

The Big Picture

Globale Asset Allokation Q2 2021

März 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

Globale Asset Allokation Q2 2021

Unsere Überzeugung, dass zyklische Anlagen mit Fokus auf Europa und die Schwellenländer (EM) die beste Wahl sind, hat sich seit der Veröffentlichung des Ausblicks 2021 bestätigt. Ist es sinnvoll, bei den gleichen Allokationen zu bleiben, noch offensiver zu werden oder eher defensiver zu werden? Wir halten an unserer Position fest und bevorzugen weiterhin dieselben Vermögenswerte und Regionen innerhalb unserer Modell-Asset-Allokation. Jedoch reduzieren wir die Allokation in Rohstoffen (auf Neutral) und erhöhen die Staatsanleihen (weiterhin untergewichtet). Darüber hinaus vermindern wir die Ausrichtung auf Europa und die Schwellenländer, während wir die Untergewichtung von US-Anlagen reduzieren.

Modell-Asset-Allokation

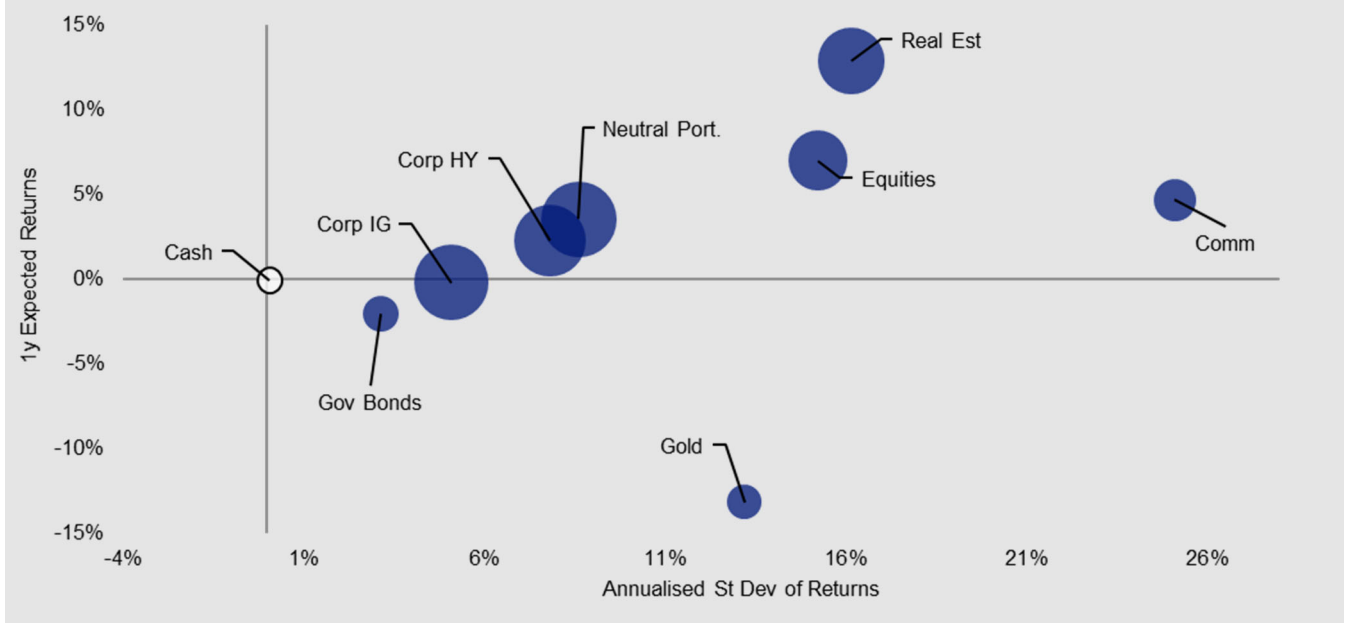
Wir verteten folgende Positionen:

- Angesichts der sich erholenden Weltwirtschaft versprechen Aktien gute Renditen. Wir behalten eine leichte Übergewichtung bei.
- Immobilien bieten das Potenzial, die besten Renditen zu erzielen. Wir verbleiben auf Maximum.
- Unter den festverzinslichen Anlagen favorisieren wir hochverzinsliche Unternehmensanleihen (HY). Wir halten unsere Position auf Neutral.
- Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating (IG) haben derzeit keinen Vorteil gegenüber Barmitteln. Wir verbleiben bei Null.
- Die Perspektiven für Staatsanleihen haben sich verbessert, sind jedoch weiterhin unattraktiv. Wir erhöhen, bleiben aber untergewichtet.
- Die Renditen von Barmitteln sind zwar niedrig, aber dennoch stabil und unkorreliert. Wir belassen die Gewichtung auf Maximum.
- Rohstoffe profitieren vom Marktzyklus, sind jedoch teilweise überbewertet. Wir setzen sie auf Neutral.
- Gold ist durch steigende Renditen und einen erstarkten US-Dollar bedroht. Wir behalten unsere Position bei Null.
- Auf regionaler Ebene präferieren wir Europa und die Schwellenländer, jedoch nicht mehr so stark wie zuvor. Bei US-Anlagen bleiben wir untergewichtet.

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

- Britische Aktien
- EM-Immobilien
- US-Hochzinsanleihen
- USD-Liquidität

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



Auf Basis annualisierter Erträge in lokaler Währung. Bei den Ertragszahlen handelt es sich um Prognosen; die Standardabweichung der Erträge basiert jedoch auf den historischen Daten für die jeweils letzten 5 Jahre. Die Größe der Blasen steht im Verhältnis zur durchschnittlichen paarweisen Korrelation mit anderen Vermögenswerten. Die Cash-Position besteht zu gleichen Teilen aus USD-, EUR-, GBP- und JPY-Liquidität. Die neutralen Portfoliogewichte sind in **Abb. 3** dargestellt. Stand: 26. Februar 2021. Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: BAML, MSCI, GSCI, FTSE, Refinitiv Datastream und Invesco

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung und Fazit: Unveränderte, aggressivere oder defensivere Ausrichtung?	4
Modell-Asset-Allokation*	7
Seit unserem letzten Bericht	8
Der Konjunkturzyklus spricht für zyklische Anlagen	9
Was könnte schief laufen (Nr. 1)? Die Pandemie wird nicht überwunden	12
Was könnte schief laufen (Nr. 2)? Kollateralschäden bremsen die Erholung aus	13
Was könnte schief laufen (Nr. 3)? Die Inflation steigt und die Zentralbanken ziehen die Zügel an	15
Was könnte schief laufen (Nr. 4)? Die Korrelationsverhältnisse ändern sich	17
Was könnte schief laufen (Nr. 5)? Ein Großteil der Erholung ist bereits eingepreist	18
Der Blick nach vorn: Fokussierung auf das nächste Jahrzehnt mit den CMAs von Invesco	24
Prognosen für das kommende Jahr	26
Modell-Asset-Allokation: unveränderte, aggressivere oder defensivere Ausrichtung?	29
Anhänge	31
Anhang 1: Globale Bewertungen im historischen Vergleich	31
Anhang 2: Gesamtrendite der Anlageklassen	32
Anhang 3: 10-Year Capital Market Assumptions von Invesco (USD-Version)	33
Anhang 4: Wesentliche Annahmen	34
Anhang 5: Methodik für die Vermögensaufteilung, erwartete Erträge und optimale Portfolios	35
Anhang 6: Daten- und Benchmark-Definitionen	36
Anhang 7: Methodik der IIS Capital Market Assumptions (Abb. 25 & Anhang 3)	38
Wesentliche Risiken	39
Wichtige Hinweise	39

Wir halten an unserer Präferenz für zyklische Anlagen fest, führen die Allokationen aber etwas zurück

Impffortschritte und anhaltende fiskalpolitische Unterstützung stützen die Weltwirtschaft

In diesem Szenario spricht viel für zyklische Anlagen, aber was könnte schief laufen?

Wir sind in unseren Annahmen aggressiver geworden (was auch mit dem Konjunkturpaket in den USA zu tun hat)

Ein kräftiger Aufschwung bringt das Risiko mit sich, dass die Zentralbanken ihre Anleihenkäufe in den nächsten zwölf Monaten zurückführen könnten

Zusammenfassung und Fazit: Unveränderte, aggressivere oder defensivere Ausrichtung?

Unsere Überzeugung, dass zyklische Anlagen mit Fokus auf Europa und die Schwellenländer (EM) die beste Wahl sind, hat sich seit der Veröffentlichung des Ausblicks 2021 bestätigt. Ist es sinnvoll, bei den gleichen Allokationen zu bleiben, noch offensiver zu werden oder eher defensiver zu werden? Wir halten an unserer Position fest und bevorzugen weiterhin dieselben Vermögenswerte und Regionen innerhalb unserer Modell-Asset-Allokation. Jedoch reduzieren wir die Allokation in Rohstoffen (auf Neutral) und erhöhen die Staatsanleihen (weiterhin untergewichtet). Darüber hinaus vermindern wir die Ausrichtung auf Europa und die Schwellenländer, während wir die Untergewichtung von US-Anlagen reduzieren.

Angesichts der Impffortschritte in den Industrieländern rechnen wir 2021 mit einem soliden Wachstum der Weltwirtschaft, hinter dem zum einen die Erholung von der tiefen Rezession des vergangenen Jahres stehen wird, zum anderen auf eine sukzessive Auflösung des Nachfrageüberhangs und fiskalische Maßnahmen (vor allem in den USA). Wir erwarten gleichzeitig, dass die wichtigsten Zentralbanken die Konjunktur nach wie vor mit günstigen Zinssätzen und Anleihekäufen unterstützen werden.

Es wäre demnach ein Leichtes, weiterhin zyklische Anlagen zu bevorzugen, so dass wir die Analyse an dieser Stelle beenden könnten. Wir haben jedoch Bedenken, dass dies womöglich eine Spur zu bequem (und konsensfähig) ist, daher stellen wir fünf Szenarien vor, in denen alles anders als erwartet verlaufen könnte:

- Die Pandemie verschwindet nicht und die wirtschaftliche Stagnation hält an
- Kollaterale Schäden erschweren die konjunkturelle Erholung
- Die Inflation steigt und die Zentralbanken straffen ihre Geldpolitik
- Korrelationsverhältnisse zwischen Aktien und Anleihen verändern sich
- Ein erheblicher Teil des Aufschwungs ist bereits in den Bewertungen enthalten

Jeder dieser Faktoren könnte uns zu einer – in den meisten Fällen defensiveren – Neuausrichtung unserer Vermögensaufteilung veranlassen. Die unserer Ansicht nach wahrscheinlichste Problematik betrifft die Tatsache, dass die Märkte bereits einen Großteil der Erholung eingepreist haben. Vor diesem Hintergrund zieht unsere positive Haltung zu zyklischen Anlagen automatisch noch aggressivere Annahmen zu Wachstum und künftigen Spreads/Bewertungskennzahlen nach sich. Damit haben wir kein Problem, da wir inzwischen deutlich zuversichtlicher in Bezug auf die globale Erholung sind (was auch an der jüngsten Verabschiedung des 1,9 Billionen USD schweren Konjunkturpakets von US-Präsident Biden liegt). Es bedeutet aber auch, dass wir davon ausgehen müssen, dass die Staatsanleiherenditen noch stärker ansteigen werden, als wir bisher angenommen haben.

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

- Die Zentralbanken halten die Leitzinsen stabil und setzen ihre Assetkäufe fort; eine Rückführung der quantitativen Lockerung („Tapering“) ist jedoch wahrscheinlicher geworden
- Durch die Tapering-Aussicht werden die Zinskurven steiler; die Renditen in den USA steigen stärker als in den meisten anderen Märkten
- Die IG- und HY-Spreads nähern sich historischen Tiefständen und die Ausfallraten sinken
- Gestützt durch die Spreadentwicklung wertet der USD auf
- Die Aktiendividenden erholen sich, aber die Dividendenrenditen steigen leicht an (wie die Anleiherenditen)
- Die Ausschüttungen aus Immobilienanlagen (REITs) erreichen ihren Tiefpunkt und die Immobilienrenditen stabilisieren sich
- Rohstoffe konsolidieren die jüngsten Gewinne (und der Goldpreis sinkt aufgrund der steigenden Anleiherenditen und des steigenden Dollars)

10-Jahres-Rendite in den USA steigt auf 2,00% und USD erstartet

Einen Überblick über unsere Annahmen finden Sie in **Anhang 4. Abbildung 27** zeigt die daraus resultierenden Marktziele; die daraus abgeleiteten Renditeprognosen für globale Anlageklassen sind in **Abbildung 2** zusammengefasst. Die wichtigste Prognose ist, dass die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe auf 2,00% steigen wird und der US-Dollar infolgedessen leicht aufwertet. Daraus schließen wir, dass einige der jüngsten Trends andauern werden (Outperformance des Value-Stils gegenüber dem Growth-Stil, Schwäche von Gold und defensiven Zinsanlagen). Gleichzeitig macht dies einen weiteren Anstieg der Rohstoffpreise unwahrscheinlicher (vor allem, da wir viele Rohstoffe inzwischen für teuer halten) und könnte EM-Anlagen unter Druck setzen.

Immobilienanlagen und Aktien sollten gut laufen

Für die Aktienmärkte dürfte der Anstieg der Anleiherenditen keine Belastung darstellen (wir rechnen mit einer Fortsetzung der seit der Jahrhundertwende zu beobachtenden positiven Korrelation zwischen den Aktienkursen und Anleiherenditen). An unserem optimistischen Ausblick für Immobilien, die weiter höhere Renditen als andere Anlageklassen bieten, halten wir ebenfalls fest. Die höheren Anleiherenditen werden natürlich zu Kursverlusten von Staatsanleihen führen und die Anlageerträge aus IG- und HY-Anleihen mindern; wir halten eine weitere Verengung der Kreditspreads aber für möglich und rechnen mit einem Rückgang der Ausfallraten. **Abbildung 1** zeigt, was diese Annahmen und Prognosen für das Risiko-Ertrags-Profil globaler Anlageklassen bedeuten.

Die Optimierung spricht für Immobilien und Cash

Angesichts der in **Abbildung 1** dargestellten Informationen ist es keine Überraschung, dass unser Optimierungsprozess für Cash und Immobilienanlagen sowie für eine Nullallokation in Gold und IG-Anleihen spricht (siehe **Abbildung 29**). Überraschender ist die signalisierte Nullallokation für Rohstoffe, die sicherlich auf die Volatilität der Anlageklasse zurückzuführen ist. Die Ergebnisse für die anderen Anlageklassen sind weniger eindeutig und hängen davon ab, ob wir die Sharpe Ratio oder die Rendite maximieren.

Rohstoffe nach Erholung auf neutral reduziert

Bei der Bestimmung unserer Modell-Asset-Allokation folgen wir den Ergebnissen der Optimierung, wenn diese eindeutig sind – mit der Ausnahme, dass wir unsere **Rohstoffallokation** auf neutral (2%) reduzieren, anstatt komplett auf null zu gehen (siehe **Abbildung 2**). Obwohl wir die Rohstoffe (mit Ausnahme der Agrarrohstoffe) für teuer halten, glauben wir, dass die Notierungen durch die wirtschaftliche Erholung noch weiter ansteigen können. Wir haben die Energieposition auf neutral und Industriemetalle auf null reduziert, während wir in Agrarrohstoffen übergewichtet bleiben und eine Nullallokation in Edelmetallen haben (**Abbildung 3** zeigt die Modell-Asset-Allokation im Detail).

Wir erhöhen unser Engagement in Staatsanleihen, bleiben aber untergewichtet

Die Kehrseite dieser reduzierten Rohstoffallokation ist eine leichte Aufstockung unserer Allokation in **Staatsanleihen**, die trotzdem untergewichtet bleiben. EM-Anleihen bleiben innerhalb dieser Anlageklasse übergewichtet; wir haben die Position jedoch reduziert (durch Entfernung der China-Allokation). Dies und die Rückführung unserer Allokation in britische Staatsanleihen haben es uns ermöglicht, unser Engagement in US-Staatsanleihen zu erhöhen (wir glauben zwar, dass die Renditen in den USA am stärksten steigen werden, meinen aber auch, dass die nicht währungsgesicherten Erträge aus US-Anleihen durch die Stärke des USD steigen werden). Da wir an diesem Markt mit dem geringsten Renditeanstieg rechnen, stocken wir auch unser Exposure in japanischen Staatsanleihen auf.

Cash ist unser bevorzugter defensiver Anlagewert

Cash bleibt unser defensiver Anlagewert der Wahl (niedrige Rendite, aber auch geringe Volatilität und Korrelation mit anderen Anlagewerten). In einem von steigenden Anleiherenditen und einem erstarkenden US-Dollar geprägten Umfeld rechnen wir mit **einer negativen Gold-Performance** und glauben, dass die **Investment-Grade-Renditen** zu niedrig sind, um den Anstieg der Staatsanleiherenditen abzufedern (beide sind nullgewichtet).

Immobilien sind unser bevorzugter zyklischer Anlagewert

Unter den zyklischen Anlagewerten bevorzugen wir Immobilien, gefolgt von Aktien, was vor allem in den Bewertungen begründet liegt. Aufgrund von Covid-19 könnten Immobilien einen Nachfragerückgang bei Büro- und Einzelhandelsflächen verzeichnen, doch wir halten die Renditen für attraktiv, da der Nachfragerückgang unserer Auffassung nach in den Bewertungen bereits berücksichtigt ist und gehen davon aus, dass das Wachstum wieder einsetzt, sobald sich die Wirtschaft erholt. **Die Renditen sind hoch und dürften stabil bleiben – auch wenn sich die Ausschüttungen viel** leicht weniger schnell erholen als bei Aktien. Wir bleiben bei der Maximalallokation von 16%, stocken zusätzlich die US- und Japan-Positionen auf, während wir unsere Allokation in Großbritannien reduzieren (Letztere hatte seit unserer letzten Veröffentlichung überdurchschnittlich performt).

Der britische Markt ist unser bevorzugter Aktienmarkt

Die Allokation in **Aktien** ist mit 50% unverändert übergewichtet. Wir haben aber die Japan- und China-Allokationen reduziert (da wir glauben, dass beide weiter vom Anstieg der Anleiherenditen belastet werden dürften) und die Position in britischen Aktien ausgebaut (auf Basis der Bewertungen und des Exposures in Grundstoff- und Finanztiteln).

US-HY-Anleihen jetzt bevorzugt

Wir bleiben bei unserer Neutralallokation in **HY**, legen den Fokus jetzt aber ausschließlich auf die USA an Stelle von Europa (da wir glauben, dass unsere nicht währungsgesicherten Positionen von der Dollarstärke profitieren werden).

Regionale Präferenzen gemäßigt

In der regionalen Betrachtung bleiben wir in Europa sowie den EM übergewichtet und in den USA untergewichtet, haben den Grad der Abweichung von der Neutralallokation aber reduziert.

Abb. 2 – Erwartete Gesamtrenditen (annualisiert, Lokalwährung) und Modell-Asset-Allokation*

	1 Jahr erwartet	Neutrales	Erlaubte Quote	Modell-	Position
	Gesamtrendite	Portfolio	gem. Anlagerichtlinien Bandbreite	Asset-Allokation:	versus neutral
Cash & Gold	-6,7%	5%	0-10%	10 %	Übergewichtet
Cash	-0,1%	2,5%	0-10%	10 %	Übergewichtet
Gold	-13,2%	2,5%	0-10%	0%	Untergewichtet
Staatsanleihen	-2,1%	25%	10-40%	↑ 17%	Untergewichtet
IG-	-0,2%	10 %	0-20%	0%	Untergewichtet
Unternehmensanleihen					
HY-	2,3%	5%	0-10%	5%	Neutral
Unternehmensanleihen					
Aktien	7,0%	45%	25-65%	50%	Übergewichtet
Immobilien	12,8%	8%	0-16%	16%	Übergewichtet
Rohstoffe	4,6%	2%	0-4%	↓ 2%	Neutral

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

Modell-Asset-Allokation*

Abb. 3 – Modell-Asset-Allokation (14.03.2021) Entwicklung seit der letzten Veröffentlichung

	Neutral	Policy Range		Allocation	Position vs Neutral
Cash Equivalents	5%	0-10%		10%	
Cash	2.5%			10%	
Gold	2.5%			0%	
Bonds	40%	10-70%	↑	22%	
Government	25%	10-40%	↑	17%	
US	8%		↑	5%	
Europe ex-UK (Eurozone)	7%			4%	
UK	1%		↓	1%	
Japan	7%		↑	4%	
Emerging Markets	2%		↓	3%	
China**	0.2%		↓	0%	
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%		↑	5%	
Euro	1%		↓	0%	
Equities	45%	25-65%		50%	
US	25%			18%	
Europe ex-UK	7%			12%	
UK	4%		↑	7%	
Japan	4%		↓	5%	
Emerging Markets	5%			8%	
China**	2%		↓	2%	
Real Estate	8%	0-16%		16%	
US	2%		↑	4%	
Europe ex-UK	2%			4%	
UK	1%		↓	1%	
Japan	2%		↑	4%	
Emerging Markets	1%			3%	
Commodities	2%	0-4%	↓	2%	
Energy	1%		↓	1%	
Industrial Metals	0.3%		↓	0%	
Precious Metals	0.3%			0%	
Agriculture	0.3%			1%	
Total	100%			100%	
Currency Exposure (including effect of hedging)					
USD	48%		↑	40%	
EUR	20%		↓	22%	
GBP	7%		↓	10%	
JPY	15%		↑	14%	
EM	9%		↓	14%	
Total	100%			100%	

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

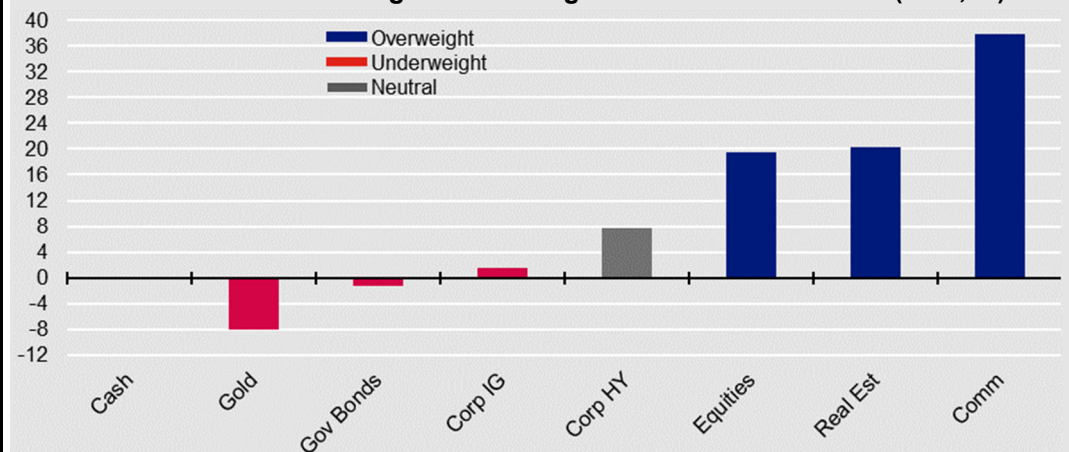
Seit unserem letzten Bericht

Als wir unseren Ausblick für 2021 veröffentlichten, gab es erste gute Nachrichten zu Impfstoffen und Joe Biden war gerade zum nächsten Präsidenten der USA gewählt worden (siehe [Licht am Ende des Tunnels](#), veröffentlicht am 19. November 2020). In Erwartung eines anhaltenden Aufschwungs im Jahr 2021 äußerten wir eine Präferenz für zyklische Anlagen (Rohstoffe, Aktien und Immobilien) sowie, auf regionaler Ebene, Europa und die EM. **Abbildung 4** zeigt, wie sich die globalen Anlageklassen seither entwickelt haben (Stand 26. Februar 2021). Den vollständigen regionalen Performanceüberblick finden Sie in **Anhang 2**.

Zyklische Anlagen haben überdurchschnittlich performt – vor allem in den EM und Europa

Die meisten Anlageklassen haben auf USD-Basis positive Erträge erzielt, wobei Rohstoffe (mit Ausnahme von Gold), Immobilien und Aktien eine besonders starke Performance verzeichnet haben. Wie in **Anhang 2** ersichtlich, entwickelten sich Anlagen aus den EM und Europa, gestützt durch Währungsgewinne, überdurchschnittlich. Kurzfristig gesehen hat unsere Modell-Asset-Allokation erfreulich gut gewirkt.

Abb. 4 – Gesamtrenditen aus globalen Anlageklassen seit 30.10.2020 (USD, %) *

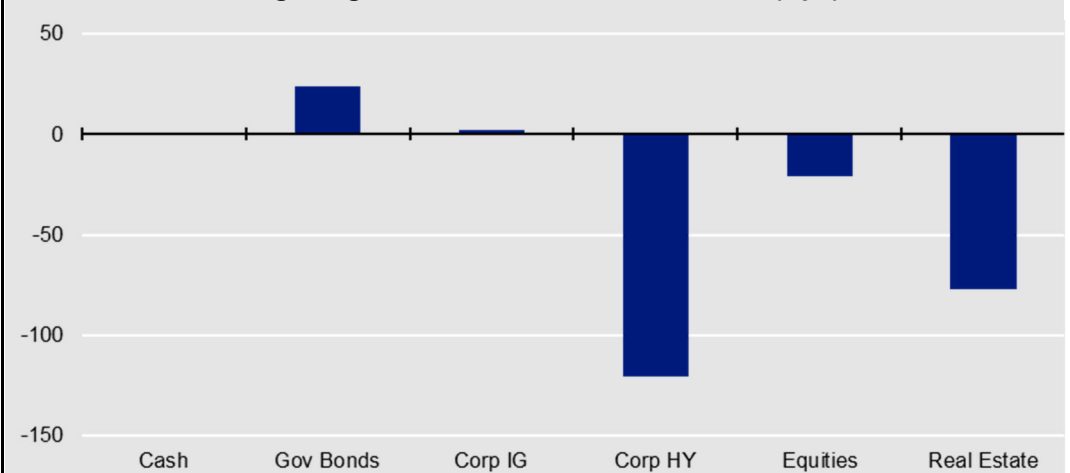


*30.10.2020 bis 26.02.2021. Die Farben stehen für die Modell-Allokationen in diesem Zeitraum. Die Definitionen und Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Die Renditen der Anlageklassen haben sich zugunsten defensiver Anlagen verschoben. Sollten wir uns defensiver ausrichten?

Die Frage lautet jetzt, ob wir an unserer Modell-Asset-Allokation festhalten, diese noch aggressiver auf zyklische Anlagen ausrichten oder doch lieber defensiver aufstellen sollten. Einerseits haben sich die Renditen der Anlageklassen zugunsten defensiver Anlagen verschoben (siehe **Abbildung 5**), und viele Anlagen haben inzwischen die von uns im November veröffentlichten Ziele für Ende 2021 übertroffen. Angesichts der unerwartet schnellen Impffortschritte und der anhaltenden geld- und fiskalpolitischen Unterstützung bevorzugen wir aber weiter zyklische Anlagen. Auch wenn zyklische Anlagen bereits einen Großteil der guten Nachrichten eingepreist haben könnten, fürchten wir doch, dass einige „defensive“ Anlagen immer noch einem Abwärtsrisiko ausgesetzt sind. Wir bleiben bullish, setzen uns im Folgenden aber auch näher damit auseinander, was sich anders entwickeln könnte, als wir erwarten.

Abb. 5 – Veränderung der globalen Renditen über 4 Monate (Bps)



Vom 30.10.2020 bis zum 26.02.2021. Die Definitionen und Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Der Konjunkturzyklus spricht für zyklische Anlagen

Die meisten Volkswirtschaften wurden in der ersten Jahreshälfte 2020 in eine tiefe Rezession gestürzt, bevor es in der zweiten Jahreshälfte zu einem bemerkenswerten Aufschwung kam. Insgesamt kam es 2020 fast überall (eine Ausnahme war China) zu einem dramatischen Rückgang des BIP und der Unternehmensgewinne.

Im Zuge neuer Lockdowns in vielen Ländern könnte die Mitte 2020 eingesetzte Erholung während des Winters auf der Nordhalbkugel pausiert oder sich sogar umgekehrt haben. Auch wenn die Infektionszahlen in einigen Teilen der Welt einen leichten Rückgang zu verzeichnen haben (und in Europa sogar wieder ansteigen), gehen wir davon aus, dass die Einführung von Impfstoffen sowohl die Ausbreitung des Virus als auch die Krankenhauseinweisung und die Todesfälle unter den Infizierten deutlich reduzieren wird (basierend auf Erkenntnissen aus Israel und Großbritannien).

Daher erwarten wir, dass weitreichende Lockdowns künftig immer seltener werden und die Volkswirtschaften im Zuge ihrer fortschreitenden Erholung aus der Frühphase in die mittlere Phase des Konjunkturzyklus übergehen werden. Unsere Analysen signalisieren, dass Anlagewerte mit zyklischen Merkmalen in der Frühphase des Konjunkturzyklus tendenziell am besten abschneiden (Aktien, Immobilien, HY und Industrierohstoffe).

Abbildung 6 zeigt eine schematische Darstellung des Konjunkturzyklus sowie unsere typischen Anlagepräferenzen für die einzelnen Phasen (basierend auf unseren Untersuchungen der historischen Asset-Performance). Außerdem zeigen wir, welche dieser Anlagen unsere aktuellen Favoriten sind – maßgeblich dafür ist vor allem unsere Einschätzung der aktuellen Bewertungen.

Abbildung 7 zeigt die jüngste Entwicklung des von den Kollegen von Invesco Investment Solutions bereitgestellten Global Risk Appetite Cycle Indicator (GRACI). Dieser bestärkt uns in unserer Überzeugung, dass der globale Konjunkturzyklus voranschreitet (siehe den aggregierten Frühindikator). Außerdem zeigt er – genauso wie die in **Anhang 2** dargestellten 12-Monats-Renditen –, dass sich die Marktstimmung in den letzten zwölf Monaten deutlich verbessert hat.

Wir gehen davon aus, dass die Impfungen die Ausbreitung von Covid-19

Mit der abnehmenden Notwendigkeit weiterer Lockdowns dürften sich die Volkswirtschaften kräftig erholen – das sollte zyklischen Anlagen zugutekommen

Der Risikoappetit scheint sich normalisiert zu haben

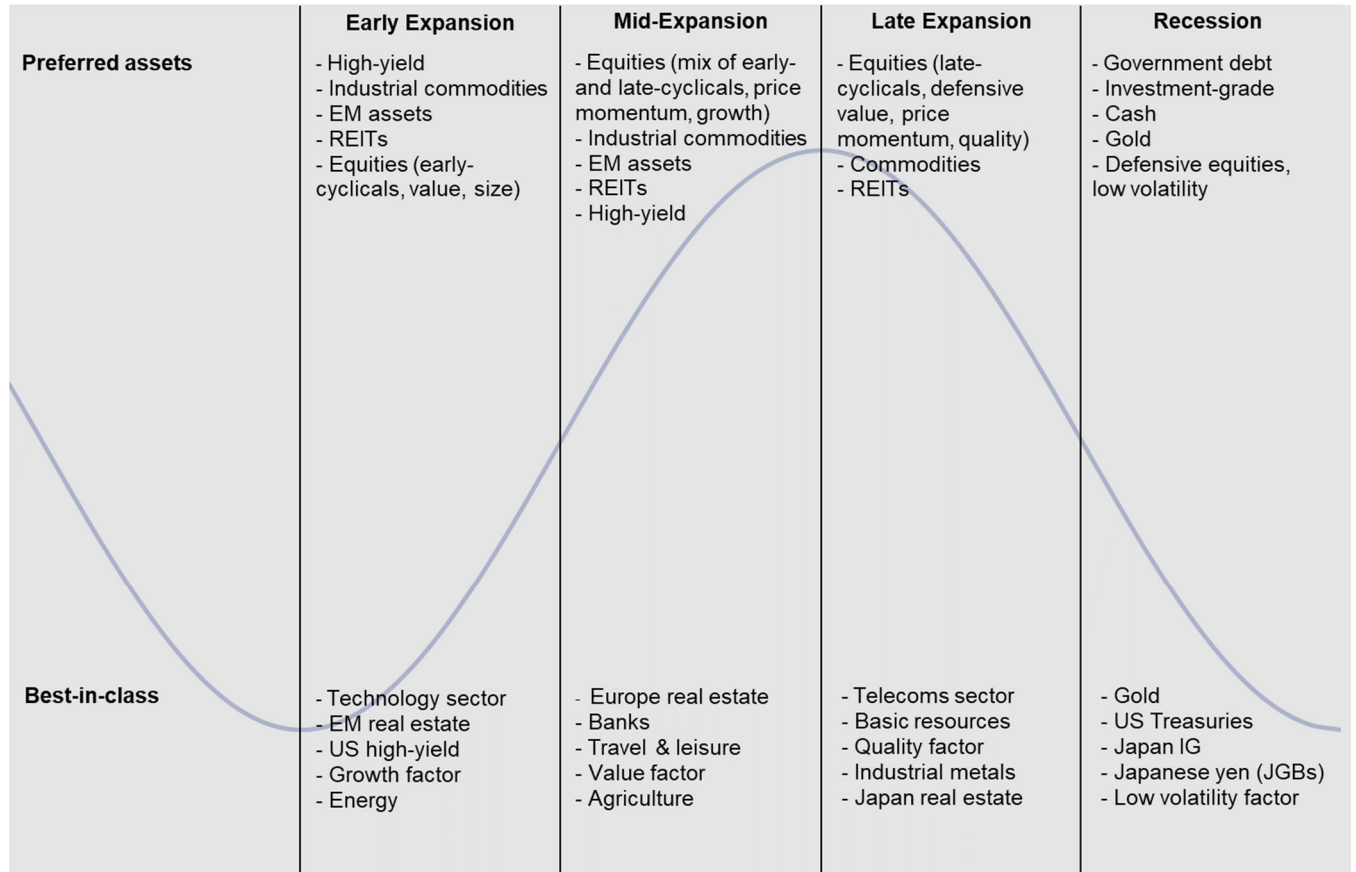
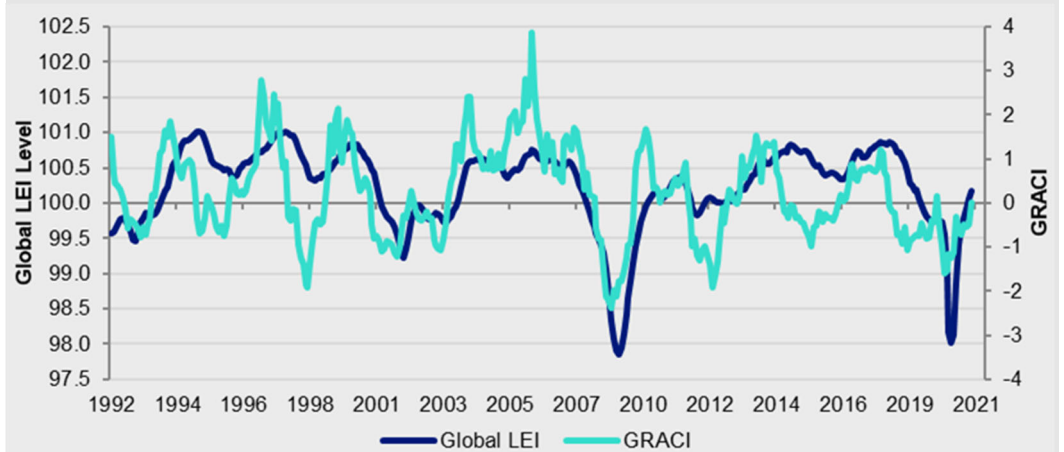


Abb. 6 – Achterbahnfahrt der Wirtschaft und Anlageklassen

Die Grafik zeigt eine schematische Darstellung des globalen 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 Global Market Strategy Office

Abb. 7 – Globaler Risikoappetit und globaler Geschäftszyklus



Hinweis: Monatliche Daten von Januar 1992 bis Februar 2021. Global LEI (Leading Economic Indicator) und GRACI (Global Risk Appetite Cycle Indicator) bereitgestellt durch Invesco Investment Solutions (IIS). Global LEI ist ein gewichteter Durchschnitt der Frühindikatoren für 23 Länder (sowohl entwickelte als auch aufstrebende Länder). GRACI ist ein Maß der relativen risikobereinigten Performance zwischen risikoreicheren und sichereren Anlageklassen (es misst, wie gut die Investoren im Schnitt für das Eingehen zusätzlicher Risiken an den globalen Finanzmärkten vergütet worden sind (auf nachlaufender mittelfristiger Basis). Ein Anstieg des Index signalisiert eine sich verbessernde Marktstimmung und umgekehrt. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft. Quelle: Federal Reserve, BEA, Moody's, Invesco Investment Solutions

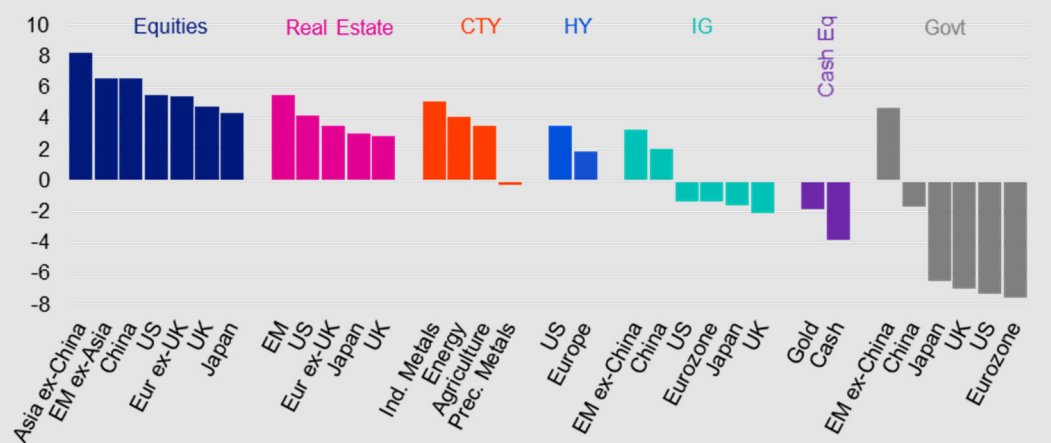
Das GMS Office von Invesco hat weiterhin eine Präferenz für zyklische Anlagen

Der Ausblick scheint klar, aber was könnte noch anders kommen?

Daher dürfte es auch keine Überraschung sein, dass das Global Market Strategy Office (GMS) von Invesco eine starke Präferenz für zyklische Anlagen hat. **Abbildung 8** verdeutlicht das Ergebnis einer Umfrage, in der Mitglieder des GMS-Teams (einschließlich der Autoren dieses Dokuments) ihre Einschätzungen zur relativen Performance in den nächsten zwölf Monaten äußerten. Neben einer klaren Präferenz für Aktien, Immobilien, Rohstoffe und HY gegenüber IG, geldmarktäquivalenten Produkten und Staatsanleihen hat das Team auch eine Präferenz für EM-Anlagen. In den entwickelten Märkten variiert die Präferenz in Abhängigkeit von der Anlageklasse.

Die Entscheidung, wie wir uns positionieren sollten, fällt uns selten so leicht (in diesem Fall spricht für uns alles für weitgehend unveränderte Allokationen). Genau das aber stimmt uns auch etwas besorgt. Es bringt das Risiko von Unvorsichtigkeit und Gruppendenken mit sich. Um sicherzugehen, dass wir nicht in diese Falle tappen, sehen wir uns im nächsten Abschnitt genauer an, was unseren Ausblick gefährden könnte, bevor wir die Modell-Asset-Allokation für die nächsten zwölf Monate finalisieren.

Abb. 8 – Die Weisheit der Vielen bei GMS (Assetpräferenzen für das nächste Jahr)



Die Abbildung zeigt die Meinungen des Global Market Strategy Office (GMS – siehe Mitgliederliste auf der hinteren Umschlagseite) zu den erwarteten Renditen der verschiedenen Anlageklassen in den nächsten 12 Monaten in USD. Alle Teammitglieder wurden dazu aufgefordert, jeden Anlagewert auf einer Skala von -10 bis +10 zu benoten (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

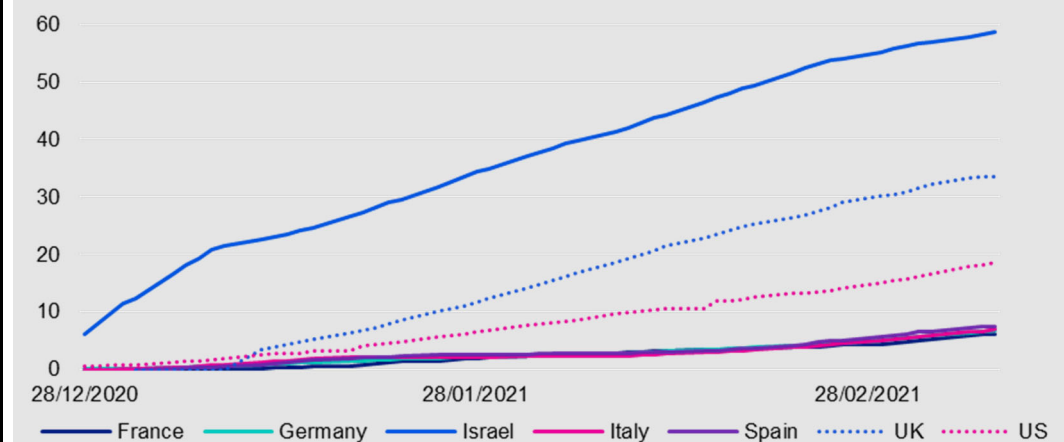
Die Impfstoffe scheinen wirksam zu sein...

Was könnte schiefgehen (Nr. 1)? Die Pandemie wird nicht überwunden

Wir rechnen 2021 mit einer Rückkehr zu mehr wirtschaftlicher Normalität und einem starken Wirtschafts- und Gewinnwachstum. Voraussetzung dafür ist eine erfolgreiche Eindämmung der Covid-19-Pandemie ohne negative Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum (zum Beispiel durch Impfstoffe).

Israel und Großbritannien sind Beispiele für erfolgreiche nationale Impfprogramme (siehe **Abbildung 9**). Sie waren nicht nur schnell in der Umsetzung, sondern haben auch gute Belege für die Wirksamkeit der Impfstoffe von Pfizer und Astra Zeneca geliefert. Einer Datenauswertung von Public Health Scotland zufolge reduziert schon die erste von zwei Impfungen mit den Präparaten von Pfizer/BioNTech und Oxford Astra Zeneca das Risiko eines Klinikaufenthalts wegen Covid-19 um 85% bzw. 94% – die Werte gelten für die 4. Woche nach Erhalt der ersten Dosis.

Abbildung 9 – Anzahl der geimpften Personen an der Bevölkerung in %



Auf Basis täglicher Daten vom 28. Dezember 2020 bis zum 10. März 2021. Dargestellt ist der Anteil der Personen, die mindestens eine Dosis eines Covid-19-Impfstoffs erhalten haben, an der Gesamtbevölkerung. Quelle: Our World in Data, Refinitiv Datastream und Invesco

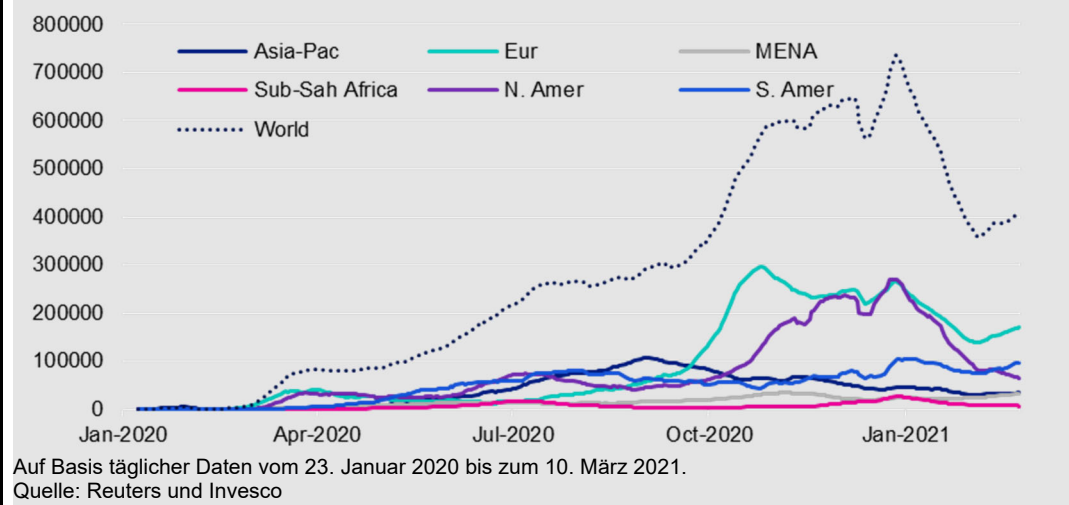
...aber die Impffortschritte fallen von Land zu Land sehr unterschiedlich aus...

Nicht alle Länder aber stehen so gut da wie Israel und Großbritannien. Wie **Abbildung 9** zeigt, sind die Impffortschritte selbst unter den Industrieländern sehr unterschiedlich (was zum Teil auf eine unterschiedliche Regulierung/Beschaffungspolitik zurückzuführen ist, aber auch auf eine variierende Impfskepsis). Vor allem aber hatten nach Angaben der Vereinten Nationen mehr als 130 Länder bis Mitte Februar noch gar keine Dosis eines Impfstoffs erhalten.

...und die Impfstoffe könnten die Wachsamkeit verringern

Selbst ohne Berücksichtigung möglicher neuer Mutationen, bei denen die bestehenden Impfstoffe weniger wirksam sein könnten, erscheint eine vollständige Normalisierung der Weltwirtschaft im Jahr 2021 vor diesem Hintergrund kaum realistisch. Darüber hinaus – und überraschenderweise – stagnieren oder steigen die Covid-19-Fallzahlen in einigen Regionen jetzt wieder, nachdem sie zuvor stark rückläufig waren (siehe **Abbildung 10**). Vielleicht wird die Rückkehr zur Normalität schwerer, als wir es uns ausgemalt haben.

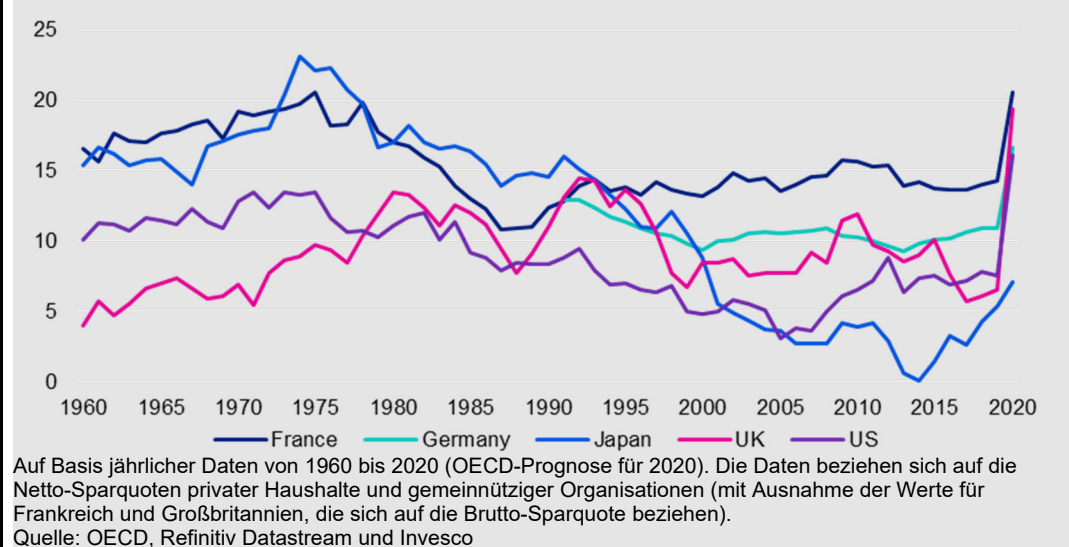
Abbildung 10 – Tägliche Covid-19-Fallzahlen (gleitende 7-Tage-Durchschnitte)



Hohe Sparquoten und aufgestaute Nachfrage

Was könnte schiefgehen (Nr. 2)? Kollateralschäden bremsen die Erholung aus
Wir betrachten hohe Sparquoten der privaten Haushalte als Hinweis auf eine aufgestaute Nachfrage, die 2021 zum Teil freigesetzt werden dürfte (siehe **Abbildung 11**).

Abbildung 11 – Sparquoten der privaten Haushalte (%)



Die aufgestaute Nachfrage wird vielleicht nur teilweise und allmählich freigesetzt werden

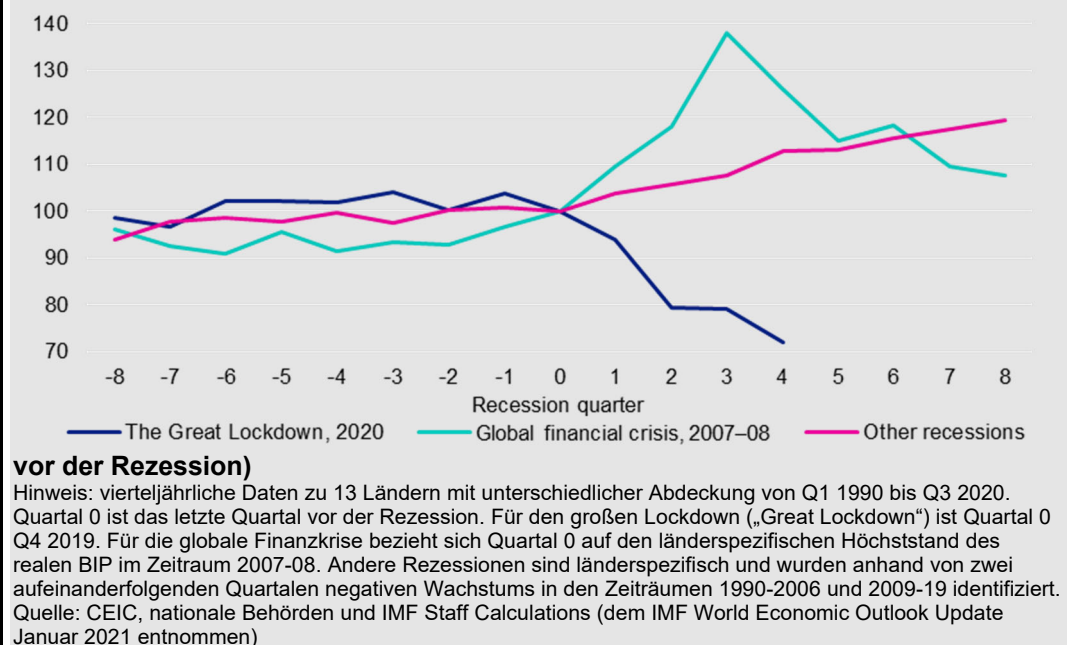
Allerdings könnte sich die aufgestaute Nachfrage aus mehreren Gründen nur langsam auflösen. Erstens signalisiert **Abbildung 11**, dass die Sparquoten in vielen Ländern schon vor Ausbruch der Pandemie am Steigen waren und daher vielleicht nicht wieder auf das vor der Pandemie übliche Niveau zurückgehen werden. Zweitens deuten die Erfahrungen der letzten Jahrzehnte darauf hin, dass Veränderungen im Sparverhalten eher schrittweise erfolgen. Trotz des starken Anstiegs der Sparquoten im Jahr 2020 könnte der Rückgang moderater ausfallen, da Sorgen über künftige pandemiebedingte Schocks, künftige Steuererhöhungen und begrenzte Reisemöglichkeiten ins Ausland für Konsumzurückhaltung sorgen könnten.

Was passiert, wenn die staatlichen Hilfen auslaufen?

Grundsätzlich stellt sich die Frage, was passiert, wenn die staatlichen Corona-Hilfen für Unternehmen und private Haushalte auslaufen. Erstaunlicherweise stellt der IWF in der Aktualisierung seines World Economic Outlook vom Januar 2021 fest, dass die Insolvenzen während der Coronavirus-Rezession zurückgegangen sind (**Abbildung 12**). Dies steht in starkem Kontrast zu dem, was normalerweise in Rezessionen passiert, und könnte auf einen Anstieg der Unternehmenszusammenbrüche hindeuten, sobald die

staatliche Unterstützung endet. Ein weiteres Beispiel: Im November 2020 waren in Großbritannien „nur“ 1,74 Millionen Menschen als arbeitslos gemeldet, im Januar 2021 aber 4,7 Millionen als zwangsbeurlaubt. Von ihnen dürften einige in der Arbeitslosenstatistik auftauchen, wenn das Job Support Scheme im September endet.

Abbildung 12 – Insolvenzen in Rezessionen (indexiert auf 100 im letzten Quartal vor der Rezession)



Könnte die Zentralbankpolitik einer höheren Inflation Vorschub leisten?

Was könnte schief laufen (Nr. 3)? Die Inflation steigt und die Zentralbanken ziehen die Zügel an

Die expansive Geldpolitik der Zentralbanken hat zu einer starken Beschleunigung des Geldmengenwachstums geführt (siehe **Abbildung 13**). Obwohl der Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation in den letzten Jahrzehnten weniger ausgeprägt war, führt eine derartige Veränderung des monetären Umfelds naturgemäß zu Sorgen über eine mögliche Beschleunigung der Teuerung.

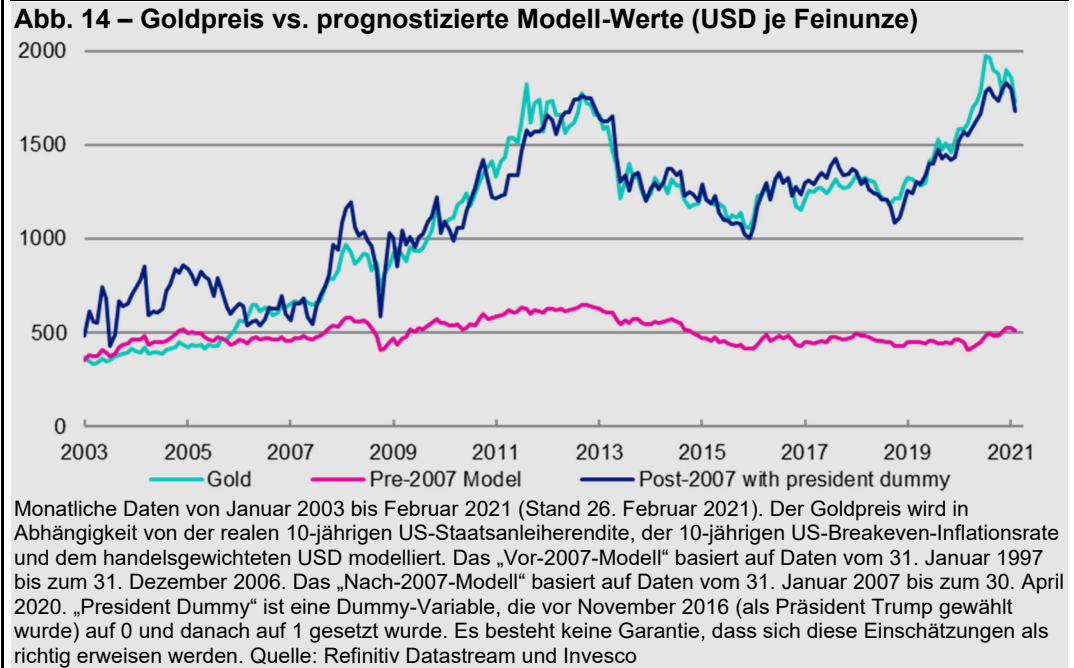
Abb. 13 – Globales Geldmengenwachstum und Inflation



Hinweis: monatliche Daten von Januar 1980 bis Januar 2021. 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 „globale Geldmenge“ bezieht sich auf die aggregierten nationalen Geldmengen auf Basis der Wechselkurse 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 Markt-Wechselkurse). OECD CPI ist der Verbraucherpreisindex für die OECD-Staaten.
Quelle: MSCI, OECD, Oxford Economics, Refinitiv Datastream und Invesco.

Falls ja, gäbe es wenig Zufluchtsorte (selbst Gold ist seit der globalen Finanzkrise negativ mit den Inflationserwartungen korreliert)

Infolge des Ölpreiseinbruchs im Vorjahr rechnen wir im zweiten Quartal dieses Jahres mit einem technisch bedingten Anstieg der Gesamtinflation. Dabei sollte es sich jedoch um einen vorübergehenden Preissprung handeln. Wir hingegen sprechen hier vom Risiko eines nachhaltigeren und bedeutenderen Preisanstiegs wie zum Beispiel einer Kerninflation von 3% bis 5% in den OECD-Staaten. Eine derartige Entwicklung dürfte die Zentralbanken auf den Plan rufen und könnte zu Marktverwerfungen führen. Leider signalisieren unsere Analysen, dass sich die wenigsten Anlagewerte in einem inflationären Umfeld positiv entwickeln (siehe [hier](#)) – selbst Gold ist seit der globalen Finanzkrise tendenziell negativ mit der Inflation korreliert (siehe unser Gold-Modell in **Abbildung 14**).

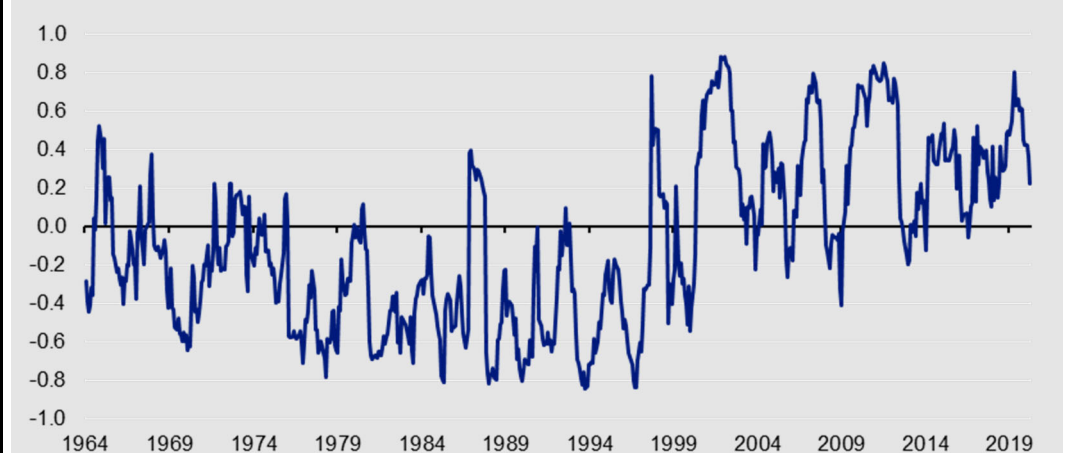


Werden die Aktienkurse weiter mit den Anleiherenditen steigen?

Was könnte schief laufen (Nr. 4)? Die Korrelationsverhältnisse ändern sich

Wir gehen implizit davon aus, dass die Preise aktienähnlicher Anlagewerte mit den Anleiherenditen steigen, wenn sich die Wirtschaft erholt. Unterstützt wird diese Annahme durch die Tatsache, dass die US-Aktienkurse seit Beginn dieses Jahrhunderts zumeist positiv mit den Treasury-Renditen korreliert gewesen sind (siehe **Abbildung 15**).

Abb. 15 – Korrelation zwischen US-Aktien und -Anleiherenditen



Hinweis: auf Basis monatlicher Daten (Monatsende) von Dezember 1964 bis Februar 2021. Die Korrelation zum jeweiligen Zeitpunkt wird als Korrelation zwischen den monatlichen prozentualen Veränderungen des S&P 500 und der Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe über die letzten zwölf Monate berechnet. Stand: 26. Februar 2021. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

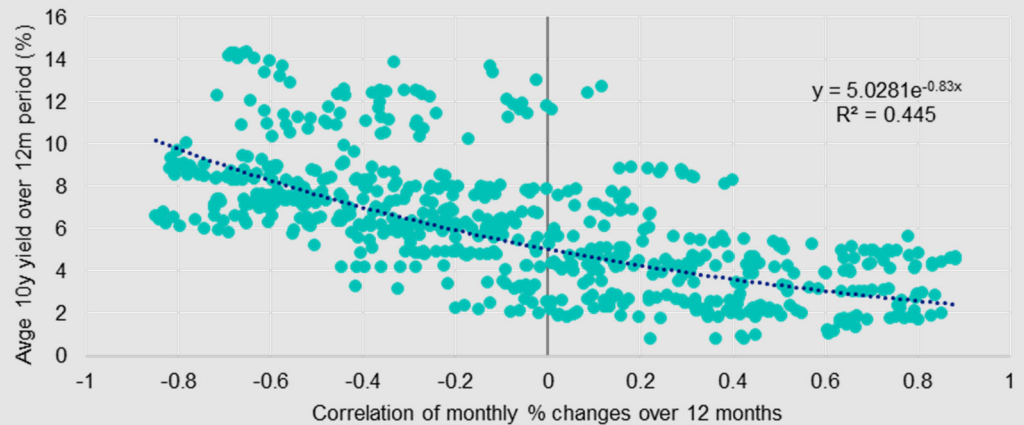
Diese Korrelation war in den letzten Jahrzehnten größtenteils positiv, variiert aber

Dies mag paradox erscheinen und läuft auch der Erfahrung der letzten Jahrzehnte des 20. Jahrhunderts zuwider. Die Aktienmärkte scheinen sich in letzter Zeit stärker auf das Wachstum konzentriert zu haben, das mit steigenden Anleiherenditen einhergeht, als auf die negativen Wachstumsauswirkungen eines Anstiegs der Diskontsätze. Wie **Abbildung 15** verdeutlicht, variiert die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen jedoch und es hat auch in diesem Jahrhundert bereits kurze Phasen einer negativen Korrelation zwischen beiden Anlageklassen gegeben. Je schneller der Renditeanstieg, desto wahrscheinlicher wäre es unserer Ansicht nach, dass die Korrelation ins Negative dreht.

Bevor sich die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen der 5-Prozent-Marke nähert, ist eine Veränderung der Korrelationen unwahrscheinlich

Wir vermuten jedoch, dass dies ein vorübergehendes Phänomen wäre, und halten daher vor allem Ausschau nach potenziellen Auslösern einer dauerhaften Veränderung der Korrelationsverhältnisse. Unsere Antwort ist aus **Abbildung 16** ersichtlich. Obwohl dieser alles andere als perfekt ist, scheint es einen negativen Zusammenhang zwischen der Korrelation von Aktien/Anleiherenditen und der Höhe der Anleiherenditen zu geben. Dies scheint darauf hinzudeuten, dass die Wahrscheinlichkeit für einen Rückgang der Aktienkurse in Verbindung mit einem Anstieg der Anleiherenditen umso größer ist, je höher die Anleiherendite ist. Auf Basis der groben Trendeinschätzung halten wir eine dauerhafte Veränderung der Korrelationsverhältnisse für unwahrscheinlich, bevor sich die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe der 5-Prozent-Marke nähert.

Abb. 16 – Korrelation zwischen US-Aktien und -Anleiherenditen im Vergleich zur



Höhe der Anleiherendite

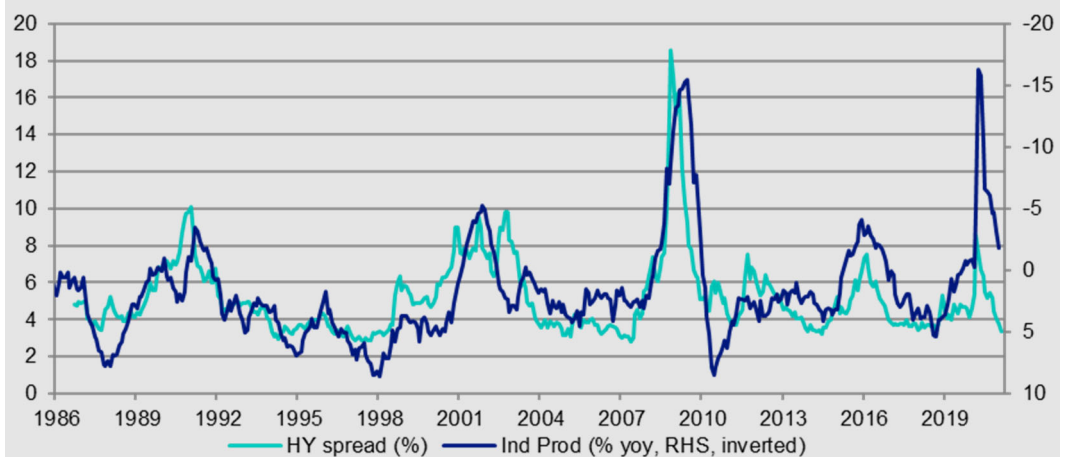
Hinweis: auf Basis monatlicher Daten (Monatsende) von Dezember 1964 bis Februar 2021. Die Korrelation zum jeweiligen Zeitpunkt wird als Korrelation zwischen den monatlichen prozentualen Veränderungen des S&P 500 und der Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe über die letzten zwölf Monate berechnet. Die Gleichung zeigt die Details der groben Trendabschätzung (Fitted Trendline). Stand: 26. Februar 2021. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Die Bewertungen können das Ertragspotenzial begrenzen

Was könnte schief laufen (Nr. 5)? Ein Großteil der Erholung ist bereits eingepreist

Anhang 2 zeigt, dass Zinsanlagen weiterhin höchstens dürftige Renditen liefern. Außerdem scheinen die Dividendenrenditen inzwischen unter dem historischen Durchschnitt zu liegen (die Kurse sind gestiegen und die Dividenden gesunken), während die Immobilienrenditen wieder zu ihrem historischen Durchschnitt zurückgekehrt sind (im Schnitt). Die Konjunkturdynamik ist wichtig, aber Bewertungen können das Ertragspotenzial begrenzen.

Abb. 17 – HY-Spreads und Industrieproduktion in den USA



Hinweis: Monatliche Daten von Januar 1986 bis Februar 2021 (Stand 26. Februar). Der HY-Spread bezieht sich auf die Rendite des ICE BofA US High Yield Index abzgl. der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen. Quelle: Global Financial Data, Refinitiv Datastream und Invesco

Der Spielraum für eine weitere Verengung der HY-Spreads erscheint begrenzt

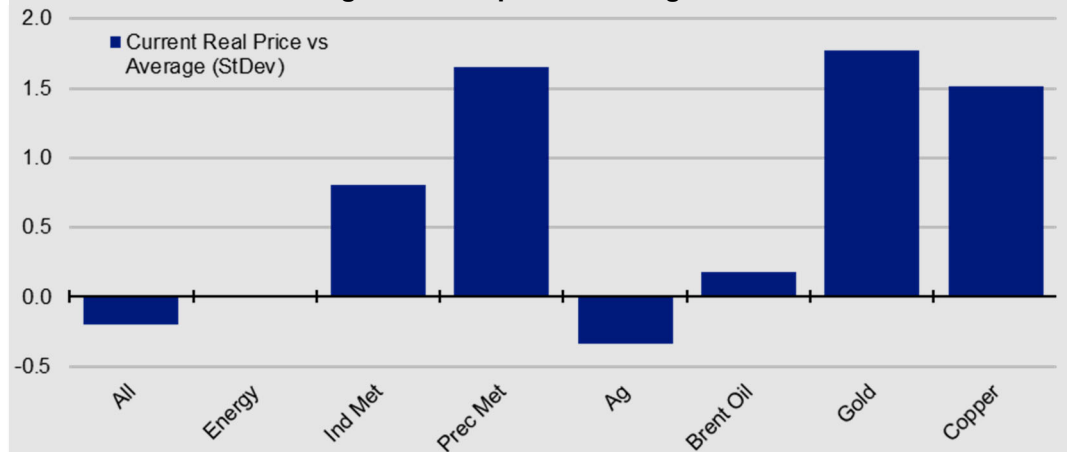
Wie in Abbildung 5 ersichtlich, haben HY-Anleihen in den letzten Monaten einen dramatischen Renditerückgang verzeichnet. **Abbildung 17** verdeutlicht das Ausmaß dieses Rückgangs im längerfristigen historischen Vergleich. Obwohl sich die US-Wirtschaft noch im Erholungsmodus befindet (die Industrieproduktion ist niedriger als vor einem Jahr), liegen die HY-Spreads in der Nähe ihres historischen Tiefststands. Die historische Beziehung zwischen diesen beiden Variablen legt nahe, dass die Spreads großzügiger sein sollten, als sie es sind; mit der fortschreitenden Erholung dürften die Ausfälle jedoch zurückgehen (obwohl **Abbildung 12** zeigt, wie ungewöhnlich diese

Die Aussichten für die Rohstoffmärkte sind durchwachsen

Rezession ist). Die Spreads könnten noch enger werden; wir halten den Spielraum für eine weitere Verengung aber für begrenzt.

Mit Ausnahme der Edelmetalle sind auch Rohstoffe sehr gut gelaufen. Dennoch signalisiert **Abbildung 18**, dass die Rohstoffpreise auf realer (inflationbereinigter) Basis weitgehend im Normbereich der vergangenen Jahrzehnte liegen. Es gibt allerdings drei problematische Aspekte: Erstens trifft dies nicht auf alle Rohstoffkomplexe zu (Agrarrohstoffe sind als einzige günstiger und Metalle teurer als normal). Zweitens könnte sich bei einer weiter in die Vergangenheit zurückreichenden Betrachtung ein anderes Bild ergeben. Und drittens fehlt der Vergleich mit anderen Anlageklassen.

Abb. 18 – Inflationbereinigte Rohstoffpreise im Vergleich zur historischen Norm

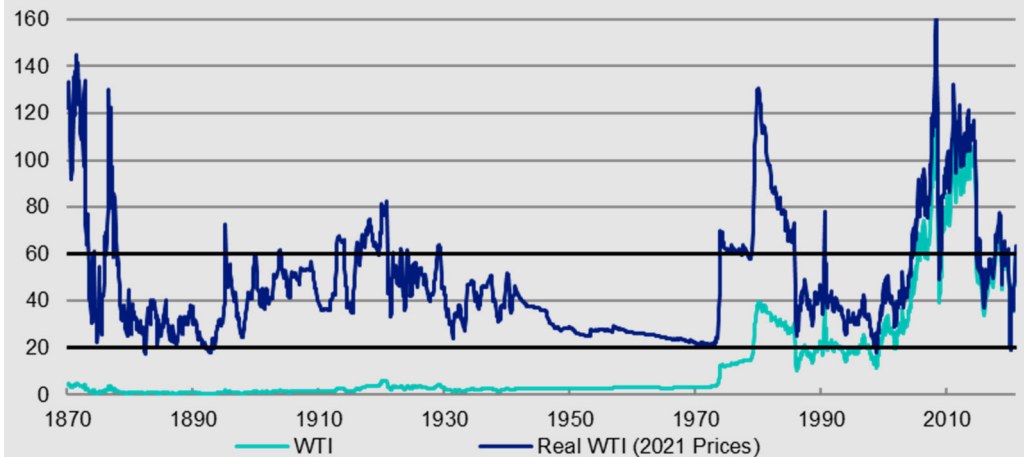


(Deflator: US CPI)

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: 26. Februar 2021. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: GSCI, Refinitiv Datastream und Invesco

Abb. 19 – Realer US-Ölpreis (USD je Barrel, CPI-bereinigt)

Monatliche Daten seit Januar 1870. Stand: 26. Februar 2021. WTI steht für West Texas Intermediate. Der



Realpreis für WTI wird berechnet, indem der WTI-Preis durch einen Index der US-Verbraucherpreise geteilt wird. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft. Quelle: Global Financial Data, Refinitiv Datastream und Invesco

Im Vergleich zu den jüngsten Preisblasen mag Öl aktuell günstig erscheinen – im längeren historischen Kontext aber nicht

Abbildung 19 zeigt die Entwicklung von US-Öl in den letzten 150 Jahren. Im Vergleich mit dem Preisniveau der letzten 20 Jahre scheint sich der WTI-Preis aktuell auf einem normalen Niveau zu bewegen. Die längere historische Betrachtung macht aber deutlich, wie unnormal die letzten Jahrzehnte waren (sie enthalten eine Preisblase, die unserer Ansicht nach auf die rasante Entwicklung von China und anderen Schwellenländern zurückzuführen ist). Über den gesamten Zeitraum seit 1870 hat sich der WTI-Preis (in heutigen Preisen) in der Regel zwischen 20 und 60 US-Dollar bewegt, und Phasen, in denen WTI höher notierte, waren in der Regel von kurzer Dauer (da sie zu einer Ausweitung der Fördermenge führten).

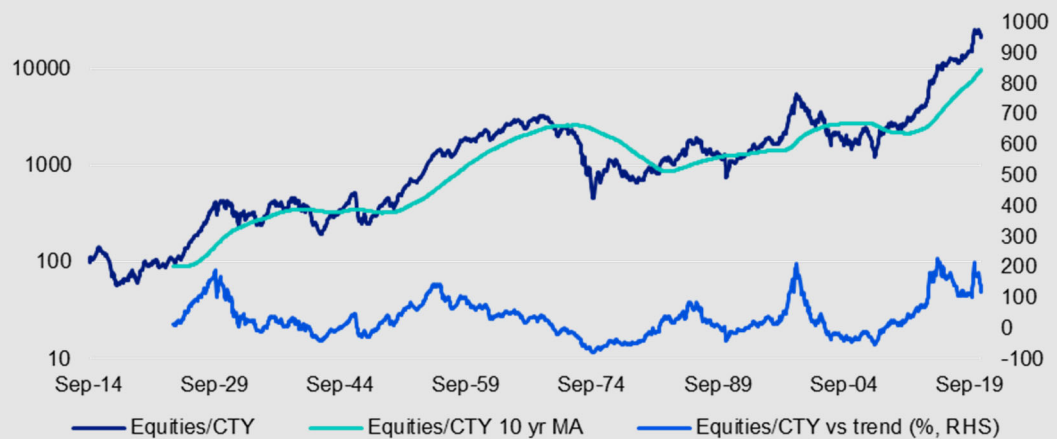
Das langfristige Potenzial von Öl erscheint begrenzt

Es ist nicht einmal ein Jahr her, dass WTI in den negativen Bereich abrutschte (in der **Abbildung** nicht erkennbar, da diese auf monatlichen Daten basiert). Nach einer bemerkenswerten Erholung notiert WTI inzwischen bereits wieder über 60 US-Dollar. Angesichts der beschriebenen Vorgeschichte und der langfristigen Notwendigkeit, die weltweiten CO₂-Emissionen zu reduzieren, halten wir einen nennenswerten weiteren Anstieg des Ölpreises für unwahrscheinlich.

Sind Rohstoffe günstig oder US-Aktien teuer?

Was den Vergleich mit anderen Anlageklassen angeht, hängt die Antwort vermutlich davon ab, welchen Anlagewert man für den Vergleich heranzieht. **Abbildung 20** zeigt den langfristigen Vergleich mit US-Aktien. Wir würden erwarten, dass Aktien langfristig besser abschneiden, was im Rückblick auch tatsächlich der Fall war (man beachte die logarithmische Skala). Allerdings ist diese Beziehung durch lange Auf- und Abs gekennzeichnet, wobei Aktien seit Mitte 2008 die Oberhand haben. Vielleicht geht diese Outperformance-Phase jetzt zu Ende und Rohstoffe laufen künftig besser als US-Aktien. Das könnte uns aber mehr über US-Aktien sagen als über Rohstoffe.

Abb. 20 – Rohstoffe versus US-Aktien seit 1914

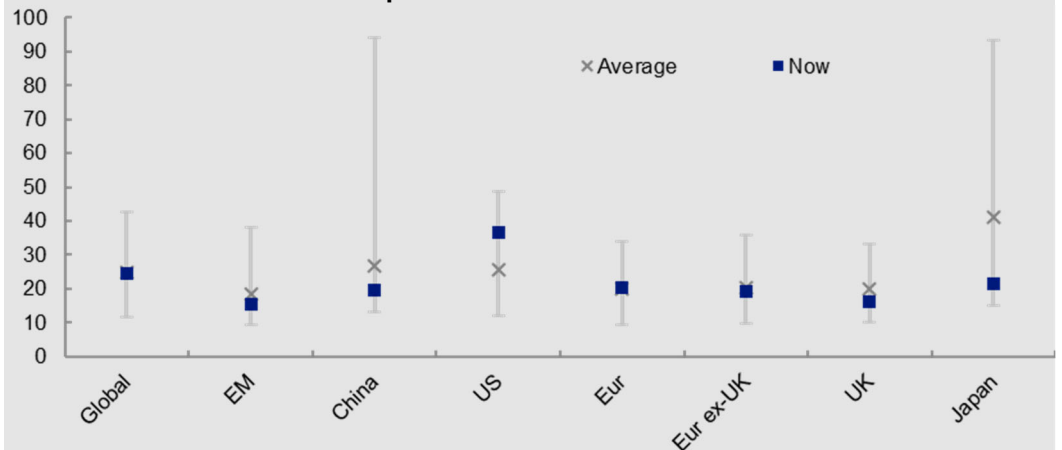


Hinweis: Monatliche Daten von September 1914 bis Februar 2021 (Stand 26. Februar). Logarithmische Skalierung der linken Achse. „Aktien“ bezieht sich auf einen Total Return Index für US-Aktien auf Basis von Daten von Robert Shiller (siehe nähere Angaben im Anhang) und „Rohstoffe“ („CTY“) bezieht sich auf einen Total Return Index auf Basis des Reuters CRB Index bis Dezember 1969 und S&P GSCI Index nach diesem Zeitpunkt. „10 yr MA“ steht für gleitende 10-Jahres-Durchschnitte. „Aktien/Rohstoffe versus Trend“ zeigt die prozentuale Abweichung des Aktien-/Rohstoffindex von seinem gleitenden 10-Jahres-Durchschnitt. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft. Quelle: Reuters CRB, S&P GSCI, Robert Shiller, Refinitiv Datastream und Invesco

Im Vergleich zu anderen Regionen erscheinen US-Aktien teurer...

Tatsächlich erscheinen US-Aktien sowohl auf absoluter Basis als auch im historischen Vergleich teurer als Nicht-US-Aktien (siehe **Abbildung 21**). Daher könnten Rohstoffe im Vergleich zu Aktienmärkten außerhalb der USA weniger günstig erscheinen.

Abb. 21 – 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: 26. Februar 2021. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

...und Faktoren, die bisher unterstützend wirkten (sinkende Anleiherenditen und ein schwächerer Dollar), haben sich jetzt umgekehrt

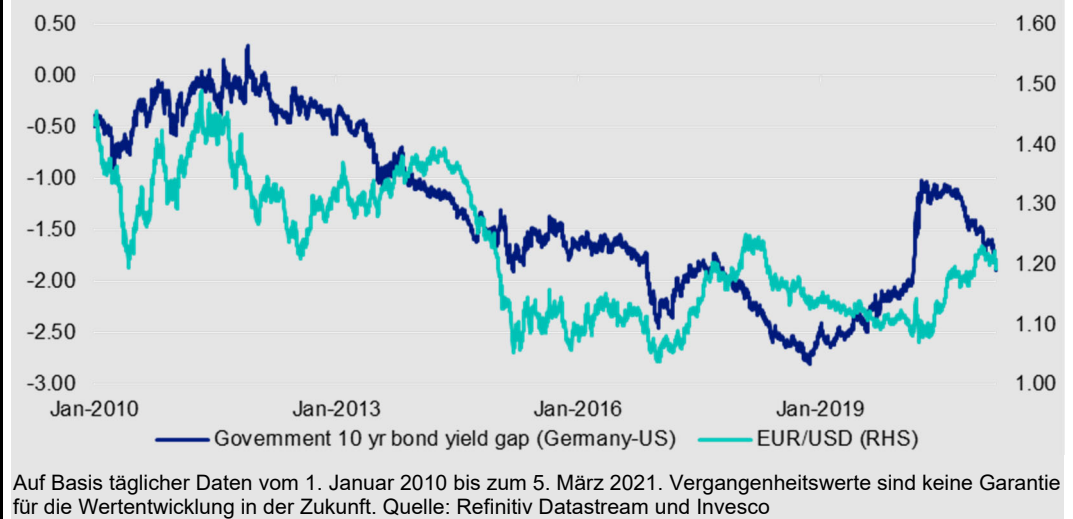
Der US-Aktienmarkt hat von einer hohen Konzentration von Technologiewerten und anderen Wachstumssektoren profitiert. Besonders hilfreich ist dies, wenn die Anleiherenditen sinken, was unserer Ansicht nach den fairen Wert wachstumsstarker Unternehmen gegenüber anderen erhöht. Die Tatsache, dass die Staatsanleiherenditen in den USA im Vergleich zu anderen Ländern in den letzten Jahren gesunken sind, hat unseres Erachtens auch auf den Dollar gedrückt (siehe **Abbildung 22**). Das kann zur Outperformance des US-Aktienmarktes in lokaler Währung beigetragen haben (über den Wechselkurseffekt aus der Umrechnung von Auslandsgewinnen).

USD erhält Unterstützung durch Spreadausweitung, ist aber nicht günstig

Jetzt, da die Anleiherenditen steigen, dürfte sich die hohe Gewichtung des US-Aktienmarktes in Wachstumssektoren als nachteilig erweisen. Außerdem deutet die Tatsache, dass die Renditen in den USA schneller steigen als in anderen Ländern (und das schon seit fast einem Jahr), für uns darauf hin, dass der Dollar seinen tiefsten Stand erreicht haben und wieder erstarren könnte (siehe **Abbildung 22** zur Veranschaulichung der verzögerten Reaktion der Währung auf die Renditedifferenz in den letzten Jahren am Beispiel EUR/USD). Das könnte die Performance von US-Aktien im Vergleich zu anderen Märkten über den Effekt auf die Gewinne zusätzlich dämpfen.

Allerdings halten wir den Dollar nicht für billig. **Abbildung 23** zeigt, dass er gemessen am realen effektiven Wechselkurs rund 10% über der Norm der letzten Jahrzehnte notiert.

Abb. 22 – EUR/USD und Renditedifferenzen

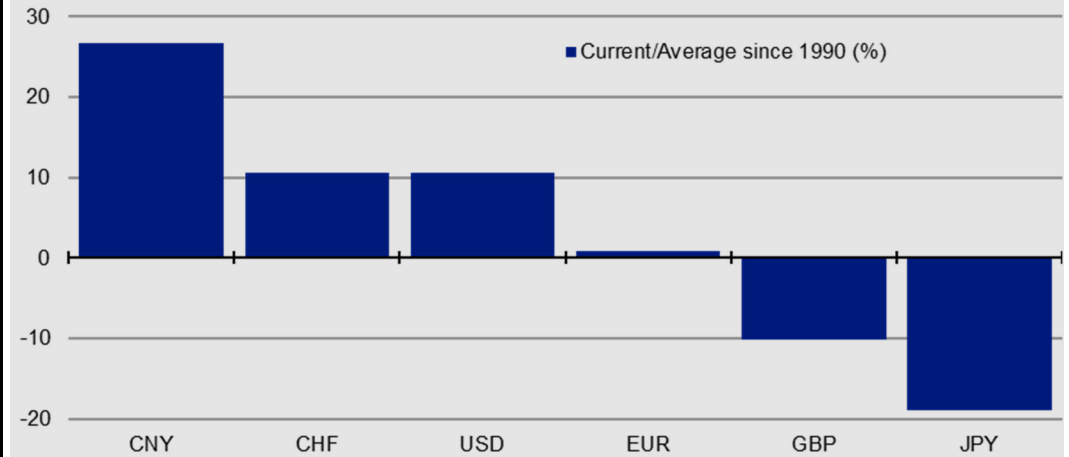


Auf Basis täglicher Daten vom 1. Januar 2010 bis zum 5. März 2021. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Der JPY könnte noch weiter abwerten, wenn die Märkte im „Risk-on“-Modus bleiben sollten

Wir vermuten, dass dies das Aufwärtspotenzial des USD begrenzen könnte, außer gegenüber dem chinesischen Yuan, der teurer erscheint als der Dollar. Am anderen Ende des Spektrums steht der japanische Yen, der in dieser Hinsicht weiterhin die günstigste der bedeutenden Währungen ist. Allerdings vermuten wir, dass der Yen in einem „Risk-on“-Umfeld noch günstiger werden könnte.

Abb. 23 – Reale effektive Wechselkurse*



*Währungsindizes gemessen an einem handelsgewichteten Währungskorb und um Inflationsunterschiede bereinigt. Stand: 26. Februar 2021. Quelle: OECD, Datastream und Invesco

Ein erstarkender Dollar könnte Rohstoffe und EM-Anlagen belasten

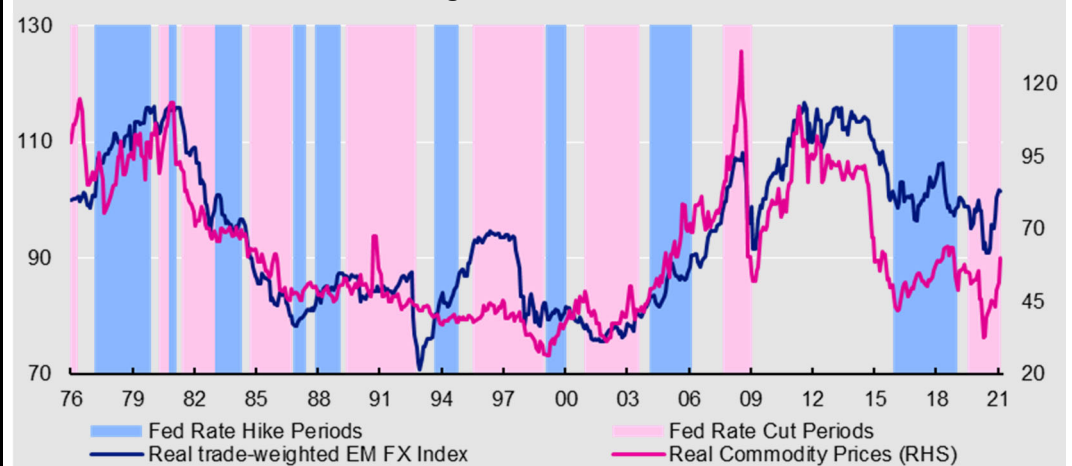
Falls der Dollar aufwerten sollte, könnte das auch die Rohstoffpreise belasten. Dabei ist zu beachten, dass das in **Abbildung 14** dargestellte Gold-Modell den handelsgewichteten Dollar als erklärende Variable enthält. Die Dollarabwertung hat die negativen Auswirkungen der steigenden Staatsanleiherenditen auf den Goldpreis in den letzten Monaten zum Teil ausgeglichen. Diese Unterstützung durch den Dollar könnte sich nun umkehren.

Außerdem könnte er für ein nicht währungsgesichertes Engagement in US-Zins- und -Immobilienanlagen sprechen

Ein stärkerer Dollar würde eher für nicht währungsgesicherte Allokationen in US-Anlagen ohne Auslandsexposure sprechen (zum Beispiel Anleihen oder Immobilien). Außerdem könnte er die Schwellenländer belasten – durch die Auswirkungen auf die Rohstoffpreise und die Kosten des Schuldendienstes in Dollar. Unser Index für EM-Währungen hat sich – im Einklang mit dem Anstieg der Rohstoffpreise – in den letzten Monaten kräftig erholt (+12% seit Juni 2020 – siehe **Abbildung 24**), aber das weitere Aufwärtspotenzial könnte begrenzt sein.

Der Invesco-

Abb. 24 – Schwellenländerwährungen, Rohstoffe und die Fed



Hinweis: Monatliche Daten von Januar 1976 bis Februar 2021. Beim realen, handelsgewichteten EM-Währungsindex handelt es sich um einen handelsgewichteten Durchschnitt der nationalen Währungen gegenüber dem US-Dollar (die Handelsgewichte basieren auf den gesamten Handelsströmen jedes Landes). Der EM-Korb enthält 18 Währungen – die von China, Brasilien, Südkorea, Mexiko, Singapur, Indien, Russland, Polen, Thailand, Türkei, Tschechischer Republik, Malaysia, Indonesien, Ungarn, Philippinen, Südafrika, Chile und Nigeria (nach der Höhe der Handelsströme). Die Inflationsbereinigung basiert auf den nationalen Verbraucherpreisindizes gegenüber dem CPI-Index der USA. Der reale Rohstoffpreisindex basiert auf dem S&P GSCI Commodity Spot Price Index, adjustiert anhand des US-amerikanischen Verbraucherpreisindex (CPI). Alle Indizes im Januar 1976 auf 100 umbasiert. Stand: 26. Februar 2021. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge.
Quelle: IWF, OECD, Oxford Economics, S&P GSCI, Bloomberg L.P., Refinitiv Datastream und Invesco.

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

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

Vor der Betrachtung der Prognosen für das kommende Jahr kann eine Orientierung an längerfristigen Renditeprognosen sinnvoll sein. Invesco Investment Solutions hat gerade seine Annahmen für die Entwicklung der Kapitalmärkte in den nächsten zehn Jahren (10-Year Capital Market Assumptions) veröffentlicht. **Abbildung 25** skizziert die CMA-Renditeprognosen für globale Anlageklassen in unterschiedlichen Währungen (da sich das CMA-Modell von unserem unterscheidet, mussten wir einige Kategorien anpassen – beispielsweise verwenden wir die CMA-Kategorie „Kurzlaufende US-Staatsanleihen“ stellvertretend für Liquidität und „Edelmetalle“ stellvertretend für Gold). Die regionalen Allokationen im Detail sind in **Anhang 3** ersichtlich.

Abb. 25: 10-Year Capital Market Assumptions von Invesco (globale Anlageklassen, % ann.)

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

Hinweis: Stand der Schätzungen ist der 31. Dezember 2020, auf Basis der Annahmen für die Entwicklung der Kapitalmärkte in den nächsten zehn Jahren von Invesco Investment Solutions, veröffentlicht in Long-Term Capital Market Assumptions (Februar 2021). Die USD-Version der CMAs ist in Anhang 3 dargestellt. Die Tabelle oben verwendet die „geometrische erwartete Rendite“ Version für globale Anlageklassen („Gold“ basiert auf den Prognosen für Edelmetalle und die „Cash & Gold“ Kategorie bildet den Durchschnitt beider Anlagewerte ab). Diese Schätzungen spiegeln die Einschätzungen von Invesco Investment Solutions wider; die Ansichten anderer Investmentteams von Invesco können von diesen abweichen. Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden. Quelle: Invesco Investment Solutions

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

Wie zu erwarten, ist die prognostizierte Rendite umso höher, je weiter wir uns im Risikospektrum nach oben bewegen. Dabei gibt es eine Ausnahme: Rohstoffe. Letztere sind die einzige zyklische Anlageklasse, die in den optimalen Portfolios kaum berücksichtigt ist (siehe **Abb. 26**). Obwohl die Ergebnisse in Abhängigkeit von der Basiswährung und Sharpe-Ratio- bzw. Renditemaximierung variieren, gibt es einige allgemeingültige Themen: Die Immobilienallokation ist in allen Fällen maximal ausgeschöpft, während IG, HY und Rohstoffe weitgehend nicht berücksichtigt werden; die Aktienallokation ist generell übergewichtet und Staatsanleihen sind weitgehend untergewichtet. Die Kombination von Cash und Gold ist größtenteils übergewichtet, aber die Präferenz für Cash bzw. Gold variiert (sie sind nie gleichzeitig vertreten). Schauen wir uns an, wie sich eine Verkürzung des Anlagehorizonts und zyklische Faktoren auf unsere Schlussfolgerungen auswirken.

Abb. 26: 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
			Cash & Gold	5%	0-10%	10 %	8%	10 %	10 %	0%
Cash	2,5%	0-10%	10 %	0%	10 %	0%	0%	0%	0%	0%
Gold	2,5%	0-10%	0%	8%	0%	10 %	0%	7 %	0%	10 %
Staatsanleihen	25%	10-40%	40%	11%	19%	10 %	34%	23%	10 %	13%
IG-Unternehmensanleihen	10 %	0-20%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
HY-Unternehmensanleihen	5%	0-10%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	0%
Aktien	45%	25-65%	32%	65%	55%	64%	50%	54%	65%	61%
Immobilien	8%	0-16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Rohstoffe	2%	0-4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	0%

Hinweis: Die Optimierungen basieren auf den von Invesco Investment Solutions in den Long-Term Capital Market Assumptions (Februar 2021) veröffentlichten Ertragsprognosen für die nächsten zehn Jahre, wie in **Abbildung 25** 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

Zugrunde liegende
Annahmen nach oben
korrigiert

Prognosen für das kommende Jahr

Obwohl wir die Richtung größtenteils richtig vorausgesagt haben, sind viele unserer Prognosen für Ende 2021 bereits übertroffen worden. Dies stellt uns vor die Wahl, unsere Prognosen nach oben zu korrigieren oder an den ursprünglichen Prognosen festzuhalten. Da unser Vertrauen in die Erholung inzwischen größer ist, haben wir uns dazu entschieden, unsere konjunkturabhängigen Annahmen – zum Beispiel zur Entwicklung der Anleiherenditen und Aktienindizes – nach oben zu korrigieren. Auch unser Ausblick für den US-Dollar ist jetzt optimistischer.

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

- Die Zentralbanken halten die Leitzinsen stabil und setzen ihre Assetkäufe fort; eine Rückführung der quantitativen Lockerung („Tapering“) ist jedoch wahrscheinlicher geworden
- Durch die Tapering-Aussicht werden die Zinskurven steiler; die Renditen in den USA steigen stärker als in den meisten anderen Märkten
- Die IG- und HY-Spreads nähern sich historischen Tiefständen und die Ausfallraten sinken
- Gestützt durch die Spreadentwicklung wertet der USD auf
- Die Aktiendividenden erholen sich, aber die Dividendenrenditen steigen leicht an (wie die Anleiherenditen)
- Die Ausschüttungen aus Immobilienanlagen (REITs) erreichen ihren Tiefpunkt und die Immobilienrenditen stabilisieren sich
- Rohstoffe konsolidieren die jüngsten Gewinne (und der Goldpreis sinkt aufgrund der steigenden Anleiherenditen und des steigenden Dollars)

10-jährige US-
Staatsanleihenrendite
steigt auf 2,00% und
USD erstarkt

Die Annahmen, die unseren Prognosen zugrunde liegen, sind in **Anhang 4** dargelegt, während **Abbildung 27** zeigt, welche Marktziele wir daraus ableiten. Die vielleicht wichtigste Einzelprognose ist, dass die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe auf 2,00% ansteigen wird (was größtenteils auf einem Anstieg der realen Rendite im Zuge der nahenden Beendigung der Assetkäufe der Fed beruht). Wie in diesem Jahr bereits zu beobachten war, kann dies mehrere wichtige Auswirkungen haben: einen stärkeren Dollar, eine unterdurchschnittliche Performance von Wachstumsaktien (und Märkten mit einem deutlichen Wachstumsschwerpunkt), Abwärtsdruck auf den Goldpreis, eine geringere Begeisterung für andere Rohstoffe und erneute Zweifel an der Fähigkeit der Schwellenländer, ihre Schuldenlast zu finanzieren.

Wir mögen zyklische
Anlagen, sehen aber
weniger
Aufwärtspotenzial als
vor vier Monaten

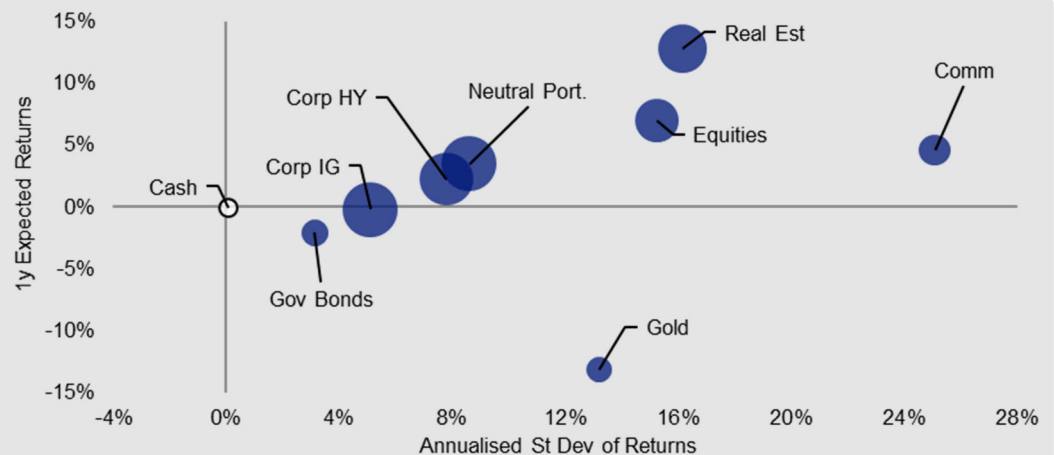
Obwohl wir glauben, dass der Zyklus aktienähnliche Anlagen begünstigen wird, halten wir viele dieser Anlagen bereits für so hoch bewertet, dass ihr Aufwärtspotenzial begrenzt ist. Beispielsweise rechnen wir zwar in den USA mit steigenden Dividenden – die Dividendenrendite ist aber extrem niedrig, und wenn wir nicht davon ausgehen, dass sie auf diesem Niveau verharrt, werden die prognostizierten Renditen begrenzt sein (weshalb wir auch nur einen geringen Wertzuwachs für den S&P 500 prognostizieren). Obwohl wir immer noch Aufwärtspotenzial bei zyklischen Anlagen sehen, halten wir das Potenzial für begrenzter als bei der Veröffentlichung unseres Ausblicks für 2021 vor vier Monaten.

Abb. 27 – Marktprognosen

		Aktuell	Prognose
		(26.02.2021)	12 Monate
Zentralbankzinsen	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
10-Jährige Anleiherenditen	USA	1,45	2,00
	Eurozone	-0,29	0,10
	China	3,29	3,50
	Japan	0,16	0,15
	Großbritannien	0,86	1,10
Wechselkurse/USD	EUR/USD	1,21	1,15
	USD/CNY	6,48	6,80
	USD/JPY	106,60	112,00
	GBP/USD	1,39	1,35
	USD/CHF	0,90	0,98
Aktienindizes	S&P 500	3811	3900
	Euro Stoxx 50	3636	4000
	FTSE A50	18317	19000
	Nikkei 225	28966	29000
	FTSE 100	6483	7300
Rohstoffe (USD)	Brent/Barrel	66	70
	Gold/Feinunze	1727	1500
	Kupfer/Tonne	9139	9750

Hinweise: Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco Global Market Strategy Office

Abb. 28 – Prognostizierte Risiko-Rendite-Verhältnisse globaler Anlagewerte in den



nächsten 12 Monaten

Auf Basis der Erträge in lokaler Währung. Bei den Ertragszahlen handelt es sich um Prognosen; die Standardabweichung der Erträge basiert jedoch auf den historischen Daten für die jeweils letzten 5 Jahre. Die Größe der Blasen steht im Verhältnis zur durchschnittlichen paarweisen Korrelation mit anderen Vermögenswerten. Die Cash-Position besteht zu gleichen Teilen aus USD-, EUR-, GBP- und JPY-Liquidität. Die neutralen Portfoliogewichte sind in **Abb. 3** dargestellt. Stand: 26. Februar 2021. Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: BAML, MSCI, GSCI, FTSE, Refinitiv Datastream und Invesco

Wir glauben, dass Immobilien die höchsten Erträge liefern werden

Unsere Renditeprognosen entsprechen weitgehend den in **Abbildung 8** dargestellten GMS-Rankings mit den besten Renditen aus Aktien-, Immobilien-, Rohstoff- und HY-Anlagen (siehe **Abbildung 28**). Optimistischer sind wir jedoch für Immobilienanlagen, da die erhöhten REIT-Renditen den Aufwärtsdruck durch steigende Anleiherenditen abfedern dürften. Dagegen werden die steigenden Staatsanleiherenditen unserer Erwartung nach zu einer negativen Performance von Staatsanleihen und Anlageerträgen von nahezu null aus IG-Anleihen führen. Angesichts des erwarteten Anstiegs der US-Staatsanleiherenditen und der damit verbundenen erwarteten Aufwertung des US-Dollars prognostizieren wir negative Renditen aus Goldanlagen.

Die Optimierung hilft, zwischen Risiko und Rendite abzuwägen (zyklische Anlagen und Cash bevorzugt)

Um auf Grundlage dieser Erträge ein diversifiziertes Multi-Asset-Portfolio zusammenzustellen, dürfen wir nicht nur die Anlagewerte auswählen, von denen wir die beste Performance erwarten – schließlich könnten wir falsch liegen. Daher verwenden wir einen Optimierungsprozess. **Abbildung 29** veranschaulicht die Ergebnisse dieses Prozesses. Wir haben eine Präferenz für zyklische Anlagen, wobei Cash unser bevorzugter Diversifikator ist.

Wir reduzieren unsere Rohstoffallokation und erhöhen unsere Staatsanleihenallokation

Sofern es sich um klare Signale handelt, folgen wir den Vorschlägen des Optimierers größtenteils: Im Rahmen unserer Modell-Asset-Allokation setzen wir weiter auf Maximalallokationen in Immobilien und Cash sowie eine Nullallokation in IG und Gold. Allerdings haben wir das Rohstoffengagement nur auf eine neutrale Allokation von 2% zurückgeführt (und nicht auf null, wie vom Optimierer angezeigt). Wir bleiben übergewichtet in Aktien und untergewichtet in Staatsanleihen (wobei wir die letztgenannte Allokation nach der zuletzt unterdurchschnittlichen Performance von Staatsanleihen etwas erhöht haben). Wir bleiben bei unserer neutralen Allokation in HY.

Abb. 29 – 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*
Cash & Gold	5%	0-10%	-6,7%	10 %	10 %	10 %
Cash	2,5%	0-10%	-0,1%	10 %	10 %	10 %
Gold	2,5%	0-10%	-13,2%	0%	0%	0%
Staatsanleihen	25%	10-40%	-2,1%	10 %	25%	↑ 17%
IG-Unternehmenanleihen	10 %	0-20%	-0,2%	0%	0%	0%
HY-Unternehmenanleihen	5%	0-10%	2,3%	3%	10 %	5%
Aktien	45%	25-65%	7,0%	61%	39%	50%
Immobilien	8%	0-16%	12,8%	16%	16%	16%
Rohstoffe	2%	0-4%	4,6%	0%	0%	↓ 2%

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

Modell-Asset-Allokation: unveränderte, aggressivere oder defensivere Ausrichtung?

Wir halten an unserer Präferenz für zyklische Anlagen fest, mäßigen diese aber etwas

Da wir 2021 mit einer kräftigen Erholung der Weltwirtschaft rechnen, halten wir an unserer Präferenz für zyklische Anlagen fest. Wir fürchten aber, dass die positiven Signale zu einem Großteil bereits eingepreist sind; wie in **Abbildung 29** angedeutet, haben wir die Rohstoffallokation (auf neutral) reduziert und unser Exposure in Staatsanleihen etwas erhöht (wobei wir untergewichtet bleiben). Dies sind geringfügige Anpassungen; wir haben aber auch mehrere Änderungen an den regionalen Allokationen in den verschiedenen Anlageklassen vorgenommen (siehe **Abbildung 3** für einen Überblick über die regionalen Allokationen).

Industrierohstoffe reduziert

Wir bevorzugen zyklische Anlagen, fürchten aber, dass einige **Rohstoffe** inzwischen teuer sind. Daher haben wir das Rohstoffexposure von der Maximalallokation (4%) auf neutral (2%) reduziert. Dazu führen wir unsere Allokation in Energie auf ein neutrales Niveau von 1% zurück und die Allokation in Industriemetalle auf null. Wir bleiben bei unserer Nullallokation in Edelmetalle und der Übergewichtung von Agrarrohstoffen, dem unserer Ansicht nach einzigen günstig erscheinenden Rohstoffkomplex.

Staatsanleihen nach jüngster Schwächephase leicht aufgestockt

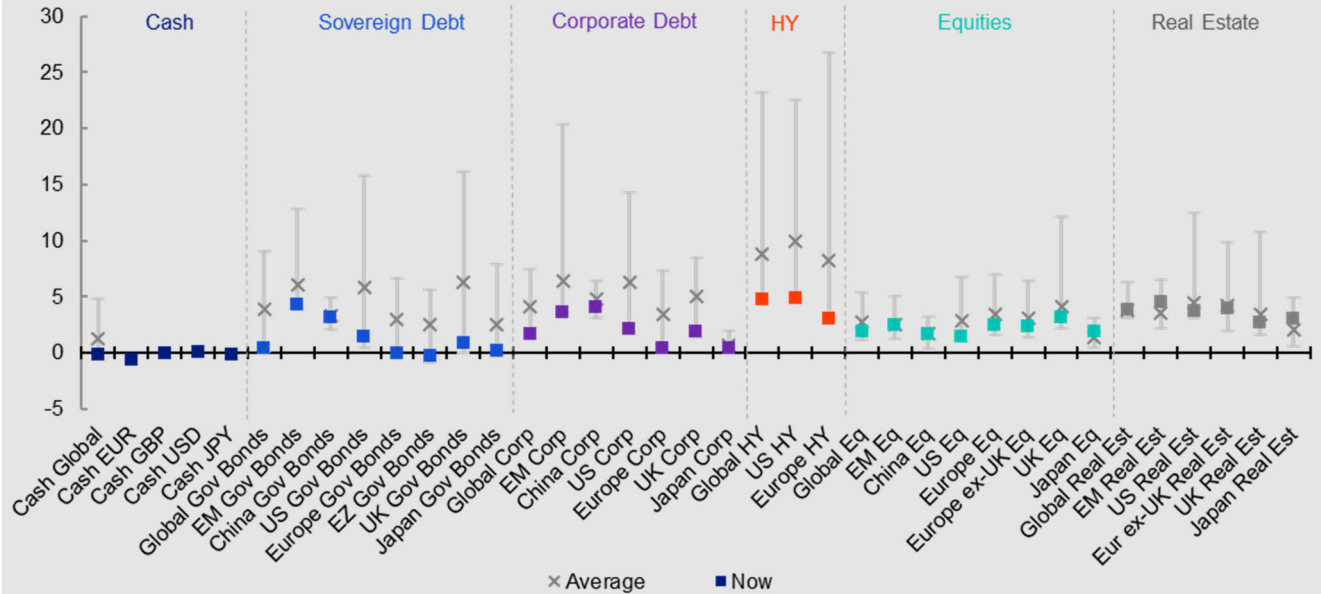
Dafür haben wir die Allokation in **Staatsanleihen** von 15% auf 17% erhöht (Untergewichtung gegenüber der Neutralallokation von 25%). Wir haben die US-Position ausgebaut (bleiben aber untergewichtet), obwohl wir fürchten, dass die Renditen hier stärker steigen werden als andernorts (wir vermuten, dass der Dollar aufwerten wird, und haben das Währungsrisiko nicht abgesichert). Außerdem bauen wir die Japan-Position leicht aus, da wir glauben, dass die Renditen durch die Geldpolitik der japanischen Zentralbank gedämpft bleiben werden; wir bleiben aber auch hier untergewichtet. Nach der Erholung des britischen Pfundes in den vergangenen Monaten reduzieren wir die Position in Großbritannien auf neutral. Obwohl wir EM-Anleihen weiter positiv sehen, reduzieren wir unsere Übergewichtung in dieser Anlageklasse (durch Entfernung der China-Allokation).

Stärkere Fokussierung auf USA im HY-Bereich	Wir halten an unserer Nullallokation in IG -Anleihen und unserer neutralen Allokation in HY -Anleihen fest. Da wir mit einer Aufwertung des US-Dollars rechnen, konzentrieren wir uns jetzt ausschließlich auf Hochzinsanleihen aus den USA und haben die HY-Allokation in Europa auf null reduziert.
Immobilien unverändert, aber britische Allokation nach kräftiger Erholung reduziert	Wir halten an unserer Maximalallokation (16%) in Immobilien fest; dabei haben wir das Engagement am US-amerikanischen und japanischen Immobilienmarkt erhöht (auf noch stärker Übergewichtet), die Allokation in britische Immobilien dagegen reduziert (auf neutral). Seit unserer letzten Veröffentlichung war der britische Markt der Top-Performer unter den Immobilienmärkten (gemessen an REITS) – das gilt umso mehr, wenn Währungsbewegungen berücksichtigt werden (siehe Anhang 2). Unsere bevorzugten Märkte sind jetzt die EM, Europa ohne Großbritannien und Japan.
Aktien unverändert, aber China und Japan reduziert; Großbritannien erhöht	Die Aktien allokation bleibt ebenfalls unverändert (übergewichtet mit 50%). Nach der starken Performance des Jahres 2020 und aufgrund der hohen Bedeutung der Technologiewerte für diesen Markt haben wir die Allokation in China auf neutral reduziert (während wir die EM-Allokation insgesamt unverändert lassen und übergewichtet bleiben). Außerdem haben wir die Allokation in Japan reduziert und das Engagement in Großbritannien ausgebaut (beide bleiben übergewichtet). Obwohl britische Aktien in den letzten vier Monaten die beste Performance erzielt haben (Anhang 2), sehen wir hier auch auf Sicht der nächsten zwölf Monate das größte Wertzuwachspotenzial (unterstützt durch das Bewertungsniveau und das hohe Gewicht rohstoffnaher Branchen und des Finanzsektors). Wir bleiben in US-Aktien untergewichtet, da wir das Bewertungsniveau an diesem Markt für ausgereizt halten und der Technologiesektor sowie andere Wachstumssektoren durch steigende Anleiherenditen unter Druck geraten dürften.
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 Abbildungen 28 und 29). Daher bleiben wir bei der Maximalallokation von 10%.
Gold wird sich in unserem Szenario schwertun	Gold hat 2020 extrem gut performt; im Zuge des (von uns erwarteten) Anstiegs der Anleiherenditen und erstarkenden Dollars wird der Goldpreis aber vermutlich zurückgehen. Wir bleiben bei unserer Nullgewichtung.
Europa und EM bevorzugt, aber weniger als zuvor; US-Exposure erhöht	Wie Abbildung 3 zeigt, bevorzugen wir in unserer Modell-Asset-Allokation die Regionen, die in einem globalen Aufschwung unserer Ansicht nach am stärksten profitieren werden: EM und Europa (einschließlich Großbritannien). Allerdings haben wir das Ausmaß der Übergewichtung dieser Märkte reduziert und dafür unsere US-Allokation erhöht, sodass diese jetzt weniger untergewichtet ist (wir rechnen mit einer leichten Aufwertung des Dollars, sehen US-Aktien aber skeptisch). Wir halten an unserem Ansatz fest, keine Währungsrisiken abzusichern – die von uns erwartete Dollar-Stärke reicht unserer Ansicht nach nicht aus, um eine Währungsabsicherung zu rechtfertigen

Anhänge

Anhang 1: Globale Bewertungen im historischen Vergleich

Regionale Renditen bewegen sich innerhalb historischer Spannen



Hinweise: Stand: 26. Februar 2021. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: Bloomberg Barclays, BofAML, FTSE, Refinitiv Datastream, Invesco

Anhang 2: Gesamttrendite der Anlageklassen

Data as at 28/02/2021	Index	Current Level/Ry	Total Return (USD, %)				Total Return (Local Currency, %)			
			4m	YTD	12m	5y*	4m	YTD	12m	5y*
Equities										
World	MSCI	657	19.9	1.9	30.9	14.8	18.5	2.3	27.8	14.4
Emerging Markets	MSCI	1339	21.9	3.9	36.5	15.7	20.0	4.9	34.8	15.3
China	MSCI	115	12.2	6.3	43.3	20.5	11.8	6.2	41.7	20.3
US	MSCI	3720	18.1	1.7	34.1	17.4	18.1	1.7	34.1	17.4
Europe	MSCI	1854	23.8	1.0	20.9	9.5	18.1	1.4	10.1	8.0
Europe ex-UK	MSCI	2323	22.8	0.3	24.7	11.1	18.3	1.5	13.3	8.9
UK	MSCI	1061	27.3	3.4	9.2	4.8	17.7	1.1	-0.2	4.7
Japan	MSCI	3873	17.8	0.5	28.9	11.7	20.0	3.7	27.3	10.4
Government Bonds										
World	BofA-ML	0.48	-1.3	-3.7	2.3	2.7	-2.7	-2.9	-1.7	1.8
Emerging Markets (USD)	BBloom	4.33	1.8	-5.3	0.3	7.2	1.8	-5.3	0.3	7.2
China	BofA-ML	3.13	5.0	1.4	8.4	3.3	1.2	0.2	0.2	3.0
US (10y)	Datastream	1.45	-4.5	-4.3	0.1	2.9	-4.5	-4.3	0.1	2.9
Europe	BofA-ML	0.01	1.9	-3.3	9.9	4.3	-2.2	-2.5	-0.6	2.0
Europe ex-UK (EMU, 10y)	Datastream	-0.29	0.8	-3.5	7.0	4.0	-3.3	-2.7	-3.2	1.7
UK (10y)	Datastream	0.86	2.6	-3.5	5.9	2.8	-5.1	-5.7	-3.2	2.7
Japan (10y)	Datastream	0.16	-2.9	-4.3	-1.4	1.2	-1.0	-1.2	-2.6	0.0
IG Corporate Bonds										
Global	BofA-ML	1.69	1.6	-2.6	5.4	5.5	0.0	-2.5	2.2	4.9
Emerging Markets (USD)	BBloom	3.65	5.6	-0.4	9.1	12.0	5.6	-0.4	9.1	12.0
China	BofA-ML	4.07	4.9	1.7	10.0	2.9	1.1	0.5	1.7	2.6
US	BofA-ML	2.16	-0.1	-3.2	2.5	5.8	-0.1	-3.2	2.5	5.8
Europe	BofA-ML	0.48	4.5	-1.7	11.5	4.8	0.2	-0.9	0.9	2.5
UK	BofA-ML	1.89	7.5	-2.0	11.3	5.8	-0.6	-4.2	1.7	5.7
Japan	BofA-ML	0.45	-1.8	-3.3	0.5	1.5	0.1	-0.2	-0.7	0.4
HY Corporate Bonds										
Global	BofA-ML	4.73	7.7	0.5	10.2	8.9	6.7	0.6	8.1	8.4
US	BofA-ML	4.84	6.7	0.7	8.6	8.8	6.7	0.7	8.6	8.8
Europe	BofA-ML	3.08	10.7	0.2	16.6	8.1	6.2	1.0	5.5	5.7
Cash (Overnight LIBOR)										
US		0.08	0.0	0.0	0.1	1.2	0.0	0.0	0.1	1.2
Euro Area		-0.59	2.0	-1.2	10.3	1.5	-0.2	-0.1	-0.6	-0.5
UK		0.04	7.0	1.9	8.1	0.5	0.0	0.0	0.1	0.4
Japan		-0.08	-1.7	-3.1	3.5	1.3	0.0	0.0	-0.1	-0.1
Real Estate (REITs)										
Global	FTSE	1827	20.2	3.1	1.6	6.6	15.4	3.9	-8.0	4.2
Emerging Markets	FTSE	2039	14.3	3.6	-2.7	10.6	9.7	4.4	-11.9	8.2
US	FTSE	2943	21.6	5.0	2.2	5.7	21.6	5.0	2.2	5.7
Europe ex-UK	FTSE	3482	14.6	-7.2	0.6	8.2	10.0	-6.5	-8.9	5.9
UK	FTSE	1177	24.9	2.9	4.3	2.4	15.5	0.6	-4.7	2.4
Japan	FTSE	2769	20.0	6.2	2.1	4.3	22.3	9.6	0.9	3.1
Commodities										
All	GSCI	2294	37.8	16.1	8.4	2.6	-	-	-	-
Energy	GSCI	335	61.1	25.5	-9.6	1.0	-	-	-	-
Industrial Metals	GSCI	1559	23.4	11.4	39.3	9.9	-	-	-	-
Precious Metals	GSCI	2023	-6.6	-8.0	11.3	6.2	-	-	-	-
Agricultural Goods	GSCI	434	24.6	8.5	32.0	0.1	-	-	-	-
Currencies (vs USD)**										
EUR		1.21	3.7	-1.1	9.5	2.1	-	-	-	-
JPY		106.60	-1.8	-3.1	1.4	1.1	-	-	-	-
GBP		1.40	8.1	2.3	9.5	0.1	-	-	-	-
CHF		1.10	0.9	-2.5	6.3	1.9	-	-	-	-
CNY		6.48	3.4	0.8	8.0	0.2	-	-	-	-

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).

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	0.5	0.5	1.5	0.35
	US Treasury Intermediate	BBG BARC US Treasury Intermediate	0.7	0.8	4.5	0.18
	US Treasury Long	BBG BARC US Treasury Long	0.8	1.4	11.5	0.12
	US TIPS	BBG BARC US TIPS	1.1	1.2	5.6	0.22
	US Bank Loans	CSFB Leverage Loan Index	4.3	4.7	8.5	0.55
	US Aggregate	BBG BARC US Aggregate	1.4	1.6	5.9	0.27
	US Inv Grd Corps	BBG BARC US Investment Grade	1.3	1.6	7.6	0.21
	US MBS	BBG BARC US MBS	1.6	1.8	6.6	0.28
	US Preferred Stocks	BOA ML Fixed Rate Pref Securities	2.7	3.4	12.5	0.28
	US High-Yield Corps	BBG BARC US High Yield	3.1	3.6	10.2	0.35
	US Intermediate Municipals	BOA ML US Municipal (3Y-15Y)	2.2	2.4	6.0	0.40
	US High-Yield Municipals	BBG BARC Municipal Bond High Yield	2.3	2.6	8.6	0.31
	Global Aggregate	BBG BARC Global Aggregate	1.7	1.9	6.5	0.30
	Global Aggregate-Ex US	BBG BARC Global Aggregate- Ex US	1.8	2.3	9.9	0.23
	Global Treasury	BBG BARC Global Treasuries	1.5	1.9	8.1	0.23
	Global Sovereign	BBG BARC Global Sovereign	1.3	1.5	6.6	0.22
	Global Corporate	BBG BARC Global Corporate	1.7	2.0	7.5	0.27
	Global Inv Grd	BBG BARC Global Corporate Inv Grd	1.5	1.8	7.6	0.23
	Eurozone Corporate	BBG BARC Euro Aggregate Credit - Corporate	1.5	2.3	13.2	0.18
	Eurozone Treasury	BBG BARC Euro Aggregate Government - Treasury	1.4	2.1	12.1	0.18
	Asian Dollar Inv Grd	BOA Merrill Lynch ACIG	2.0	2.3	8.1	0.28
	Asian Dollar High Yield	BOA Merrill Lynch ACHY	5.9	7.5	18.2	0.41
	EM Aggregate	BBG BARC EM Aggregate	2.7	3.5	12.8	0.27
	EM Aggregate Sovereign	BBG BARC EM Sovereign	1.6	1.9	8.0	0.24
	EM Aggregate Corporate	BBG BARC EM Corporate	1.3	1.5	5.5	0.27
	EM Corporate IG	BBG BARC EM USD Aggregate - Corporate -IG	1.7	1.8	4.8	0.38
Equities	World Equity	MSCI ACWI	6.4	7.8	17.1	0.45
	World Ex-US Equity	MSCI ACWI Ex-US	7.5	9.1	19.0	0.48
	US Broad	Russell 3000	5.8	7.3	17.6	0.41
	US Large Cap	S&P 500	5.6	6.9	16.8	0.41
	US Mid Cap	Russell Midcap	6.5	8.3	19.7	0.42
	US Small Cap	Russell 2000	8.2	10.5	23.2	0.46
	MSCI EAFE	MSCI EAFE	6.6	8.2	18.8	0.44
	MSCI Europe	MSCI Europe	6.8	8.4	18.9	0.44
	Eurozone	MSCI Euro X UK	6.2	8.0	19.9	0.40
	UK Large Cap	FTSE 100	8.7	10.5	20.3	0.52
	UK Small Cap	FTSE Small Cap UK	10.1	13.0	25.9	0.50
	Canada	S&P TSX	7.7	9.6	20.5	0.47
	Japan	MSCI JP	5.9	8.2	22.7	0.36
	Emerging Market	MSCI EM	9.2	11.9	25.3	0.47
	Asia Pacific Ex JP	MSCI APXJ	8.4	11.2	25.4	0.44
Pacific Ex JP	MSCI Pacific X JP	9.1	14.3	35.5	0.40	
Alternatives	US REITs	FTSE NAREIT Equity	9.6	11.2	18.7	0.60
	Global REITs	FTSE EPRA/NAREIT Developed Index	9.0	10.5	18.5	0.57
	Hedge Funds	HFRI HF Index	6.3	6.7	8.7	0.77
	Commodities	S&P GSCI	3.8	6.3	23.8	0.27
	Agriculture	S&P GSCI Agriculture	-0.5	1.7	21.5	0.08
	Energy	S&P GSCI Energy	6.0	11.7	37.2	0.31
Industrial Metals	S&P GSCI Industrial Metals	3.6	6.3	24.0	0.26	
Precious Metals	S&P GSCI Precious Metals	2.0	3.6	18.6	0.19	

Hinweise: Stand der Schätzungen: 31. Dezember 2020, wie in den Long-Term Capital Market Assumptions veröffentlicht (Februar 2021). Diese Schätzungen spiegeln die Einschätzungen von Invesco Investment Solutions wider; die Ansichten anderer Investmentteams von Invesco können von diesen abweichen. Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden. TIPS = Treasury Inflation Protected Securities, MBS = Mortgage Backed Securities. Quelle: Invesco Investment Solutions

Anhang 4: Wesentliche Annahmen

Wesentliche Annahmen, die dem prognostizierten Ertrag über 1 Jahr 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)	150	100	100	25	-	-
Spreads IG-Unternehmensanleihen vs. Staatsanleihen (Bps)	100	25	100	20	-	-
Spreads HY-Unternehmensanleihen vs. Staatsanleihen (Bps)	350	250	-	-	-	-
Ausfallraten HY-Unternehmensanleihen (%)	3,5	3,5	-	-	-	-
Verwertungsquoten HY- Unternehmensanleihen (%)	43	50	-	-	-	-
Dividendenwachstum Aktien (%)*	10,0	20,0	20,0	10,0	20,0	10,0
Dividendenrendite Aktien (%)*	1,5	2,6	3,4	2,1	2,7	1,8
Wachstum Immobiliendividenden (%)*	10,0	10,0	10,0	5,0	15,0	-
Dividendenrendite Immobilien (%)*	3,8	4,0	3,0	2,8	4,6	-

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

Quelle: Invesco Global Market Strategy Office

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

Prozess der Portfoliokonstruktion

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

Welche Anlageklassen?

Wir 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 arbiträren Wert von 5%. Wir sorgen für eine ausreichende Diversifikation, indem wir Bandbreiten für die Allokationen in die einzelnen Anlagekategorien festlegen (die Bandbreite ist gewöhnlich symmetrisch rund um neutral).

Erwartete/prognostizierte Erträge

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

Portfoliooptimierung

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

Währungsabsicherung

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

Anhang 6: Daten- und Benchmark-Definitionen

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

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

Gold: Londoner Spotpreis in USD/Feinunze.

Staatsanleihen: Die aktuellen Werte in der Marktprognose-Tabelle (Abb. 27) beziehen sich auf die Datastream-Daten zur zehnjährigen Benchmarkrendite in den USA, der Eurozone, Japan und Großbritannien sowie die Thomson Reuters China Daten zur zehnjährigen Benchmarkrendite für China. Die historischen und prognostizierten Renditen und Erträge (Abb. 1, 2, 4, 5, 28 und 29) basieren auf den Staatsanleiheindizes von Bank of America Merrill Lynch mit historischen Bandbreiten für die globalen, Europa ex-UK, UK- und Japan-Indizes ab 31. Dezember 1985, für den US-Index ab 30. Januar 1978 und für den China-Index ab 31. Dezember 2004. Die Renditen und Erträge aus Emerging-Market-Anleihen basieren auf dem Barclays Bloomberg Emerging Markets Sovereign US Dollar Bond Index mit historischen Bandbreiten ab dem 28. Februar 2003. Die gleichen Indizes werden für **Anhang 1** herangezogen.

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

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

Aktien: Wir verwenden die Benchmark-Indizes von MSCI zur Berechnung der prognostizierten Erträge und berechnen die langfristigen Gesamterträge mit

historischen Bandbreiten ab 31. Dezember 1969 für die globalen, US-, Europa ex-UK, UK- und Japan-Indizes, ab 31. Dezember 1987 für den Emerging-Markets-Index und ab 31. Dezember 1992 für den China-Index (**Abbildungen 1, 2, 28 & 29**). Die Aktienindexbewertungen (**Abbildungen 4, 5, 21** und **Anhang 1**) basieren auf den Dividendenrenditen und Kurs-Gewinn-Verhältnissen der Datastream-Benchmarkindizes mit historischen Bandbreiten ab 1. Januar 1973 für die globalen, US-, Europa ex-UK- und Japan-Indizes, 31. Dezember 1969 für den britischen Index, 2. Januar 1995 für den Emerging-Markets-Index und 26. August 1991 für den China-A-Aktien-Index.

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

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

Daten- und Benchmark-Definitionen für Anhang 2

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

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

Gold: Londoner Spotpreis in USD/Feinunze.

Staatsanleihen: Aktuelle Kurse, Renditen und 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 China, die Welt und Europa. Die Renditen und Erträge aus Emerging-Market-Anleihen basieren auf dem Barclays Bloomberg Emerging Markets Sovereign US Dollar Bond Index.

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

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

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

Rohstoffe: Goldman Sachs Commodity Total Return Indizes

Immobilien: FTSE EPRA/NAREIT Total Return Indizes

Währungen: Global Trade Information Services Spotkurse

Daten- und Benchmark-Definitionen für langfristigen US-Aktienindex (Abbildung 20)

Wir haben einen breit gefassten Total-Return-Index für den US-Aktienmarkt berechnet, der auf Index- und Dividendendaten des US-Wissenschaftlers Robert Shiller und von

Datastream basiert. Der Index für den Zeitraum vor 1926 basiert auf der Neuberechnung der Daten zu den Common Stock Indexes von Cowles & Associates durch Robert Shiller

(siehe [hier](#)). Von 1926 bis 1957 basieren die Shiller-Daten auf dem S&P Composite Index und danach auf dem S&P 500, wie wir ihn heute kennen.

Anhang 7: Methodik der IIS Capital Market Assumptions (Abb. 25 & Anhang 3)

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

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

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

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

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

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

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

Wesentliche Risiken

Der Wert einer Anlage und die Erträge hieraus können sowohl steigen als auch fallen und es ist möglich, dass Anleger den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhalten.

Wichtige 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: 26.02.2021, 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 Dokument 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 amtiert. BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, Paris, succursale de Zurich, Selnaustrasse 16, CH-8002 Zürich amtiert als Zahlstelle für die in der Schweiz registrierten Fonds. Das Herkunftsland der Fonds ist Luxemburg.

© 2021 Invesco.

EMEA3525/2021