



# The Big Picture

Ausblick 2021: Licht am Ende des Tunnels

Januar 2021

Dieses Marketingdokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger, Finanzberater und qualifizierte Investoren. Eine Weitergabe an Dritte, insbesondere an Privatkunden, ist nicht gestattet.



# The Big Picture

## Ausblick 2021: Licht am Ende des Tunnels

2020 haben defensive Anlagewerte besser performt als zyklische Vermögenswerte. Für 2021 erwarten wir das Gegenteil. Trotz kurzfristiger Corona-bedingter Risiken sorgen die jüngsten Nachrichten zur Impfstoffentwicklung für Licht am Ende des Tunnels. Leider haben einige zyklische Anlagewerte eine Erholung der Wirtschaft bereits zu einem großen Teil eingepreist. Was also sollte für uns im Vordergrund stehen - die wirtschaftliche Dynamik oder die Bewertungen? Im Rahmen unserer Modell-Asset-Allokation berücksichtigen wir beides und reduzieren das Engagement in Kreditanlagen zugunsten zyklischerer Assetklassen, vor allem Immobilien, Aktien und Industrierohstoffen. Cash bleibt unser bevorzugter Diversifikator. Auf regionaler Ebene bevorzugen wir die Schwellenmärkte (Emerging Markets, EM) und Europa (einschließlich Großbritannien).

### Asset-Allokation:

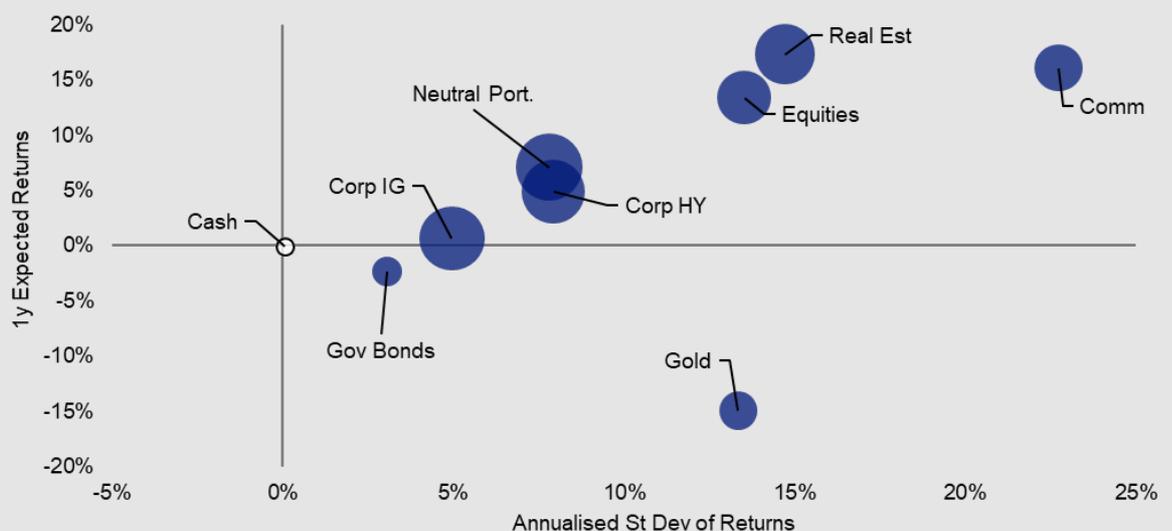
#### Wir meinen:

- Aktien bieten gute Renditen, vor allem, falls früher als erwartet ein Impfstoff zur Verfügung stehen sollte. Wir erhöhen unsere Allokation auf leicht übergewichtet.
- Immobilien könnten die potenziell besten Renditen liefern. Wir erhöhen auf die Maximalallokation.
- Hochverzinsliche Unternehmensanleihen (HY) erscheinen jetzt weniger interessant. Wir reduzieren unsere Allokation auf neutral.
- Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) bieten jetzt keinen Vorteil mehr gegenüber Cash. Wir reduzieren unsere Allokation auf null.
- Staatsanleihen sind unattraktiv. Wir bleiben untergewichtet.
- Im Staatsanleiensegment sind EM-Anleihen weiterhin am attraktivsten. Wir bleiben bei unserer Maximalallokation.
- Die Geldmarktrenditen sind niedrig, aber stabil und unkorreliert. Wir bleiben bei unserer Maximalallokation.
- Rohstoffe profitieren von zyklischer Unterstützung. Wir erhöhen auf die Maximalallokation.
- Gold ist teuer und könnte durch steigende Renditen unter Druck geraten. Wir bleiben bei unserer Nullallokation.

### Unsere Best-in-Class-Anlagen (auf Basis der für 2021 prognostizierten Renditen)

- Aktien Großbritannien
- Immobilien
- Staatsanleihen
- Energie

**Abb. 1 – Prognostizierte Erträge über 1 Jahr: Globale Anlagewerte vs. neutrales Portfolio (Basisszenario)**



Auf Basis annualisierter Erträge in lokaler Währung. Bei den Ertragszahlen handelt es sich um Prognosen; die Standardabweichung der Erträge basiert jedoch auf den historischen Daten für die jeweils letzten 5 Jahre. Die Größe der Blasen steht im Verhältnis zur durchschnittlichen historischen 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: 30. Oktober 2020. 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**

<b>Zusammenfassung und Fazit: Licht am Ende des Tunnels .....</b>	<b>3</b>
<b>Modell-Asset-Allokation* .....</b>	<b>6</b>
<b>Ein Blick in den Rückspiegel.....</b>	<b>7</b>
<b>Der Blick nach vorn: Fokussierung auf das nächste Jahrzehnt mit den CMAs von Invesco.....</b>	<b>8</b>
<b>Die Politik im Jahr 2021: Wahlen, Geopolitik und Risikoprämien.....</b>	<b>9</b>
<b>Der globale Konjunkturzyklus: schnell-langsam-schnell .....</b>	<b>11</b>
Zentralbanken – mal wieder – als Retter?.....	14
<b>Weltwirtschaft und Finanzmärkte 2021 – alles hängt am Impfstoff .....</b>	<b>17</b>
<b>Auch die Bewertungen sprechen für Risikoanlagen.....</b>	<b>21</b>
Immobilien und Aktien erscheinen vernünftiger bewertet.....	22
Aktienfaktoren und -sektoren.....	23
Rohstoffe und Währungen .....	24
<b>Prognosen für 2021 .....</b>	<b>26</b>
Hoffnung und Wirklichkeit .....	30
Was, wenn wir falsch liegen? Drei Szenarien für 2021 .....	31
<b>Modell-Asset-Allokation: Kreditanlagen reduziert, zyklische Anlagewerte höher gewichtet.....</b>	<b>32</b>
<b>Anhänge .....</b>	<b>35</b>
Anhang 1: Globale Bewertungen im historischen Vergleich.....	35
Anhang 2: Gesamttrendite der Anlageklassen .....	36
Anhang 3: 10-Year Capital Market Assumptions von Invesco (USD-Version).....	37
Anhang 4: Wesentliche Annahmen .....	38
Anhang 5: Methodik für die Vermögensaufteilung, erwartete Erträge und optimale Portfolios .....	39
Anhang 6: Branchenklassifizierungen und -abkürzungen .....	41
Anhang 7: Aktienfaktor-Index-Definitionen .....	41
Anhang 8: Definitionen wirtschaftlicher Szenarien.....	42
Anhang 9: Daten- und Benchmark-Definitionen .....	43
<b>Wichtige Hinweise .....</b>	<b>45</b>

2020 haben defensive Anlagewerte überdurchschnittlich performt... für 2021 erwarten wir das Gegenteil

### Zusammenfassung und Fazit: Licht am Ende des Tunnels

2020 war ein schwieriges Jahr, in dem defensive Anlagewerte besser performt haben als zyklische Vermögenswerte. Für 2021 erwarten wir das Gegenteil. Trotz kurzfristiger coronabedingter Risiken sorgen die jüngsten Nachrichten zur Impfstoffentwicklung für Licht am Ende des Tunnels. Leider haben einige zyklische Assets eine Erholung der Wirtschaft bereits zu einem großen Teil eingepreist. Was also sollte für uns im Vordergrund stehen – die wirtschaftliche Dynamik oder die Bewertungen? Im Rahmen unserer Modell-Asset-Allokation berücksichtigen wir beides und reduzieren das Engagement in Kreditanlagen zugunsten zyklischerer Assetklassen, vor allem Immobilien, Aktien und Industrierohstoffen. Cash bleibt unser bevorzugter Diversifikator. Auf regionaler Ebene bevorzugen wir die Schwellenmärkte (Emerging Markets, EM) und Europa (einschließlich Großbritannien).

In der Vergangenheit war dies ein typisches Muster

Angeführt von Gold haben defensive Anlagewerte 2020 bislang überdurchschnittlich performt. In der jüngeren Vergangenheit folgte auf Jahre mit einem ähnlichen Performanceverlauf stets eine prompte Trendumkehr und Outperformance zyklischer Vermögenswerte. Obwohl wir es in diesem Jahr mit einer beispiellosen Rezession zu tun haben, vermuten wir, dass sich dieses Muster auch 2021 wiederholen wird.

Es gibt einige Komplikationen

Im Rahmen unserer Modell-Asset-Allokation könnten wir also den Fokus einfach auf zyklische Anlagen legen, was auch der Präferenz der Kollegen im Global Market Strategy Office (GMS) von Invesco entspräche. Allerdings wird unsere Analyse durch mehrere Faktoren erschwert: die Sorgen über den kurzfristigen pandemiebedingten Abschwung, Hoffnungen auf eine frühzeitige Verfügbarkeit wirksamer Impfstoffe und die Tatsache, dass sich risikoreichere Anlagen bereits kräftig erholt haben.

Drei wirtschaftliche Szenarien

Wir orientieren uns an einem Basisszenario, das wir gemeinsam mit den anderen Teams von Invesco (einschließlich des Chefökonom John Greenwood) erarbeitet haben. Es geht von einem Wachstumsabschwung im Winter aus, nicht aber von einer weltweiten Rezession. Außerdem haben wir ein Upside-Szenario („V“ für „Vaccine“ bzw. eine schnellere Impfstoffbereitstellung) und ein Downside-Szenario („Double-Dip“ – Rückfall in eine zweite Rezession).

Die jüngsten Nachrichten machen unser Upside-Szenario wahrscheinlicher

Durch die zuletzt positiven Nachrichten zur Impfstoffentwicklung hat sich die subjektive Eintrittswahrscheinlichkeit unseres Upside-Szenarios erhöht (siehe **Abb. 2**). Das untermauert unsere Präferenz für Anlagewerte wie Aktien, Immobilien, Hochzinsanleihen (HY) und Industrierohstoffe, die in der Frühphase eines konjunkturellen Aufschwungs unserer Erwartung nach überdurchschnittlich performen. Allerdings verlagern sich unsere Präferenzen dadurch auch weg von Regionen und Anlagewerten, die während der Pandemie gut performt haben (z.B. China und Technologieaktien), und hin zu den Assets und Märkten, die während der Krise weniger gut gelaufen sind (z.B. Europa, nichtasiatische Schwellenmärkte, Immobilien und Aktien aus der Tourismus- & Freizeitbranche).

Die Bewertungen sprechen ebenfalls für zyklische Anlagen

Das bedeutet: Je größer die wirtschaftliche Dynamik, desto besser die zu erwartende Performance von „Value“-Werten. Unterbewertete Anlagewerte aufzutun ist aber – insbesondere vor dem Hintergrund der kräftigen Rally von Risikoanlagen seit den Tiefs im Frühjahr – nicht leicht. Glücklicherweise kommt es bei der Vermögensaufteilung vor allem auf die relativen Bewertungen an (wobei Cash eine Option bleibt, wenn alle anderen Anlagewerte teuer sind). In der vergleichenden Betrachtung sehen wir angesichts der extrem niedrigen Zinsen und Anleiherenditen aktuell bessere Wertzuwachschancen (und Aussichten) bei Risikoanlagen, vor allem Immobilien (**Anhang 1** zeigt die Renditen der verschiedenen Anlageklassen und Regionen im historischen Kontext). Das bestärkt uns in unserer Präferenz für zyklische Anlagewerte.

Die Geld- und Fiskalpolitik können helfen, aber eine Rückführung der Anleihenkäufe der Notenbanken könnte zu einer höheren Volatilität führen

Außerdem sorgen die Geld- und Fiskalpolitik weiter für gute Unterstützung. Wir gehen davon aus, dass die Fiskalpolitik in den nächsten Quartalen expansiv bleiben wird, was die wirtschaftlichen Risiken mindern könnte. Was die Geldpolitik angeht, erwarten wir, dass die großen Notenbanken die Zinsen stabil halten und auch ihre Anleihenkäufe fortsetzen werden. Allerdings könnte das Volumen dieser Ankaufprogramme im Jahresverlauf 2021 reduziert werden, was zu einer temporär erhöhten Marktvolatilität führen könnte.

Wir glauben, dass risikoreichere Anlagewerte den erwarteten Anstieg der Anleiherenditen ignorieren werden

Trotz der Stabilität der Zentralbankzinsen rechnen wir mit einem Anstieg der Anleiherenditen am langen Ende der Kurve. In unserem Basisszenario gehen wir von einem moderaten Anstieg aus (auf 1,35% für 10-jährige US-Staatsanleihen – siehe **Abb. 33**), während wir in unserem Upside-Szenario mit deutlich höheren Renditen rechnen würden. Wir glauben, dass die Haltung der Märkte gegenüber zyklischen Anlagewerten stärker vom wirtschaftlichen Ausblick als von steigenden Staatsanleiherenditen beeinflusst sein wird, und sehen daher Aufwärtspotenzial. Die Prognosen für unser Basisszenario (einschließlich **Abb. 33**) basieren auf den Kursen vom 30. Oktober 2020 und berücksichtigen keine seither eingetretenen Entwicklungen (Impfstoffe). Angesichts der inzwischen höheren subjektiven Eintrittswahrscheinlichkeit des Upside-Szenarios halten wir die Ergebnisse unserer Analyse in der Tendenz weiter für stichhaltig.

Die Optimierungen sprechen für Immobilien, Rohstoffe und ... Cash

Die auf diesen Basisszenario-Prognosen basierenden Optimierungen sprechen für maximale Allokationen in Immobilien, Rohstoffe und Cash sowie eine Nullallokation in Investment-Grade-Anleihen, Hochzinsanleihen und Gold; die Signale für Staatsanleihen und Aktien sind dagegen weniger klar (siehe **Abb. 32**).

Wir sind in Immobilien, Industrierohstoffen, Aktien und Cash übergewichtet

**Immobilien** sind unsere bevorzugte Anlageklasse – Grund dafür sind die Bewertungen (Renditen) und das Potenzial für eine operative Erholung (vor allem im „V“-Szenario mit einer früheren Impfstoffverfügbarkeit). Wir erhöhen auf die Maximalallokation von 16% (siehe **Abb. 3** für regionale Details). Entsprechend wird die **Rohstoffallokation** wieder auf die Maximalallokation von 4% angehoben (von null), wobei wir den Fokus auf Industrie- und Agrarrohstoffe legen. Nach der jüngsten Kurserholung sind die Ergebnisse der Optimierung für **Aktien** weniger eindeutig. Aufgrund konjunktureller Erwägungen (und den Einschätzungen unserer GMS-Kollegen folgend) stellen wir jedoch von einer Neutralallokation von 45% auf eine leichte Übergewichtung von 50% um, wobei der Fokus auf dem US-Aktienmarkt liegt. Als Gegengewicht zu diesen Risikoanlagen bleiben wir bei der Maximalallokation von 10% in **Cash**, unserem bevorzugten Diversifikator.

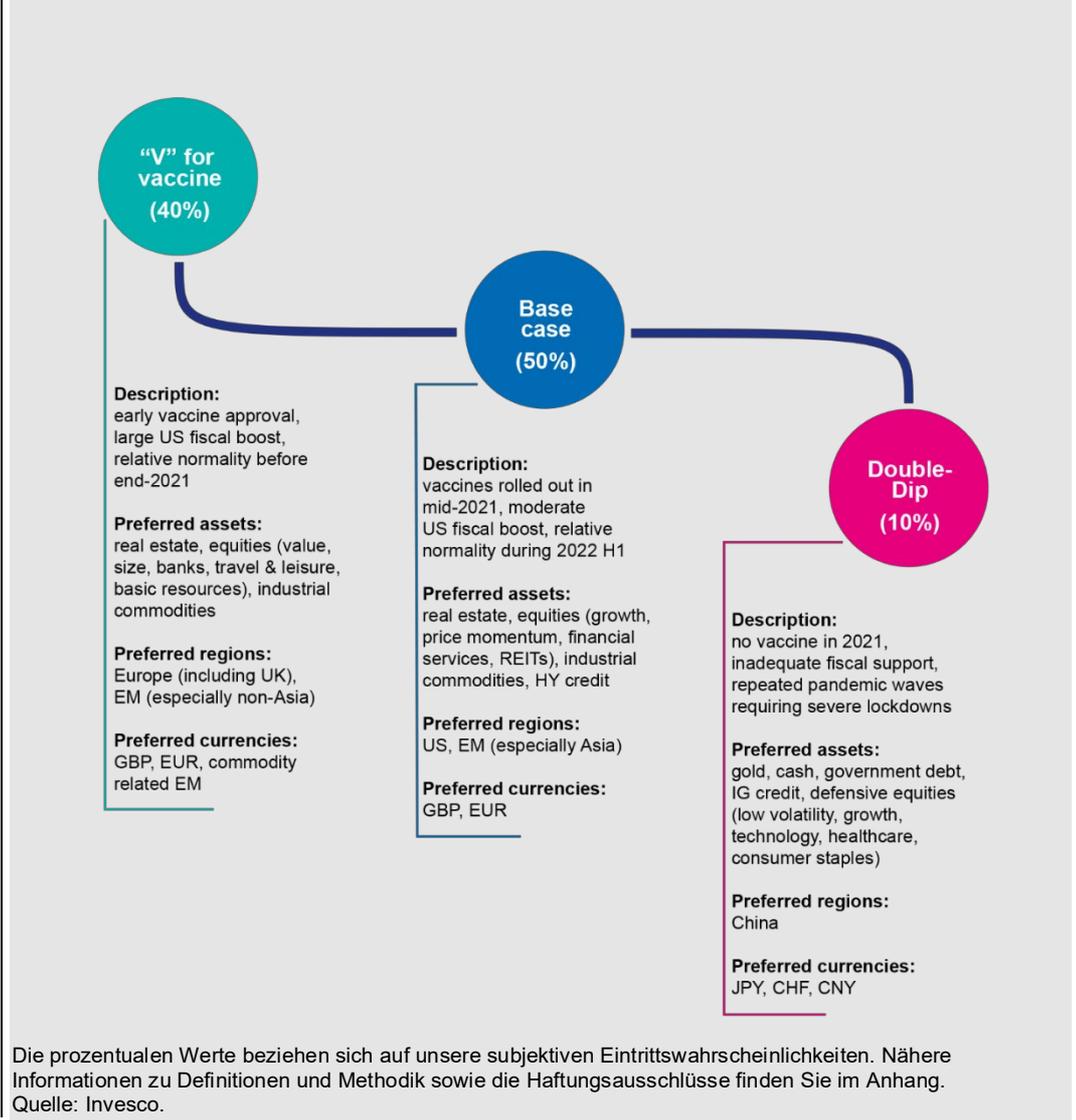
Wir reduzieren unsere Allokation in Unternehmensanleihen, bleiben in Staatsanleihen untergewichtet und halten kein Gold

**2020 waren IG-Anleihen** unsere Allwetter-Anlageklasse; inzwischen halten wir ihre stabilisierende Wirkung jedoch für weniger wichtig, zumal sich die Spreads normalisiert haben und die Renditen auf historischen Tiefständen liegen. Wir reduzieren unser Engagement von einer Maximalallokation von 20% auf null. Außerdem führen wir die Allokation in **HY-Anleihen** zurück, bleiben aber aufgrund der zyklischen Qualitäten der Anlageklasse bei einer Neutralallokation von 5%. Die Allokation in **Staatsanleihen** bleibt mit 15% unverändert und liegt damit weiter deutlich unter der Neutralallokation von 25%. Wir halten **Gold** schon vor einem Anstieg der Staatsanleiherenditen für teuer und bleiben bei unserer Nullallokation.

Unser Fokus liegt auf den Schwellenmärkten und Europa

Auf regionaler Ebene legen wir den Fokus vor dem Hintergrund der inzwischen wahrscheinlicheren frühzeitigen Verfügbarkeit eines Impfstoffs auf die Schwellenmärkte und Europa (einschließlich Großbritannien). Europa steht vor mehreren kurzfristigen Herausforderungen (Brexit und Lockdowns), dürfte in unserem Upside-Szenario aber am stärksten profitieren. China wird in unsere Modell-Asset-Allokation aufgenommen (siehe **Abb. 3**).

Abb. 35 – Anlagepräferenzen für 2021 nach Szenarien



**Modell-Asset-Allokation\***

**Abb. 3 – Modell-Asset-Allokation (19.11.2020)**

	Neutral	Policy Range	Allocation	Position vs Neutral
<b>Cash Equivalents</b>	<b>5%</b>	<b>0-10%</b>	<b>10%</b>	
Cash	2.5%		10%	
Gold	2.5%		0%	
<b>Bonds</b>	<b>40%</b>	<b>10-70%</b>	<b>20%</b>	
Government	25%	10-40%	15%	
US	8%		2%	
Europe ex-UK (Eurozone)	7%		4%	
UK	1%		2%	
Japan	7%		3%	
Emerging Markets	2%		4%	
China**	0.2%		1%	
Corporate IG	10%	0-20%	0%	
US Dollar	5%		0%	
Euro	2%		0%	
Sterling	1%		0%	
Japanese Yen	1%		0%	
Emerging Markets	1%		0%	
China**	0.1%		0%	
Corporate HY	5%	0-10%	5%	
US Dollar	4%		4%	
Euro	1%		1%	
<b>Equities</b>	<b>45%</b>	<b>20-60%</b>	<b>50%</b>	
US	25%		18%	
Europe ex-UK	7%		12%	
UK	4%		6%	
Japan	4%		6%	
Emerging Markets	5%		8%	
China**	2%		3%	
<b>Real Estate</b>	<b>8%</b>	<b>0-16%</b>	<b>16%</b>	
US	2%		3%	
Europe ex-UK	2%		4%	
UK	1%		3%	
Japan	2%		3%	
Emerging Markets	1%		3%	
<b>Commodities</b>	<b>2%</b>	<b>0-4%</b>	<b>4%</b>	
Energy	1%		2%	
Industrial Metals	0.3%		1%	
Precious Metals	0.3%		0%	
Agriculture	0.3%		1%	
<b>Total</b>	<b>100%</b>		<b>100%</b>	
<b>Currency Exposure (including effect of hedging)</b>				
USD	48%		36%	
EUR	20%		23%	
GBP	7%		12%	
JPY	15%		13%	
EM	9%		15%	
<b>Total</b>	<b>100%</b>		<b>100%</b>	

\*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. Für diese Ausgabe wurden folgende strukturelle Anpassungen vorgenommen: China wurde in mehreren Kategorien ergänzt; die Neutralallokation in Staatsanleihen wurde von 30% auf 25% reduziert und die Neutralallokation in Aktien von 40% auf 45% erhöht. Die Anpassungen der Neutralallokationen haben zu entsprechenden Anpassungen der erlaubten Quoten gemäß Anlagerichtlinien und der länderspezifischen Neutralallokationen geführt. 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.

2020 war in jeder Hinsicht anders: Defensive Anlagen im Fokus

### Ein Blick in den Rückspiegel

Bevor wir uns dem Ausblick auf 2021 zuwenden, lassen Sie uns noch kurz einen Blick zurück auf die Ereignisse des Jahres 2020 werfen. Eine globale Pandemie und anschließende Rezession haben Schockwellen an den Finanzmärkten ausgelöst, wie **Abbildung 4** zeigt. Bis Ende Oktober liefen defensive Anlagewerte extrem gut, während zyklische Vermögenswerte unter Druck standen.

Gold war der Überflieger

Gestützt durch sinkende Anleiherenditen und einen schwächeren Dollar war Gold der Überflieger des Jahres 2020. Dagegen zeigten die breiten Rohstoffindizes eine schwache Performance (was fast nur auf den Preisrückgang bei Öl und anderen Energieprodukten zurückzuführen war – siehe **Anhang 2**). Immobilien (REITs) wurden durch zyklische und strukturelle Aspekte belastet (es wird erwartet, dass Covid-19 zu einer geringeren Nachfrage nach Büro- und Einzelhandelsflächen führen wird). Dass Aktien so gut performt haben, ist weitgehend auf die Kursgewinne der Tech-Aktien zurückzuführen, die von den Lockdowns profitierten (zum Beispiel Onlinehändler oder Anbieter von Remote-Working-Technologie und Heimunterhaltung).

In der Vergangenheit kam es zu einer schnellen Trendumkehr

Das Performanceprofil des Jahres 2020 erinnert am stärksten an das der Jahre 2008, 2011 und vielleicht 2018. Interessanterweise kam es in allen drei Fällen im Folgejahr zu einem sofortigen Favoritenwechsel und einer breit angelegten Outperformance zyklischer Assets. Ebenfalls interessant ist aber, dass Rohstoffe an dieser Trendumkehr nicht vollständig teilhatten: Gold rutschte im Ranking nicht ganz nach unten und Rohstoffe als breite Anlageklasse konnten nicht zur Spitze vorstoßen. Defensive Anlagewerte performten unterdurchschnittlich, erzielten aber trotzdem positive Renditen.

Warum nicht einfach auf zyklische Anlagen setzen?

Angesichts dieser historischen Vorgaben könnten wir hier innehalten und die Modell-Asset-Allokation voll auf zyklische Assets ausrichten – umso mehr, nachdem es zuletzt so positive Nachrichten von Pfizer und Moderna zur Impfstoffentwicklung gab. Ganz so einfach dürfen wir es uns allerdings nicht machen, denn 2021 könnte anders sein als 2009, 2012 oder 2019:

- Falls die Pandemie noch länger andauern sollte (zum Beispiel, weil kein Impfstoff den durchschlagenden Erfolg bringt), könnte die Wirtschaft weiter nicht richtig in Gang kommen und zyklische Anlagewerte könnten sich schwertun (zugegeben: Nach der globalen Finanzkrise machten wir uns auch noch lange Sorgen über einen „Double-Dip“, also einen Rückfall in eine zweite Rezession).
- Die enormen, 2020 angehäuften Staatsschulden könnten die Regierungen zu einer restriktiveren Haushaltspolitik zwingen, was die Wirtschaft ebenfalls ausbremsen könnte (das gleiche lässt sich über die Zeit nach der globalen Finanzkrise sagen, aber die Verschuldung ist heute viel höher als damals).
- Ein schnelles Geldmengenwachstum könnte zu einer höheren Inflation führen, die sich auf die relativen Renditen auswirken könnte.

Alles hängt an den Impfstoffen

Vor diesem Hintergrund meinen wir, dass die Anlageerträge 2021 vor allem davon abhängen werden, inwieweit wir dank wirksamer Impfstoffe zu „normalen“ Verhaltensmustern zurückkehren werden können. Je früher das gelingt, desto besser wäre es für zyklische Anlagewerte, obwohl diese bereits viele gute Nachrichten eingepreist haben.

**Abb. 4 – Gesamtrenditen globaler Anlageklassen nach Kalenderjahren (in USD)**

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CTY 32.7%	Govt 10.9%	HY 62.0%	Gold 29.3%	Gold 11.1%	REITS 27.3%	Stocks 27.4%	REITS 12.1%	Cash 0.2%	HY 14.8%	Stocks 23.1%	Cash 2.0%	Stocks 28.4%	Gold 29.1%
Gold 31.8%	Gold 3.1%	REITS 33.0%	REITS 18.6%	Govt 6.8%	HY 19.3%	HY 8.0%	Stocks 5.5%	REITS 0.1%	CTY 11.4%	REITS 13.9%	Govt -0.3%	REITS 21.7%	Govt 7.9%
Govt 10.7%	Cash 3.1%	Stocks 30.8%	HY 13.9%	IG 4.5%	Stocks 16.5%	REITS 3.3%	IG 3.1%	Stocks -0.3%	Gold 9.0%	Gold 12.6%	Gold -1.7%	Gold 18.7%	IG 7.0%
Stocks 9.6%	IG -8.3%	Gold 27.1%	Stocks 12.3%	HY 2.6%	IG 11.1%	Cash 0.2%	Govt 0.2%	Govt -2.6%	Stocks 8.2%	HY 10.2%	HY -3.3%	CTY 17.6%	HY 0.9%
IG 7.3%	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%	Cash 0.6%
Cash 5.5%	Stocks -40.3%	CTY 13.5%	IG 6.0%	CTY -1.2%	Govt 1.7%	CTY -1.2%	HY -0.1%	HY -4.2%	IG 4.3%	Govt 6.5%	REITS -5.4%	IG 11.4%	Stocks -1.2%
HY 3.1%	REITS -41.8%	Govt 2.3%	Govt 5.6%	Stocks -2.0%	Cash 0.2%	Govt -4.3%	Gold -1.8%	Gold -10.4%	Govt 1.7%	CTY 5.8%	Stocks -8.2%	Govt 5.5%	REITS -23.3%
REITS -2.8%	CTY -46.5%	Cash 0.4%	Cash 0.3%	REITS -5.6%	CTY 0.1%	Gold -27.3%	CTY -33.1%	CTY -32.9%	Cash 0.5%	Cash 1.1%	CTY -13.8%	Cash 2.3%	CTY -41.2%

Hinweise: Auf Basis jährlicher Gesamtrenditedaten von 2007 bis 2020 in USD (für 2020 wurden annualisierte Daten bis zum 30. 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). Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.

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

Wir haben die vor Kurzem veröffentlichten 10-Year Capital Market Assumptions von Invesco Investment Solutions in unser Asset-Allokation-Modell eingespeist und unseren Optimierungsprozess durchlaufen lassen. **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).

<b>Abb. 5: 10-Year Capital Market Assumptions von Invesco (globale Anlageklassen, % ann.)</b>				
	USD	EUR	GBP	CHF
<b>Cash &amp; Gold</b>	1,1	-0,1	0,6	-0,1
Cash - Kurzlaufende US-Staatsanleihen	0,4	-0,8	-0,1	-0,8
Gold	1,8	0,6	1,3	0,6
<b>Staatsanleihen</b>	1,5	0,3	1,0	0,3
<b>IG-Unternehmensanleihen</b>	1,8	0,5	1,3	0,6
<b>HY-Anleihen - US HY</b>	4,2	2,9	3,7	3,0
<b>Aktien</b>	6,3	5,1	5,9	5,2
<b>Immobilien</b>	8,9	7,7	8,4	7,7
<b>Rohstoffe</b>	3,3	2,1	2,9	2,1

Hinweis: Stand der Schätzungen ist der 30. September 2020, auf Basis der Annahmen für die Entwicklung der Kapitalmärkte in den nächsten zehn Jahren von Invesco Investment Solutions, veröffentlicht in 2021 Long-Term Capital Market Assumptions (November 2020). 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

Zyklische Anlagewerte dominieren die auf dem 10-Year CMA basierenden optimalen 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 nicht enthalten 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 und Rohstoffe nicht berücksichtigt werden; HY ist größtenteils übergewichtet, die Aktienallokation ist generell neutral bis übergewichtet und Staatsanleihen sind weitgehend untergewichtet. Die Kombination von Cash und Gold liefert gemischte Ergebnisse und wo die Cash/Gold-Allokation hoch ist, variiert die Präferenz für Cash oder Gold (sie sind nur selten gleichzeitig vertreten). Es wird interessant sein zu sehen, wie sich eine Verkürzung des Anlagehorizonts und zyklische Faktoren auf unsere Schlussfolgerungen auswirken.

**Abb. 6: Optimierte globale Allokationen auf Basis der Invesco CMA-Renditeprognosen für die nächsten zehn Jahre**

	Neutrale s Portfolio	Erlaubte Quote gem. Anlage-richtlinie n	Maximierung der Sharpe Ratio				Renditemaximierung			
			USD	EUR	GBP	CHF	USD	EUR	GBP	CHF
<b>Cash &amp; Gold</b>	5%	0-10%	10 %	2%	10%	10%	0%	8%	0%	10%
Cash	2,5%	0-10%	10%	0%	10 %	0%	0%	6%	0%	1%
Gold	2,5%	0-10%	0%	2%	0%	10 %	0%	2%	0%	9%
	25%	10-40%								20 %
<b>Staatsanleihen</b>			39%	13%	10 %	10 %	33%	20 %	10 %	
<b>IG-Unternehmensanleihen</b>	10 %	0-20%								
<b>HY-Unternehmensanleihen</b>	5%	0-10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Aktien</b>	45%	25-65%	10%	10%	6%	5%	10%	10%	9%	10%
<b>Immobilien</b>	8%	0-16%	25%	59%	58%	59%	41%	46%	65%	44%
<b>Rohstoffe</b>	2%	0-4%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
			0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

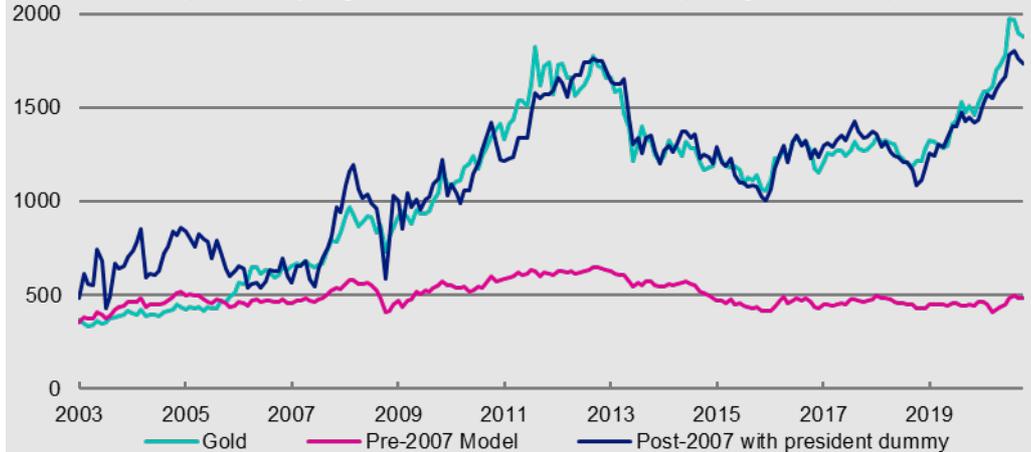
Hinweis: Die Optimierungen basieren auf den von Invesco Investment Solutions in den 2021 Long-Term Capital Market Assumptions (November 2020) veröffentlichten Ertragsprognosen für die nächsten zehn Jahre, wie in **Abbildung 5** oben dargestellt. Die Optimierungen werden vom Asset Allocation Research 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

Rückkehr zu einer traditionelleren Politik?

**Die Politik im Jahr 2021: Wahlen, Geopolitik und Risikoprämien**

Jetzt, da wir wissen, wer der nächste US-Präsident sein wird, können wir uns wieder Sorgen um andere Dinge machen. Eine potenziell positive Folge des Wechsels im Weißen Haus könnte eine Rückkehr zu normaleren internationalen Beziehungen – und dadurch vermutlich niedrigeren globalen Risikoauflagen – sein. Die Tatsache, dass wir unser Goldmodell nach der US-Präsidentenwahl im November 2016 um eine „President Dummy“ (im Wert von rund 230 USD je Feinunze) erweitern mussten, signalisiert uns, dass die Risikoprämien zu dem Zeitpunkt stiegen (unser Goldmodell ist in **Abbildung 7** dargestellt).

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



Monatliche Daten von Januar 2003 bis Oktober 2020 (Stand 30. Oktober 2020). 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

Von den US-chinesischen Beziehungen hängt weiter viel ab

Wir erwarten zwar, dass die USA künftig einen weniger erratischen Ansatz in den Beziehungen zu China verfolgen werden. Die US-chinesischen Beziehungen dürften aber trotzdem angespannt bleiben, da sich beide Länder einen Kampf um die strategische Dominanz auf der Weltbühne liefern. Gleichzeitig dürften die USA künftig wieder stärker auf die Unterstützung ihrer traditionellen Bündnispartner setzen können.

Der Brexit könnte immer noch für politisches Chaos in Großbritannien sorgen und Angela Merks Nachfolger wird bekanntgegeben

Das Jahr 2021 könnte auch das erste Jahr seit 2015 sein, in dem der Brexit nicht die europäische Politik dominiert ... es sei denn, dass doch noch bis ins neue Jahr hinein über ein umfassendes Abkommen verhandelt wird. Es ist zu hoffen, dass das nicht der Fall sein wird und sich alle Aufmerksamkeit auf die Umsetzung richten wird.

Angesichts der für den 6. Mai angesetzten Parlamentswahlen in Schottland könnte der Brexit die britische Politik aber weiter beeinflussen. Sollte die regierende Scottish National Party die Mehrheit gewinnen, dürfte sie auf ein erneutes Unabhängigkeitsreferendum drängen. Abgesehen davon zeigt **Abbildung 8**, dass die Bundestagswahlen in Deutschland im September das Highlight des Wahljahres sein dürften, da sich hier entscheidet, wer die Nachfolge von Angela Merkel antritt.

**Abb. 8: Ausgewählte Wahlen und politische Ereignisse im Jahr 2021**

17.03.2021	Niederlande	Parlamentswahlen
25.04.2021	Peru	Parlamentswahlen
06.05.2021	Großbritannien	Kommunalwahlen (einschließlich der Wahlen für die nationalen Parlamente der Landesteile)
06.07.2021	Mexiko	Parlamentswahlen
12.08.2021	Iran	Präsidentschaftswahl
05.09.2021	Hongkong	Parlamentswahlen
19.09.2021	Russland	Parlamentswahlen
22.10.2021	Japan	Parlamentswahlen
24.10.2021	Argentinien	Parlamentswahlen
24.10.2021	Deutschland	Bundestagswahl
21.11.2021	Chile	Parlamentswahlen
19.12.2021	Chile	Präsidentschaftswahl

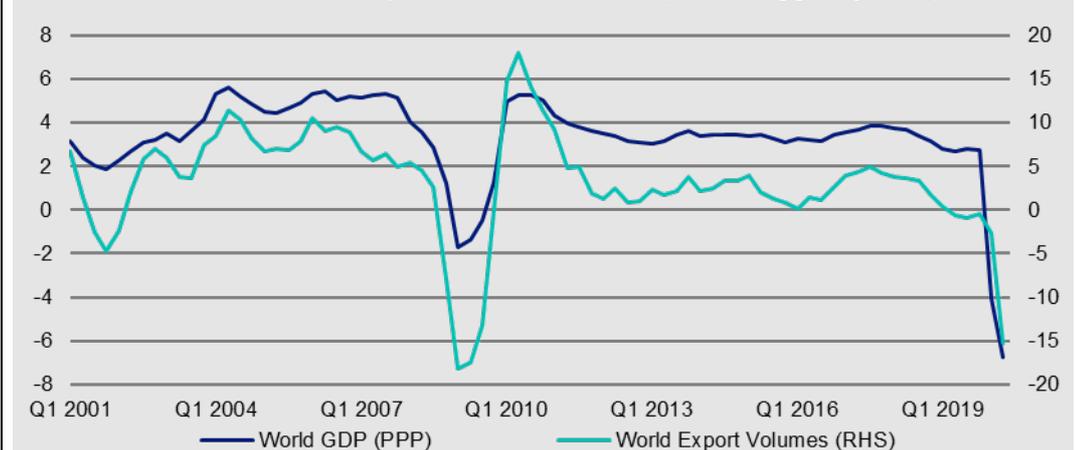
Quelle: International Foundation for Electoral Systems, Wikipedia, Invesco

Eine tiefere Rezession als während der globalen Finanzkrise

### Der globale Konjunkturzyklus: schnell-langsam-schnell

Vor einem Jahr fürchteten wir, dass der weltweite Abschwung bis ins Jahr 2020 hinein andauern würde, kamen aber zu dem Schluss, dass die expansive Geldpolitik helfen würde, eine Rezession zu vermeiden. Dann brach Covid-19 aus und es folgte eine der schwersten Rezessionen, die die Welt je gesehen hat. Wie **Abbildung 9** zeigt, war das globale BIP-Wachstum vor dieser Rezession schwächer als vor der globalen Finanzkrise und der anschließende BIP-Einbruch stärker (obwohl die Exporte jeweils ähnlich stark zurückgingen).

**Abb. 9 – Globales BIP und Exportvolumina in USD (Veränd. ggü. Vj. in %)**



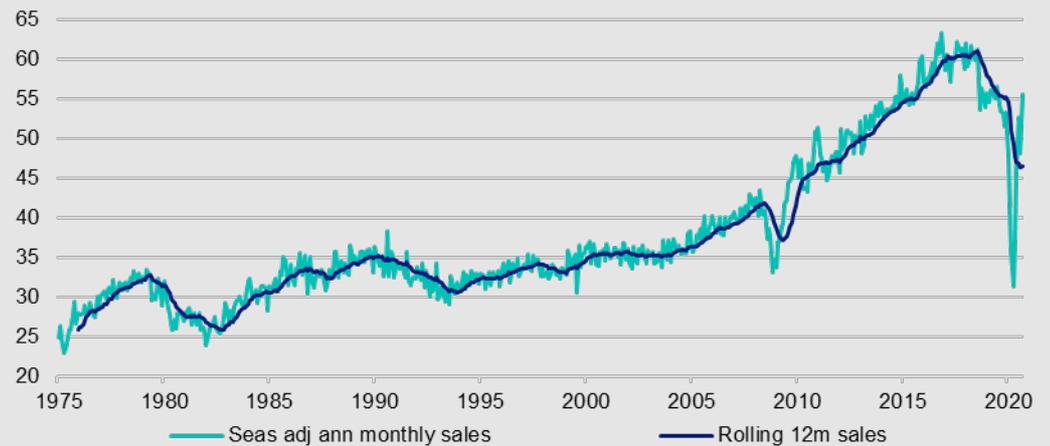
Hinweis: Vierteljährliche Daten von Q1 2001 bis Q2 2020.

Quelle: IWF, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Refinitiv Datastream und Invesco

Aber die Erholung war schnell, wenn auch noch nicht vollständig

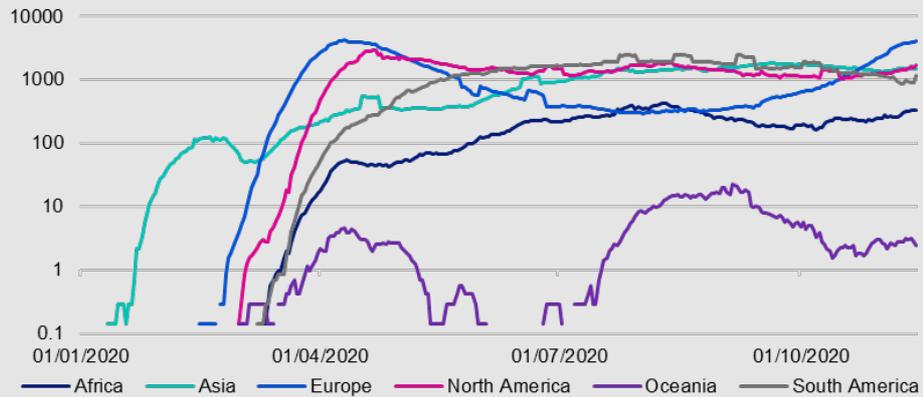
Allerdings zeigt **Abbildung 9** nur Daten bis Q2 2020 und die Wirtschaftsaktivität hat sich in Q3 deutlich erholt. **Abbildung 10** verdeutlicht, wie der beispiellose Einbruch des weltweiten Pkw-Absatzes Anfang 2020 schnell wieder umgekehrt wurde (zum Tiefpunkt im April lagen die saisonbereinigten Autoverkäufe um 41% unter dem Niveau von Dezember 2019). Die BIP-Daten der Länder, die bereits Daten für Q3 veröffentlicht haben, zeigen, dass die Erholung über die Autoindustrie hinausreicht, obwohl die Produktion in den meisten Fällen weiterhin niedriger ist als am Jahresanfang (wobei China die offensichtliche Ausnahme ist).

**Abb. 10 – Weltweiter Pkw-Absatz (Mio.)**



Hinweis: monatliche Daten von Januar 1975 bis September 2020. Auf Basis aggregierter nationaler Absatzzahlen aus Australien, Österreich, Belgien, Brasilien, Bulgarien, China, Zypern, der Tschechischen Republik, Dänemark, Estland, Finnland, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Hongkong, Ungarn, Island, Indien, Indonesien, Irland, Italien, Japan, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malaysia, Mexiko, den Niederlanden, Neuseeland, Norwegen, Panama, den Philippinen, Polen, Portugal, Rumänien, Singapur, der Slowakei, Slowenien, Südafrika, Südkorea, Spanien, Sri Lanka, Schweden, der Schweiz, Taiwan, Thailand, der Türkei, Großbritannien, den USA, Vietnam. Für alle Länder liegen Daten seit Januar 2011 vor; für den Zeitraum bis Dezember 2010 wurden globale Teilsommen um fehlende Länder adjustiert (und zur Vermeidung von Datendiskontinuitäten). Der letzte Monat, für den Daten für alle Länder vorliegen, ist Juni 2020. Die globalen Summen für Folgemonate basieren auf der Annahme, dass das Wachstum der globalen Summe im Vorjahresvergleich dem der Länder entspricht, für die Daten vorliegen. „Seas adj“ gibt an, dass die Zeitreihe zur Glättung der Daten saisonbereinigt wurde. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft. Quelle: Nationale Datenquellen, OECD, European Automobile Manufacturers' Association, Refinitiv Datastream, Invesco

**Abb. 11 – Covid-19-Todesfälle nach Regionen (gleitende 7-Tage-Durchschnitte, logarithmische Skala)**



Auf Basis täglicher Daten vom 1. Januar 2020 bis zum 14. November 2020. „7-day MA“ steht für gleitender 7-Tage-Durchschnitt. Quelle: European Centre for Disease Prevention and Control, Invesco

Impfstoffe könnten das langfristige Wachstum stärken, aber dieser Winter kann hart werden

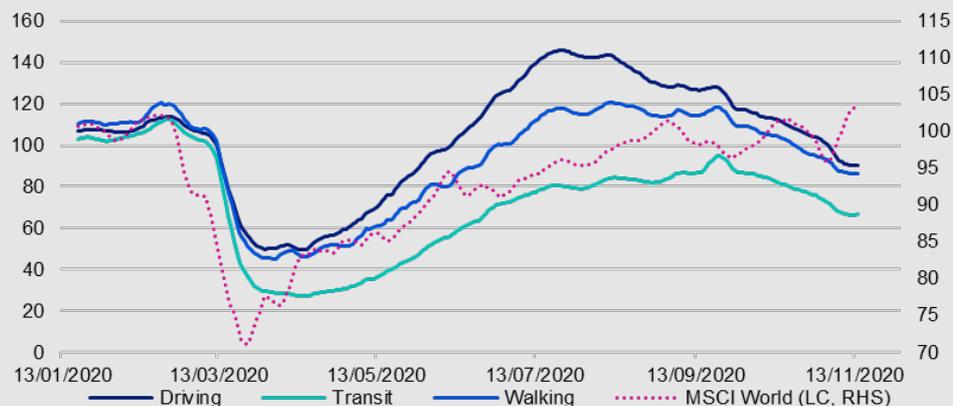
Leider sieht es nicht danach aus, dass die Wachstumsdynamik bis Q4 2020 angehalten hat, und der Ausblick für die nächsten Quartale ist trotz der zuletzt guten Nachrichten von der Impfstofffront unsicher. Das Problem ist natürlich das erneute Hochschnellen der Covid-19-Infektionen in zahlreichen Regionen wie Europa, Nordamerika, Afrika und Ozeanien. In der Folge sind auch die täglichen Todesfälle gestiegen, vor allem in Europa (siehe **Abbildung 11**).

Obwohl diese Entwicklung in vielerlei Hinsicht vorhersehbar war (zumal auf der Nordhalbkugel der Herbst und Winter bevorstand), ist das Tempo, mit dem sich das Virus verbreitet und die Krankenhäuser an ihre Belastungsgrenzen bringt, unglaublich. Zahlreiche europäische Staaten haben erneut nationale Lockdowns verhängt. Bislang sind diese zwar noch nicht so drastisch wie während der ersten Welle der Pandemie; sie dürften die Wirtschaftsaktivität aber dämpfen.

Die Mobilitätsdaten deuten auf eine Abschwächung hin

Die Folgen sollten mit als erstes in den Mobilitätsdaten erkennbar werden – wie in **Abbildung 12** ersichtlich, zeigen die von Apple erfassten Mobilitätstrends bereits nach unten (im Durchschnitt für eine Gruppe von Ländern aus verschiedenen Regionen der Welt). Bis jetzt ist der Rückgang der Mobilität vor allem in einigen (aber nicht allen) europäischen Ländern erkennbar. Wir vermuten, dass er noch weitere Regionen erfassen und die Wirtschaft entsprechend bremsen wird. Vor diesem Hintergrund rechnen wir im vierten Quartal 2020 und dem ersten Quartal 2021 mit einem schwächeren globalen Wachstum. Auch eine zweite Rezession („Double-Dip“) ist denkbar, vor allem in Europa.

**Abbildung 12 – Globale Apple-Mobilitätstrends und MSCI World**



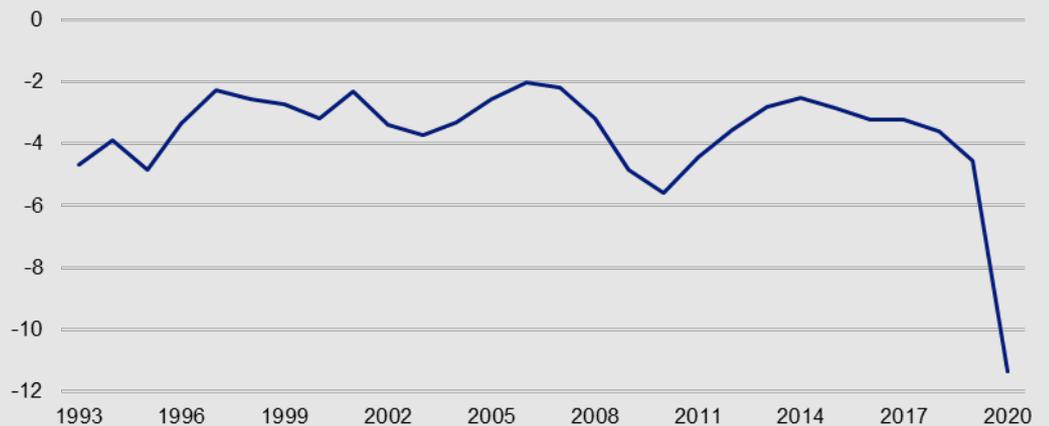
Tägliche Daten vom 13. Januar 2020 bis zum 14. November 2020; alle Indizes am 13. Januar 2020 auf 100 indiziert, gleitende 7-Tages-Durchschnitte. Die Apple Mobilitätstrend-Indizes sind dem Apple Mobility Trends Bericht entnommen und messen die Anzahl der Routenabfragen in Apple Maps. Die oben genannten Indizes sind als einfache Durchschnitte der Indizes für die folgenden Länder konstruiert: Australien, Belgien, Brasilien, Kanada, Dänemark, Finnland, Frankreich, Deutschland, Hongkong, Indien, Italien, Japan, Mexiko, Niederlande, Neuseeland, Norwegen, Philippinen, Singapur, Südkorea, Spanien, Schweden, Schweiz, Taiwan, Großbritannien und USA. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft. Quelle: Apple, Refinitiv Datastream und Invesco

Die Regierungen haben eine tiefere Rezession verhindert – aber das hat seinen Preis

### Zentralbanken – mal wieder – als Retter?

Die staatliche Versorgung der privaten Haushalte und Unternehmen mit Liquidität im Jahr 2020 war für die Regierungen mit hohen Kosten verbunden (siehe **Abbildung 13**). Falls die Wirtschaft wieder an Schwung verlieren sollte, dürften diese Kosten wieder steigen. Daher stehen die Regierungen vor zwei schwierigen Entscheidungen: erstens der Abwägung zwischen gesundheitlichen Risiken und Wohlstandsverlusten und zweitens der Frage, wie stark die Unternehmen und Haushalte von den Auswirkungen der Lockdowns abgesichert werden sollen. Das letztgenannte Dilemma ist mit höheren Haushaltsdefiziten heute verbunden, um Kollateralschäden (Insolvenzen und Arbeitslosigkeit) zu vermeiden, die in der Zukunft zu höheren Haushaltsdefiziten führen könnten.

**Abb. 13 – Zyklusbereinigte Haushaltssalden der G20-Staaten (% des potenziellen BIP)**



Hinweis: jährliche Daten von 1993 bis 2020. Daten (einschließlich der Prognose für 2020) vom IWF bereitgestellt. Quelle: IWF, Refinitiv Datastream und Invesco. 2020.

Und sie werden es möglicherweise nicht wiederholen können ...

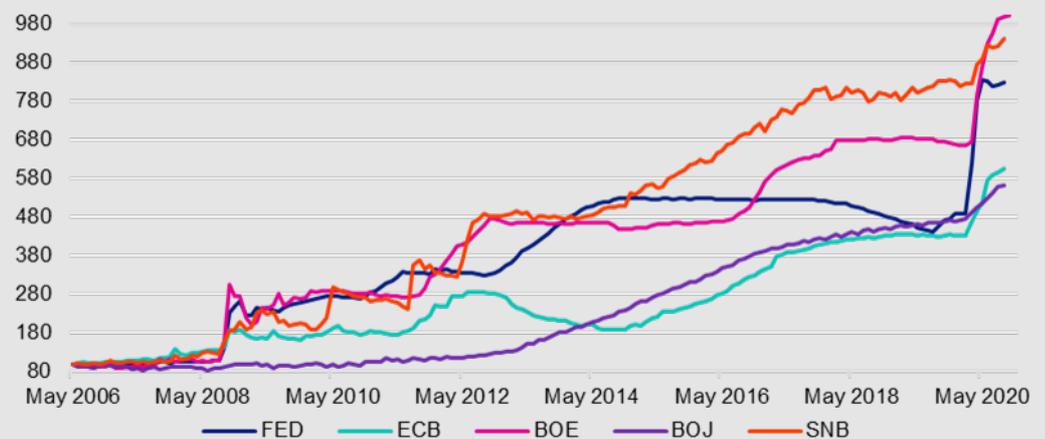
... zumindest nicht ohne die Hilfe der Notenbanken

Wir vermuten, dass die Regierungen einen Mittelweg wählen werden, also gewisse Hilfsleistungen bereitstellen, aber zugleich versuchen, die Haushaltsdefizite begrenzt zu halten, und auf eine Rückkehr zu ausgeglichenen Haushalten hinarbeiten werden. Wichtig bei diesem Balanceakt ist, dass die staatlichen Finanzierungskosten niedrig gehalten werden und ein ausreichend großes Anlegerinteresse an Staatsanleihen sichergestellt wird.

Damit kommen die Zentralbanken ins Spiel. Wie **Abbildung 14** zeigt, haben die großen Zentralbanken ihre Bilanzen 2020 noch schneller aufgebläht als zuvor. Besonders deutlich erkennbar ist das bei der US-Notenbank (Fed) und der Bank of England (BOE). Im Rahmen groß angelegter Assetkaufprogramme kaufen die Notenbanken zumeist vor allem Staatsanleihen an. Das ist ein Faktor, der erklärt, warum die Regierungen ihre höheren Defizite zu noch niedrigeren Renditen komfortabel haben finanzieren können.

Diese implizite Staatsfinanzierung durch die Zentralbanken könnte in den letzten Monaten ins Stocken geraten sein, wenn man sich die Abflachung der Fed- und BOE-Bilanzen ansieht. Das könnte erklären, warum die Renditen Ende Oktober stiegen, als die Aktienmärkte auf eine Abschwächung der Wirtschaft hindeuteten ... und warum die BOE jetzt noch mehr Anleihen kauft.

**Abb. 14 – Zentralbankbilanzen in lokaler Währung (31.5.2006 = 100)**



Quelle: BOE, Refinitiv Datastream und Invesco

Hinweis: Monatliche Daten von Mai 2006 bis September 2020 (Oktober-Daten für BOE). Stand: 30. Oktober

Die Geldmenge wächst schneller

Eine Folge der großzügigen Liquiditätsversorgung durch die Zentralbanken dürfte ein stärkeres Geldmengenwachstum sein. **Abbildung 15** zeigt unser globales Geldmengenaggregat. Die jüngste Wachstumsbeschleunigung erinnert an das, was während der globalen Finanzkrise und der Euro-Krise zu beobachten war. In beiden Fällen kam es im Anschluss nicht zu einem nachhaltigen Anstieg des Geldmengenwachstums. Tatsächlich ließ das Wachstum sogar weiter nach.

**Abb. 15 – Globales Geldmengenwachstum (Veränd. ggü. Vj. In %)**



Hinweis: monatliche Daten von Januar 1981 bis August 2020. Auf Basis der aggregierten Geldmengenaggregate (gewöhnlich M3) für folgende Länder: Australien, Brasilien, Kanada, Chile, China, Kolumbien, Costa Rica, Tschechische Republik, Dänemark, Eurozone, Ungarn, Island, Indien, Indonesien, Israel, Japan, Mexiko, Neuseeland, Norwegen, Polen, Russland, Südafrika, Südkorea, Schweden, Schweiz, Türkei, Großbritannien und USA. Die aggregierten nationalen Geldmengen basieren auf den Wechselkursen zu Kaufkraftparitäten (PPP) für die Umrechnung in US-Dollar (bei den PPP-Wechselkursen wird die Kaufkraft der Währungen anhand eines repräsentativen Warenkorbs bestimmt - damit sind sie gewöhnlich stabiler als die Marktwechselkurse). Quelle: OECD, Oxford Economics, Refinitiv Datastream, Invesco.

Wir rechnen aber nicht mit einem nachhaltigen Wachstums-/Inflationseffekt

Damit sich ein nachhaltiger wirtschaftlicher Effekt einstellt, müsste das höhere Geldmengenwachstum unserer Ansicht nach mehr als nur eine kurze Episode sein. Ansonsten ist das Beste, auf das wir hoffen können, vielleicht, dass die Zentralbanken den Finanzmärkten bei Bedarf unter die Arme greifen können (siehe **Abbildung 16**). Sie könnten in der Lage sein, einen Einbruch am Aktienmarkt zu verhindern, der eine Rezession verschlimmern könnte. Wir bezweifeln aber, dass sie ein nachhaltig höheres Wachstum und eine nachhaltig höhere Inflation herbeiführen können.

**Abb. 16 – Ausweitung der QE5-Bilanzen und Finanzmarkerträge**



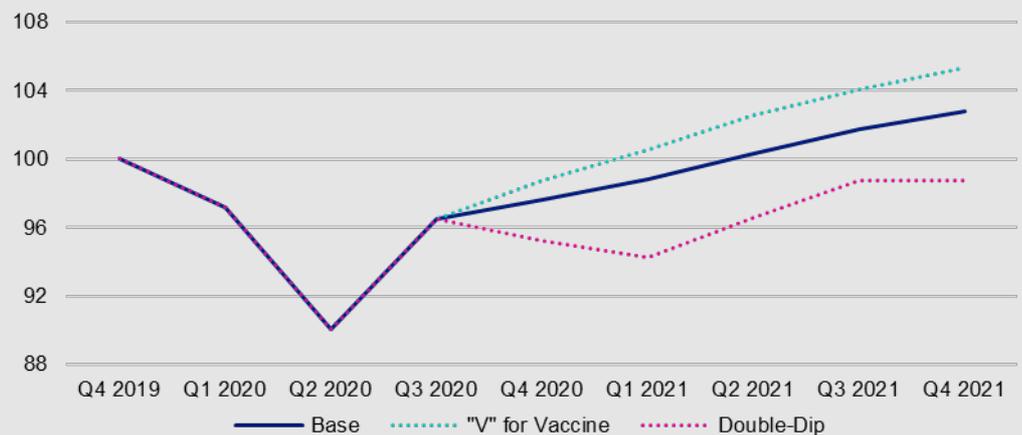
Hinweis: QE5 BS bezieht sich auf die aggregierte Bilanzsumme von Fed, EZB, BOE, BOJ und SNB in USD. Prognose berücksichtigt geplante Anleihekäufe der Notenbanken, lässt andere Wachstumsquellen aber unberücksichtigt. Die Fed hat unbegrenzte Assetkäufe angekündigt (wir gehen von 120 Mrd. USD pro Monat für den Rest des Jahres 2020 aus sowie von 60 Mrd. USD pro Monat in H1 2021 und 30 Mrd. USD pro Monat in H2 2021). Die EZB plant 1,1 Billionen EUR an Anleihekäufen im Jahr 2020 und will ihre Ankäufe 2021 fortsetzen: Wir rechnen mit 130 Mrd. USD pro Monat bis Juni 2021 und einer anschließenden Halbierung dieser Rate. Die BOJ hat eine Verdoppelung ihrer ETF-Ankäufe angekündigt. Wir gehen von monatlichen Assetkäufen im Volumen von 45 Mrd. USD im Jahr 2020 und von 30 Mrd. USD im Jahr 2021 aus. Die BOE hat Assetkäufe im Volumen von 300 Mrd. GBP angekündigt (wir gehen davon aus, dass diese 2020 reibungslos durchgeführt werden und die Ankäufe im Jahr 2021 halbiert werden). Die SNB hat keine Ankaufpläne angekündigt. Wir gehen aber von 10 Mrd. USD pro Monat im Jahr 2020 und einer Halbierung im Jahr 2021 aus. Der Multi-Asset-Referenzindex ist ein festgewichteter Index, der auf der neutralen Asset Allokation des Asset Allocation Research Teams von Invesco basiert. Von Mai 2007 bis Dezember 2021. Stand: 30. Oktober 2020. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft. Quelle: BOE, Refinitiv Datastream und Invesco

Das Basisszenario geht von einem kurz bevorstehenden globalen Abschwung aus, nicht aber von einer Rezession

### Weltwirtschaft und Finanzmärkte 2021 – alles hängt am Impfstoff

Wir haben gemeinsam mit Kollegen bei Invesco (darunter auch Chefökonom John Greenwood) einen erwarteten BIP-Wachstumspfad für das kommende Jahr skizziert. Wie oben beschrieben, glauben wir, dass ein pandemiebedingter globaler Abschwung im Winter 2020/21 selbst bei einem „Double-Dip“-Szenario nicht so drastisch ausfallen wird wie in H1 2020 (siehe **Abbildung 17**). Grund dafür ist, dass die Lockdowns in den verschiedenen Ländern weder so hart noch so einheitlich sein dürften wie im Frühjahr, während die Geld- und Fiskalpolitik die Wirtschaft weiter stützen dürfte.

**Abb. 17 – Szenarien für die Entwicklung des globalen BIP (Q4 2019 = 100)**



Hinweis: vierteljährliche Daten von Q4 2019 bis Q4 2021, auf Basis aggregierter Prognosen des saisonbereinigten realen BIP der Länder und Regionen (sofern verfügbar, unter Verwendung historischer Daten). Die aggregierten Zahlen basieren auf einer Gewichtung der Länder nach dem realen BIP für 2019 zu Kaufkraftparitäten; die Ländergewichte werden in Abhängigkeit von den unterschiedlichen nationalen Wachstumsraten im Zeitverlauf dynamisch angepasst. Eine Beschreibung der Szenarien finden Sie im Anhang. Quelle: IWF, nationale Regierungen, Macrobond und Invesco.

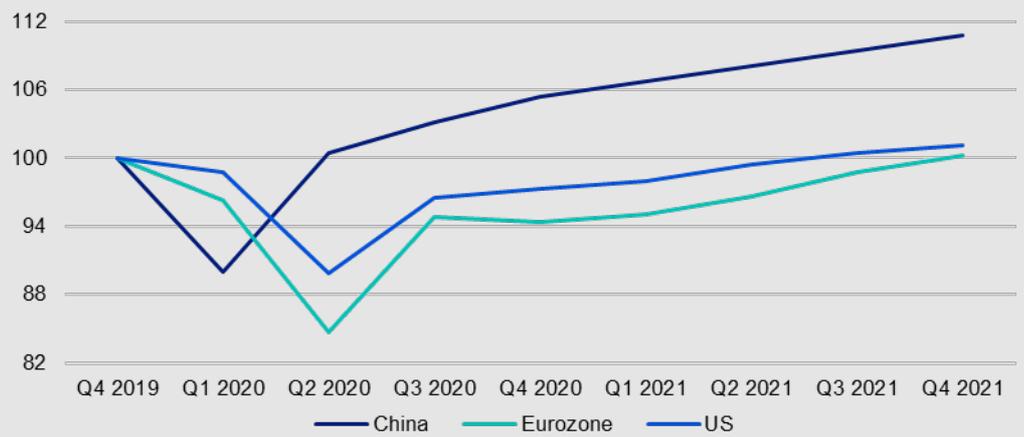
Die Upside- und Downside-Szenarien hängen davon ab, wie schnell ein Impfstoff auf breiter Basis zur Verfügung steht

Unser Downside-Szenario skizziert eine erneute, durch steigende Covid-Todesfälle und harte Lockdowns in vielen Teilen der Welt ausgelöste Rezession; ein Impfstoff ist in diesem Szenario im Jahr 2021 noch nicht verfügbar (das Basisszenario geht davon aus, dass ein Impfstoff Mitte 2021 bereitsteht). Das „V“-Szenario geht davon aus, dass ein Impfstoff bereits Anfang 2021 verteilt werden kann (und in den USA ein weiteres staatliches Konjunkturpaket verabschiedet wird), was das Vertrauen stärkt und eine Rückkehr zur „Normalität“ in H2 2021 ermöglicht.

Nicht alle Länder sind gleich

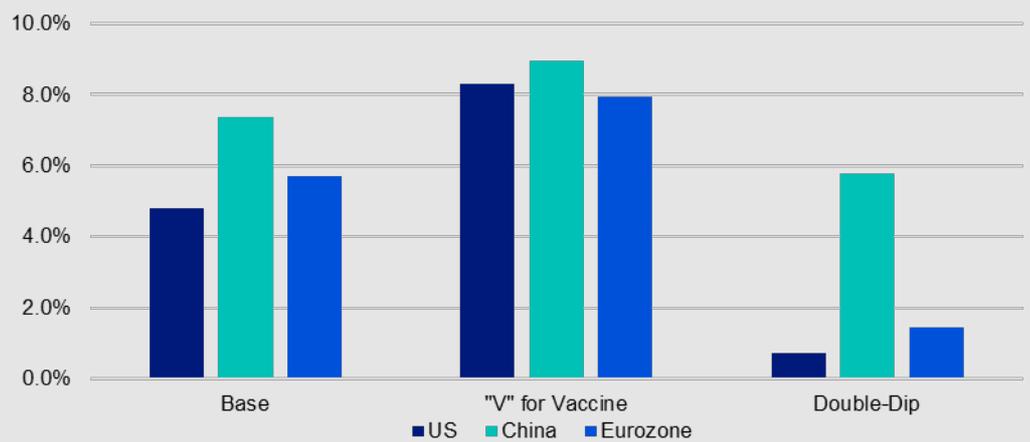
Aufgrund des unterschiedlichen Pandemiemanagements und unterschiedlicher geld- und fiskalpolitischer Unterstützung rechnen wir in den verschiedenen Ländern und Regionen mit unterschiedlichen Entwicklungen. **Abbildung 18** zum Beispiel verdeutlicht unsere Annahmen für die drei größten Volkswirtschaften im Basisszenario. Auf regionaler Ebene dürften die ostasiatischen Volkswirtschaften weiter am besten dastehen, während Europa kurzfristig stärker in Mitleidenschaft gezogen werden dürfte, sich aber anschließend kräftig erholen sollte (Südamerika könnte einen ähnlichen Verlauf verzeichnen, aufgrund geografischer Faktoren aber mit einem abweichenden zeitlichen Verlauf).

**Abb. 18 – BIP Entwicklung in großen Volkswirtschaften im Basisszenario (Q4 2019 = 100)**



Hinweis: vierteljährliche Daten von Q4 2019 bis Q4 2021, auf Basis des saisonbereinigten realen BIP. Eine Beschreibung des Basisszenarios finden Sie im Anhang. Quelle: IWF, nationale Regierungen, Macrobond und Invesco.

**Abb. 19 – Kumuliertes BIP-Wachstum in den verschiedenen Szenarien von Q3 2020 bis Q4 2021 (%)**



Hinweis: auf Basis der Prognosen für das saisonbereinigte reale BIP. Eine Beschreibung der Szenarien finden Sie im Anhang. Quelle: Invesco.

China könnte das stärkste Wachstum verzeichnen, aber die Eurozone könnte in einigen Szenarien die beste relative Dynamik aufweisen

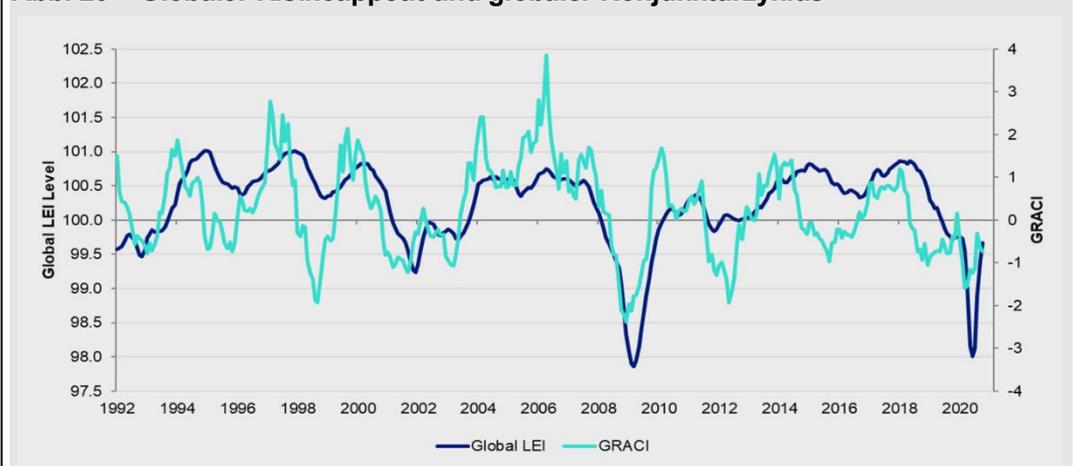
Unser Wachstumsausblick lenkt unsere Aufmerksamkeit stärker auf zyklische Anlagewerte

Entscheidend ist aber die Dynamik und **Abbildung 19** signalisiert, welche Implikationen unsere Prognosen für das BIP-Wachstum bis Q4 2021 haben. In allen drei Volkswirtschaften und Szenarien wird mit einem positiven Wachstum gerechnet, das im Basis- und Upside-Szenario („V“-Szenario) besonders stark ausfällt. Wir rechnen mit einem fortgesetzten (wenn auch vielleicht nicht ganz glatten) Aufschwung im Jahr 2021. Wie zu erwarten, wird angenommen, dass China von Q3 2020 bis Q4 2021 unabhängig vom betrachteten Szenario das stärkste Wachstum verzeichnen wird – besonders ausgeprägt wäre der Wachstumsvorsprung aber im „Double-Dip“-Szenario. Im Vergleich zum durchschnittlichen Wachstum der vergangenen sieben Jahre dürfte allerdings die Eurozone die deutlichste Outperformance zeigen: Die Region könnte kurzfristig zu kämpfen haben, hat aber noch viel Aufholpotenzial gegenüber dem ersten Halbjahr 2020.

Daher bevorzugen wir mit Blick auf 2021 zyklische Anlagewerte, aber im Bewusstsein, dass durch die kurzfristige Wachstumsabschwächung auf kurze Sicht mit einer höheren Volatilität gerechnet werden muss. Wie der vom Solutions Team von Invesco berechnete Global Risk Appetite Cycle Indicator zeigt, hat sich der Risikoappetit gegenüber dem im Frühjahr verzeichneten Tief bereits wieder verbessert (siehe **Abb. 20**). Da die globalen Frühindikatoren weiter hinter dem Trend zurückbleiben, kommt das Solutions Team zu dem Schluss, dass sich die Märkte im Erholungsmodus befinden.

Dass wir vor diesem Hintergrund risikoreichere Anlagewerte wie Aktien, Immobilien, HY, Rohstoffe und EM bevorzugen, dürfte keine Überraschung sein. **Abbildung 21** gibt detailliertere Einblicke in unsere zyklischen Präferenzen

**Abb. 20 – Globaler Risikoappetit und globaler Konjunkturzyklus**



Hinweis: monatliche Daten von Januar 1992 bis September 2020. 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, BEA, Moody's, Invesco Investment Solutions

Unsere Analysen signalisieren, dass sich diese Anlagewerte in der Frühphase des Konjunkturzyklus überdurchschnittlich entwickeln

Eine frühzeitige/schnelle Verteilung von Impfstoffen würde ebenfalls für zyklische Anlagen sprechen

Vor uns liegt aber ein potenziell harter Winter, der zu einer höheren Volatilität führen könnte

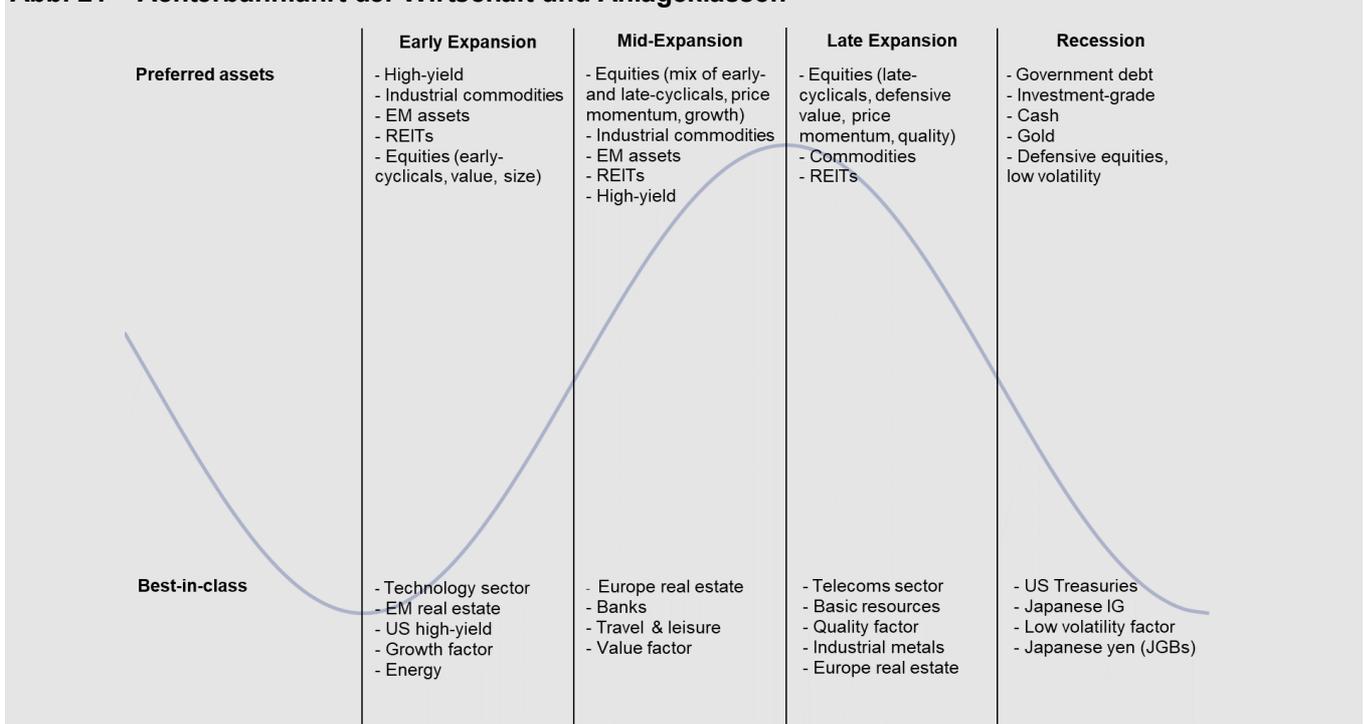
Tatsächlich signalisieren unsere Analysen, dass Anlagewerte mit zyklischen Merkmalen in der Frühphase des Konjunkturzyklus tendenziell am besten abschneiden (Aktien, Immobilien, HY und Industrierohstoffe). Auf dieser Grundlage und bei ansonsten unveränderten Bedingungen gehen wir in unserem Basisszenario von höheren Erträgen aus diesen zyklischen Anlagewerten aus.

Die Bedingungen sind aber nicht immer unverändert. Erstens haben wir einen Konjunkturzyklus wie diesen noch nicht erlebt. Unserer Ansicht nach würde eine frühzeitige und schnelle Impfstoffbereitstellung die besten Aussichten auf eine reibungslose Erholung bieten und zu einer größeren Performancelücke zwischen zyklischen und defensiven Anlagewerten führen (und zu einer besseren Performance europäischer Anlagewerte im Vergleich zu Anlagen in den USA und Asien). Siehe unser „V“-Szenario.

Wir bezweifeln aber, dass ein Impfstoff früh genug bereitstehen wird, um negative wirtschaftliche Auswirkungen im bevorstehenden Winter auf der Nordhalbkugel zu vermeiden. Je länger es dauert, bis ein Impfstoff bereitsteht, desto mehr Infektionswellen werden wir vermutlich erleiden und desto ausgedehnter wird die Start-Stopp-Phase in diesem Zyklus sein. Wir vermuten, dass eine derartige Entwicklung den Performanceunterschied zwischen zyklischen und defensiven Anlagewerten verringern würde und dass eine extreme Verzögerung (wie in unserem „Double-Dip“-Szenario skizziert) dazu führen könnte, dass defensive Anlagewerte höhere Erträge abwerfen als ihre zyklischen Gegenparts (womit es im Wesentlichen zu einer Wiederholung der Entwicklung im Jahr 2020 käme – siehe **Abbildung 4**). Außerdem glauben wir, dass eine derartige Entwicklung eher für die USA und Asien als für europäische Vermögenswerte spräche. Die mit den Szenarien verbundenen Ungewissheiten sprechen unserer Meinung nach für eine größere Diversifikation.

Zweitens hat die extreme Geldpolitik der Zentralbanken die Staatsanleiherenditen auf ein Niveau gedrückt, auf dem kaum mehr mit akzeptablen Erträgen zu rechnen ist (siehe **Abbildung 22** und **Anhang 1**). Das mindert den Wert von Staatsanleihen als Diversifikator und zwingt uns dazu, zum Zwecke der Portfoliostabilisierung vor allem auf Barmittel zu setzen. Gold hat ebenfalls von den sehr tiefen Anleiherenditen profitiert und erscheint daher inzwischen teuer.

**Abb. 21 – Achterbahnfahrt der Wirtschaft und Anlageklassen**



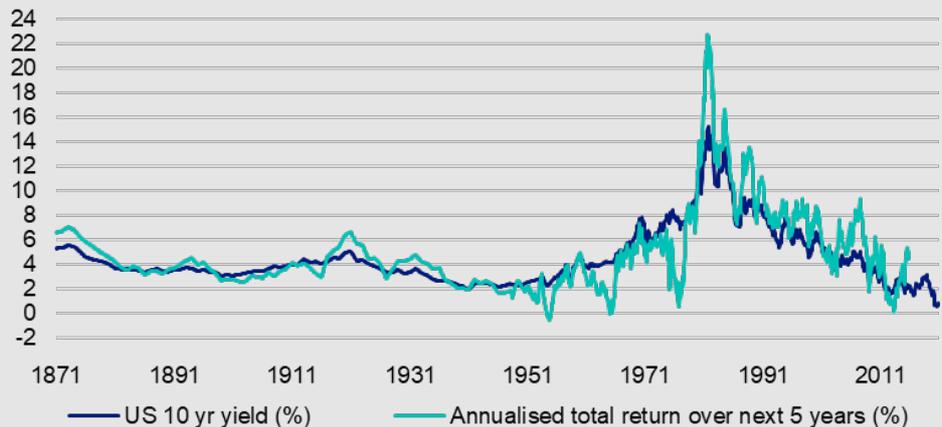
Die Grafik verdeutlicht unsere Einschätzung zur Positionierung der größten Volkswirtschaften der Welt im Konjunkturzyklus. Die Auswahl der von uns bevorzugten Anlagewerte basiert auf unserem in der Publikation „Asset allocation in pictures“ im November 2017 veröffentlichten Research. „Best-in-Class“ zeigt, welchen Teilklassen der von uns bevorzugten Anlageklassen wir in den einzelnen Phasen des Konjunkturzyklus – ausgehend von den aktuellen Bewertungen und Renditeprognosen – den Vorzug geben würden. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: Invesco.

Aktienähnliche Anlagen könnten die guten Nachrichten zum Teil bereits eingepreist haben, aber die Anleiherenditen sind weiterhin niedrig

### Auch die Bewertungen sprechen für Risikoanlagen

Zyklische Anlagewerte haben seit März 2020 eine bemerkenswerte Erholung verzeichnet. Das könnte signalisieren, dass inzwischen bereits viele gute Nachrichten eingepreist sind. Bei der Vermögensaufteilung sind aber die relativen Bewertungen entscheidend und es ist kaum zu leugnen, dass defensive Anlagewerte inzwischen extrem bewertet sind. Wie **Abbildung 22** zum Beispiel zeigt, waren die US-Staatsanleiherenditen noch nie zuvor so niedrig wie aktuell. Dass die künftigen Erträge aus Staatsanleihen mit der Rendite korreliert sind, ist keine Überraschung – die Erfahrung der Vergangenheit signalisiert, dass die künftigen Erträge bei einem so niedrigen Renditeniveau, wie wir es aktuell haben, begrenzt sein werden.

**Abb. 22 – Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen und künftige Erträge seit 1871 (%)**



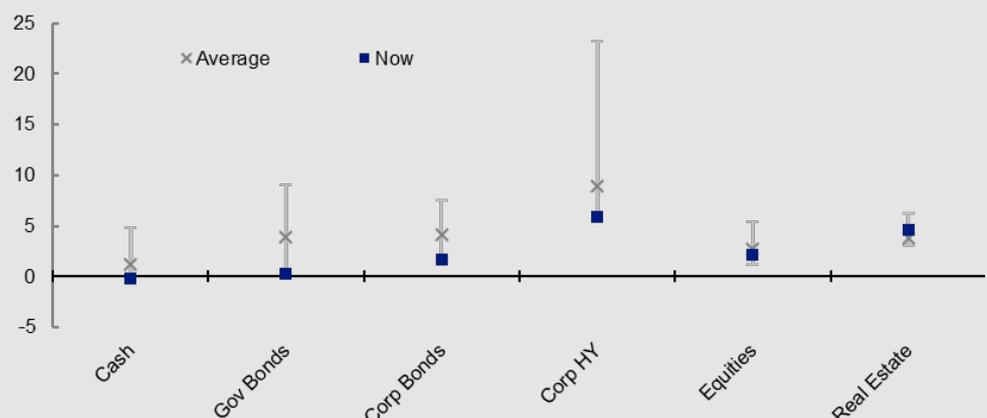
Monatliche Daten von Januar 1871 bis Oktober 2020. Die Gesamtrendite wird unter der Annahme berechnet, dass die Anleihen jeden Monat in eine neue Anleihe mit einer Laufzeit von 10 Jahren umgewandelt werden (unter Berücksichtigung der Verzinsung und Kapitalerträge). Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft. Quelle: Global Financial Data, Refinitiv Datastream und Invesco

Wie **Abbildung 23** zeigt, bewegen sich die Renditen in den verschiedenen Segmenten der Zinsmärkte weiterhin in der Nähe ihrer historischen Tiefstände, wobei EM-Anleihen eine Ausnahme darstellen (siehe **Anhang 1** für regionale Angaben). Obwohl wir nicht erwarten, dass die Zentralbanken die Zinsen 2021 anheben werden, rechnen wir in vielen Ländern mit steigenden Staatsanleiherenditen (siehe **Abbildung 33**) und entsprechend negativen Auswirkungen auf die Anleiherträge.

Wir gehen davon aus, dass HY und EM unter den Zinsanlagen im Jahr 2021 die höchsten Erträge liefern werden

Allerdings dürften sich die Credit- und EM-Spreads im Zuge der fortschreitenden Wachstumserholung verengen. Außerdem glauben wir, dass die HY-Ausfallraten im Jahresverlauf 2021 wieder in den niedrigeren historischen Normbereich zurückkehren werden. Daher gehen wir davon aus, dass HY und EM unter den Zinsanlagen im kommenden Jahr die höchsten Erträge liefern werden.

**Abb. 23 – Die globalen Renditen bewegen sich innerhalb ihrer historischen Spanne (%)**



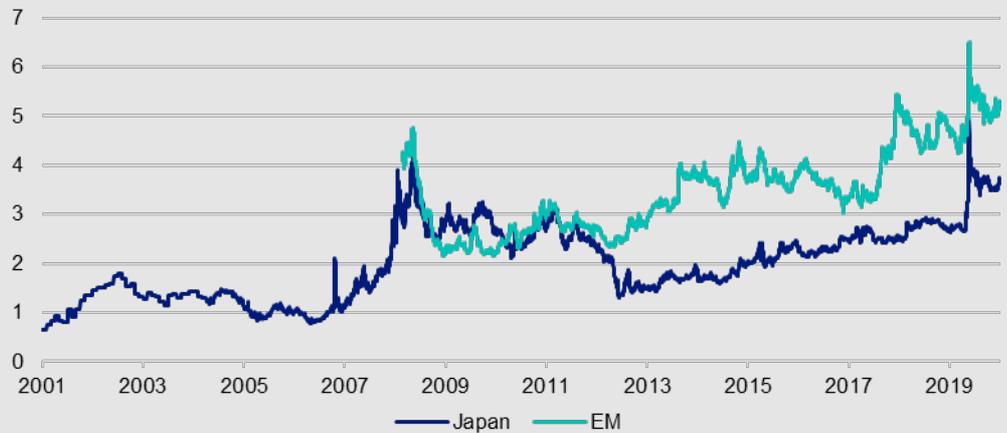
Anfangsdatum: Cash 1.1.01; Staatsanleihen 31.12.85; Unternehmensanleihen 31.12.96; HY-Unternehmensanleihen 31.12.97; Aktien 1.1.73; REITs 18.2.05. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Stand: 30. Oktober 2020. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Immobilien bieten die besten Renditen

### Immobilien und Aktien erscheinen vernünftiger bewertet

Wie **Abbildung 23** signalisiert und die regionalen Angaben in **Anhang 1** bestätigen, sind Immobilien die Anlageklasse, die die höchsten Renditen bietet (abgesehen von US HY). REITs aus den EM und Japan bieten die im historischen Vergleich bemerkenswertesten Renditen (**Abbildung 24** zeigt den vollständigen historischen Vergleich).

**Abb. 24 – REITs-Renditen in den EM und Japan**



Hinweis: Auf Basis täglicher Daten vom 31. Oktober 2010 (22. Dezember 2008 für EM) bis zum 30. Oktober 2020. Auf Basis der FTSE EPRA/NAREIT Indizes. Vergangenheitswerte geben keinen Aufschluss über die künftige Wertentwicklung.  
Quelle: FTSE EPRA/NAREIT, Refinitiv Datastream und Invesco

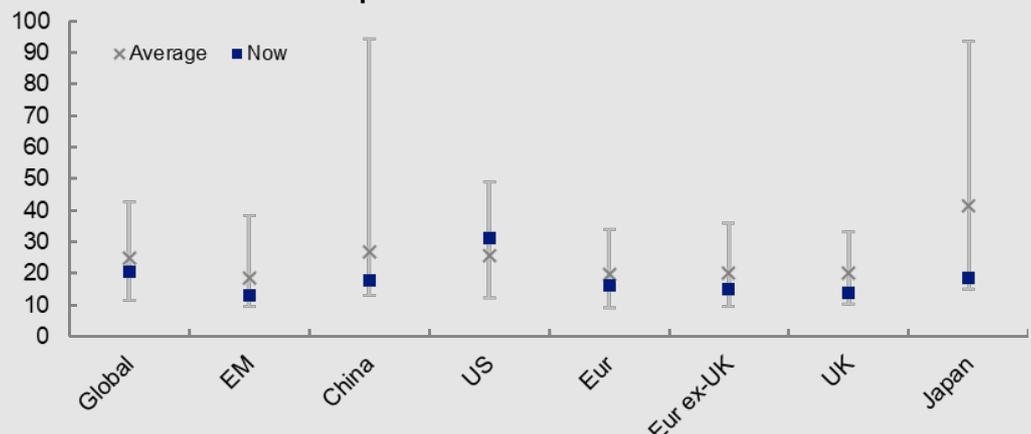
Immobilien würden von einer frühzeitigen Impfstoffverfügbarkeit am meisten profitieren

Trotz des Rückgangs der Dividenden sind die REITs-Renditen aktuell hoch, weil die Preise noch schneller gefallen sind. Wie **Abbildung 24** zeigt, sind die Renditen im Trend seit 2013 gestiegen, vermutlich aufgrund von Sorgen über die künftige Nachfrage nach Einzelhandelsflächen. Die Covid-19-Krise hat viele dieser Sorgen nochmals verstärkt und durch den Trend zur Arbeit im Homeoffice auch zunehmende Zweifel an der künftigen Nachfrage nach Büroflächen geweckt. Wir vermuten aber, dass Immobilien stärker als andere Anlagewerte von einer Rückkehr zur „Normalität“ profitieren werden (wir rechnen mit steigenden Dividenden und sinkenden Renditen). Je schneller ein Impfstoff zur Verfügung steht, desto besser.

Die CAPEs signalisieren, dass Aktien mit Ausnahme des US-Marktes vernünftig bewertet sind

Im Aktienbereich sind die Dividenden ebenfalls gesunken – anders als bei REITs hat dies aber die Renditen tiefer gedrückt, weil sich die Kurse relativ schnell erholt haben (eine Erholung ist eingepreist). Wie **Anhang 1** zeigt, ist Großbritannien der einzige Aktienmarkt mit einer Rendite, die aktuell höher ist als normal. Gewinne und Dividenden sind aber zyklisch und in einer Rezession können einfache Kurs-Gewinn-Verhältnisse und Renditekennzahlen irreführend sein. **Abbildung 25** signalisiert, dass die zyklusbereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnisse (CAPEs) außer in den USA unter der historischen Norm liegen.

**Abb. 25 – 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: 30. Oktober 2020. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Der Value- und Size-Faktor könnten von einer frühzeitigen Impfstoffverfügbarkeit profitieren

### Aktienfaktoren und -sektoren

Die drei in diesem Bericht skizzierten Szenarien sprechen für einen ausgewogenen Mix von defensiven und zyklischen Sektoren und Faktoren in unserer Modell-Asset-Allokation. In unserem Basisszenario rechnen wir 2021 nicht mit einer bedeutenden Änderung des makroökonomischen Umfelds, was signalisiert, dass die Faktoren Wachstum (Growth) und Gewinndynamik (Earnings Momentum) erneut besser abschneiden könnten als der Bewertungsfaktor (Value) (siehe **Abbildung 26**). Im Downside-Szenario dürften der Niedrigvolatilitätsfaktor (Low Volatility) und – aufgrund der Besonderheiten dieser Krise – der Wachstumsfaktor am besten laufen. Im „V“-Szenario einer schnelleren Impfstoffbereitstellung würden wir stärker auf Value und Size (kleinere Unternehmen) setzen. Allerdings dürfte die Marktreaktion eher subtil ausfallen und allmählich erfolgen.

**Abb. 26 – Performance US-amerikanischer und europäischer Wachstumsfaktorindizes im Vergleich zu Value-Indizes seit Jahresanfang**

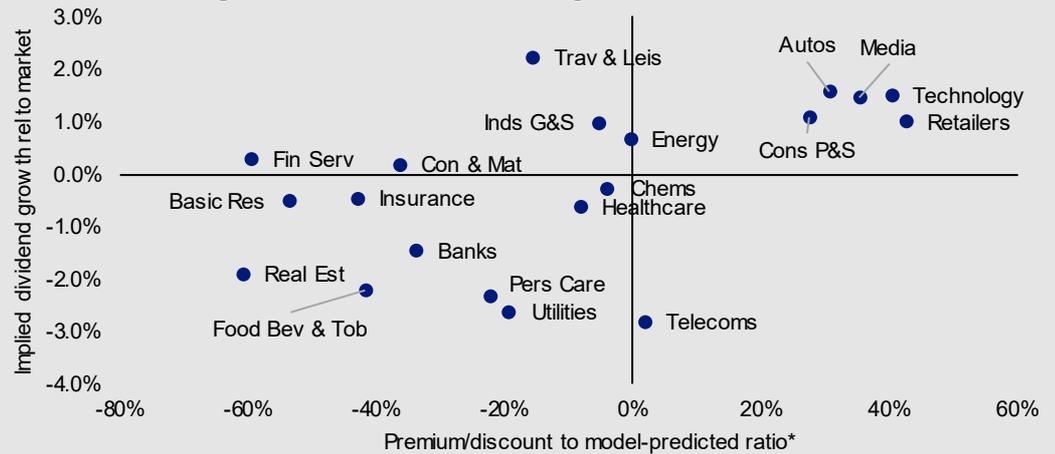


Hinweise: Wir teilen den Total-Return-Index für unseren eigenen Growth-Faktor durch den unseres Value-Faktors und basieren ihn auf den 31. Dezember 2019 um. Stand der Daten: 30. Oktober 2020. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Das gleiche gilt für Banken, Tourismus & Transport und Grundstoffe

Unsere Branchenallokation folgt einer ähnlichen Logik: Wie in unserem aktuellen [Strategic Sector Selector](#) skizziert, versuchen wir, uns vorsichtig für eine Erholung zu positionieren. In unserem Basisszenario würden wir die Industrie, Finanzdienstleister und den Immobiliensektor als unsere bevorzugten zyklischen Sektoren höher gewichten. Lebensmittel, Getränke & Tabak ist unser bevorzugtes defensives Investment zu Absicherungszwecken; damit verbinden wir attraktiv bewertete Anlagen mit Branchen, die sich im aktuellen Umfeld gut halten können sollten (**Abbildung 27**). Außerdem würden wir an der Übergewichtung des Technologiesektors festhalten, auch wenn die Tech-Werte ihre überragende Performance nicht fortsetzen können sollten. Im pessimistischeren Szenario würden wir unsere Allokation natürlich stärker in Richtung defensives Wachstum lenken (Gesundheit und Basiskonsumgüter). Sollte die Erholung kräftiger ausfallen, als wir aktuell erwarten, würden wir mit einer Outperformance von Banken, Tourismus & Freizeit und Grundstoffen rechnen.

**Abb. 27 – 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 zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Stand der Daten: 30. Oktober 2020.

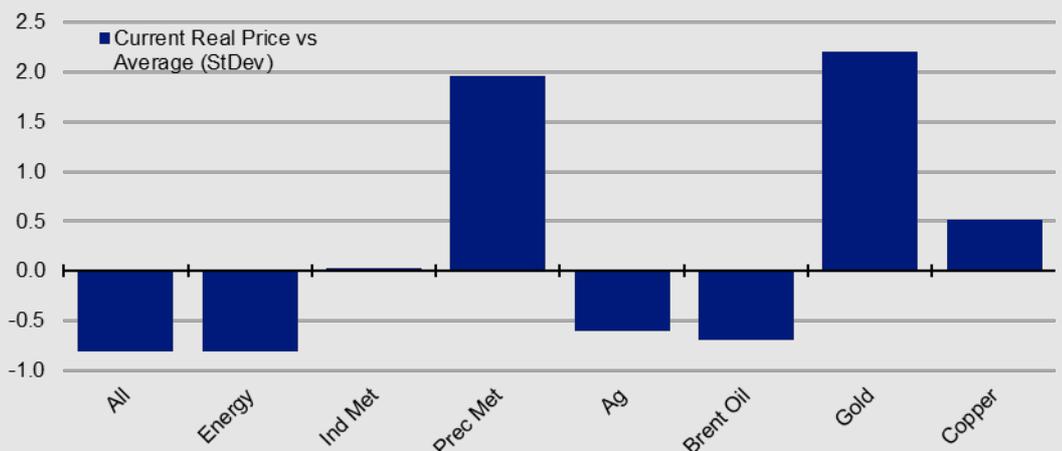
Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Viele Rohstoffe notieren unter der historischen Norm – Gold aber nicht

**Rohstoffe und Währungen**

In Abwesenheit laufender Erträge analysieren wir die Bewertung von Rohstoffen anhand realer Preise (deflationiert mit dem US-Verbraucherpreisindex). **Abbildung 28** signalisiert, dass Rohstoffe günstiger sind als im Durchschnitt der letzten Jahrzehnte – einzige Ausnahme sind die Edelmetalle (unserer Ansicht nach hat Gold von den niedrigen Anleiherenditen profitiert). Je besser die weltwirtschaftliche Entwicklung in 2021 ausfällt, desto besser werden auch Industrierohstoffe (wie Energie und Industriemetalle) performen und desto schlechter wird die Performance von Gold ausfallen.

**Abb. 28 – Inflationsbereinigte Rohstoffpreise im Vergleich zur historischen Norm (Deflator: US CPI)**



Abkürzungen: „Ind Met“ steht für Industriemetalle, „Prec Met“ für Edelmetalle und „Ag“ für Agrarrohstoffe. Anfangspunkte der historischen Spannen sind: Alle und Ag 31.12.69; Energie 31.12.82; Ind Met 3.1.77; Prec Met 2.1.73; Brent 1.6.87; Gold 1.1.74; Kupfer 1.1.74. Stand: 31. Oktober 2020. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: GSCI, Refinitiv Datastream und Invesco

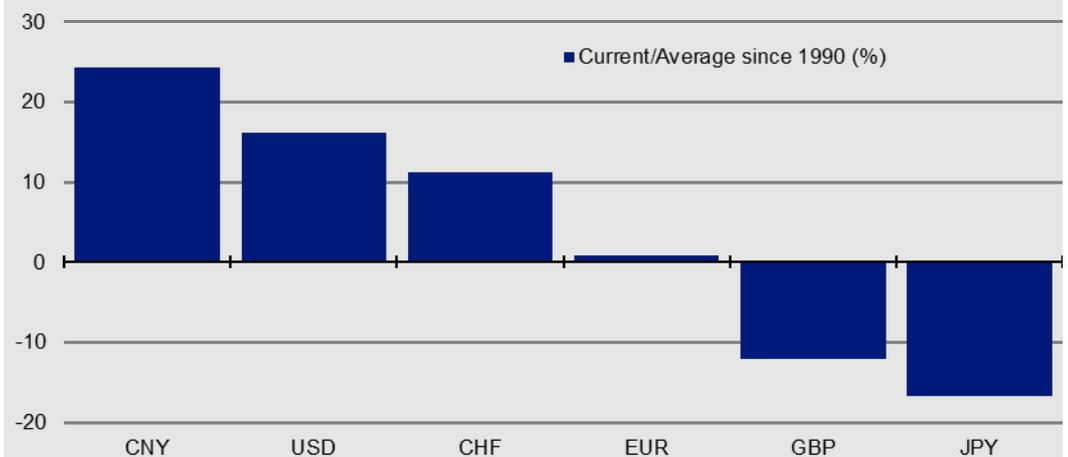
Der Yen ist günstig, könnte 2021 aber – zusammen mit anderen sogenannten „Sichere Hafen“-Anlagen – abwerten

Yuan schwächer, Dollar mit durchwachsender Entwicklung

Basierend auf einem ähnlichen Ansatz für bedeutende Währungen signalisiert **Abbildung 29**, dass der japanische Yen weiterhin die Währung ist, die auf realer handelsgewichteter Basis am weitesten unter ihrer langfristigen Norm notiert. Daher rechnen wir damit, dass der Yen mittelfristig aufwertet. Sollte sich die Weltwirtschaft im kommenden Jahr jedoch wie von uns erwartet entwickeln, könnte das den Yen – wie auch andere sogenannte „Sichere Hafen“-Anlagen – schwächen (wobei wir den Yen für die günstigste dieser vermeintlich sicheren Anlagen halten). Das britische Pfund ist ebenfalls schwächer als normal, seine Richtung hängt aber vom Ausgang der laufenden Handelsgespräche mit der EU ab.

Am anderen Ende des Spektrums ist der chinesische Yuan weiterhin teurer als im historischen Durchschnitt; wir glauben, dass er (im Zuge einer schwächeren Konjunktur) mittelfristig abwerten wird. Der US-Dollar erscheint fast genauso teuer und wir rechnen 2021 mit einer leichten Abwertung gegenüber dem Euro (auf 1,24), halten aber fest, dass sich die Renditeabstände zwischen Staatsanleihen zuletzt zugunsten des US-Dollars verändert haben, was das Abwärtsrisiko begrenzen sollte.

**Abb. 29 – Reale effektive Wechselkurse\***



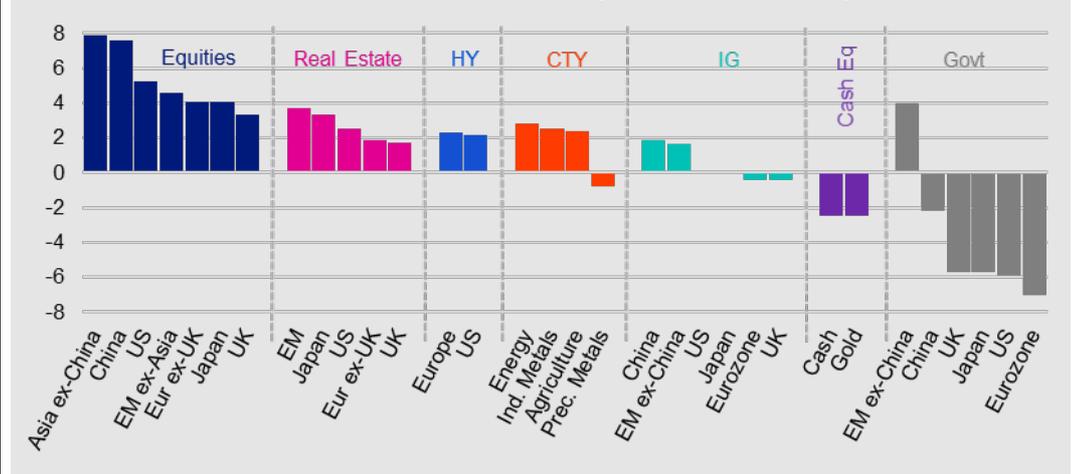
\*Währungsindizes gemessen an einem handelsgewichteten Währungskorb und um Inflationsunterschiede bereinigt. Stand: 31. Oktober 2020. Quelle: OECD, Datastream und Invesco

Die Weisheit der Vielen

### Prognosen für 2021

Unter der Annahme, dass Gruppen klüger sind als Einzelne, haben wir die Strategen aus dem Global Market Strategy Office (GMS) von Invesco nach ihren Erwartungen zu den Asseterträgen bis Ende 2021 für unser Basisszenario gefragt (siehe Angaben zum Team auf der hinteren Umschlagseite dieses Dokuments). **Abbildung 30** zeigt das daraus resultierende Ranking für Anlagewerte und Regionen in den einzelnen Assetkategorien (wobei zu beachten ist, dass es sich hierbei nicht um Renditeprognosen, sondern um ein auf den erwarteten Renditen basierendes Ranking handelt).

**Abb. 30 – Die Weisheit der Vielen bei GMS (Assetpräferenzen für 2021)**



Die Abbildung zeigt die Meinungen des Global Market Strategy Office (GMS – siehe Mitgliederliste auf der hinteren Umschlagseite) zu den erwarteten Erträgen der verschiedenen Anlageklassen bis Ende 2021 in USD. Alle Teammitglieder wurden dazu aufgefordert, jeden Anlagewert auf einer Skala von -10 bis +10 zu bewerten (wobei -10 für einen hohen Minderertrag steht und +10 für einen hohen Mehrertrag gegenüber dem Durchschnitt aller Anlagewerte). Daraufhin wird der Durchschnitt der von allen Teammitgliedern vergebenen Werte genommen und gemäß dem durchschnittlichen Wert für die einzelnen Regionen nach Assetkategorien geordnet und innerhalb der einzelnen Kategorien eingestuft. Abkürzungen: Cash Eq. steht für geldmarktäquivalente Produkte; CTY steht für Rohstoffe; Asien ex-China umfasst nur Schwellenländer; Ind. Metals steht für Industriemetalle; Prec. Metals steht für Edelmetalle. Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden. Quelle: Invesco Global Market Strategy Office

Das GMS Team von Invesco bevorzugt zyklische Anlagewerte

Das GMS Team bevorzugt zyklische Anlagewerte, was angesichts unserer Erwartung eines zögerlichen globalen Aufschwungs keine Überraschung ist. Aktien stehen an der Spitze, gefolgt von Immobilien, HY und Rohstoffen. Ganz unten im Ranking stehen Staatsanleihen, was angesichts der aktuell niedrigen Renditen ebenfalls keine Überraschung ist. Geldmarktäquivalente Produkte (Cash und Gold) liegen im Ranking ebenfalls ziemlich weit hinten: Die Geldmarktzinsen sind niedrig und Gold ist mit den US-Staatsanleiherenditen korreliert (siehe **Abbildung 7**).

Das GMS Team hat eine Präferenz für EM-Anlagen, vor allem aus China

Genauso interessant sind die regionalen Präferenzen. Ganz egal, welche Anlageklasse wir uns ansehen – das Team bevorzugt stets EM-Anlagen, allen voran China. Was die entwickelten Märkte angeht, variieren die Präferenzen je nach Anlageklasse; interessant ist aber die kollektive Präferenz für US-Aktien, vor allem vor dem Hintergrund ihrer Outperformance im Jahr 2020.

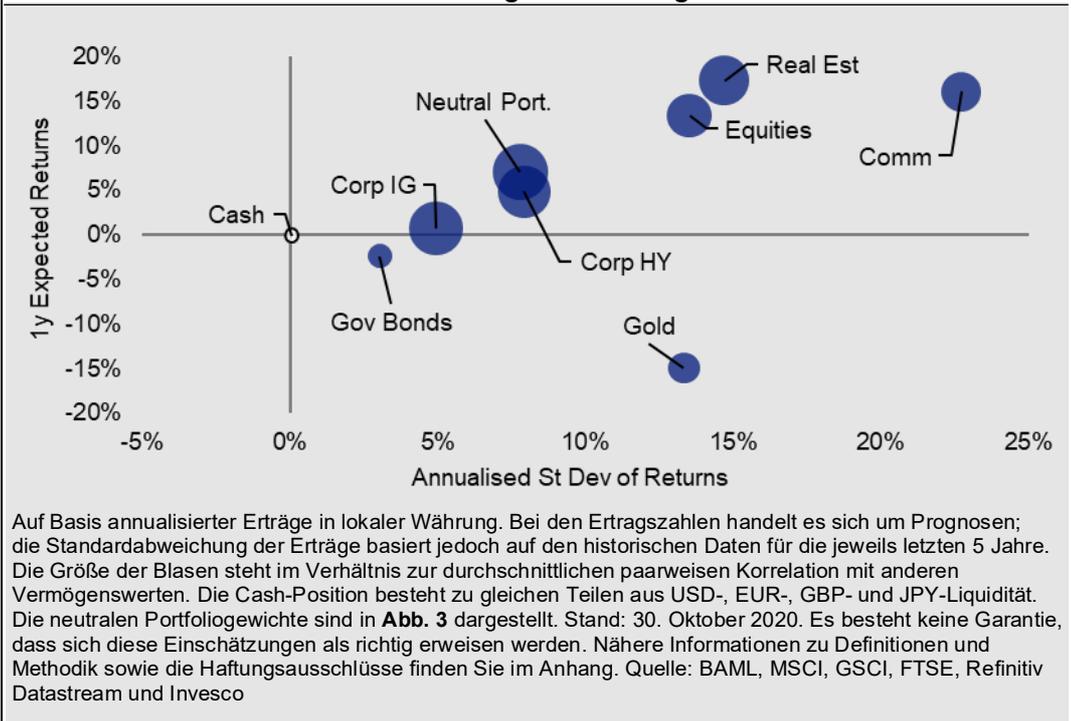
Bei einer frühzeitigen Impfstoffbereitstellung würde sich die regionale Präferenz in Richtung Europa verlagern

Wie erwähnt, basiert **Abbildung 30** auf unserem Basisszenario (zögerliche Erholung). Je weiter wir uns in Richtung unsere Upside-Szenarios bewegen („V“ für Vaccine bzw. eine schnellere Impfstoffverfügbarkeit), desto ausgeprägter wird die Präferenz für zyklische gegenüber defensiven Anlagewerten. Außerdem glauben wir, dass unter den zyklischen Anlagewerten die aus Europa am meisten von einem derartigen Szenario profitieren würden, die aus Asien dagegen am wenigsten.

In einem globalen „Double-Dip“-Szenario mit einer zweiten Rezession würden sich unsere Anlageklassen-Präferenzen hingegen komplett umkehren (in einem solchen Szenario würden Staatsanleihen, Gold und Cash gegenüber zyklischen Anlagen bevorzugt). Auf regionaler Ebene würden wir aber weiterhin Asien und den USA den Vorzug gegenüber Europa geben. Unser Erwartung nach würden EM-Anlagen außerhalb Asiens unter Druck geraten. Das gilt insbesondere für zyklischere Märkte wie Lateinamerika und den indischen Subkontinent.

Für die Konstruktion der Modell-Asset-Allokation müssen wir allerdings Renditeprognosen formulieren und dann eine diversifizierte Vermögensaufteilung vornehmen. Darum geht es auf den nächsten Seiten.

**Abb. 31 – Risiko-Rendite-Verhältnisse globaler Anlagewerte im Basisszenario**



Wir glauben, dass Immobilien die höchsten Erträge liefern werden

Unsere eigenen Renditeprognosen stehen weitgehend im Einklang mit den oben dargestellten GMS-Rankings, wobei wir optimistischer für Immobilien sind, da wir die Renditen für attraktiv halten und mit einer Erholung der REIT-Dividenden rechnen. Da Immobilien 2020 unter Druck standen, würden wir für den Fall, dass schon in den nächsten Monaten ein Impfstoff auf breiter Basis verfügbar sein sollte (unser „V“-Szenario), mit einer noch deutlicheren Erholung rechnen. Insgesamt steigen unsere für das Basisszenario prognostizierten Renditen mit der Volatilität der Anlageklasse, wobei Gold die offensichtliche Ausnahme darstellt (siehe **Abbildung 31**).

Die Optimierung hilft, zwischen Risiko und Rendite abzuwägen

Zyklischen Anlagewerten wird erneut der Vorzug gegeben

Um auf Grundlage dieser Erträge ein diversifiziertes Multi-Asset-Portfolio zusammenzustellen, dürfen wir nicht nur die Anlagewerte auswählen, von denen wir die höchsten Erträge erwarten – schließlich könnten wir falsch liegen. Daher verwenden wir einen Optimierungsprozess. **Abbildung 32** veranschaulicht die Ergebnisse dieses Prozesses. Insgesamt ergibt sich eine Präferenz für zyklische Anlageklassen wie Immobilien, Rohstoffe und Aktien, obwohl Cash unser bevorzugter Diversifikator bleibt.

Sofern es sich um klare Signale handelt, folgen wir den Vorschlägen des Optimierers größtenteils: Wir setzen auf Maximalallokationen in Immobilien, Rohstoffe und Cash, eine übergewichtete Aktienallokation und eine untergewichtete Allokation in Staatsanleihen. Bei HY-Anleihen weichen wir mit einer neutralen Allokation von der vom Optimierer empfohlenen Nullallokation ab (weil wir HY in Frühphasen des Konjunkturzyklus für nützlich halten). Wir gehen von der vorherigen Maximalallokation zu einer Nullgewichtung von IG-Anleihen über, da unser Konjunkturausblick jetzt optimistischer ist.

**Abb. 32 – Optimierte Allokationen in globale Assets (auf Basis der Erträge in lokaler Währung)**

	Neutrales Portfolio	Erlaubte Quote gem. Anlage-richtlinien	Prognostizierte Renditen	Optimierungen Sharpe Ratio	Max. Rendite	Modell-Asset-Allokation*
<b>Cash &amp; Gold</b>	5%	0-10%	-7,5%	10%	10%	10%
Cash	2,5%	0-10%	-0,1%	10%	10%	10%
Gold	2,5%	0-10%	-14,9%	0%	0%	0%
<b>Staatsanleihen</b>	25%	10-40%	-2,4%	10 %	29%	15%
<b>IG-Unternehmensanleihen</b>	10 %	0-20%	0,7%	0%	0%	↓ 0%
<b>HY-Unternehmen sanleihen</b>	5%	0-10%	4,9%	0%	0%	↓ 5%
<b>Aktien</b>	45%	25-65%	13,4%	60%	41%	↑ 50%
<b>Immobilien</b>	8%	0-16%	17,3%	16%	16%	↑ 16%
<b>Rohstoffe</b>	2%	0-4%	16,1%	4%	4%	↑ 4%

Hinweise: Die Neutralallokationen haben sich wie folgt geändert: Staatsanleihen von 30% auf 25%; Aktien von 40% auf 45%. Auf Basis der Erträge in lokaler Währung (sowohl für die prognostizierten Erträge der nächsten zwölf Monate als auch für die historische 5-Jahres-Kovarianz-Matrix) für unser Basisszenario. 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.

Zentralbankzinsen dürften stabil bleiben

Ebenfalls sinnvoll ist die Betrachtung der Prognosen für 2021 aus dem Blickwinkel unserer Marktprognosen (siehe **Abbildung 33**). Unsere Prognosen für 2021 gründen auf der Annahme, dass die wichtigsten Notenbanken die Leitzinsen bis Ende 2021 unverändert belassen. Wir gehen davon aus, dass sie ihre Assetankaufprogramme fortsetzen, wenn auch mit geringeren Volumina (siehe **Abbildung 16**).

Die Renditen am langen Ende der Kurve dürften steigen, aber nicht sehr stark

Da wir erwarten, dass sich die Weltwirtschaft weiter erholen wird (wenn auch nur zögerlich), rechnen wir im Jahresverlauf 2021 mit einer Versteilung der Zinsstrukturkurven. Allerdings ist ein starker Anstieg der Anleiherenditen am langen Ende kaum vorstellbar, wenn die Zentralbankzinsen auf ihrem aktuellen Niveau verharren sollten. Beispielsweise wäre die von uns prognostizierte 10-jährige US-Staatsanleihenrendite von 1,35% deutlich unter dem Niveau, das man bei einem erwarteten nominalen BIP-Wachstum von gut 4% als „normal“ erachten würde (siehe **Abbildung 22**).

Durchwachsene Entwicklung des USD: Aufwertung gegenüber CNY, JPY und CHF, aber Abwertung gegenüber GBP und EUR

Wir rechnen mit einer durchwachsenen Entwicklung des US-Dollars im Jahr 2021. In einem von einer globalen Wachstumserholung geprägten Umfeld dürfte der US-Dollar leicht gegenüber sogenannten „Sichere Hafen“-Währungen wie dem japanischen Yen und dem Schweizer Franken aufwerten. Außerdem dürfte die US-Währung gegenüber dem chinesischen Yuan – der unserer Meinung nach teuersten der großen Währungen – aufwerten (siehe **Abbildung 29**). Dagegen dürfte der USD gegenüber dem Euro, dem britischen Pfund und den Währungen anderer Schwellenländer abwerten (infolge der hohen Rohstoffnotierungen). Wir vermuten, dass die jüngste Bewegung gegenüber dem Euro (zugunsten des Euro) anhalten wird, obwohl der Renditeabstand zwischen Euro und USD seinen Höchststand überschritten zu haben scheint. Wir rechnen mit einer leichten Erstarkung des britischen Pfundes, da wir erwarten, dass sich Großbritannien und die EU noch auf ein Handelsabkommen verständigen werden. Die Verhandlungen könnten aber auch noch scheitern.

Zyklische Anlagewerte haben haussiert, seitdem diese Prognosen erstellt wurden – unserer Ansicht nach sind diese Kurssteigerungen durch die guten Nachrichten von der Impffront aber gerechtfertigt

Wir glauben, dass die Aktienindizes und Industrierohstoffe Ende 2021 höher notieren werden als am 30. Oktober 2020. Der jüngste, durch das Ergebnis der Wahlen in den USA und Impfstoffankündigungen beflügelte Kursanstieg hat einige Aktienindizes in die Nähe der Kursziele für Ende 2021 in unserem Basisszenario befördert (wir halten die Kurssteigerungen durch die größere Wahrscheinlichkeit einer frühzeitigen Impfstoffbereitstellung für gerechtfertigt). Wir rechnen mit einer kurzfristig erhöhten Volatilität, zumal die Lockdowns die Wirtschaftsaktivität den Winter über bremsen werden. Wir werden versuchen, derartige Schwächephasen zu nutzen, um unsere zyklischen Allokationen in Erwartung besserer Zeiten auszubauen.

**Abb. 33 – Marktprognosen (Basisszenario)**

		Aktuell (30.10.2020)	Prognose Ende 2021
<b>Zentralbankzinsen</b>	USA	0,25	0,25
	Eurozone	-0,50	-0,50
	China	4,35	4,35
	Japan	-0,10	-0,10
	Großbritannien	0,10	0,10
<b>10-Jährige Anleiherenditen</b>	USA	0,86	1,35
	Eurozone	-0,63	0,00
	China	3,19	3,50
	Japan	0,03	0,10
	Großbritannien	0,30	0,75
<b>Wechselkurse/USD</b>	EUR/USD	1,16	1,24
	USD/CNY	6,69	7,00
	USD/JPY	104,66	106,00
	GBP/USD	1,29	1,35
	USD/CHF	0,92	0,94
<b>Aktienindizes</b>	S&P 500	3270	3600
	Euro Stoxx 50	2958	3300
	FTSE A50	15724	16500
	Nikkei 225	22977	25250
	FTSE 100	5577	6800
<b>Rohstoffe (USD)</b>	Brent/Barrel	36	45
	Gold/Feinunze	1881	1600
	Kupfer/Tonne	6708	7250

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

Kombination von Value und Momentum

Aktien und Industrierohstoffe befinden sich in unserem „Sweet Spot“

Immobilien und europäische Aktien vor dem Durchstarten

### Hoffnung und Wirklichkeit

Ein Prozess, der das Ertragspotenzial anhand der Bewertungen berechnet, stolpert häufig darüber, was die Märkte aktuell denken (Value-Investoren leiden häufig still und leise, bis an den Märkten ein Umdenken zu ihren Gunsten stattfindet). **Abbildung 34** wendet einen Value-Momentum-Ansatz auf die Auswahl der Anlageklassen an.

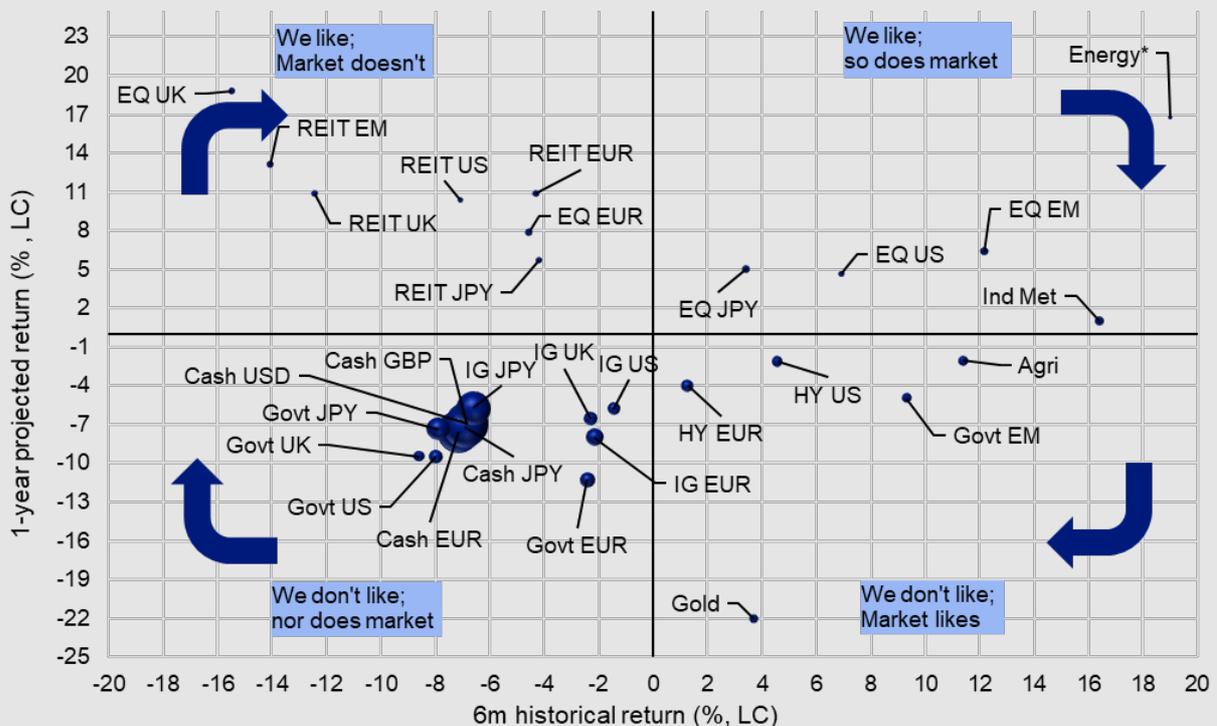
Der „Sweet Spot“ ist der Quadrant oben rechts – Anlagewerte, von denen wir erwarten, dass sie über die nächsten zwölf Monate überdurchschnittliche Anlageerträge generieren werden, und die sich in den zurückliegenden sechs Monaten (im Wesentlichen seit dem Tiefpunkt der Risikoanlagen) bereits besser als unser neutraler Benchmarkindex entwickelt haben. Dieser Quadrant enthält einen Mix aus Aktien und Industrierohstoffen, was am Beginn eines neuen Konjunkturzyklus keine Überraschung ist. Die Größe der Blasen steht im umgekehrten Verhältnis zur historischen Volatilität und die meisten dieser Anlagewerte gehören zu den volatilsten Assets.

Wir glauben, dass sich die Anlagen im Uhrzeigersinn um die Grafik herum bewegen werden. Der Quadrant unten rechts (Anlagen, die gut performt haben, unserer Ansicht nach aber künftig nur noch unterdurchschnittliche Erträge liefern werden) enthält Gold, HY sowie EM-Staatsanleihen.

Der Quadrant unten links enthält die Anlagewerte, aus denen wir unterdurchschnittliche Renditen erwarten und die seit April unterdurchschnittlich performt haben. Das sind die niedrig rentierenden „defensiven“ Anlagewerte (Cash, Staatsanleihen und IG), die im Frühjahr überdurchschnittlich performt hatten und die wir in unserem „Double-Dip“-Szenario bevorzugen würden (große Blasen deuten auf eine niedrige Volatilität hin).

Der Quadrant oben links ist interessant, da er Anlagewerte mit einem (unserer Ansicht nach) hohen Potenzial enthält, die sich bislang noch nicht überdurchschnittlich entwickelt haben. Dabei handelt es sich um einen Mix aus Immobilienanlagen und europäischen Aktien, die wir alle in unserem „V“-Szenario bevorzugen würden.

**Abb. 34 – Hoffnung und Wirklichkeit (Renditen im Vergleich zum neutralen Referenzindex)**



Die Abbildung zeigt unsere Ertragsprognosen für die nächsten zwölf Monate im Vergleich zu den tatsächlichen Erträgen der letzten sechs Monate per 30. Oktober 2020 (\*die historische Rendite aus Energie ist 40%, wurde aber in der Abbildung zu Skalierungszwecken reduziert). Angegeben sind die Gesamtrenditen in lokaler Währung (LC) und im Vergleich zur Rendite unserer neutralen Benchmark (für nähere Informationen zur Benchmark, siehe **Abb. 3**). Die Größe der Blasen steht im umgekehrten Verhältnis zur annualisierten Standardabweichung der täglichen Renditen der letzten zwölf Monate (die Größe der Cash-Blasen wurde gedeckelt). „EQ“ = Aktien, „Govt“ = Staatsanleihen, „REIT“ = Real Estate Investment Trust, „Ind Met“ = Industriemetalle, „Prec Met“ = Edelmetalle, „Agri“ = Agrarprodukte. Die Pfeile zeigen, in welche Richtung sich die Anlagewerte unserer Ansicht nach entlang der Quadranten bewegen werden. 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, GSCI, MSCI, Datastream und Invesco

Das Basisszenario spricht für zyklische Anlagen

Im Szenario einer früheren Impfstoffverfügbarkeit wäre die Präferenz für zyklische Anlagewerte noch größer, wobei der Fokus auf Europa liegen würde

In einem Szenario, in dem 2021 noch kein Impfstoff bereitsteht, werden defensive Anlagewerte sowie China/Ostasien bevorzugt

Eine frühzeitige Impfstoffbereitstellung ist wahrscheinlicher geworden

### Was, wenn wir falsch liegen? Drei Szenarien für 2021

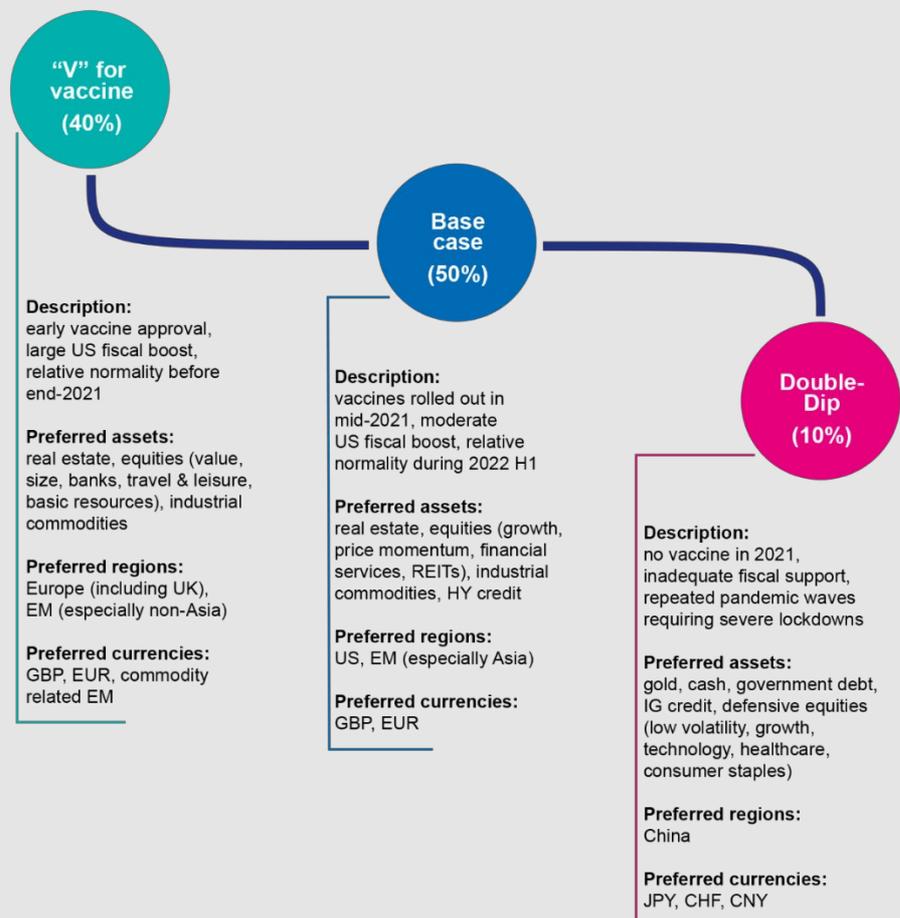
Unser Basisszenario (subjektive Eintrittswahrscheinlichkeit von 50%) geht davon aus, dass ein wirksamer Impfstoff ab Mitte 2021 auf breiter Basis zur Verfügung steht, und rechnet mit gewissen wirtschaftlichen Rückschlägen, nicht aber mit einer erneuten globalen Rezession (siehe **Abbildung 17**). Das deutet auf eine anhaltende globale Erholung hin, die uns zu einer Höhergewichtung zyklischer Anlagewerte wie Immobilien, Aktien und Industrierohstoffe veranlasst (siehe **Abbildung 35**).

In einem Szenario, in dem schneller wirksame Impfstoffe bereitstehen (vielleicht schon Anfang 2021), würden wir bis Ende 2021 mit einer Rückkehr zu einer relativen Normalität rechnen (Eintrittswahrscheinlichkeit von 40%). Unserer Ansicht nach würde ein solches Szenario den Performanceunterschied zwischen zyklischen und defensiven Anlagewerten noch deutlicher machen und für Assets und Regionen sprechen, die während der Pandemie am stärksten unter Druck gestanden haben (europäische Risikoanlagen, Immobilien, Tourismus & Freizeit und Value zum Beispiel).

Die Eintrittswahrscheinlichkeit unseres Downside-Szenarios einer zweiten Rezession (bis auf Weiteres kein wirksamer Impfstoff, wiederholte Infektionswellen und disruptive Lockdowns) halten wir zwar für gering (10%); sollte es dazu kommen, würden wir aber defensive Anlagewerte bevorzugen sowie Regionen, die das Virus erfolgreich in den Griff bekommen haben (Gold, Cash, Staatsanleihen, China/Ostasien, Technologie, schwankungsarme Aktien und Wachstum zum Beispiel).

Je größer die Eintrittswahrscheinlichkeit eines Szenarios, desto stärker sollten sich die damit verbundenen Anlagepräferenzen in unserer Modell-Asset-Allokation widerspiegeln (durch die guten Nachrichten zur Impfstoffentwicklung ist die Eintrittswahrscheinlichkeit des „V“-Szenarios zuletzt gestiegen).

**Abb. 35 – Anlagepräferenzen für 2021 nach Szenarien**



Die prozentualen Werte beziehen sich auf unsere subjektiven Eintrittswahrscheinlichkeiten. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: Invesco.

**Modell-Asset-Allokation: Kreditanlagen reduziert, zyklische Anlagewerte höher gewichtet**

Wir haben die neutrale Aktienposition angehoben und die von Staatsanleihen reduziert. China ist in das Modell aufgenommen worden

Vor der Betrachtung der Auswirkungen des Ausblicks für 2021 auf unsere Modell-Asset-Allokation haben wir mehrere strukturelle Anpassungen am Asset-Allokation-Rahmen vorgenommen. Erstens haben wir die Neutralallokation für Aktien von 40% auf 45% angehoben und die Neutralallokation für Staatsanleihen von 30% auf 25% reduziert. Diese Anpassungen spiegeln Veränderungen in der Marktkapitalisierung der jeweiligen Anlageklassen wider. Zweitens haben wir eine explizite China-Allokation für Staatsanleihen, IG-Anleihen und Aktien eingerichtet, mit der wir der zunehmenden Bedeutung Chinas an den Finanzmärkten gerecht werden.

Reduktion von Kreditanlagen zugunsten zyklischer Anlagewerte

Wie in **Abbildung 32** bereits angedeutet, haben wir die Allokation in Unternehmensanleihen (sowohl IG als auch HY) reduziert und zyklische Anlagewerte (Immobilien, Aktien und Rohstoffe) höher gewichtet. Diese Anpassungen sind Ausdruck unserer größeren Zuversicht, dass wir uns in einer Expansionsphase des Konjunkturzyklus befinden, sowie unserer Überzeugung, dass sich die Performancerankings des Jahres 2020 im kommenden Jahr umkehren werden (siehe **Abbildung 4**). An diesem Optimismus ändern auch Sorgen über den kurzfristigen Ausblick (vor allem in Europa) nichts und er wird bestärkt durch die jüngsten Ankündigungen zu kurz vor der Zulassung stehenden Impfstoffen von Pfizer/BioNTech und Moderna. Diese Ankündigungen sorgen für dringend benötigtes Licht am Ende des Tunnels Cash bleibt unser bevorzugter Diversifikator. **Abb. 3** zeigt die regionalen Allokationen im Detail.

Immobilien auf Maximalallokation erhöht; EM und Europa bevorzugt

Vor dem Hintergrund der guten Nachrichten von der Impffront haben wir die subjektive Eintrittswahrscheinlichkeit unseres Upside- bzw. „V“-Szenarios angehoben. Das lenkt uns noch stärker in Richtung der Anlagewerte, die während der Pandemie am meisten abgestraft worden sind. So erhöhen wir unsere Allokation in **Immobilien** auf die Maximalallokation (16% nach zuvor 15%). Die Veränderungen des Arbeitsumfelds und der Einkaufsgewohnheiten könnten die Anlageklasse zwar weiter vor Herausforderungen stellen. Die Renditen sind jedoch attraktiv und eine früher als erwartete Verfügbarkeit von Impfstoffen würde die operative Performance (Vermietungen) und die Dividendenausschüttungen von REITs stärken. Wir bevorzugen insbesondere die Schwellenmärkte und Europa (einschließlich Großbritanniens), die uns mit einem besseren Renditeprofil und der Aussicht auf eine kräftigere Erholung nach der Pandemie überzeugen.

Aktien jetzt Übergewichtet; Präferenz für Märkte außerhalb der USA

**Aktien** dürften ebenfalls sehr stark von einer frühzeitigen Impfstoffbereitstellung profitieren. Die Anlageklasse hat jedoch einen Großteil der im Frühjahr erlittenen Verluste bereits wieder wettgemacht und einige Indizes notieren auf Rekordständen. Daher gehen wir zu einer begrenzt Übergewichteten Allokation von 50% über (neutral: 45%). Die Allokationen in alle Länder und Regionen mit Ausnahme Japans (wo die Maximalallokation bereits ausgeschöpft war) werden erhöht. Auf Basis der Bewertungen und der Aussicht auf eine Erholung von der Pandemie haben wir jedoch eine klare Präferenz für Märkte außerhalb der USA (wo wir Übergewichtet sind, während wir in den USA untergewichtet sind).

Rohstoffe wieder auf Maximalallokation erhöht; der Schwerpunkt liegt auf Industrie- und Agrarrohstoffen

Wir kehren zu einer Maximalallokation von 4% in **Rohstoffen** zurück (gegenüber einer Neutralallokation von 2%) und setzen auf Energierohstoffe, Industriemetalle und Agrarrohstoffe. Für diese Positionierung gibt es unterschiedliche Gründe: Energierohstoffe und Industriemetalle sind zyklische Anlagewerte und daher in dieser Phase des Konjunkturzyklus attraktiv, während die Attraktivität von Agrarrohstoffen in Bewertungserwägungen begründet ist (**Abbildung 28** zeigt, dass Agrarrohstoffe auf realer Basis aktuell ungewöhnlich günstig sind). Andererseits erscheinen Edelmetalle teuer (**Abbildung 28**) und wir glauben, dass defensive Anlagewerte künftig weniger gefragt sein werden. Wir bleiben bei unserer Nullgewichtung.

Cash ist unser bevorzugter Diversifikator

**Cash** bleibt unser bevorzugter Diversifikator und unser präferierter Anlagewert unter den geldmarktäquivalenten Produkten. Die Zentralbankzinsen sind zwar extrem 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 32**). Daher bleiben wir bei der Maximalallokation von 10%.

Kein Bedarf für Gold in unseren wahrscheinlicheren Szenarien

**Gold** hat 2020 extrem gut performt (siehe **Abbildung 4**). Wir bezweifeln aber, dass sich der Goldpreis in einer wirtschaftlichen Erholungsphase ähnlich gut entwickeln wird. Gold hat vom Rückgang der Staatsanleiherenditen in den USA profitiert. Aus dieser Richtung dürfte aber 2021 keine Unterstützung mehr zu erwarten sein. Ein weiterer Faktor, der den Goldpreis unserer Ansicht nach in den vergangenen Jahren gestützt hat, sind die geopolitischen Risikoprämien, die die Märkte aufgrund der Außenpolitik von US-Präsident Trump eingepreist haben. Mit dem Wechsel im Weißen Haus dürfte dieser Rückhalt nachlassen. Wir bleiben bei unserer Nullgewichtung.

IG-Anleihen auf null reduziert

Wir reduzieren unsere Allokation in Unternehmensanleihen von der vorherigen Maximalallokation auf null. Als Anlageklasse, die Stabilität und zugleich einen attraktiven Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen bot, waren **IG-Anleihen** während eines Großteils des Jahres 2020 unser bevorzugtes Allwetter-Investment. Inzwischen haben sich die Spreads gegenüber den extrem niedrigen Staatsanleiherenditen aber wieder normalisiert. Gleichzeitig scheinen zyklische Anlagewerte mehr Potenzial zu bieten (wir glauben, dass künftig weniger Bedarf für die von IG-Anleihen gebotene Stabilität bestehen wird), obwohl wir erwarten, dass sich die Credit-Spreads 2021 noch weiter verengen werden. Im Einklang mit den Ergebnissen unseres Optimierungsprozesses reduzieren wir unsere Allokation in IG-Anleihen von 20% auf null.

HY-Anleihen auf neutral reduziert

Obwohl wir höhere Erträge aus **HY-Anleihen** erwarten (siehe **Abbildung 31**), glauben wir, dass diese Anlageklasse in der Frühphase einer Erholung am besten performt. Jetzt, da sich die Spreads normalisiert haben, bevorzugen wir andere zyklische Anlagewerte. Auf Basis unserer Prognosen (und der hohen Volatilität von HY verglichen mit anderen Zinsanlagen und einer hohen Korrelation mit anderen Assets) signalisiert unser Optimierungsprozess eine Nullallokation. Wir möchten jedoch im zyklischsten Segment unseres Anleihenuniversums investiert bleiben und reduzieren die Allokation daher von einer Maximalallokation von 10% auf eine Neutralallokation von 5%. Wir bleiben sowohl in den USA als auch an den europäischen Märkten investiert.

Staatsanleihen bleiben untergewichtet, EM im Fokus

Wir rechnen im Verlauf des kommenden Jahres mit einem Anstieg der Staatsanleiherenditen. Daher gehen wir davon aus, dass **Staatsanleihen** von allen traditionellen Anlagewerten 2021 die geringsten Erträge liefern werden (siehe **Abbildungen 30 und 31**). Daher dürfte es auch keine Überraschung sein, dass wir mit einer Allokation von 15% untergewichtet bleiben. In der relativen Betrachtung ist das ein leichter Anstieg, weil die Neutralallokation von 30% auf 25% reduziert wurde. Dieser Anstieg im Vergleich zur Neutralallokation ist ganz einfach darauf zurückzuführen, dass Staatsanleihen jetzt im Vergleich zu IG-Anleihen attraktiver sind als zuvor, da sich die Credit-Spreads verengt haben. Im Staatsanleihensegment halten wir an unserer starken Präferenz für die EM einschließlich Chinas fest. Was die Allokationen in Staatsanleihen der Industrieländer angeht, haben wir die Allokation in britische Staatsanleihen auf neutral angehoben (auch, weil wir hier mit Währungsgewinnen rechnen), bleiben aber in allen anderen Märkten untergewichtet (wobei wir den Schwerpunkt weg von den USA und Japan in Richtung Eurozone verlagern).

EM und Europa über alle Anlageklassen hinweg favorisiert

Wie **Abbildung 3** zeigt, bevorzugen wir in unserer Modell-Asset-Allokation die Regionen und Währungen, die in einem globalen Aufschwung unserer Ansicht nach am stärksten profitieren werden: EM und Europa (einschließlich Großbritannien). Die noch stärkere Verlagerung der Allokationen in diese Richtung lässt sich dadurch erklären, dass wir die Eintrittswahrscheinlichkeit für das Upside- bzw. „V“-Szenario jetzt höher ansetzen. Allerdings würde sich unser Schwerpunkt innerhalb der EM-Allokation in einem derartigen Szenario von China/Ostasien wegverlagern. Die Kehrseite dieser regionalen Anpassungen ist die Rückführung der Allokationen in US-amerikanische und japanische Anlagewerte (aufgrund eines hohen Bewertungsniveaus, aber auch, weil wir weniger Bedarf für sogenannte „Sichere Hafen“-Anlagen sehen).

Keine Währungsabsicherungen

Wir halten an unserem Ansatz fest, keine Währungsrisiken abzusichern. Obwohl der chinesische Yuan und der US-Dollar inzwischen teuer erscheinen – und der japanische Yen und das britische Pfund günstig (siehe **Abbildung 29**), sehen wir keine ausreichenden Abweichungen von der historischen Norm, um eine Währungsabsicherung zu rechtfertigen.

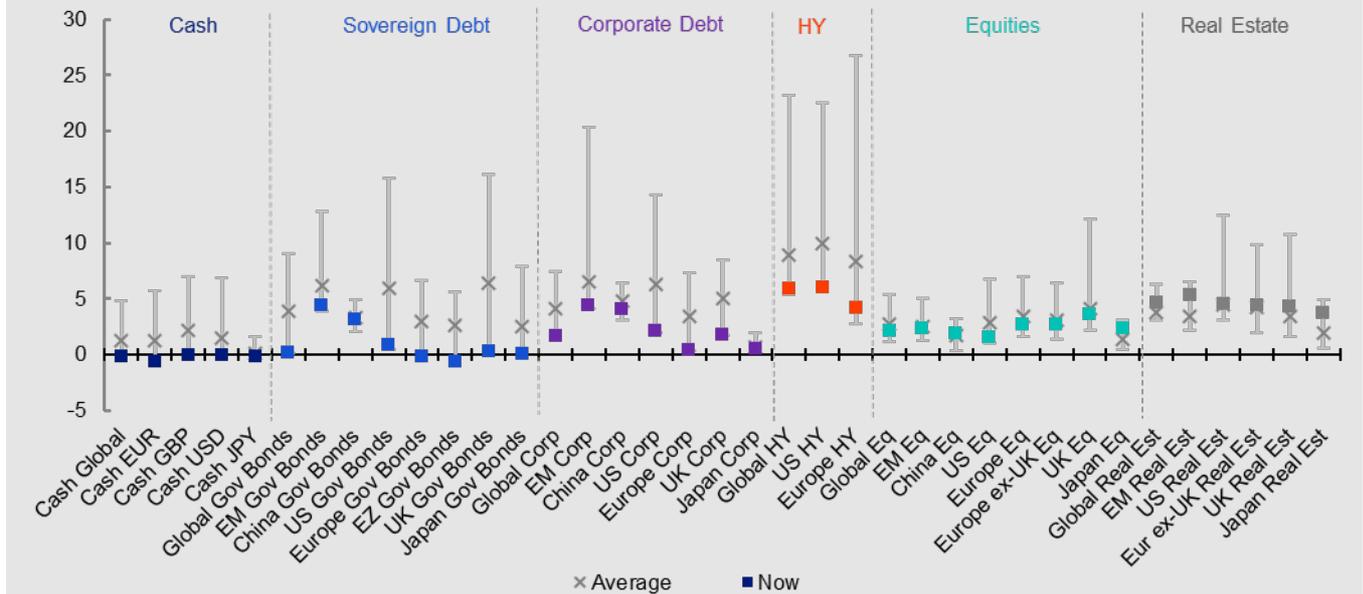
Hoffen wir einmal, dass die Weltwirtschaft weiter wächst

Das Vorgesagte beruht zu einem Großteil auf der Annahme, dass sich die Weltwirtschaft jetzt in einer Expansionsphase befindet, die an Dynamik gewinnen dürfte, wenn erst einmal weltweit Impfstoffe bereitstehen und verabreicht werden. Sollte sich diese Annahme als falsch erweisen, werden wir es bereuen, nicht mehr defensive Anlagewerte in unserem Modellportfolio zu halten. In dem Fall würden wir die Allokationen in unserer Ansicht nach defensive Anlagewerte wie Gold, Cash, Staatsanleihen, IG-Anleihen, defensive Aktien (schwankungsarme Aktien, Wachstumsaktien, Technologie- und Gesundheitswerte) sowie JPY ausbauen wollen (siehe „Double-Dip“-Szenario in **Abbildung 35**). Außerdem würden wir es bereuen, so stark in EM-Anlagen investiert zu sein. Sollte sich die Impfstoffbereitstellung aber verzögern, würden wir mit einer Outperformance chinesischer und ostasiatischer Anlagewerte rechnen (neben US-amerikanischen Assets).

Anhänge

Anhang 1: Globale Bewertungen im historischen Vergleich

Regionale Renditen bewegen sich innerhalb historischer Spannen



Hinweise: Stand: 30. Oktober 2020. 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, Invesco

## Anhang 2: Gesamtrendite der Anlageklassen

Data as at 31/10/2020	Index	Current Level/Ry	Total Return (USD, %)				Total Return (Local Currency, %)			
			3m	YTD	12m	5y*	3m	YTD	12m	5y*
<b>Equities</b>										
World	MSCI	551	0.3	-0.7	5.4	8.7	0.4	-0.9	4.8	8.7
Emerging Markets	MSCI	1103	2.7	1.2	8.6	8.3	2.1	4.5	11.2	9.2
China	MSCI	102	8.2	22.8	35.4	12.9	7.8	21.9	33.8	12.9
US	MSCI	3167	0.8	4.5	11.6	12.0	0.8	4.5	11.6	12.0
Europe	MSCI	1505	-5.0	-13.6	-8.8	2.2	-3.6	-15.6	-12.2	2.6
Europe ex-UK	MSCI	1898	-4.5	-8.8	-4.2	4.0	-3.2	-12.4	-8.9	3.0
UK	MSCI	841	-6.6	-27.3	-22.2	-2.8	-5.2	-25.5	-22.2	0.8
Japan	MSCI	3295	7.1	-1.9	0.7	5.5	5.9	-5.7	-2.6	2.5
<b>Government Bonds</b>										
World	BofA-ML	0.24	-0.9	6.6	5.5	3.8	-0.6	4.6	3.4	3.0
Emerging Markets (USD)	BBloom	4.47	-2.8	-0.6	2.2	7.0	-2.8	-0.6	2.2	7.0
China	BofA-ML	3.15	3.4	5.7	8.5	2.1	-0.7	1.6	3.3	3.3
US (10y)	Datastream	0.86	-2.7	12.9	10.8	4.8	-2.7	12.9	10.8	4.8
Europe	BofA-ML	-0.20	0.1	8.7	7.7	3.8	1.6	4.8	3.1	2.7
Europe ex-UK (EMU, 10y)	Datastream	-0.63	-0.7	8.6	6.9	4.4	0.8	4.6	2.4	3.3
UK (10y)	Datastream	0.30	-2.8	3.4	4.1	1.3	-1.4	6.0	4.1	5.0
Japan (10y)	Datastream	0.03	1.0	3.7	1.9	3.9	-0.1	-0.3	-1.5	1.0
<b>IG Corporate Bonds</b>										
Global	BofA-ML	1.67	-1.1	5.8	6.4	5.0	-0.7	5.0	5.3	4.9
Emerging Markets (USD)	BBloom	4.44	1.0	5.9	8.2	10.0	1.0	5.9	8.2	10.0
China	BofA-ML	4.08	4.5	6.5	9.1	1.8	0.3	2.5	3.9	3.0
US	BofA-ML	2.12	-1.6	6.4	7.0	5.8	-1.6	6.4	7.0	5.8
Europe	BofA-ML	0.47	-0.3	5.3	5.6	3.8	1.3	1.5	1.2	2.7
UK	BofA-ML	1.80	-1.8	2.3	4.6	2.4	-0.3	4.8	4.7	6.1
Japan	BofA-ML	0.49	1.2	3.9	3.1	3.5	0.1	-0.1	-0.3	0.5
<b>HY Corporate Bonds</b>										
Global	BofA-ML	5.93	0.4	0.8	3.2	6.1	0.7	0.2	2.5	6.0
US	BofA-ML	5.99	0.4	0.2	2.5	6.1	0.4	0.2	2.5	6.1
Europe	BofA-ML	4.21	-0.5	1.4	4.0	4.8	1.1	-2.3	-0.4	3.7
<b>Cash (Overnight LIBOR)</b>										
US		0.08	0.0	0.4	0.6	1.2	0.0	0.4	0.6	1.2
Euro Area		-0.58	-1.8	3.4	3.9	0.7	-0.1	-0.5	-0.6	-0.5
UK		0.05	-1.1	-2.2	0.6	-3.0	0.0	0.2	0.3	0.4
Japan		-0.12	0.1	3.7	3.9	2.8	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
<b>Real Estate (REITs)</b>										
Global	FTSE	1534	-4.1	-22.1	-21.5	1.6	-2.6	-24.9	-24.8	0.5
Emerging Markets	FTSE	1792	-6.2	-24.7	-15.6	5.7	-4.8	-27.4	-19.2	4.6
US	FTSE	2444	-5.0	-22.0	-24.0	1.1	-5.0	-22.0	-24.0	1.1
Europe ex-UK	FTSE	3044	-4.5	-16.9	-12.7	3.8	-3.1	-19.9	-16.4	2.7
UK	FTSE	1012	-7.0	-28.5	-21.6	-7.5	-5.6	-26.8	-21.6	-4.2
Japan	FTSE	2332	2.4	-20.2	-22.8	0.7	1.3	-23.2	-25.4	-2.2
<b>Commodities</b>										
All	GSCI	1665	-2.8	-35.8	-31.3	-8.6	-	-	-	-
Energy	GSCI	208	-11.8	-58.2	-53.8	-15.7	-	-	-	-
Industrial Metals	GSCI	1263	5.7	3.7	3.8	4.9	-	-	-	-
Precious Metals	GSCI	2166	-5.1	21.1	21.3	9.0	-	-	-	-
Agricultural Goods	GSCI	348	13.9	0.1	4.5	-6.0	-	-	-	-
<b>Currencies (vs USD)**</b>										
EUR		1.16	-1.1	3.9	4.5	1.1	-	-	-	-
JPY		104.66	1.2	3.8	3.2	2.9	-	-	-	-
GBP		1.29	-1.5	-2.4	-0.1	-3.5	-	-	-	-
CHF		1.09	-0.4	5.6	7.6	1.5	-	-	-	-
CNY		6.69	4.2	4.0	5.2	-1.1	-	-	-	-

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

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

	Asset Class	Index	Expected geometric return	Expected arithmetic return	Expected Risk	Arithmetic return to risk ratio
			%	%	%	
Fixed income	US Treasury Short	BBG BARC US Treasury Short	0.4	0.4	1.5	0.27
	US Treasury Intermediate	BBG BARC US Treasury Intermediate	0.6	0.7	4.5	0.15
	US Treasury Long	BBG BARC US Treasury Long	0.6	1.2	11.6	0.11
	US TIPS	BBG BARC US TIPS	1.1	1.3	5.6	0.23
	US Bank Loans	CSFB Leverage Loan Index	4.7	5.0	8.6	0.59
	US Aggregate	BBG BARC US Aggregate	1.3	1.5	5.9	0.25
	US Inv Grd Corps	BBG BARC US Investment Grade	1.7	2.0	7.6	0.27
	US MBS	BBG BARC US MBS	1.5	1.8	6.6	0.27
	US Preferred Stocks	BOA ML Fixed Rate Pref Securities	2.9	3.7	12.5	0.29
	US High-Yield Corps	BBG BARC US High Yield	4.2	4.6	10.2	0.46
	US Intermediate Municipals	BOA ML US Municipal (3Y-15Y)	2.3	2.5	6.0	0.42
	US High-Yield Municipals	BBG BARC Municipal Bond High Yield	3.0	3.3	8.7	0.39
	Global Aggregate	BBG BARC Global Aggregate	1.5	1.8	6.7	0.26
	Global Aggregate-Ex US	BBG BARC Global Aggregate- Ex US	1.7	2.2	10.2	0.22
	Global Treasury	BBG BARC Global Treasuries	1.5	1.8	8.4	0.22
	Global Sovereign	BBG BARC Global Sovereign	1.7	1.9	6.8	0.28
	Global Corporate	BBG BARC Global Corporate	1.8	2.0	7.6	0.27
	Global Inv Grd	BBG BARC Global Corporate Inv Grd	1.7	2.0	7.8	0.26
	Eurozone Corporate	BBG BARC Euro Aggregate Credit - Corporate	1.4	2.3	13.5	0.17
	Eurozone Treasury	BBG BARC Euro Aggregate Government - Treasury	1.3	2.0	12.4	0.16
	Asian Dollar Inv Grd	BOA Merrill Lynch ACIG	2.0	2.3	8.4	0.27
	Asian Dollar High Yield	BOA Merrill Lynch ACHY	6.9	8.5	18.8	0.45
	EM Aggregate	BBG BARC EM Aggregate	3.1	3.9	13.3	0.29
	EM Aggregate Sovereign	BBG BARC EM Sovereign	3.4	4.1	12.4	0.33
	EM Aggregate Corporate	BBG BARC EM Corporate	3.2	4.2	14.5	0.29
	EM Corporate IG	BBG BARC EM USD Aggregate - Corporate -IG	1.9	2.3	8.2	0.28
	Equities	World Equity	MSCI ACWI	6.3	7.7	17.1
World Ex-US Equity		MSCI ACWI Ex-US	7.3	8.9	19.0	0.47
US Broad		Russell 3000	5.9	7.3	17.6	0.41
US Large Cap		S&P 500	5.7	7.0	16.8	0.41
US Mid Cap		Russell Midcap	6.6	8.3	19.7	0.42
US Small Cap		Russell 2000	8.0	10.3	22.9	0.45
MSCI EAFE		MSCI EAFE	6.7	8.3	18.7	0.44
MSCI Europe		MSCI Europe	6.9	8.5	18.8	0.45
Eurozone		MSCI Euro X UK	6.3	8.1	19.8	0.41
UK Large Cap		FTSE 100	8.8	10.6	20.2	0.52
UK Small Cap		FTSE Small Cap UK	10.5	13.3	25.6	0.52
Canada		S&P TSX	7.5	9.4	20.5	0.46
Japan		MSCI JP	6.0	8.3	22.7	0.37
Emerging Market		MSCI EM	8.5	11.2	25.3	0.44
Asia Pacific Ex JP		MSCI APXJ	7.9	10.8	25.4	0.42
Pacific Ex JP	MSCI Pacific X JP	7.9	10.7	25.2	0.42	
Alternatives	US REITs	FTSE NAREIT Equity	9.5	11.1	18.8	0.59
	Global REITs	FTSE EPRA/NAREIT Developed Index	8.9	10.4	18.6	0.56
	Hedge Funds	HFRI HF Index	6.7	7.0	8.8	0.80
	Commodities	S&P GSCI	3.3	5.9	23.8	0.25
	Agriculture	S&P GSCI Agriculture	-1.1	1.1	21.5	0.05
	Energy	S&P GSCI Energy	5.5	11.3	37.2	0.30
	Industrial Metals	S&P GSCI Industrial Metals	3.2	5.8	24.1	0.24
Precious Metals	S&P GSCI Precious Metals	1.8	3.4	18.7	0.18	

Hinweise: Stand der Schätzungen: 30. September 2020, wie in den 2021 Long-Term Capital Market Assumptions (November 2020) veröffentlicht. 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 zugrundeliegen

	USA	Eurozone / Europa ex UK	Großb ritanni en	Japan	EM	China
Zentralbankzinsen (%)	0,25	-0,50	0,10	-0,10	-	4,35
Spread Staatsanleihen vs. Zentralbankzinsen (Bps)	100	100	80	25	-	-
Spreads IG-Unternehmensanleihen vs. Staatsanleihen (Bps)	120	30	120	20	-	-
Spreads HY-Unternehmensanleihen vs. Staatsanleihen (Bps)	450	360	-	-	-	-
Ausfallraten HY-Unternehmensanleihen (%)	5,0	4,0	-	-	-	-
Verwertungsquoten HY- Unternehmensanleihen (%)	43	50	-	-	-	-
Dividendenwachstum Aktien (%)*	10,0	12,0	15,0	5,0	20,0	10,0
Dividendenrendite Aktien (%)*	1,6	2,7	3,4	2,3	2,6	2,0
Wachstum Immobiliendividenden (%)*	10,0	8,0	8,0	3,0	10,0	-
Dividendenrendite Immobilien (%)*	4,4	4,2	4,1	3,5	5,1	-

Hinweise: \*Annahmen für Europa ex UK. 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.

## **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 Gesamrendite. Die Erträge aus Aktienanlagen und REITs basieren auf Annahmen zum Dividendenwachstum. Wir berechnen die Gesamrendite, 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: Branchenklassifizierungen und -abkürzungen

Wir verwenden eine Branchenklassifizierung, die auf der Zusammenführung der beiden wichtigsten Klassifikationssysteme von Standard & Poor's (S&P) für die USA und Stoxx für Europa basiert. Wir haben entschieden, unsere zehn Industriesektoren anhand von Kategorien zu klassifizieren, die denen des Global Industry Classification Standard (GICS) am nächsten kommen; auf der nächsttieferen Ebene (Super-Sektoren) verwenden wir die Industry Classification Benchmark (ICB). Der erstgenannte wird für den S&P 500 Index verwendet, letzterer für den Stoxx 600, unsere Referenzindizes für dieses Dokument. Die beiden Systeme überschneiden sich in den meisten Fällen; der einzige wesentliche Unterschied scheint die Konsumsektoren zu betreffen. Daher definieren wir Basiskonsumgüter als Aggregat der Sektoren Haushaltsartikel & Körperpflegeprodukte sowie Lebensmittel & Getränke, während zyklische Konsumgüter die Sektoren Automobile & Komponenten, Medien, Einzelhandel und Reise & Freizeit umfassen. Für den Rest gehen wir von einer 100-prozentigen Überschneidung der jeweiligen Industriesektoren aus.

Autos = Automobiles & parts (Automobile & Komponenten)

Basic Res = Basic Resources (Grundstoffe)

Chem = Chemicals (Chemie)

Con & Mat = Construction & Materials (Bau & Baustoffe)

Fin Serv = Financial Services (Finanzdienstleistungen)

Food & Bev = Food & Beverage (Lebensmittel & Getränke)

Ind G&S = Industrial Goods & Services (Industriegüter & -dienstleistungen)

Pers & Hh Gds = Personal & Household Goods (Haushaltsartikel & Körperpflegeprodukte)

Immobilien

Tech = Technology (Technologie)

Telecoms = Telecommunications (Telekommunikation)

Trav & Leis = Travel & Leisure (Reise & Freizeit)

## Anhang 7: Aktienfaktor-Index-Definitionen

Alle Indizes sind Teilindizes des S&P 500 Index; sie werden monatlich neu gewichtet, verwenden Daten in US-Dollar und sind gleichgewichtet.

**Growth (Wachstum)** umfasst Aktien im obersten Drittel gemessen an ihrem 5-Jahres-Trend für den Umsatz pro Aktie sowie ihrer internen Wachstumsrate (dem Produkt der durchschnittlichen Eigenkapitalrendite über 5 Jahre und der Einbehaltungsquote).

**Low Volatility (Niedrige Volatilität)** umfasst Aktien im untersten Fünftel gemessen an der Standardabweichung ihrer täglichen Renditen in den vorhergehenden drei Monaten.

**Price Momentum (Kursdynamik)** umfasst Aktien im obersten Fünftel gemessen an ihrer Performance in den vorhergehenden zwölf Monaten.

**Quality (Qualität)** umfasst Aktien im obersten Drittel gemessen an ihrer Rendite auf das investierte Kapital und ihrem EBIT/EV-Verhältnis (Ertrag vor Zinsen und Steuern im Verhältnis zum Unternehmenswert).

**Size (Größe)** umfasst Aktien im untersten Fünftel gemessen an ihrem Marktwert in US-Dollar.

**Value (Bewertung)** umfasst Aktien im untersten Fünftel gemessen an ihrem Kurs-Buchwert-Verhältnis.

## **Anhang 8: Definitionen wirtschaftlicher Szenarien**

### **Basisszenario**

Die Weltwirtschaft erholt sich weiter, wenn auch ungleichmäßig und langsamer als zuletzt. Dank seiner erfolgreicherer Eindämmung des Virus wird sich China unserer Ansicht nach besser entwickeln als die USA und die Eurozone, die weiter durch Lockdowns belastet werden dürften – wobei die fiskalpolitischen Stimulusmaßnahmen die Wirtschaft weiter stützen werden. Wir nehmen an, dass ein wirksamer Impfstoff ab Mitte 2021 bereitstehen und verteilt werden wird. In diesem Umfeld erwarten wir, dass sich die Güterwirtschaft, bis ein Impfstoff bereitsteht, weiter besser entwickeln wird als der Dienstleistungssektor.

### **Upside-Szenario: „V“ für „Vaccine“ (Impfstoff)**

In diesem Szenario gehen wir davon aus, dass ein Impfstoff bereits in den ersten Monaten des Jahres 2021 bereitsteht. Obwohl er damit nicht früh genug käme, um die Ausbreitung des Virus in den Wintermonaten auf der Nordhalbkugel einzudämmen, sollte eine frühzeitige Impfstoffbereitstellung das Wirtschaftsvertrauen sofort verbessern und im Jahresverlauf 2021 eine Rückkehr zu „normalen“ Verhaltensmustern ermöglichen. Außerdem gehen wir in diesem Szenario von umfangreicheren fiskalischen Impulsen aus, die eine schnellere Erholung ermöglichen. In diesem Szenario würden die am stärksten getroffenen Regionen (zum Beispiel Europa) wieder etwas Boden gutmachen können.

### **Downside-Szenario: „Double-Dip“ – Rückfall in eine zweite Rezession**

In diesem Szenario gehen wir davon aus, dass 2021 noch kein Impfstoff verfügbar sein wird und wiederholte Infektionswellen die Staaten zu weiteren nationalen Lockdowns zwingen werden, was sich wiederum negativ auf die Weltwirtschaft auswirken wird. Wir erwarten, dass die geld- und fiskalpolitischen Stimulusmaßnahmen zu langsam umgesetzt werden und nicht ausreichend sind, um eine zweite Rezession zu verhindern.

## Anhang 9: 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. 33) 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. 23, 31 und 32) 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 und für den US-Index ab 30. Januar 1978. 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 Corporate Bond Indizes mit historischen Bandbreiten ab 31. Dezember 1996 für den globalen Index, 31. Januar 1973 für den USD-Index, 1. Januar 1996 für den EUR-Index, 31. Dezember 1996 für den GBP-Index und 6. September 2001 für den JPY-Index. 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 und 31. Dezember 1987 für den Emerging-Markets-Index. Die Aktienindexbewertungen (Abbildung 25 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 UK-Index und 2. Januar 1995 für den Emerging-Markets-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. Wir fassen Öl & Gas sowie Industriemetalle unter der Bezeichnung Industrierohstoffe zusammen.

## 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 Gesamtrenditen 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 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

## 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

Rotentumstraße 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

## Wichtige Hinweise

**Dieses Marketingdokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und Finanzberater in Deutschland, Österreich und an qualifizierte Anleger in der Schweiz. Eine Weitergabe an Dritte, insbesondere an Privatkunden, ist nicht gestattet. Dieses Marketingdokument stellt keine Empfehlung dar, in eine bestimmte Anlageklasse, Finanzinstrument oder Strategie, zu investieren. 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. Diese Information dient ausschließlich der Veranschaulichung und ist keine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten. Stand aller Daten: 30.11.2020, sofern nicht anders angegeben.**

Dieses Dokument ist nicht Bestandteil eines Verkaufsprospektes. Die in diesem Dokument dargestellten Prognosen dienen der Darstellung möglicher Ergebnisse. Diese können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern, sofern zugrundeliegende Faktoren sich ändern. Es besteht keine Garantie, dass die Prognosen sich realisieren. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Entwicklungen.** Soweit nicht anderes angegeben lassen die Wertentwicklungsdaten die bei der Ausgabe der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Hinweise auf Rankings, Ratings oder Auszeichnungen bieten keine Garantie für künftige Wertentwicklungen. Dieses Marketingdokument dient lediglich der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Fondsanteilen, noch zur Übernahme einer Strategie dar. Dieses Dokuments stellt insbesondere keinen spezifischen Anlagerat dar, und lässt somit individuelle Bedürfnisse und Interessen eines Anlegers unberücksichtigt. Vor dem Erwerb von Anteilen sollten Anleger sich über die für sie geltenden Gesetze und Vorschriften informieren und unabhängigen Rat hinsichtlich der Geeignetheit der Strategie/des Fonds für ihre Anlagezwecke einholen. Vor dem Erwerb von Anteilen sollten Anleger sich über die für sie geltenden Wertpapier- und Steuervorschriften sowie andere sie betreffende gesetzliche Vorgaben informieren. Eine Anlageentscheidung muss auf den jeweils gültigen Verkaufsunterlagen basieren. Diese (fonds- und anteilsklassenspezifische wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, Jahres- und Halbjahresberichte und Satzung) sind kostenlos, als Druckstücke und in deutscher Sprache erhältlich bei dem Herausgeber dieser Information. Die von Invesco bereitgestellten Asset- Management-Dienstleistungen entsprechenden relevanten lokalen gesetzlichen und regulatorischen Vorgaben. Bitte beachten Sie, dass die Anteilsklassen hinsichtlich u.a. Gebühren und Mindestanlagebetrag unterschiedlich ausgestaltet sein können. Es wird daher empfohlen, unbedingt unabhängigen Rat einzuholen.

Herausgeber dieses Dokuments ist Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxemburg, reguliert durch die Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxemburg.

Herausgeber dieses Dokuments in der Schweiz ist Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Talacker 34, CH-8001 Zürich, welche als Vertreter für die in der Schweiz registrierten Fonds amtet. BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, Paris, succursale de Zurich, Selnaustrasse 16, CH-8002 Zürich amtet als Zahlstelle für die in der Schweiz registrierten Fonds. Das Herkunftsland der Fonds ist Luxemburg.

EMEA192/2021