse ausgeben), die vermutlich zu einer höheren Inflation führen würde. Dabei handelt es sich um eine traditionelle Beschleunigung der Wirtschaftstätigkeit, die für zyklische Werte wie Industrierohstoffe, Immobilien und Aktien sprechen dürfte. Im Aktienbereich haben wir eine Präferenz für Industrie-, Grundstoff- und Banktitel (letztere aufgrund des Kreditwachstums und der Versteilung der Zinskurve) sowie den Value-Faktor. Außerdem würde ein solches Szenario aufgrund des starken globalen Wachstums und der höheren Rohstoffpreise unserer Ansicht nach für EM-Anlagen sprechen. Obwohl sie als frühzyklischer Vermögenswert betrachtet werden, der von einer Konjunkturbeschleunigung profitieren kann, haben wir HY-Anleihen nicht berücksichtigt, da wir befürchten, dass die Anleiherenditen in diesem Szenario steigen würden (und die Credit Spreads bereits nahe an ihrem zyklischen Tiefpunkt liegen).

Anhänge

Anhang 1: Globale Bewertungen im historischen Vergleich

Regionale Renditen bewegen sich innerhalb historischer Spannen (%)



Hinweise: Stand: 29.10.2021. **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: Gesamtrendite der Anlageklassen

Stand der Daten: 31.10.2021	Index	Aktuelles Niveau/RY	Gesamtrendite (USD, %)				Gesamtrendite (lokale Währung, %)			
			2 Monate	Seit 1. Jan.	12 Monate	5 Jahre*	2 Monate	Seit 1. Jan.	12 Monate	5 Jahre*
Aktien										
Welt	MSCI	745	0,8	17,2	37,9	15,3	1,3	19,0	37,8	15,2
Emerging Markets (EM)	MSCI	1265	-3,0	0,0	17,3	9,8	-1,9	1,9	16,5	10,8
China	MSCI	92	-2,0	-14,0	-9,1	10,4	-2,1	-13,9	-9,4	10,3
USA	MSCI	4475	1,9	23,4	43,3	19,4	1,9	23,4	43,3	19,4
Europa	MSCI	2074	-0,4	15,7	41,8	11,2	0,7	20,1	39,9	9,6
Europa ex UK	MSCI	2614	-1,0	15,4	41,2	12,7	0,3	21,2	41,2	11,4
UK	MSCI	1162	1,9	16,7	43,8	6,8	2,3	16,4	35,6	4,4
Japan	MSCI	3881	-0,6	2,6	20,3	8,7	3,2	13,4	31,2	10,5
Staatsanleihen										
Welt	BofA-ML	0,66	-2,6	-6,3	-4,0	1,6	-1,3	-2,6	-2,3	1,6
Emerging Markets (USD)	BBloom	4,62	-3,1	-3,0	4,3	4,7	-3,1	-3,0	4,3	4,7
China	BofA-ML	2,89	1,0	6,5	10,2	4,2	0,0	4,2	5,3	3,0
USA (10 J.)	Datastream	1,56	-1,9	-3,4	-3,7	3,0	-1,9	-3,4	-3,7	3,0
Europa	BofA-ML	0,17	-3,7	-8,7	-3,9	3,1	-1,8	-3,5	-3,2	2,0
Europa ex UK (EMU, 10 J.)	Datastream	-0,10	-4,7	-9,2	-5,2	2,5	-2,8	-4,0	-4,6	1,4
UK (10 J.)	Datastream	1,03	-3,3	-6,1	-0,1	4,4	-2,9	-6,4	-5,8	2,0
Japan (10 J.)	Datastream	0,08	-4,2	-9,7	-8,4	-1,5	-0,5	-0,2	0,0	0,2
IG-Unternehmensanleihen										
Global	BofA-ML	1,85	-1,5	-2,4	1,7	4,3	-1,1	-1,0	1,5	3,9
Emerging Markets (USD)	BBloom	5,01	-4,4	-3,4	2,4	7,4	-4,4	-3,4	2,4	7,4
China	BofA-ML	3,71	1,1	6,1	9,3	3,8	0,1	3,8	4,4	2,6
USA	BofA-ML	2,27	-0,8	-0,9	2,3	4,9	-0,8	-0,9	2,3	4,9
Europa	BofA-ML	0,60	-3,3	-6,4	-0,6	2,8	-1,4	-1,1	0,1	1,7
UK	BofA-ML	2,07	-2,1	-2,7	6,7	6,4	-1,7	-3,0	0,7	3,9
Japan	BofA-ML	0,38	-3,8	-8,9	-7,5	-1,1	-0,2	0,6	0,9	0,5
HY-Unternehmensanleihen										
Global	BofA-ML	5,06	-1,6	1,4	8,7	6,0	-1,2	2,5	8,7	5,7
USA	BofA-ML	4,74	-0,2	4,5	10,7	6,2	-0,2	4,5	10,7	6,2
Europa	BofA-ML	3,14	-2,7	-2,5	7,7	5,3	-0,7	3,0	8,4	4,1
Cash (Overnight LIBOR)										
USA		0,07	0,0	0,1	0,1	1,1	0,0	0,1	0,1	1,1
Euroraum		-0,59	-2,1	-5,8	-1,5	0,5	-0,1	-0,5	-0,6	-0,5
UK		0,04	-0,5	0,2	6,0	2,7	0,0	0,0	0,0	0,3
Japan		-0,09	-3,7	-9,5	-8,3	-1,8	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Immobilien (REITs)										
Global	FTSE	2051	-0,5	18,6	38,3	7,6	1,5	25,4	39,2	6,4
Emerging Markets	FTSE	1655	-6,1	-12,1	-3,0	3,2	-4,2	-7,0	-2,3	2,1
USA	FTSE	3634	1,7	32,4	53,5	8,8	1,7	32,4	53,5	8,8
Europa ex UK	FTSE	3861	-5,9	5,7	30,5	9,3	-4,0	11,7	31,4	8,1
UK	FTSE	1315	-3,8	20,6	46,4	9,0	-3,5	20,3	38,1	6,5
Japan	FTSE	2756	-3,8	7,8	21,8	3,9	-0,2	19,1	32,9	5,6
Rohstoffe										
Alle	GSCI	2892	12,2	46,3	73,7	5,1	-	-	-	-
Energie	GSCI	469	20,5	75,7	125,7	4,0	-	-	-	-
Industriemetalle	GSCI	1762	1,5	25,9	39,5	10,4	-	-	-	-
Edelmetalle	GSCI	2048	-1,7	-6,9	-5,4	5,6	-	-	-	-
Agrarrohstoffe	GSCI	488	4,3	22,0	40,1	1,4	-	-	-	-
Währungen (ggü. USD)**										
EUR		1,16	-2,1	-5,3	-0,7	1,0	-	-	-	-
JPY		114,01	-3,5	-9,4	-8,2	-1,7	-	-	-	-
GBP		1,37	-0,4	0,3	6,0	2,3	-	-	-	-
CHF		1,09	-0,1	-3,3	0,1	1,6	-	-	-	-
CNY		6,41	0,9	1,9	4,5	1,1	-	-	-	-

Hinweise: *Renditen über fünf Jahre annualisiert. **Der Wahrungsabschnitt 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)

Anlageklasse	Index	Erwartete geometrische Rendite %	Erwartete arithmetische Rendite %	Erwartetes Risiko %	Arithmetisches Risiko-Rendite-Verhältnis	
Anleihen	US Treasury Short	BBG BARC US Treasury Short	0,8	0,9	1,5	0,56
	US Treasury Intermediate	BBG BARC US Treasury Intermediate	1,4	1,5	4,5	0,32
	US- Treasury long	BBG BARC US Treasury Long	1,3	2,0	11,7	0,17
	US TIPS	BBG BARC US TIPS	0,7	0,9	5,5	0,16
	US Bank Loans	CSFB Leverage Loan Index	4,1	4,4	8,5	0,52
	US aggregiert	BBG BARC US Aggregate	1,9	2,0	5,9	0,35
	US Inv Grd Corps	BBG BARC US Investment Grade	1,7	2,0	7,6	0,26
	US MBS	BBG BARC US MBS	2,4	2,7	6,5	0,41
	US Preferred Stocks	BOAML Fixed Rate Pref Securities	3,0	3,7	12,4	0,30
	HY USA	BBG BARC US High Yield	3,1	3,6	10,1	0,35
	US-Kommunalanl. mittl. Laufzeit	BOAML US Municipal (3Y-15Y)	1,7	2,0	7,2	0,27
	HY-US-Kommunalanleihen	BBG BARC Municipal Bond High Yield	1,8	2,1	7,8	0,27
	Global aggregiert	BBG BARC Global Aggregate	2,2	2,4	6,7	0,36
	Global aggregiert ohne USA	BBG BARC Global Aggregate- Ex US	2,4	2,9	10,2	0,28
	Globale Staatsanleihen	BBG BARC Global Treasuries	2,2	2,5	8,4	0,30
	Globale Staatsanleihen	BBG BARC Global Sovereign	1,7	1,9	6,9	0,27
	Globale Unternehmensanleihen	BBG BARC Global Corporate	2,1	2,4	7,6	0,31
	Globale IG-Anleihen	BBG BARC Global Corporate Inv Grd	1,9	2,2	7,8	0,28
	Unternehmensanleihen Eurozone	BBG BARC Euro Aggregate Credit - Corporate	2,0	2,9	13,4	0,22
	Staatsanleihen d. Eurozone	BBG BARC Euro Aggregate Government - Treasury	2,1	2,8	12,4	0,23
	Asiat. IG-Anleihen in USD	BOA Merrill Lynch ACIG	2,5	2,8	8,3	0,34
	Asiat. HY-Anleihen in USD	BOA Merrill Lynch ACHY	9,3	10,9	18,7	0,58
	EM aggregiert	BBG BARC EM Aggregate	3,4	4,2	13,1	0,32
	EM-Staatsanleihen aggregiert	BBG BARC EM Sovereign	2,0	2,3	8,2	0,29
	EM-Unt.anleihen agg.	BBG BARC EM Corporate	2,0	2,1	5,3	0,40
EM-IG-Unternehmensanleihen	BBG BARC EM USD Aggregate - Corporate -IG	2,4	2,6	4,5	0,56	
Aktien	Globale Aktien	MSCI ACWI	7,2	8,5	17,0	0,50
	Globale Aktien ohne USA	MSCI ACWI Ex-US	7,8	9,4	18,9	0,50
	Marktbreit USA	Russell 3000	7,0	8,3	17,5	0,48
	US-Large-Caps	S&P 500	6,7	8,0	16,7	0,48
	US-Mid-Caps	Russell Midcap	7,7	9,4	19,6	0,48
	US-Small-Caps	Russell 2000	9,3	11,6	23,1	0,50
	MSCI EAFE	MSCI EAFE	7,3	8,8	18,7	0,47
	MSCI Europe	MSCI Europe	7,9	9,4	18,8	0,50
	Eurozone	MSCI Euro X UK	7,6	9,3	19,7	0,47
	UK-Large-Caps	FTSE 100	8,9	10,6	20,1	0,53
	UK-Small-Caps	FTSE Small Cap UK	9,8	12,6	25,8	0,49
	Kanada	S&P TSX	7,0	8,9	20,4	0,43
	Japan	MSCI JP	5,4	7,7	22,5	0,34
	Emerging Markets	MSCI EM	9,2	11,9	25,2	0,47
	Asien-Pazifik ex-Japan	MSCI APXJ	8,8	11,5	25,3	0,46
	Pazifik ohne JP	MSCI Pacific X JP	9,5	14,5	35,1	0,41
	Alternative Anlagen	US-REITs	FTSE NAREIT Equity	8,6	10,2	18,7
Globale REITs		FTSE EPRA/NAREIT Developed Index	8,1	9,6	18,5	0,52
Hedgefonds		HFRI HF Index	7,1	7,5	8,8	0,85
Rohstoffe		S&P GSCI	4,9	7,4	23,8	0,31
Agrarrohstoffe		S&P GSCI Agriculture	0,3	2,4	21,5	0,11
Energie		S&P GSCI Energy	7,4	13,0	37,1	0,35
Industriemetalle		S&P GSCI Industrial Metals	4,5	7,1	23,9	0,30
Edelmetalle		S&P GSCI Precious Metals	2,3	3,9	18,5	0,21

Hinweise: Stand der Schätzungen: 30. September 2021, wie in den Long-Term Capital Market Assumptions veröffentlicht (November 2021). 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 (%)	0,75	-0,50	1,00	-0,10	-	4,35
Spread Staatsanleihen vs. Zentralbankzinsen (Bps)	130	100	50	30	-	-
Spreads IG vs. Staatsanleihen (Bps)	100	25	100	15	-	-
Spreads HY vs. Staatsanleihen (Bps)	340	270	-	-	-	-
Ausfallraten HY (%)	2,5	3,0	-	-	-	-
Verwertungsquoten HY (%)	43	50	-	-	-	-
Dividendenwachstum Aktien (%)*	5,0	8,0	10,0	8,0	10,0	5,0
Dividendenrendite Aktien (%)*	1,3	2,2	3,2	1,9	2,8	1,9
Wachstum Immobiliendividenden (REITs, %)*	5,0	20,0	20,0	5,0	10,0	-
Dividendenrendite Immobilien (REITs, %)*	3,0	3,0	2,9	2,9	5,4	-

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. 20) 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 (Abb. 1, 21, 22) 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 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, 21, 22). Die Aktienindexbewertungen (Abbildungen 18, 23 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

Daten- und Benchmark-Definitionen für langfristigen US-Aktienindex (Abbildung 19)

Wir haben einen breit gefassten Total-Return-Index für den US-Aktienmarkt berechnet, der auf Index- und Dividendendaten des US-Wissenschaftlers Robert Shiller und von Datastream basiert. Der Index für den Zeitraum vor 1926 basiert auf der Neuberechnung der Daten zu den Common Stock Indexes von Cowles & Associates durch Robert Shiller. Von 1926 bis 1957 basieren die Shiller-Daten auf dem S&P Composite Index und danach auf dem S&P 500, wie wir ihn heute kennen.

Aktienrenditen während Fed-Straffungszyklen – Methodik (Abbildung 19)

Die Straffungsperioden Juli 1977 bis April 1980 und Oktober 1980 bis Juni 1981 waren durch eine kurze Zinssenkung getrennt, können aber als ein langer Straffungszyklus betrachtet werden (der gesamte Zeitraum ist ebenfalls dargestellt, wird aber bei der Berechnung der durchschnittlichen Renditen über Straffungszyklen hinweg nicht berücksichtigt). Die „Gesamt“-Angaben zur Rendite basieren auf monatlichen Gesamtrenditedaten von August 1936 bis August 2021 (eine Beschreibung des verwendeten Index finden Sie im Anhang). Definition der Straffungsperioden unter Bezugnahme auf: Federal Reserve Member Bank Reserve Requirements (bis 1953) und Federal Funds Effective Rate (ab 1954). Unserer Definition nach begann der Zeitraum der Rückführung der Assetkäufe („Tapering“) mit der Ankündigung der US-Notenbank im Mai 2013, ihre Assetkäufe in Zukunft zu reduzieren, und endete im Oktober 2014 mit der Einstellung der Ankäufe. Der Zeitraum der „Bilanzverkürzung“ wird anhand des Umfangs der Bilanz der Federal Reserve beurteilt. In allen Fällen ist der Ausgangspunkt für die Berechnung der Aktienrendite das Ende des Monats vor dem Beginn der Straffung; die Berechnung endet mit dem Ende des Monats, in dem die Straffung beendet wurde. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft. Quelle: Robert Shiller, Federal Reserve, Refinitiv Datastream und Invesco

Historische Überrenditen von US-Anlagen im Verlauf des Konjunkturzyklus (Abbildung 13)

Diese Analyse wurde von Invesco Investment Solutions (IIS) bereitgestellt. Die modellbasierte Echtzeit-Identifizierung des konjunkturellen Umfelds von IIS kann sich heute oder in Zukunft von dieser Analyse unterscheiden, deren Fokus auf einem Abschwung-Szenario liegt. Diese Analyse soll veranschaulichen, dass dieser Rahmen hilfreiche Kontextinformationen zur historischen Wertentwicklung der Anlageklassen in einem solchen Umfeld bereitstellt, falls sich unsere Prognose einer Konjunkturabschwächung als richtig erweisen sollte.

Anhang 7: Methodik der IIS Capital Market Assumptions (Abbildung 5 & 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 und der Schweiz. 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: 29.10.2021, 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 durch Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Talacker 34, 8001 Zurich, Switzerland.

EMEA 1986831/2022

© 2022 Invesco. Alle Rechte vorbehalten.