Invesco

The Big Picture
Globale Asset Allokation Q4 2021

Vierteljährliches Update
Aus dem Global Market Strategy Office von Invesco

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

19. September 2021

The Big Picture
Globale Asset Allokation Q4 2021

Obwohl zyklische Anlagen in den letzten drei Monaten erneut gut performt haben, halten wir in unserer Modell-Asset-Allokation an unserer Allokation in zyklische Anlagewerte fest. Wir nehmen minimale Anpassungen vor – eine Rückführung der Allokation in höher verzinsliche Anleihen (auf untergewichtet) und eine entsprechende Aufstockung unserer Aktienallokation (auf noch stärker übergewichtet). Immobilien und Aktien bleiben unsere bevorzugten zyklischen Vermögenswerte, während Cash unser bevorzugter Diversifikator ist. Wir erhöhen die Allokationen in Anlagen aus den Emerging Markets (EM), Japan und Großbritannien, wobei wir eine Präferenz für britische Anlagewerte und EM-Assets haben.

Modell-Asset-Allokation

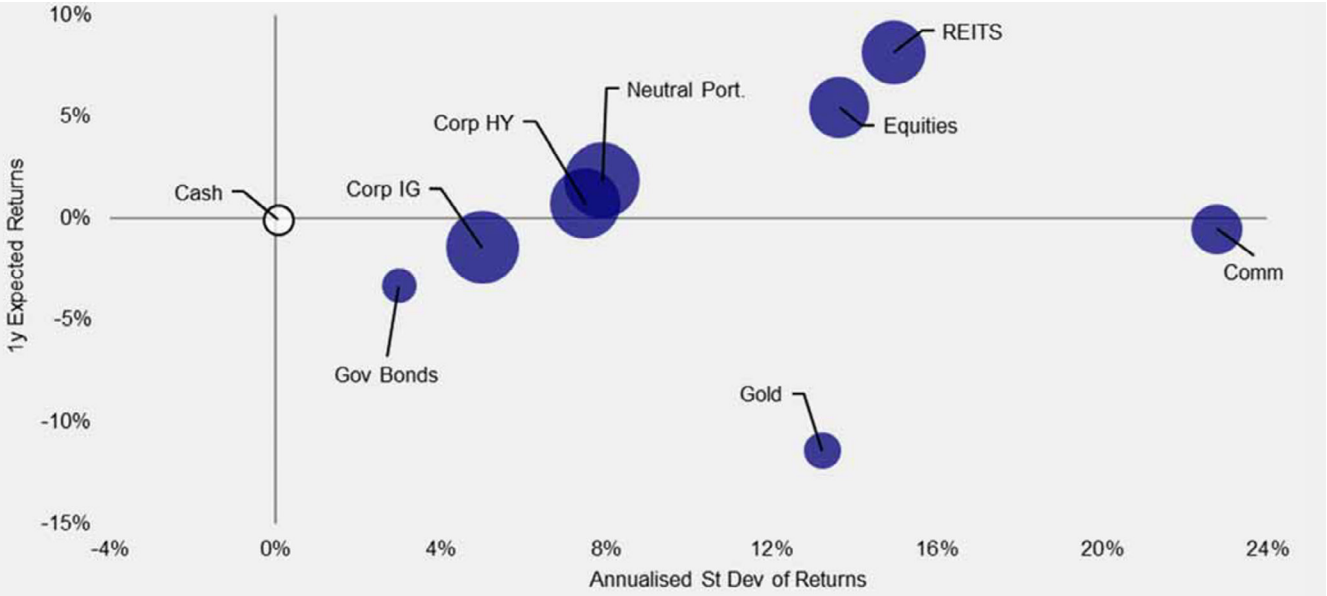
Wir vertreten folgende Positionen:

- Angesichts der sich erholenden Weltwirtschaft versprechen Aktien gute Renditen. Wir erhöhen unsere Übergewichtung.
- Immobilien (REITS) könnten die potenziell besten Renditen liefern. Wir belassen die Gewichtung auf Maximum.
- Hochverzinsliche Unternehmensanleihen (HY) sind inzwischen weniger attraktiv. Wir reduzieren auf Untergewichtung.
- Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) bieten jetzt keinen Vorteil mehr gegenüber Cash. Wir bleiben bei unserer Nullallokation.
- Die Perspektiven für Staatsanleihen sind unattraktiv. Wir bleiben untergewichtet.
- Die Renditen von Barmitteln sind zwar niedrig, aber dennoch stabil und unkorreliert (Cash bleibt unser bevorzugter Diversifikator). Wir belassen die Gewichtung auf Maximum.
- Rohstoffe profitieren vom Marktzyklus, sind jedoch teilweise überbewertet. Wir bleiben untergewichtet.
- Der Ausblick für Gold wird durch die Aussicht auf steigende Renditen und einen stärkeren USD belastet. Wir behalten unsere Position bei null.
- Auf regionaler Ebene bevorzugen wir Großbritannien und die EM (bei US-Anlagen bleiben wir untergewichtet)

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

- Aktien UK
- EM-Immobilien
- EM-Staatsanleihen
- USD-Liquidität

Abbildung 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 **Abbildung 3** dargestellt. Stand: 31.08.2021. **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: Mehr Aktien, weniger Hochzinsanleihen **4**
Modell-Asset-Allokation **7**
Seit unserem letzten Bericht **8**
Der Blick nach vorn: Fokussierung auf das nächste Jahrzehnt mit den CMAs von Invesco **10**
Die Weltwirtschaft hat sich auf ein niedrigeres Wachstumstempo eingestellt **12**
Von Konjunktur- zu Marktzyklen **17**
Rohstoffe und Währungen **20**
Prognosen für das kommende Jahr **24**
Modell-Asset-Allokation: Mehr Aktien, weniger Hochzinsanleihen **27**
Was könnte schieflaufen? **29**
Anhänge **32**
Anhang 1: Globale Bewertungen im historischen Vergleich 32
Anhang 2: Gesamtrendite der Anlageklassen 33
Anhang 3: 10-Year Capital Market Assumptions von Invesco (USD-Version) 34
Anhang 4: Wesentliche Annahmen 35
Anhang 5: Methodik für die Vermögensaufteilung, erwartete Erträge und optimale Portfolios 36
Anhang 6: Daten- und Benchmark-Definitionen 38
Anhang 7: Methodik der IIS Capital Market Assumptions (Abbildung 6 & Anhang 3) 41
Wichtige Hinweise **42**

Zusammenfassung und Fazit: Mehr Aktien, weniger Hochzinsanleihen

Wir halten an unserer Präferenz für zyklische Anlagen fest, ersetzen aber Hochzinsanleihen (HY) durch Aktien

Obwohl zyklische Anlagen in den letzten drei Monaten erneut gut performt haben, halten wir in unserer Modell-Asset-Allokation an unserer Allokation in zyklische Anlagewerte fest. Wir nehmen minimale Anpassungen vor – eine Rückführung der Allokation in höher verzinsliche Anleihen (auf untergewichtet) und eine entsprechende Aufstockung unserer Aktienallokation (auf noch stärker übergewichtet). Immobilien und Aktien bleiben unsere bevorzugten zyklischen Vermögenswerte, während Cash unser bevorzugter Diversifikator ist. Wir erhöhen die Allokationen in Anlagen aus den Emerging Markets (EM), Japan und Großbritannien, wobei wir eine Präferenz für britische Anlagewerte und EM-Assets haben.

Die Volkswirtschaften scheinen an Dynamik zu verlieren – wir glauben jedoch, dass dieser Aufschwung noch nicht vorbei ist

Nach einer kräftigen Erholung gibt es Anzeichen für eine gewisse Verlangsamung der Weltwirtschaft. Wir glauben jedoch, dass wir es hier mit einem Übergang auf einen nachhaltigeren Wachstumspfad zu tun haben und nicht mit dem Beginn einer Rezession; bis sich dies bestätigt, könnten sich die Finanzmärkte allerdings volatiler zeigen. Wir haben eher den Eindruck, dass die Zentralbanken jetzt beginnen, die großzügige, während der Pandemie gewährte Unterstützung zurückzunehmen.

Trotz der gestiegenen Kurse sind die Aktiendividenden jetzt höher

Obwohl zyklische Anlagewerte in den vergangenen drei Monaten erneut überdurchschnittlich performt haben, haben sich die Bewertungen nicht verschlechtert (während die Anleiherenditen gesunken sind). Tatsächlich haben sich die globalen Dividendenrenditen leicht erhöht, was signalisiert, dass die Dividenden stärker gestiegen sind als die Aktienkurse.

Zugrunde liegende Annahmen

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

- Die Zentralbanken halten die Leitzinsen stabil und kaufen weiter Anleihen an, beginnen aber mit der Rückführung ihrer Assetkäufe („Tapering“)
- 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 weiter, aber die Dividendenrenditen steigen leicht an (wie die Anleiherenditen)
- Die Ausschüttungen aus Immobilienanlagen (REITs) ziehen wieder an und die Immobilienrenditen stabilisieren sich
- Rohstoffe konsolidieren die jüngsten Gewinne (und der Goldpreis sinkt aufgrund der steigenden Anleiherenditen und des steigenden Dollars)

Ein hohes Wachstum bringt das Risiko einer Rückführung der Assetkäufe der Zentralbanken („Tapering“) innerhalb der nächsten zwölf Monate mit sich; die 10-jährige US-Staatsanleihenrendite dürfte auf 2,20% ansteigen

Einen Überblick über unsere Annahmen finden Sie in **Anhang 4. Abbildung 21** 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 2,20% steigen wird und der US-Dollar infolgedessen leicht aufwertet. Für uns spricht dies für eine Rückkehr einiger früherer Trends (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, obwohl letztere weiter zu den von uns favorisierten Anlageklassen gehören.

Wir erwarten die höchsten Renditen aus REITS

Die in den **Abbildungen 1** und **2** dargestellten Prognosen für die Rendite der verschiedenen Anlageklassen über die nächsten zwölf Monate signalisieren, dass wir die höchsten Anlageerträge aus Immobilien (REITS) erwarten. Die REIT-Renditen sind nicht nur höher als die Renditen anderer Anlageklassen - die globalen REIT-Dividenden haben gerade erst die Talsohle durchschritten und liegen bei nur 80% des Niveaus vom Dezember 2019, während die Aktiendividenden schon fast wieder so hoch sind wie zuvor. Trotz der fundamentalen Herausforderungen, die die Pandemie mit sich bringt, erwarten wir, dass die REIT-Dividenden künftig höher ausfallen werden als die von Aktien.

Und der Optimierungsprozess 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, Investment-Grade-Anleihen (IG) und Hochzinsanleihen (HY) spricht (siehe **Abbildung 23**). Außerdem signalisiert er eine Nullallokation für Rohstoffe, die sicherlich auf die Volatilität der Anlageklasse zurückzuführen ist. Die Ergebnisse für Aktien und Staatsanleihen sind weniger eindeutig und hängen davon ab, ob wir die Sharpe Ratio oder die Rendite maximieren.

HY auf untergewichtet reduziert

Bei der Bestimmung unserer Modell-Asset-Allokation folgen wir den Ergebnissen der Optimierung, wenn diese eindeutig sind – mit der Ausnahme, dass wir unsere **HY**-Allokation auf untergewichtet reduzieren (auf 2% von zuvor 5%, der neutralen Allokation), anstatt komplett auf null zu gehen (siehe **Abbildung 2**).
In der aktuellen Phase des Zyklus spricht zwar vielleicht weiter viel für HY; die Spreads sind aber bereits eng und wir rechnen mit einem Anstieg der Renditen hochklassiger Staatsanleihen. Dass wir überhaupt eine **HY**-Allokation beibehalten haben, liegt daran, dass wir bereits keine IG-Allokation hatten und nicht komplett auf Kreditanlagen verzichten wollten. **Abbildung 3** zeigt die Modell-Asset-Allokation im Detail. Wie hier ersichtlich, liegt der Fokus der HY-Allokation weiterhin auf den USA (weil wir mit einem etwas stärkeren Dollar rechnen).

Wir haben die Aktienallokation auf noch stärker übergewichtet erhöht und unsere Positionen in Japan und den EM aufgestockt

Welche Anlagewerte sollen wir dafür höher gewichten? Entgegen unseren Erwartungen zu Beginn dieses Prozesses haben wir uns für eine Aufstockung der Aktienallokation entschieden. Unserer Ansicht nach ist der Anstieg der Aktienkurse in den letzten Monaten durch die höheren Gewinne und Dividenden mehr als gerechtfertigt. Daher haben sich die Bewertungen im Vergleich zu Festzinsanlagen unserer Meinung nach sogar verbessert und wir rotieren aus einem zyklischen Anlagewert (HY) in einen anderen (Aktien). Damit erhöht sich die Aktienquote von 51% auf 54% gegenüber einem neutralen Wert von 45% (wir hätten unser Immobilienexposure erhöht, haben hier aber bereits unser Maximum erreicht). Konkret haben wir unsere Aktienpositionen in Japan und den EM erhöht (auf noch stärker übergewichtet bzw. auf das Maximum von 10% -- siehe **Abbildung 3**). In US-Aktien bleiben wir untergewichtet. Wir halten diesen Markt für teuer und glauben, dass er von steigenden Anleiherenditen stärker als andere Märkte belastet werden wird. Trotz der Aufstockung unserer Allokation in EM-Aktien halten wir auch an unserer neutralen Allokation in chinesische Aktien fest.

Wir bleiben bei unserer Maximalallokation in Immobilien, haben aber unser Engagement am britischen Markt im Gegenzug für eine Rückführung des Exposures in den USA und der Eurozone erhöht

Immobilien bleiben unsere bevorzugte zyklische Assetklasse. Covid-19 könnte zwar zu einer geringeren Nachfrage nach Büro- und Einzelhandelsimmobilien führen. Wir halten die Immobilienrenditen jedoch für attraktiv (viele schlechte Nachrichten scheinen bereits eingepreist zu sein) und rechnen hier im Zuge der wirtschaftlichen Erholung auch wieder mit einem höheren Wachstum. Wir bleiben bei der Maximalallokation von 16%, haben unsere Allokation in Großbritannien jedoch auf das Maximum erhöht, während wir unser Exposure in den USA und der Eurozone reduziert haben (die regionale Detailübersicht ist in **Abbildung 3** dargestellt). **Anhang 2** zeigt, dass US-REITS sehr gut performt haben.

Was die anderen zyklischen Anlagewerte angeht, bleiben wir in **Rohstoffen** untergewichtet; unser Engagement beschränkt sich auf eine kleine Position von 1% in Agrarrohstoffen, die wir für günstig halten.

Wir halten weiterhin wenig von Anleihen

Im Anleihenbereich halten wir an unserer Nullallokation in **IG-Anleihen** fest sowie an unserer Untergewichtung von **Staatsanleihen** – im Staatsanleihensegment sind wir nur in EM-Staatsanleihen übergewichtet.

Cash ist unser bevorzugter defensiver Anlagewert

Cash bleibt unser bevorzugtes defensives Investment (niedrige Renditen, eine geringe Volatilität und geringe Korrelationen positionieren Barmittel auf der Effizienzkurve). **Gold** dürfte stärker unter Druck geraten, wenn die US-Staatsanleiherenditen steigen und der Dollar aufwerten sollten. Daher bleiben wir bei null.
Aus regionaler Sicht haben wir den Schwerpunkt innerhalb Europas verlagert (von der Eurozone zu Großbritannien) und bevorzugen jetzt über alle Anlageklassen hinweg

Präferenz für Großbritannien & EM

Großbritannien und die Schwellenländer.

Was, wenn wir falsch liegen?

Wir ziehen unterschiedliche Faktoren in Betracht, warum wir mit unserem Ausblick falsch liegen könnten. Die naheliegendsten sind, dass die Rezession früher eintritt, als wir denken, oder dass sich die Inflation als hartnäckiger und nicht nur vorübergehend erweist. Wir legen dar, welche Anlagewerte wir im jeweiligen Szenario bevorzugen würden. Außerdem betrachten wir die möglichen Auswirkungen verschiedener geopolitischer Entwicklungen auf die Märkte. Dazu gehören eine mögliche politische Volatilität in Deutschland, Verhandlungen mit dem Iran, das Spannungsfeld Afghanistan (einschließlich einer möglichen Rückkehr von Donald Trump auf die politische Bühne), der US-chinesische Konflikt und ein Scheitern des COP-26-Klimagipfels. In jedem Fall ist Gold einer der Vermögenswerte, die unserer Meinung nach durch viele dieser Szenarien Auftrieb erhalten könnten.

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

	1 Jahr erwartet Gesamtrendite	Neutrales Portfolio	Erlaubte Quote gem. Anlagerichtlinien Bandbreite	Modell-Asset-Allokation	Position vs. neutral
Cash & Gold	-5,8%	5%	0-10%	10%	Übergewichtet
Kasse	-0,1%	2,5%	0-10%	10%	Übergewichtet
Gold	-11,4%	2,5%	0-10%	0%	Untergewichtet
Staatsanleihen	-3,3%	25%	10-40%	17%	Untergewichtet
IG-Unternehmensanleihen	-1,4%	10%	0-20%	0%	Untergewichtet
HY-Unternehmensanleihen	0,7%	5%	0-10%	↓ 2%	Untergewichtet
Aktien	5,4%	45%	25-65%	↑ 54%	Übergewichtet
Immobilien (REITS)	8,2%	8%	0-16%	16%	Übergewichtet
Rohstoffe	-0,5%	2%	0-4%	1%	Untergewichtet

*Hierbei handelt es sich um ein theoretisches Portfolio, das nur zur Illustration dient. Es steht nicht stellvertretend für ein tatsächlich bestehendes Portfolio und ist nicht als Anlage- oder Handelsempfehlung 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*

Abbildung 3 – Modell-Asset-Allokation (17.06.2021)

	Neutral	Erlaubte Quote gem. Anlagerichtlinien		Allokation	Position vs. neutral
Geldmarktäquivalente Produkte	**5%**	**0-10%**		**10%**	
Kasse	2,5%			10%	
Gold	2,5%			0%	
Anleihen	**40%**	**10-70%**		**19%**	
Staatsanleihen	25%	10-40%		17%	
USA	8%			5%	
Europa ex-UK (Eurozone)	7%			4%	
UK	1%			1%	
Japan	7%			4%	
Schwellenländer	2%			3%	
China**	0,2%			0%	
IG-Unternehmensanleihen	10%	0-20%		0%	
US-Dollar	5%			0%	
Euro	2%			0%	
Pfund Sterling	1%			0%	
Japanischer Yen	1%			0%	
Schwellenländerwährungen	1%			0%	
China**	0,1%			0%	
HY-Unternehmensanleihen	5%	0-10%	↓	2%	
US-Dollar	4%		↓	2%	
Euro	1%			0%	
Aktien	**45%**	**25-65%**	↑	**54%**	
USA	25%			18%	
Europa ex UK	7%			12%	
UK	4%			8%	
Japan	4%		↑	6%	
Schwellenländer	5%		↑	10%	
China**	2%			2%	
Immobilien	**8%**	**0-16%**		**16%**	
USA	2%		↓	3%	
Europa ex UK	2%		↓	3%	
UK 1%			↑	3%	
Japan	2%			4%	
Schwellenländer	1%			3%	
Rohstoffe	**2%**	**0-4%**		**1%**	
Energie	1%			0%	
Industriemetalle	0,3%			0%	
Edelmetalle	0,3%			0%	
Agrarrohstoffe	0,3%			1%	
Gesamt	**100%**			**100%**	

Währungsexposure (inkl. Auswirkungen der Währungsabsicherung)				
USD	48%		↓	34%
EUR	20%		↓	21%
GBP	7%		↑	13%
JPY	15%		↑	16%
EM	9%		↑	16%
Gesamt	**100%**			**100%**

*Hierbei handelt es sich um ein theoretisches Portfolio, das nur zur Illustration dient. Es steht nicht stellvertretend für ein tatsächlich bestehendes Portfolio und ist nicht als Anlage- oder Handelsempfehlung 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

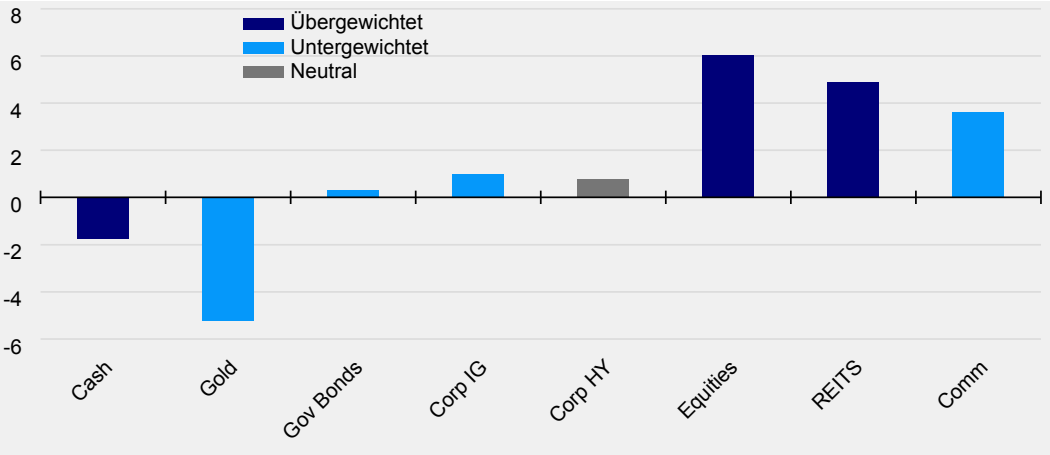
Seit unserem letzten Bericht

In unseren Bericht für Q3 2021 haben wir an unserer Höhergewichtung zyklischer Anlagewerte in unserer Modell-Asset-Allokation festgehalten, obwohl wir uns Sorgen machten, inwieweit die Märkte die guten Nachrichten bereits eingepreist hatten (siehe Mehr Aktien, weniger Rohstoffe, veröffentlicht am 17. Juni 2021). Wie der Titel dieses Dokuments andeutet, erhöhten wir die Aktienquote leicht, während wir die Rohstoffposition reduzierten. Außerdem stockten wir unsere Allokationen am britischen Markt (über britische Aktien) auf und hielten an unserer Übergewichtung der europäischen Märkte und der Emerging Markets (EM) fest, wobei wir China untergewichteten. **Abbildung 4** zeigt, wie sich die globalen Anlageklassen seither entwickelt haben (Stand 31. August 2021). Den vollständigen regionalen Performanceüberblick finden Sie in **Anhang 2**.

Zyklische Anlagen haben erneut überdurchschnittlich abgeschnitten, aber die EM hinken hinterher

Die meisten Anlageklassen haben auf USD-Basis positive Erträge erzielt, wobei Aktien, Immobilien (REITS) und Rohstoffe die stärkste Performance verzeichnet haben. Am schlechtesten haben defensive Anlagen wie Gold, Cash und Staatsanleihen abgeschnitten. Unsere allgemeine Präferenz für zyklische Anlagen hat sich ausgezahlt, unsere regionalen Präferenzen dagegen weniger. Wie in **Anhang 2** ersichtlich, hinkten EM-Anlagen häufig hinterher.

Abbildung 4 – Gesamtrenditen aus globalen Anlageklassen seit 31.05.2021 (USD, %) *

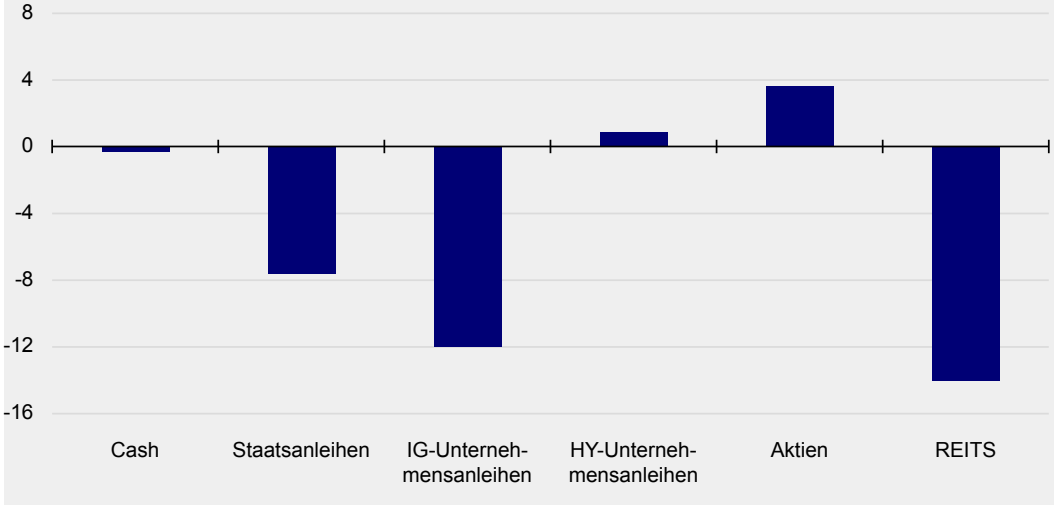


*31.05.2021 bis 31.08.2021. Die Farben stehen für die Modell-Allokationen in diesem Zeitraum. Die Definitionen und Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft**. Quelle: Refinitiv Datastream, Invesco

Trotz der gestiegenen Kurse haben sich die Aktienrenditen erhöht

Interessanterweise haben sich die Renditen der Anlageklassen nicht unbedingt zugunsten defensiver Anlagen entwickelt (siehe **Abbildung 5**). So hat der starke wirtschaftliche Aufschwung beispielsweise die Aktiendividenden in die Höhe getrieben, wodurch die Dividendenrenditen trotz starker Kursgewinne gestiegen sind. Jetzt stellt sich die Frage, wie lange das so bleiben kann. Wir halten an unserem positiven Ausblick für zyklische Anlagen fest, werden in späteren Abschnitten jedoch auch potenzielle Fallstricke näher beleuchten.

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



Vom 31.05.21 bis zum 31.08.21. Die Definitionen und Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang.
Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.
Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

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

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

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

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

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

Hinweis: Stand der Schätzungen ist der 30. Juni 2021, auf Basis der Annahmen für die Entwicklung der Kapitalmärkte in den nächsten zehn Jahren von Invesco Investment Solutions, veröffentlicht in Long-Term Capital Market Assumptions (September 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 vont diesen abweichen. **Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden**. Quelle: Invesco Investment Solutions

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

Wie zu erwarten, ist die prognostizierte Rendite umso höher, je weiter wir uns im Risikospektrum nach oben bewegen. Dabei gibt es eine Ausnahme: Rohstoffe. Letztere sind die einzige zyklische Anlageklasse, die in den optimalen Portfolios kaum berücksichtigt ist (siehe **Abbildung 7**). Obwohl die Ergebnisse in Abhängigkeit von der Basiswährung und Sharpe-Ratio- bzw. Renditemaximierung variieren, gibt es einige allgemeingültige Themen: Die Immobilienallokation ist in fast allen Fällen maximal ausgeschöpft, während IG, HY und Rohstoffe weitgehend nicht berücksichtigt werden; die Aktienallokation ist generell übergewichtet und die Staatsanleihenallokationen sind gemischt. Für die Kombination von Cash und Gold gilt häufig die Maximal- oder Minimalallokation (aber sie sind selten gleichzeitig vertreten). Schauen wir uns an, wie sich eine Verkürzung des Anlagehorizonts und zyklische Faktoren auf unsere Schlussfolgerungen auswirken.

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

	Neutrales Portfolio	Erlaubte Quote gem. Anlage-richtlinien	Maximierung der Sharpe Ratio				Renditemaximierung			
			USD	EUR	GBP	CHF	USD	EUR	GBP	CHF
Cash & Gold	5%	0-10%	10%	5%	10%	10%	0%	5%	0%	10%
Cash	2,5%	0-10%	10%	0%	4%	0%	0%	0%	0%	0%
Gold	2,5%	0-10%	0%	5%	6%	10%	0%	5%	0%	10%
Staatsanleihen	25%	10-40%	40%	19%	27%	14%	38%	33%	10%	23%
IG-Unternehmensanleihen	10%	0-20%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
HY-Unternehmensanleihen	5%	0-10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	0%
Aktien	45%	25-65%	32%	60%	47%	60%	46%	46%	65%	51%
Immobilien (REITS)	8%	0-16%	14%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Rohstoffe	2%	0-4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	0%

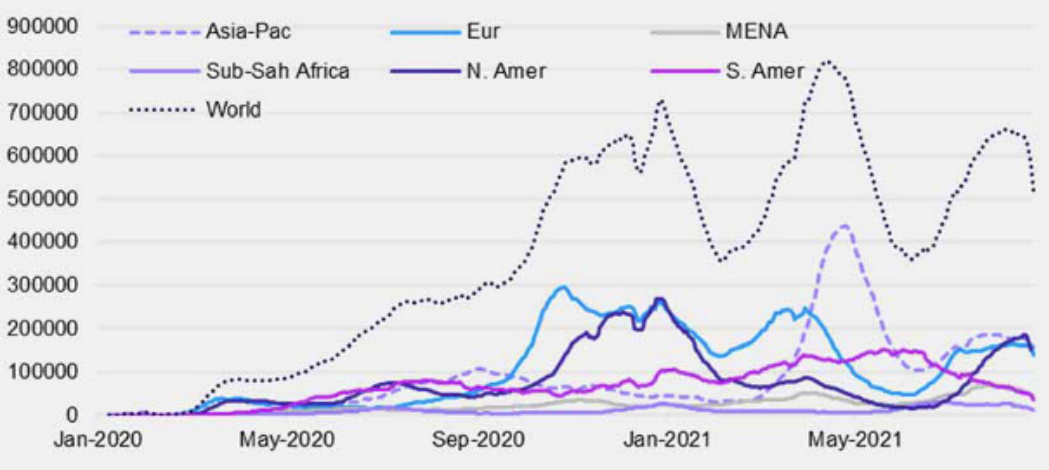
Hinweis: Die Optimierungen basieren auf den von Invesco Investment Solutions in den Long-Term Capital Market Assumptions (September 2021) veröffentlichten Ertragsprognosen für die nächsten zehn Jahre, wie in **Abbildung 6** oben dargestellt. Die Optimierungen werden vom Asset Allocation Research Team anhand unserer historischen 10-Jahres-Kovarianz-Matrizes durchgeführt (für jede Währung). „Gold“ basiert auf der Prognose für Edelmetalle und die „Cash & Gold“ Kategorie zeigt die Summe der Allokationen in beide Anlageklassen. Die „Maximierung der Sharpe Ratio“ Optimierungen werden durchgeführt, indem die Sharpe Ratio maximiert wird, ohne die impliziten Limits der in der Tabelle aufgeführten erlaubten Quoten zu verletzen. Die „Renditemaximierung“ Optimierungen werden durchgeführt, indem die Rendite unter Einhaltung der erlaubten Quoten maximiert wird, ohne dass die Standardabweichung der Rendite die des neutralen Portfolios überschreitet (wie in **Abbildung 3** dargestellt). Obwohl sie auf den von Invesco Investment Solutions bereitgestellten Ertragsprognosen basieren, geben diese optimalen Allokationen weder die Meinung von Invesco Investment Solutions noch von einem anderen Investmentteam von Invesco wieder. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang.
Quelle: Invesco Investment Solutions, Invesco

Die jüngste Covid-Welle ebbt gerade wieder ab

Die Weltwirtschaft hat sich auf ein niedrigeres Wachstumstempo eingestellt

Die jüngste Covid-Welle in vielen Teilen der Welt scheint unter Kontrolle zu sein (siehe **Abbildung 8**). Obwohl die Impfkampagnen den Zusammenhang zwischen Infektionen und Krankenhauseinweisungen/Todesfällen abgeschwächt zu haben scheinen, hatte die jüngste Covid-Welle Sorgen über den wirtschaftlichen Ausblick in einigen Teilen der Welt geschürt, wo die Pandemie zuvor ohne weitreichende Lockdowns bewältigt wurde (z.B. Japan und andere asiatisch-pazifische Länder). Trotzdem waren die jüngsten Lockdowns weniger dramatisch als die des Jahres 2020.

Abbildung 8 – Tägliche Covid-19-Fallzahlen (gleitende 7-Tage-Durchschnitte)



Auf Basis täglicher Daten vom 23. Januar 2020 bis zum 7. September 2021 Quelle: Reuters und Invesco

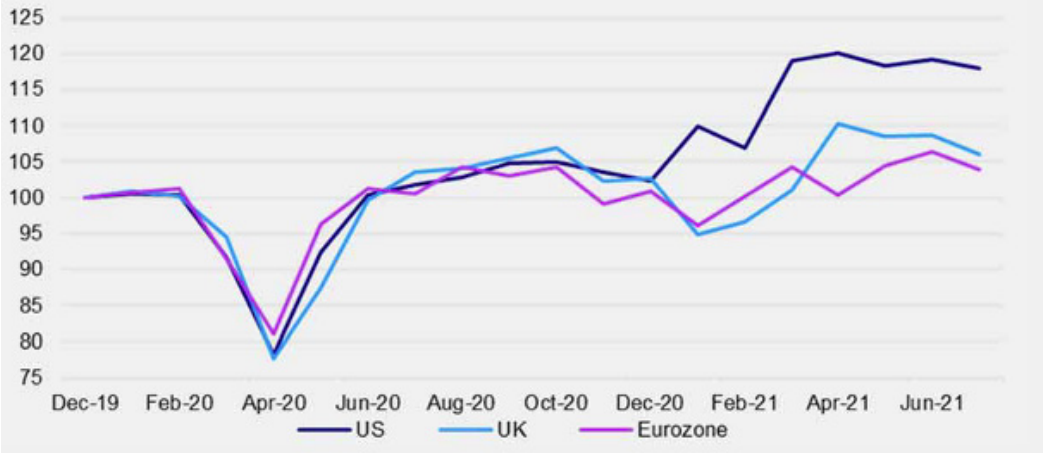
Aber das Wachstum scheint sich auf einem niedrigeren Niveau einzupendeln

Aber auch in den USA und Europa scheint sich das Wachstumstempo im Vergleich zu den in diesem Jahr bisher verzeichneten Raten verlangsamt zu haben. Wie **Abbildung 9** zeigt, haben sich die Einzelhandelsumsätze auf beiden Seiten des Atlantiks in den letzten Monaten abgeflacht (dabei ist zu bedenken, dass die Daten für die USA wertbezogen sind, die Daten für Großbritannien und die Eurozone dagegen volumenbezogen – dies könnte einen Teil des scheinbaren Rückstands in Europa erklären, insbesondere angesichts des starken Anstiegs der Verbraucherpreise in den USA).

Wir glauben nicht, dass dieser Aufschwung schon bald wieder vorbei ist…

Signalisiert dies das Ende des aktuellen Konjunkturzyklus oder lediglich eine Pause? Wir halten letzteres für wahrscheinlicher und meinen, dass die Weltwirtschaft nach der Erholungsphase mit extrem hohen Wachstumsraten jetzt wieder auf einen „normaleren" Wachstumspfad einschwenkt. Wir sehen diese Hypothese durch mehrere Faktoren untermauert: erstens die Tatsache, dass ein Teil des früheren Wachstums auf einmalige fiskalische Unterstützung zurückzuführen ist (vor allem in den USA); zweitens, dass Lieferkettenstörungen zu Engpässen bei einigen wichtigen Produkten führen, während die Verbraucher nicht mehr nur Produkte, sondern auch wieder „Erlebnisse" kaufen; drittens, dass die privaten Sparquoten im historischen Vergleich weiterhin sehr hoch sind (9,6% in den USA im Juli, eine Quote, die in den zwei Jahrzehnten vor der Pandemie nur selten erreicht wurde), und schließlich, dass die Zentralbanken der Wirtschaft weiterhin extrem unter die Arme greifen.

Abbildung 9 – Einzelhandelsumsätze seit Dezember 2019 nach Regionen (Dez. 2019 = 100)



Hinweis: Monatliche Umsatzdaten von Dezember 2019 bis Juli 2021. Die US-Daten beziehen sich auf den Wert der Einzelhandelsumsätze, bei den Angaben für Großbritannien und die Eurozone handelt es sich um Volumendaten. Quelle: Refinitiv Datastream, Invesco

… aus der Vergangenheit lässt sich schließen, dass die Expansionsphase noch andauern kann

Wie wir in der letzten Ausgabe unserer Publikation angemerkt haben, dauerten die wirtschaftlichen Expansionsphasen der G7-Volkswirtschaften in den letzten 50 Jahren zumeist mindestens fünf Jahre an. Dies und die oben aufgeführten Punkte stimmen uns zuversichtlich, dass dieser Zyklus noch nicht vorbei ist, auch wenn dies noch gelegentlich angezweifelt werden könnte, vor allem beim Übergang zu diesem „normaleren“ Wachstumspfad.

Wir wären jedoch nicht überrascht, wenn sich die Märkte volatiler zeigen sollten …

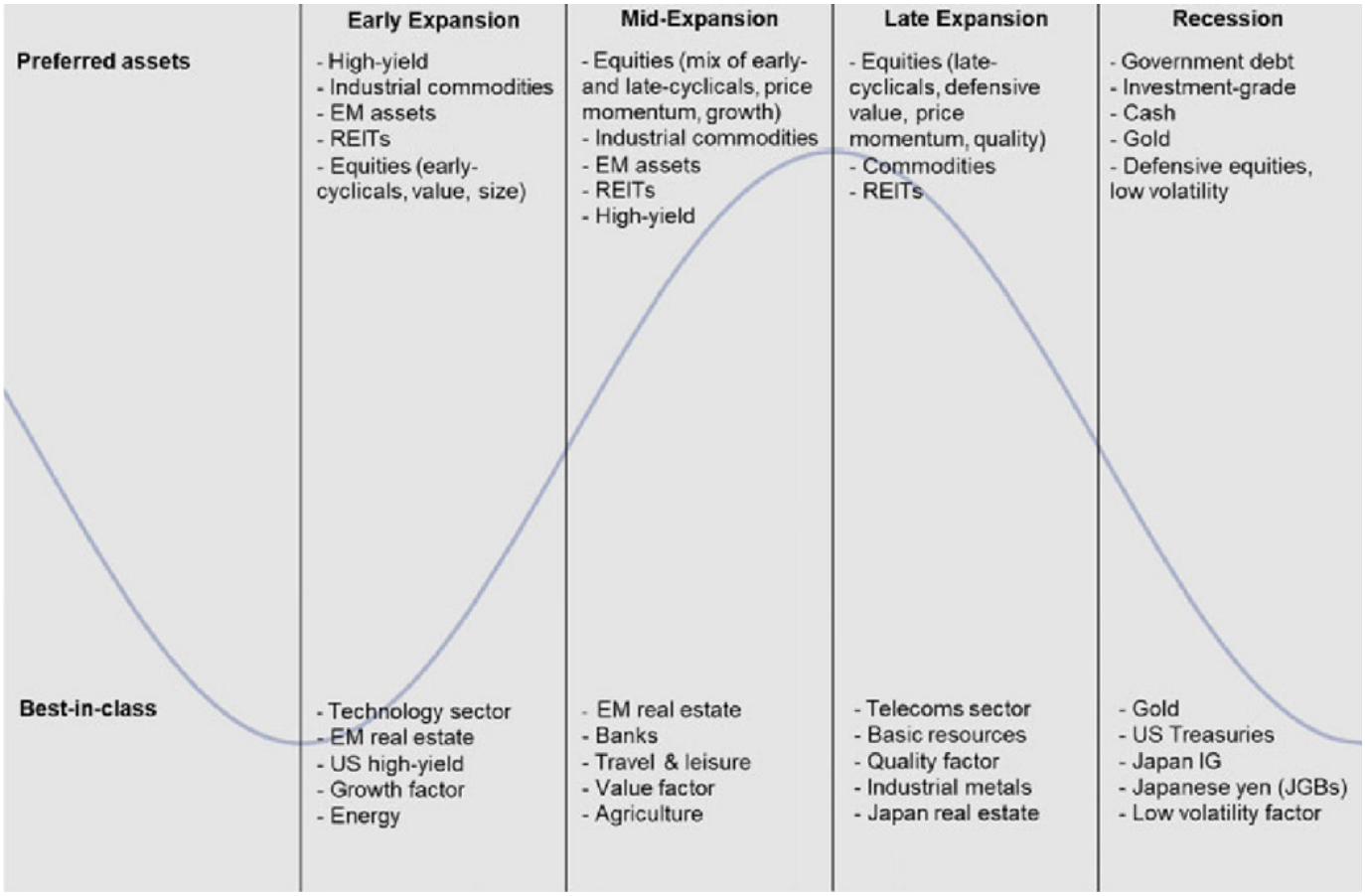
Jede Verlangsamung der Weltwirtschaft dürfte jedoch zu Unsicherheit und Marktvolatilität führen, wenn die Anleger die neuen Daten „verdauen“. Wie wir immer wieder betonen, sind die Aktienmärkte in Phasen eines schwachen Wirtschaftswachstums generell volatiler. Wir nehmen an, dass das mit dem langsameren Gewinnwachstum zu tun hat. Daher ist es auch keine Überraschung, dass die Unsicherheiten in den letzten Wochen trotz des anhaltenden Aufwärtstrends der Märkte zugenommen haben. Das gilt vor allem für die Unsicherheit in Bezug auf die weitere Performance zyklischer Anlagewerte, die in den letzten 16 bis 17 Monaten sehr gut gelaufen sind.

… vor allem, da die Fed erwägt, ihre Assetkäufe zurückzuführen

Unseren Analysen zufolge ist die Aktienvolatilität (gemessen am VIX Index) zu dieser Jahreszeit häufig am höchsten. Daher würde es uns nicht überraschen, wenn die Märkte in den kommenden Monaten unruhig werden, vor allem, da die US-Notenbank erwägt, ihre Assetkäufe zu reduzieren. Wir gehen zwar davon aus, dass die Fed irgendwann in diesem Jahr mit dem „Tapering“ beginnen wird, glauben aber nicht, dass dies risikoreichere Anlagen für einen längeren Zeitraum aus dem Gleichgewicht bringen wird. Dazu später mehr. Außerdem hat die EZB mit ihrer am 9. September 2021 gemachten Ankündigung einer Rückführung ihrer Anleihenkäufe kaum negative Marktreaktionen hervorgerufen.

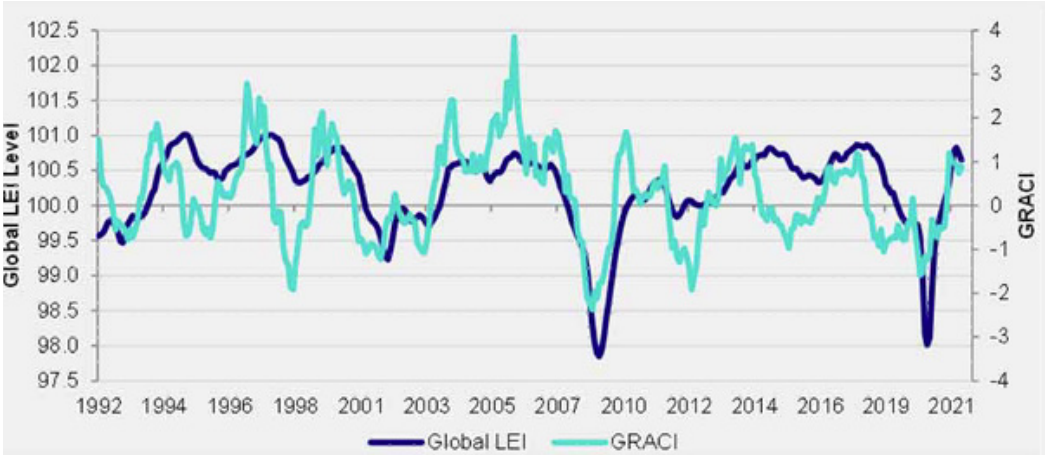
Trotz gewisser Sorgen über eine kurzfristig möglicherweise erhöhte Volatilität könnten wir uns also irgendwo zwischen der frühen und der mittleren Expansionsphase befinden und haben daher eine Präferenz für die Art von zyklischen Anlagen, die unseren historischen Analysen zufolge in diesen Phasen des Zyklus gut abschneiden (siehe „präferierte Anlagewerte“ in **Abbildung 10**). Wir scheinen mit dieser Meinung jedoch nicht allein zu sein, wie ein Blick auf die Performancedaten in **Abbildung 4** und **Anhang 2** zeigt (die Märkte scheinen ein optimistisches Szenario eingepreist zu haben).

Abbildung 10 – Achterbahnfahrt der Wirtschaft und Anlageklassent



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

Abbildung 11 – Globaler Risikoappetit und globaler Konjunkturzyklus



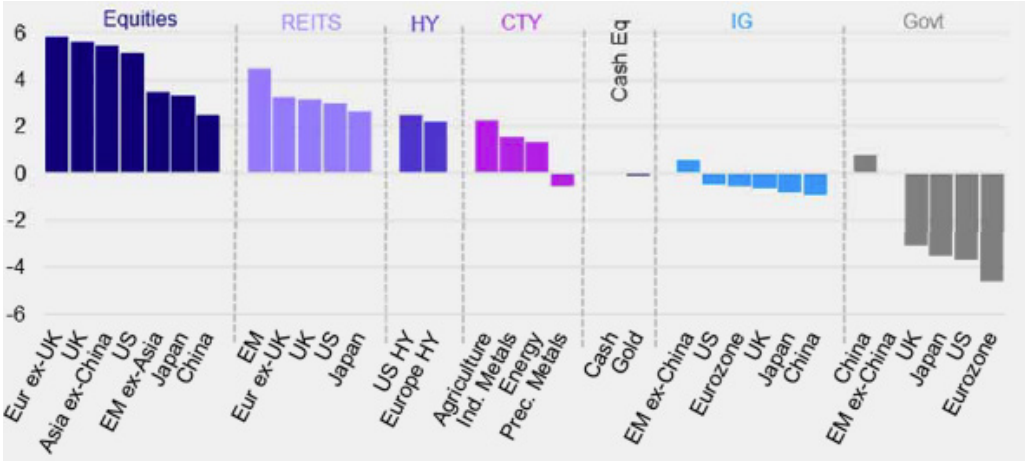
Hinweis: monatliche Daten von Januar 1992 bis August 2021. Global LEI (Leading Economic Indicator) und GRACI (Global Risk Appetite Cycle Indicator) bereitgestellt durch Invesco Investment Solutions (IIS). Global LEI ist ein gewichteter Durchschnitt der Frühindikatoren für 23 Länder (sowohl entwickelte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

Weitere Hinweise in diese Richtung gibt auch der Global Risk Appetite Cycle Indicator (GRACI) in **Abbildung 11** (bereitgestellt von Invesco Investment Solutions). Dieser misst die Belohnung für das Eingehen zusätzlicher Risikoeinheiten und ist der Erholung der Weltwirtschaft (gemessen an den Frühindikatoren) bislang gefolgt. Der GRACI liegt inzwischen nahe an seinen vor der globalen Finanzkrise erreichten Höchstständen, wobei bedacht werden muss, dass er in vergangenen Zyklen für einige Zeit erhöht geblieben ist.

Das GMS Team hat weiterhin eine Präferenz für zyklische Anlagen in den EM und Europa

Das Global Market Strategy Office (GMS) von Invesco präferiert weiterhin zyklische Anlagen. **Abbildung 12** verdeutlicht das Ergebnis einer Umfrage, in der Mitglieder des GMS-Teams (einschließlich der Autoren dieses Dokuments) ihre Einschätzungen zur relativen Performance in den nächsten zwölf Monaten äußerten. Neben einer klaren Präferenz für Aktien, Immobilien (REITS), HY und Rohstoffe gegenüber geldmarktäquivalenten Produkten, IG und Staatsanleihen hat das Team auch eine Präferenz für Europa und EM-Anlagen. Eine der großen Veränderungen gegenüber dem letzten Bericht ist die geringere Begeisterung für die unterdurchschnittlich performenden Unternehmenstitel (Aktien und IG-Anleihen) aus China.

Abbildung 12 – Die Weisheit der Vielen bei GMS (Assetpräferenzen für das nächste Jahr)



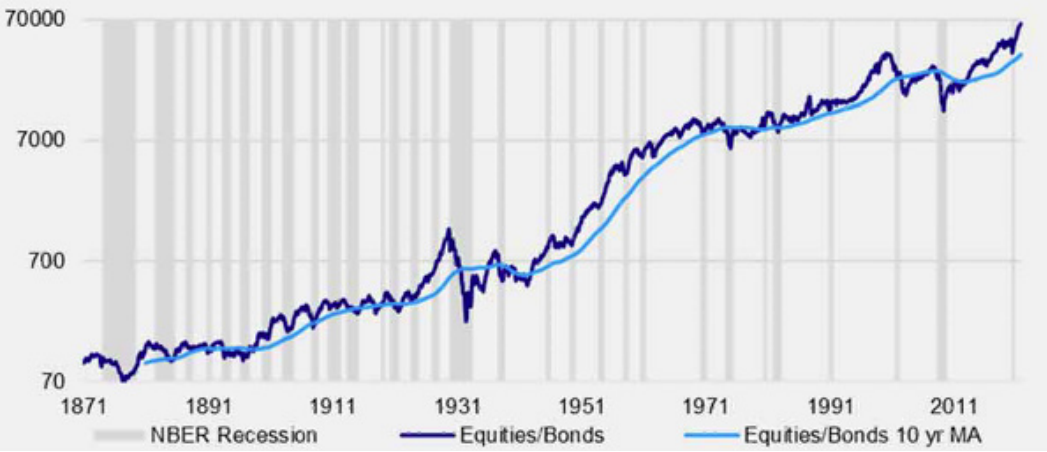
Die Abbildung zeigt die Meinungen des Global Market Strategy Office (GMS – siehe Mitgliederliste auf der hinteren Umschlagseite) zu den erwarteten Renditen der verschiedenen Anlageklassen in den nächsten 12 Monaten in USD. Alle Teammitglieder wurden dazu aufgefordert, jeden Anlagewert auf einer Skala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

Auf lange Sicht haben Aktien zumeist besser performt als Anleihen

Von Konjunktur- zu Marktzyklen

Wenn wir davon ausgehen, dass die wichtigste Entscheidung die Wahl zwischen Aktien und Anleihen ist und Aktien zumeist besser abschneiden als Anleihen (siehe **Abbildung 13**), stellt sich die Frage, wann eine vorübergehende Umschichtung aus Aktien (und anderen zyklischen Anlagen) in Anleihen geraten sein könnte.

Abbildung 13 – US-Aktien vs. US-Anleihen und Rezessionen seit 1870 (logarithmische Skala)



Hinweis: auf Basis monatlicher Daten von Januar 1870 bis August 2021. „Aktien/Anleihen" zeigt einen breiten US-Aktienindex geteilt durch einen US-Staatsanleihen-Index (beide im Total-Return-Format), wobei der Index im Januar 1870 auf 100 gesetzt wurde (siehe Anhänge für Definitionen und Datenquellen). „Equities/Bonds 10yr MA" steht für den gleitenden 10-Jahres-Durchschnitt des Aktien-/Anleihenindex. Die schattierten Flächen zeigen Rezessionsphasen in den USA gemäß der Definition des US National Bureau of Economic Research. **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft**.
Quelle: BoAML, Robert Shiller, Refinitiv Datastream und Invesco

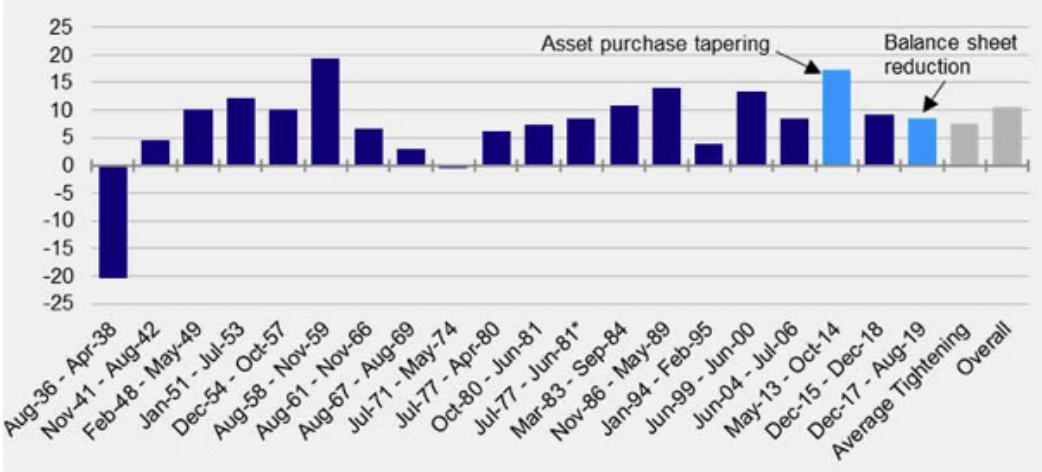
Unterbrechungen dieses Trends stehen häufig im Zusammenhang mit Rezessionen

Glücklicherweise gibt **Abbildung 13** einen Anhaltspunkt: Viele (aber nicht alle) Unterbrechungen der Outperformance von Aktien gegenüber Anleihen fallen mit einer wirtschaftlichen Rezession zusammen. Die schlechte Nachricht ist, dass dies nichts darüber aussagt, wann Rezessionen auftreten werden. Die vorangegangene Analyse über die Länge von Konjunkturzyklen ist jedoch beruhigend, insbesondere wenn man bedenkt, dass es seit den jüngsten Marktturbulenzen (im Februar/März 2020) kaum 18 Monate mit einer Outperformance von Aktien gegeben hat (diese Marktzyklen können Jahrzehnte andauern).

Die Zentralbanken stellen keine Bedrohung dar

Eine Straffung der Geldpolitik (die in vielen Industrieländern unserer Ansicht nach derzeit extrem expansiv ist) könnte zyklische Anlagen belasten. **Abbildung 14** zeigt jedoch, dass das nicht der Fall sein muss. Wie ersichtlich ist, waren Straffungszyklen der Fed in der Vergangenheit mit positiven Aktienrenditen verbunden – sogar in der jüngeren Vergangenheit, wenn die Fed ihre Assetkäufe zurückgeführt („Tapering") und ihre Bilanz geschrumpft hat.

Abbildung 14 – Jährliche Gesamtrendite von US-Aktien während Fed-Straffungszyklen (%)

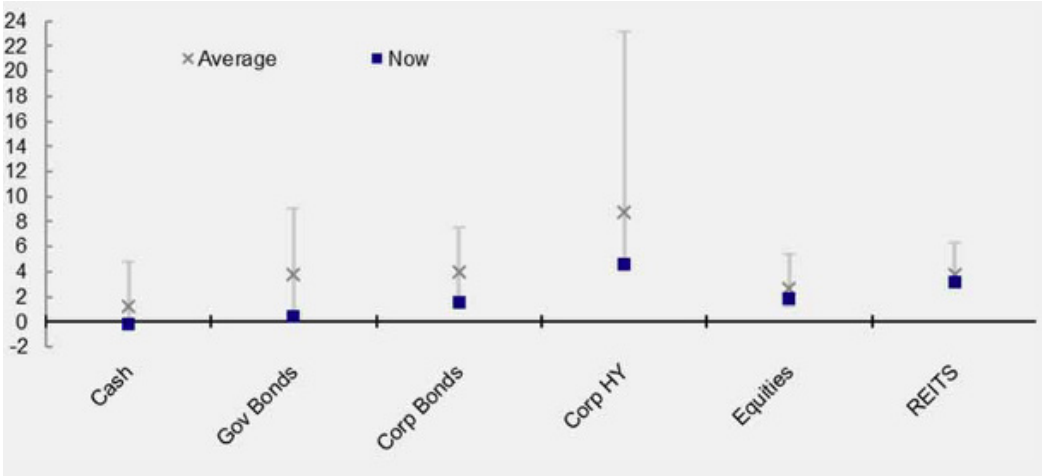


Auf Basis monatlicher Daten von August 1936 bis August 2021; die Grafik zeigt die annualisierte Gesamtrendite eines breiten US-Aktienindex in Phasen, in denen die Fed ihre Geldpolitik gestrafft hat („gesamt" bezieht sich auf die Rendite über den gesamten Betrachtungszeitraum). Nähere Informationen zu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

Geringe regelmäßige Erträge mindern die potenzielle Rendite in der Zukunft

Dennoch kann man sich der Schlussfolgerung kaum entziehen, dass die Bewertungen der meisten Vermögenswerte überzogen sind, während die Renditen am unteren Ende der historischen Bandbreiten liegen (siehe **Abbildung 15**). Damit könnte das Renditepotenzial selbst bei einer Bevorzugung zyklischer Anlagen begrenzter sein, als es in einem anderen Umfeld der Fall wäre.

Abbildung 15 – Die globalen Anlageklassenrenditen bewegen sich innerhalb ihrer historischen Spanne (%)



Anfangsdatum: Cash 1.1.01; Staatsanleihen 31.12.85; Unternehmensanleihen 31.12.96; HY-Unternehmensanleihen 31.12.97; Aktien 1.1.73; REITs 18.2.05. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Stand: 31.08.2021.
Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

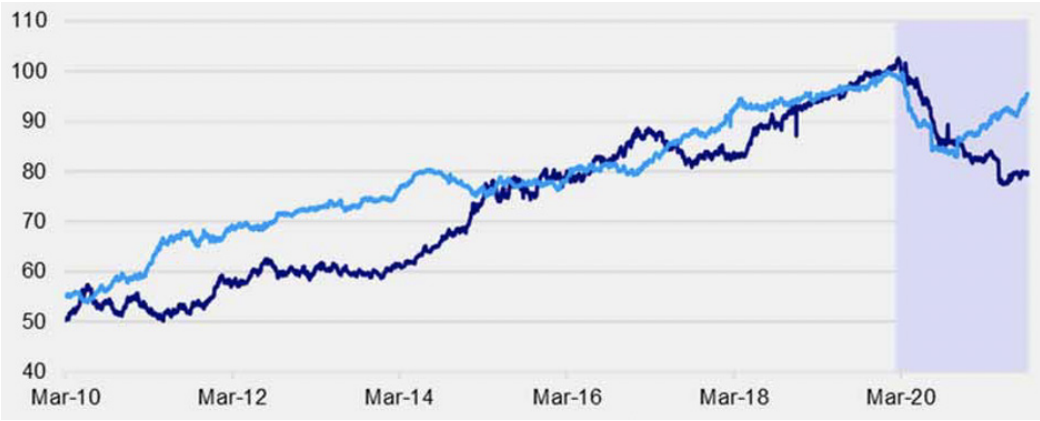
Aber Wachstum kann konjunktursensitive Vermögenswerte stützen

Natürlich hängt die Gesamtrendite zyklischer Vermögenswerte wie Aktien und Immobilien nicht nur von den laufenden Einnahmen ab, sondern auch vom Wachstum. **Abbildung 16** signalisiert, dass sich die Dividenden noch weiter erholen könnten. Die globalen Aktiendividenden haben fast wieder das Niveau von Ende 2019 erreicht (aktuell 95% dieses Niveaus), und wir vermuten, dass sie weiter steigen werden, solange sich der Konjunkturzyklus in die richtige Richtung bewegt.

Das Dividendenwachstum von REITs könnte jetzt das von Aktien übertreffen

Die REIT-Dividenden haben sich nicht im gleichen Maße erholt. Zum einen lagen sie zum Tiefpunkt bei nur 77% des Niveaus von Ende 2019 (83% im Fall von Aktien) und zum anderen haben sie sich bis jetzt nur auf 80% dieses Niveaus erholt. Ein Grund dafür kann sein, dass die Nachfrage nach bestimmten Immobilienkategorien durch die Pandemie geschwächt worden ist. Gleichzeitig bietet sich dadurch unserer Ansicht nach ein größeres Potenzial für einen Anstieg der REIT-Dividenden (wie die in **Anhang 4** dargestellten Annahmen zeigen). In Verbindung mit den großzügigeren Dividendenrenditen von REITS (globale Rendite von 3,2% gegenüber einer globalen Aktienrendite von 1,9%) erklärt das, warum wir im kommenden Jahr weiterhin höhere Gesamtrenditen aus REITS erwarten.

Abbildung 16 – Dividenden aus globalen Immobilien (REIT) und Aktien (31.12.19 = 100)



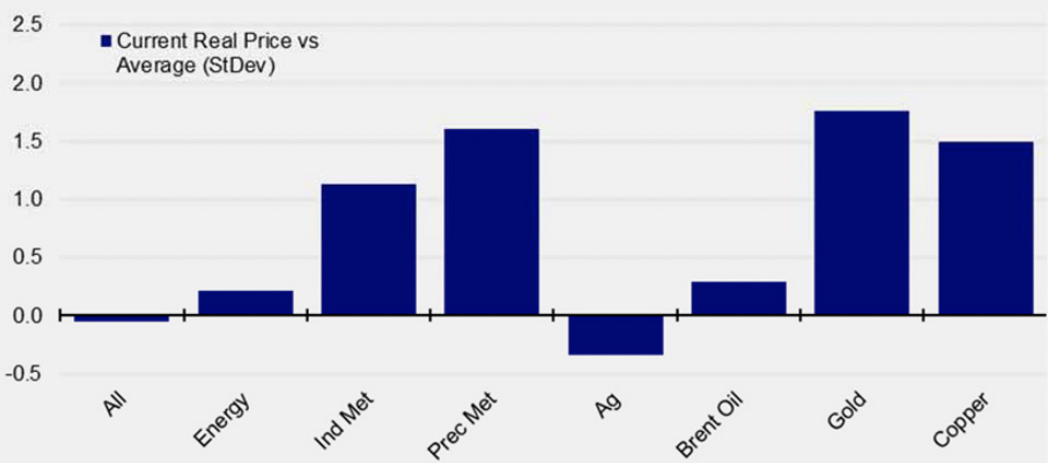
Hinweis: Tägliche Daten vom 2. März 2010 bis zum 9. September 2021. Sowohl für REITS als auch für Aktien wird die Höhe der Dividenden aus der gemeldeten Dividendenrendite und den Indexständen berechnet (und am 31. Dezember 2019 auf 100 indexiert).
REIT-Dividenden basieren auf dem FTSE EPRA/NAREIT Global Index. Aktiendividenden basieren auf dem Datastream World Index. Der schattierte Bereich markiert die Zeit der Covid-19-Pandemie (vom 1. Februar 2020 bis heute). Quelle: FTSE EPRA/NAREIT, Refinitiv Datastream und Invesco

Rohstoffe sind nicht mehr günstig

Rohstoffe und Währungen

Obwohl wir Rohstoffe für zunehmend teuer hielten, haben sie sich in den letzten drei Monaten gut entwickelt (wobei dies vor allem auf den Energiekomplex zutrifft, während die Edelmetalle unter Druck standen – siehe **Anhang 2**). Es überrascht daher nicht, dass die meisten Rohstoffkomplexe gemessen in realen Werten immer noch teurer sind als üblich (siehe **Abbildung 17**). Der Konjunkturzyklus mag für Industrierohstoffe wie Energie und Industriemetalle sprechen; diese lassen sich aber nicht mehr als günstig bezeichnen.

Abbildung 17 – Inflationsbereinigte Rohstoffpreise im Vergleich zur historischen Norm (Deflator: US CPI)

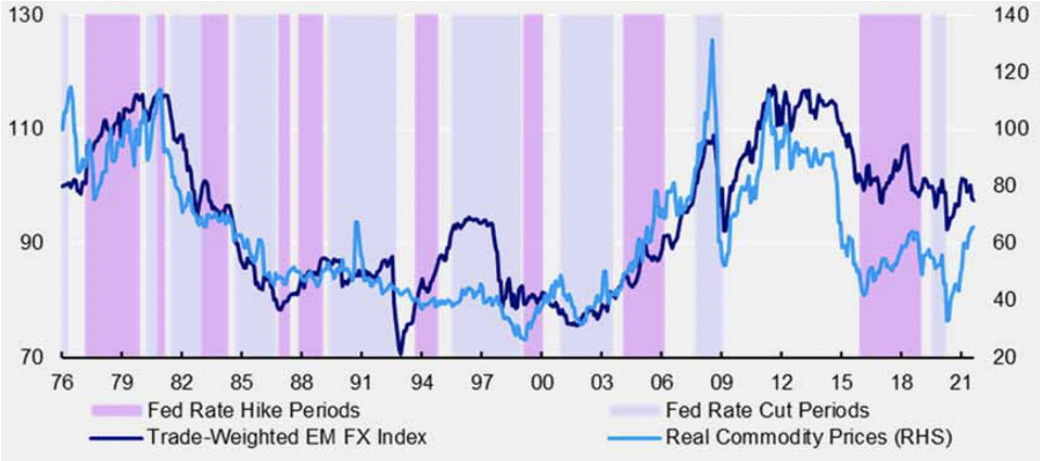


Abkürzungen: „Ind Met“ steht für Industriemetalle, „Prec Met“ für Edelmetalle und „Ag“ für Agrarrohstoffe. Anfangspunkte der historischen Spannen sind: Alle und Ag 31.12.69; Energie 31.12.82; Ind Met 3.1.77; Prec Met 2.1.73; Brent 1.6.87; Gold 1.1.74; Kupfer 1.1.74. Stand: 31.08.2021. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: GSCI, Refinitiv Datastream, Invesco

Das könnte das Aufwertungspotenzial für EM-Währungen begrenzen

Abbildung 18 deutet auf eine gute historische Beziehung zwischen unserem EM-FX-Index und den Rohstoffpreisen hin (die sich allerdings in den letzten Jahren abgeschwächt hat, was vielleicht auf die wachsende Bedeutung des chinesischen Yuan zurückzuführen ist). Dies spricht auch dafür, dass die oft zitierte negative Korrelation zwischen einer Straffung der Fed-Geldpolitik und den Währungen der Schwellenländer ein Mythos ist. Wir glauben, dass die Entwicklung der Rohstoffpreise für die Entwicklung der EM-Währungen wichtiger ist als die Fed, und wir erwarten für das nächste Jahr wenig Bewegung bei Schwellenländerwährungen.

Abbildung 18 – Schwellenländerwährungen, Rohstoffe und die Fed

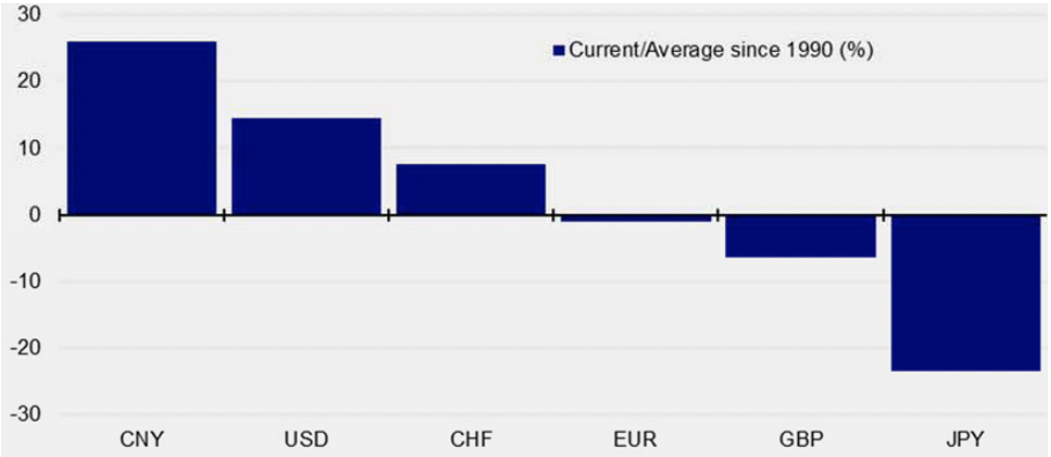


Hinweis: monatliche Daten von Januar 1976 bis August 2021. Beim realen, handelsgewichteten EM-Währungsindex handelt es sich um einen handelsgewichteten Durchschnitt der nationalen Währungen gegenüber dem US-Dollar (die Handelsgewichte basieren auf den gesamten Handelsströmen jedes Landes). Der EM-Korb 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: 31.08.2021. **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.

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

Bei den bedeutenden Währungen betrifft der größte Bewertungsgegensatz weiterhin das Währungspaar CNY/JPY (siehe **Abbildung 19**). Die japanische Währung erscheint auf inflationsadjustierter Basis weiterhin günstig (im Vergleich zu historischen Normen). Wir erwarten jedoch nicht, dass sie sich in dem wirtschaftlichen Umfeld, das wir für das nächste Jahr prognostizieren, gut schlagen wird (wir betrachten sie als sogenannte defensive Währung).

Abbildung 19 – Reale effektive Wechselkurse*



*Währungsindizes gemessen an einem handelsgewichteten Währungskorb und um Inflationsunterschiede bereinigt. Stand: 31.08.2021. Quelle: OECD, Datastream und Invesco

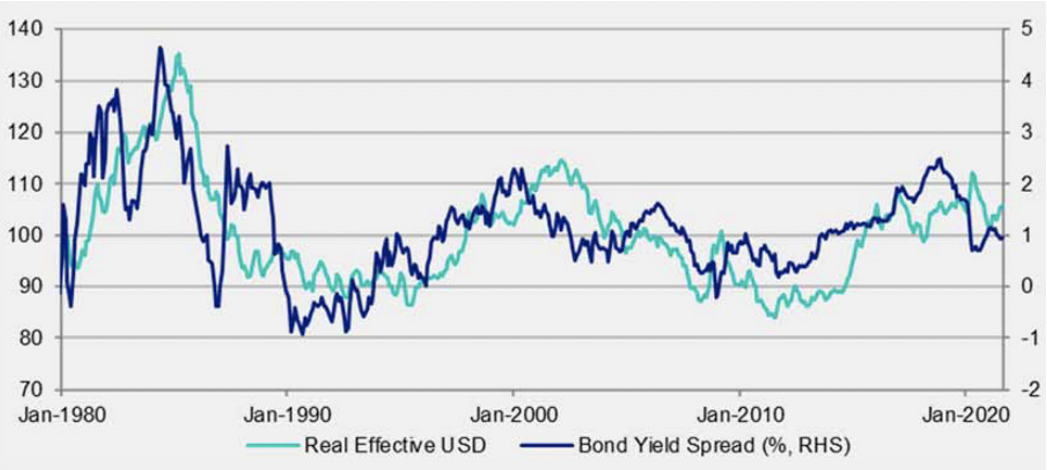
Es gibt viele Gründe, warum der Dollar abwerten könnte ...

Natürlich hat die Entwicklung des US-Dollars Auswirkungen auf viele andere Anlagewerte. Fundamentale Gründe für eine bevorstehende Dollar-Schwäche zu finden ist nicht schwer: Erstens hat ein chronisches Leistungsbilanzdefizit dazu geführt, dass die USA eine hohe Nettoauslandsverschuldung angehäuft haben (der Rest der Welt schultert einen immer größeren Anteil der US-Staatsverschuldung); zweitens ist dieses Leistungsbilanzdefizit durch eine im internationalen Vergleich sehr expansive Fiskalpolitik zur Bekämpfung der Covid-Krise nochmals gestiegen; drittens scheint die US-Notenbank weniger Probleme mit einer heiß laufenden Wirtschaft zu haben als viele andere Zentralbanken, was vermuten lässt, dass sie ihre Geldpolitik auch erst später straffen könnte als andere Zentralbanken, und viertens könnte die Inflation dadurch stärker steigen als in anderen Ländern. Darüber hinaus scheint der Dollar auf realer Basis über seinem normalen Wert zu liegen, wie **Abbildung 19** zeigt.

… wir glauben aber immer noch, dass er in den nächsten 12 Monaten leicht aufwerten könnte

Viele dieser Faktoren sind jedoch langfristiger Natur und wir halten die Renditeabstände für einen unmittelbareren Treiber der Wechselkurse (siehe **Abbildung 20**, die dies für den US-Dollar veranschaulicht). Die Renditeabstände hatten Anfang des Jahres begonnen, sich zu Gunsten des Dollars zu verändern. Falls sich dies fortsetzen sollte, könnte der Greenback stärker werden. Wir vermuten, dass er in den nächsten zwölf Monaten geringfügig aufwerten wird, aber es könnte auch noch anders kommen.

Abbildung 20 – Realer effektiver US-Dollar und Renditespread



Hinweis: monatliche Daten von Januar 1980 bis August 2021. Der reale effektive US-Dollar-Wechselkursindex ist ein Index, der von der OECD als handelsgewichteter Wert des US-Dollars gegenüber einem Währungskorb berechnet und um die Unterschiede in der Verbraucherpreisinflation bereinigt wird. „Bond yield spread", der Renditespread von Anleihen, bezieht sich auf die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen abzüglich des Durchschnitts der Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen von: Australien, Kanada, Frankreich, Deutschland, Italien, Japan, Schweden und Großbritannien. Stand: 31.08.2021. **Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge**. Quelle: OECD, Refinitiv Datastream und Invesco.

Prognosen für das kommende Jahr

Wir glauben, dass der globale Konjunkturzyklus noch Durchhaltevermögen hat

Wie bereits dargelegt, veranlasst uns unsere Zuversicht hinsichtlich des Konjunkturzyklus zu der Annahme, dass sich zyklische Anlagen weiterhin gut entwickeln werden. Das inzwischen erreichte Bewertungsniveau dämpft unsere Begeisterung für zyklische Anlagen jedoch etwas, da viele gute Nachrichten bereits eingepreist zu sein scheinen.

Die Zentralbanken führen ihre Assetkäufe zurück

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

- Die Zentralbanken halten die Leitzinsen stabil und kaufen weiter Anleihen an, beginnen aber mit der Rückführung ihrer Assetkäufe („Tapering“)
- 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 weiter, aber die Dividendenrenditen steigen leicht an (wie die Anleiherenditen)
- Die Ausschüttungen aus Immobilienanlagen (REITS) ziehen wieder an und führen zu höheren REIT-Renditen
- Rohstoffe konsolidieren die jüngsten Gewinne (und der Goldpreis sinkt aufgrund der steigenden Anleiherenditen und des steigenden Dollars)

10-jährige US-Staatsanleihenrendite steigt auf 2,20% und USD erstarkt

Die Annahmen, die unseren Prognosen zugrunde liegen, sind in **Anhang 4** dargelegt. **Abbildung 21** zeigt, welche Marktziele wir daraus ableiten. Die vielleicht wichtigste Einzelprognose ist, dass die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe auf 2,20% ansteigen wird (was größtenteils auf einem Anstieg der realen Rendite im Zuge der Rückführung 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 rechnen mit höheren Renditen aus zyklischen Anlagen

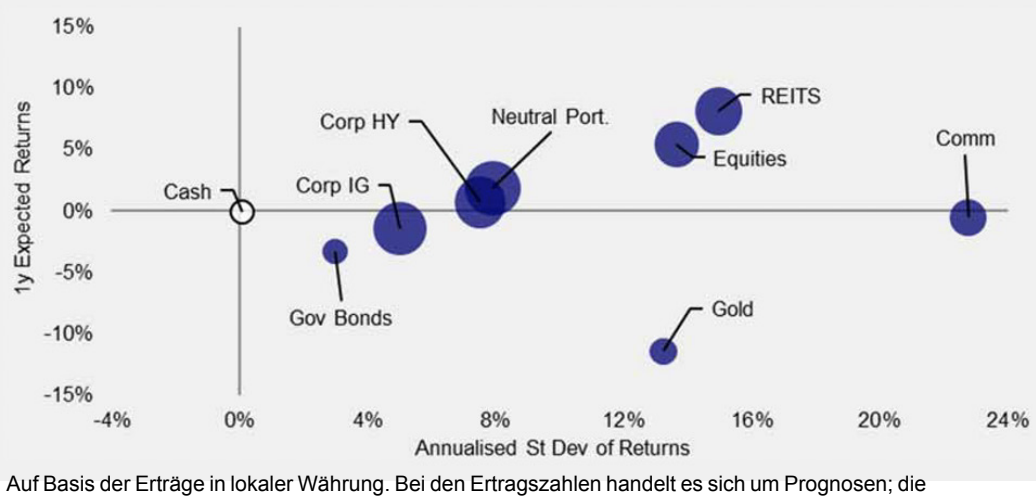
Obwohl wir glauben, dass der Zyklus aktienähnliche Anlagen begünstigen wird, halten wir viele dieser Anlagen bereits für so hoch bewertet, dass ihr Aufwärtspotenzial begrenzt ist. Beispielsweise rechnen wir zwar in den USA mit steigenden Dividenden – die Dividendenrendite ist aber extrem niedrig, und wenn wir nicht von einem weiteren Rückgang ausgehen, werden die prognostizierten Erträge begrenzt sein (weshalb wir auch nur eine Seitwärtsbewegung für den S&P 500 prognostizieren). Generell müssen wir bei unseren Annahmen für die Aktienmärkte großzügig sein, während wir bei REITS mit unserer Ansicht nach konservativen Annahmen sehr attraktive Ergebnisse erzielen. Obwohl wir immer noch Aufwärtspotenzial bei zyklischen Anlagen sehen, halten wir dieses inzwischen für begrenzter als am Jahresanfang.

Abbildung 21 – Marktprognosen

		Aktuell (31.8.21)	Prognose 12 Monate
Zentralbankzinsen	USA	0,25	0,25
	Eurozone	-0,50	-0,50
	China	4,35	4,35
	Japan	-0,10	-0,10
	UK	0,10	0,10
10-Jährige Anleiherenditen	USA	1,28	2,20
	Eurozone	-0,42	0,15
	China	2,86	3,40
	Japan	0,02	0,15
	UK	0,72	1,10
Wechselkurse/USD	EUR/USD	1,18	1,15
	USD/CNY	6,46	6,60
	USD/JPY	110,04	112,00
	GBP/USD	1,38	1,35
	USD/CHF	0,91	0,95
Aktienindizes	S&P 500	4523	4500
	Euro Stoxx 50	4196	4400
	FTSE A50	14759	16500
	Nikkei 225	28090	31000
	FTSE 100	7120	7800
Rohstoffe (USD)	Brent/Barrel	72	70
	Gold/Feinunze	1806	1600
	Kupfer/Tonne	9528	10000

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

Abbildung 22 – 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 Abbildung 3 dargestellt. Stand: 31.08.2021. **Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden**. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: BAML, MSCI, GSCI, FTSE, Refinitiv Datastream und Invesco

Wir glauben, dass Immobilien die höchsten Erträge liefern werden; Gold sehen wir skeptisch

Unsere Renditeprognosen entsprechen weitgehend den in **Abbildung 12** dargestellten GMS-Rankings mit den besten Renditen aus Aktien-, Immobilien-, HY- und Rohstoff-Anlagen (siehe **Abbildung 22**). 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 Gesamtrendite aus Staatsanleihen und 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.

Cash bleibt unser bevorzugter Diversifikator

Um auf Grundlage unserer Prognosen ein diversifiziertes Multi-Asset-Portfolio zusammenzustellen, dürfen wir nicht nur die von uns favorisierten Anlagewerte auswählen – schließlich könnten wir falsch liegen. Daher verwenden wir einen Optimierungsprozess. **Abbildung 23** veranschaulicht die Ergebnisse dieses Prozesses. Wir haben eine Präferenz für Immobilienanlagen und Aktien; Cash ist unser bevorzugter Diversifikator.

Aktienallokation auf Kosten der HY-Allokation ausgebaut

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 HY nur auf 2% (untergewichtet) zurückgeführt und nicht auf null, wie vom Optimierer angezeigt. Außerdem haben wir die Aktienallokation erhöht (und bleiben in Aktien übergewichtet), während wir die Untergewichtung von Staatsanleihen und Rohstoffen beibehalten haben.

Abbildung 23 – Optimierte Allokationen in globale Assets (auf Basis der Erträge in lokaler Währung)

				Optimierungen		
	Neutrales Portfolio	**Erlaubte Quote gem. Anlage-richtlinien**	**Progno-stizierte Renditen**	**Sharpe Ratio**	**Max. Rendite**	**Modell-Asset -Allokation***
Cash & Gold	5%	0-10%	-5,8%	10%	10%	10%
Kasse	2,5%	0-10%	-0,1%	10%	10%	10%
Gold	2,5%	0-10%	-11,4%	0%	0%	0%
Staatsanleihen	25%	10-40%	-3,3%	10%	30%	17%
IG-Anleihen	10%	0-20%	-1,4%	0%	0%	0%
HY-Anleihen	5%	0-10%	0,7%	0%	0%	↓ 2%
Aktien	45%	25-65%	5,4%	64%	44%	↑ 54%
Immobilien	8%	0-16%	8,2%	16%	16%	16%
Rohstoffe	2%	0-4%	-0,5%	0%	0%	1%

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 Handelsempfehlung zu verstehen. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: Invesco Global Market Strategy Office

Wir bauen unsere Aktienallokation und unser Exposure in Großbritannien, Japan und den EM aus

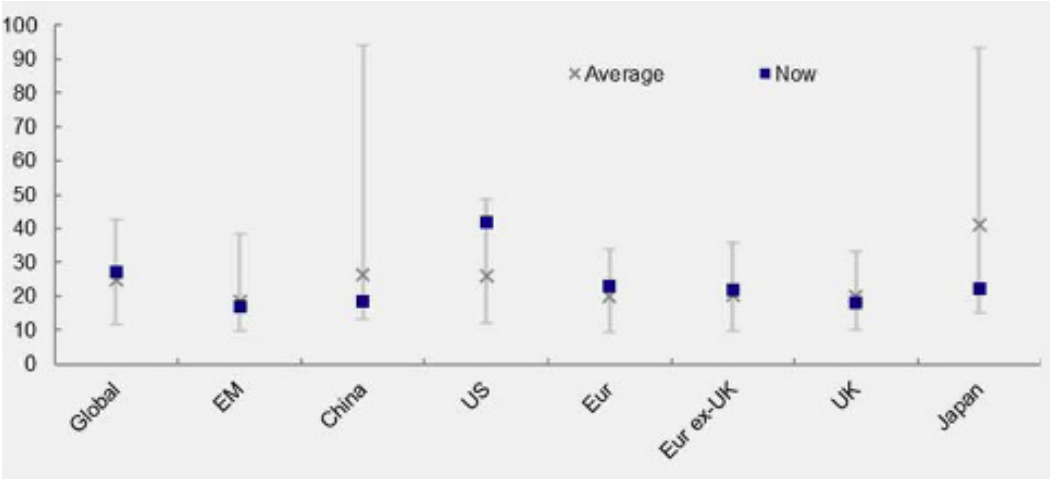
Modell-Asset-Allokation: Mehr Aktien, weniger Hochzinsanleihen

Trotz der zuletzt bereits sehr starken Performance bleiben wir bei unserer Präferenz für Immobilienanlagen und Aktien (siehe **Abbildung 23**). Tatsächlich erhöhen wir unsere Aktienquote nochmals (auf noch stärker übergewichtet), während wir die Allokation in HY reduzieren (auf untergewichtet). Aus regionaler Perspektive haben wir unsere Allokationen in Großbritannien, Japan und den Emerging Markets erhöht, während wir unser Exposure in den USA und der Eurozone reduziert haben (**Abbildung 3** zeigt die regionalen Allokationen im Detail).

Der Anstieg der Aktienkurse ist durch die steigenden Dividenden mehr als gerechtfertigt und wir erhöhen unsere Übergewichtung

Wir sehen keinen Grund für eine Flucht aus Aktien, nur, weil die Kurse gestiegen sind – unserer Ansicht nach ist dieser Kursanstieg durch die Erholung der Gewinne und Dividenden mehr als gerechtfertigt (wie **Abbildung 5** zeigt, sind die Dividendenrenditen von Aktien sogar leicht gestiegen). Daher erhöhen wir die **Aktien**quote von 51% auf 54% (gegenüber einer neutralen Allokation von 45%). Wir haben das EM-Engagement auf das Maximum von 10% angehoben, halten aber an der neutralen Allokation in chinesischen Aktien fest. Außerdem haben wir unser Exposure in japanischen Aktien leicht erhöht (auf noch stärker übergewichtet). Wir halten an der Maximalallokation in britischen Aktien fest und bleiben bei unserer Übergewichtung der Eurozone. In US-Aktien, einem Markt, den wir für relativ teuer halten, bleiben wir untergewichtet – siehe **Abbildung 24**.

Abbildung 24 – 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: 31.08.2021. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Immobilien verbleiben auf Maximum, bei einigen regionalen Anpassungen

Immobilien bleiben unser bevorzugter zyklischer Vermögenswert (wir bleiben beim Maximum von 16%). Auf Basis unserer regionalen REIT-Renditeprognosen reduzieren wir die Allokation in den USA und der Eurozone und bauen unser Engagement am britischen Markt aus, wobei die EM die von uns bevorzugte Region bleiben.

HY auf untergewichtet reduziert

Durch die Rückführung unseres **HY**-Exposures auf 2% (untergewichtet von zuvor neutral mit 5%) erhalten wir Spielraum für eine Aufstockung unserer Aktienallokation. Wir prognostizieren nur eine kleine positive Rendite, die unserem Optimierungsprozess zufolge keine HY-Allokation rechtfertigt (**Abbildung 23**); wir widerstehen jedoch der Versuchung, die Allokation vollständig auf null zurückzuführen. Wir halten am US-Markt fest, was allerdings genauso viel mit Währungserwägungen wie mit den regionalen HY-Prognosen zu tun hat (wir rechnen mit einem stärkeren Dollar). Was andere Zinsanlagen angeht, halten wir an unserer Nullallokation in **IG** und unserer Untergewichtung von **Staatsanleihen fest**, wobei die EM als einzige Region übergewichtet sind.

Cash ist unser bevorzugter Diversifikator

Cash bleibt unser bevorzugter Diversifikator (wir bleiben beim Maximum von 10%). Die Zentralbankzinsen sind zwar niedrig (und in einigen Fällen sogar negativ). Aufgrund seiner fehlenden Volatilität und geringen Korrelation mit anderen Anlagewerten wird Cash aber in unseren Optimierungsprozessen bevorzugt (siehe **Abbildungen 22** und **32**). **Gold** hat 2020 extrem gut performt; wir befürchten aber einen weiteren Preisverfall, falls es, wie von uns erwartet, zu einem Anstieg der Anleiherenditen und einer Aufwertung des US-Dollars kommen sollte. Wir bleiben bei unserer Nullgewichtung. Schließlich halten wir an der **Untergewichtung** von **Rohstoffen** fest.

Präferenz für Großbritannien und EM

Auf regionaler Ebene favorisieren wir die unserer Erwartung nach größten Gewinnern eines globalen Aufschwungs: die EM und Großbritannien. Wir sichern weiterhin keine Währungsrisiken ab – die von uns erwartete Dollar-Stärke reicht unserer Ansicht nach nicht aus, um eine Währungsabsicherung zu rechtfertigen.

Kurze Konjunkturzyklen würden für defensive Anlagen sprechen

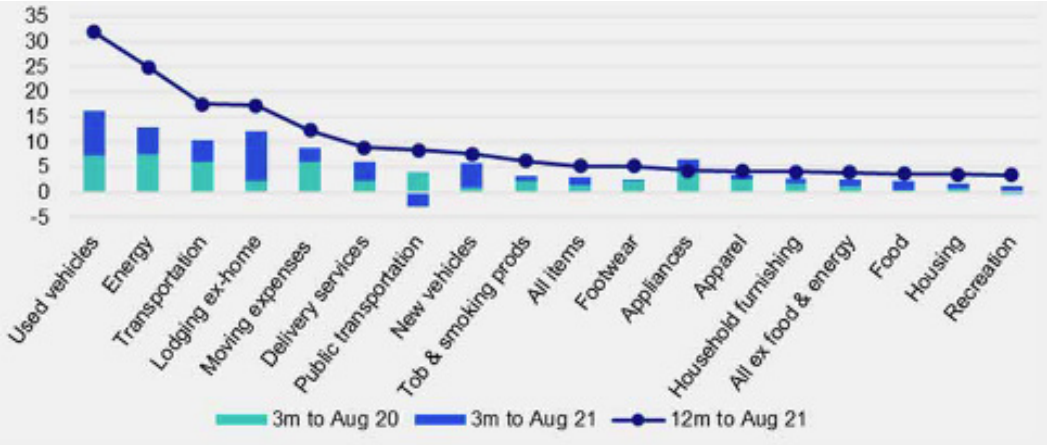
Was könnte schieflaufen?

Das Risiko, dass dieser Konjunkturzyklus vorzeitig enden könnte, haben wir bereits untersucht und sind zu dem Schluss gekommen, dass dies unwahrscheinlich ist. Sollte es aber trotzdem der Fall sein (z.B. aufgrund einer neuen, gefährlicheren Covid-Variante), dürften defensive Anlagen wie Barmittel, Gold, Staatsanleihen, IG-Unternehmensanleihen, der JPY und – im Aktienbereich – der Niedrigvolatilitätsfaktor überdurchschnittlich abschneiden (siehe Abschnitt zur Rezession in **Abbildung 10**). Wir vermuten, dass es immer wieder Zweifel an den Wachstumsperspektiven geben wird, und setzen derzeit auf Cash als unseren bevorzugten Diversifikator.

Ist die Inflation nicht nur vorübergehend erhöht?

Mit einer Jahresrate der Kerninflation von 4,2% fielen die Verbraucherpreisdaten in den USA im August niedriger aus als allgemein erwartet. Trotzdem gibt es nach wie vor Grund zur Sorge, dass die höhere Inflation nicht nur vorübergehender Natur ist. Der erste und wichtigste ist das sehr starke Geldmengenwachstum in den USA während der Pandemie. So hat das M2-Wachstum in den zwölf Monaten bis Februar 2021 in der Spitze bei 27% gelegen (wobei es sich bis Juli 2021 wieder auf 12% verlangsamte und in den meisten anderen Ländern weniger ausgeprägt war). Zweitens ist es durch Störungen in den globalen Lieferketten in einigen Industriesektoren zu Lieferengpässen gekommen, die zu höheren Preisen führen könnten. Schließlich scheint es in vielen Ländern ein Ungleichgewicht auf dem Arbeitsmarkt zu geben, mit relativ hoher Arbeitslosigkeit, aber Arbeitskräftemangel in einigen Branchen (insbesondere in Großbritannien, das zudem vom Brexit betroffen ist). Dies könnte in einigen Sektoren zu Lohndruck führen.

Abbildung 25 – US-Verbraucherpreisinflation in ausgewählten Kategorien (%)



Hinweis: zeigt die Veränderung der Verbraucherpreise über die angegebenen Zeiträume für ausgewählte Kategorien des Verbraucherpreisindex (CPI): „3 Monate bis Aug. 2020“ misst die Veränderung der Preise in den drei Monaten bis August 2020; „3 Monate bis Aug. 2021“ misst die Veränderung der Preise in den drei Monaten bis August 2021; „12 Monate bis Aug. 2021“ misst die Veränderung der Preise in den zwölf Monaten bis August 2021.
Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Wir glauben nicht, behalten die Preisentwicklung aber genau im Auge

Abbildung 25 ist eine Aktualisierung einer Grafik, die bereits in unserem letzten Bericht enthalten war und bei der es einige wichtige Änderungen gegeben hat. Erstens waren die Gesamtinflationsrate und die Kerninflation im August etwas höher als im Mai. Zweitens hat die höhere Jahresrate der Inflation jetzt viel mehr mit aktuell steigenden Preisen als mit dem Preisrückgang vor einem Jahr zu tun (Basiseffekte sind kaum noch erkennbar). Schließlich scheint sich die hohe Inflation auf weniger Branchen zu konzentrieren als vor drei Monaten. In Bezug auf die Frage, ob wir uns Sorgen über eine dauerhaft höhere Inflation machen müssen, sind der zweite und dritte Punkt etwas widersprüchlich. Da wir aber viele der Kategorien mit den höchsten Inflationsraten in die „Erholungskategorie“ einordnen würden (Gebrauchtfahrzeuge, Transport, außerhäusliche Unterkünfte usw.), werten wir die aktuell erhöhte Inflationsrate weiterhin als „vorübergehend“.

Welche Anlagewerte könnten helfen, das Portfolio gegen eine höhere Inflation abzusichern?

Falls sich die Inflation in den USA jedoch in der Bandbreite von 3% bis 5% einpendeln sollte, wäre es unseren historischen Analysen zufolge nicht leicht, Vermögenswerte zu finden, die die Auswirkungen der höheren Inflation abmildern könnten.
Als wir uns im Juli 2020 mit dieser Frage befassten, kamen wir zu dem Schluss, dass dafür am ehesten folgende Anlagewerte in Frage kämen: inflationsgeschützte Staatsanleihen, Gold (das von einem starken Inflationsschub profitieren könnte), Barmittel (anfangs nicht, aber letztlich würden die kurzfristigen Zinsen steigen), Rohstoffe (die Beziehung geht in beide Richtungen), Emerging Markets (über die Rohstoffverbindung) und Value vs. Growth (wir unterstellen, dass höhere Anleiherenditen schlecht für Anlagen mit langer Duration wären).

Könnte die deutsche Politik die Märkte destabilisieren?

Geopolitische Erwägungen bleiben immer ein Thema und wir können uns eine Reihe von Ereignissen vorstellen, die die Risikoprämie erhöhen könnten. Erstens wird Angela Merkel mit den Bundestagswahlen am 26. September als deutsche Bundeskanzlerin (und vermeintliche Anführerin Europas) abtreten. Das Problem ist, dass den Meinungsumfragen zufolge praktisch jeder Wahlausgang denkbar ist.
– Die Frage ist, welche Koalition sich durchsetzen wird (man bedenke, dass Deutschland seit 2005 über weite Strecken von einer großen Koalition aus CDU/CSU und SPD regiert worden ist). Die Grünen könnten durchaus Teil einer neuen Regierungskoalition sein, und die für die Finanzmärkte vielleicht beunruhigendste Option wäre eine Koalition aus SPD, Linken und Grünen. Wie auch immer die Wahl ausgeht, die Koalitionsverhandlungen werden vermutlich einige Zeit in Anspruch nehmen, und das Ende der Ära Merkel könnte für Unsicherheit sorgen. Wir bezweifeln, dass die deutsche Politik für die Märkte ausschlaggebend sein wird, werden die Situation und die Möglichkeit einer Destabilisierung der Märkte in der Eurozone jedoch im Auge behalten.

Ist der Iran wieder ein Thema?

Der zweite geopolitische Brennpunkt auf unserem Radar ist der Versuch, das Atomabkommen mit dem Iran wieder aufleben zu lassen. Mit dem Hardliner Ebrahim Raisi als neuem Präsidenten könnte man leicht zu dem Schluss kommen, dass die Verhandlungen zwischen dem Iran und den USA (und ihren Partnern) wahrscheinlich nicht zum Erfolg führen werden. Wir haben jedoch das Gefühl, dass es Fortschritte geben und sich die Lage entspannen wird. Wenn wir mit unseren Einschätzungen richtig liegen, könnten die globalen Risikoprämien leicht zurückgehen und der Ölpreis vielleicht um bis zu 5 Dollar je Barrel fallen (dem Iran könnten mehr Freiheiten beim Verkauf seines Öls eingeräumt werden).

Afghanistan und die Rückkehr von Donald Trump?

Der Abzug der NATO-Truppen aus Afghanistan verlief nicht wie geplant, und die Region wirkt weniger stabil als noch vor einigen Monaten (man bedenke auch, dass der Iran ein Nachbar ist). Angesichts der Beteiligung Pakistans (Nachbar), Russlands (aus historischen Gründen) und Chinas (das das von den USA hinterlassene Vakuum mit Finanzierung füllt) lohnt es sich, die Entwicklung weiter zu beobachten, vor allem, falls die USA beschließen sollten, dass sie noch eine Rechnung offen haben. Zu den Kollateralschäden könnten die (ohnehin schon schlechten) Aussichten der Demokraten bei den Zwischenwahlen 2022 und die Präsidentschaft von Joe Biden gehören (obwohl es Präsident Trump war, der den Rückzug der USA ausgehandelt hat). Der letztgenannte Punkt könnte die Tür für eine Rückkehr von Donald Trump ins Weiße Haus öffnen.
Das dürfte die globalen Spannungen erhöhen und unserer Ansicht nach zu höheren Risikoprämien führen. Ein Vermögenswert, der unseres Erachtens von einem solchen Szenario profitieren könnte, ist Gold.

Den US-chinesischen Konflikt gibt es auch noch

Stichwort globale Spannungen: Wir sollten auch nicht vergessen, dass die Beziehungen zwischen den USA und China weiterhin auf Messers Schneide stehen. Die Gemüter haben sich im Vergleich zu dem, was wir während der Trump-Präsidentschaft erlebt haben, beruhigt. Unserer Meinung nach würde es aber nicht viel brauchen, um den Konflikt wieder aufflammen zu lassen. Abgesehen von allen anderen strittigen Fragen könnte der Abzug der USA aus Afghanistan China in seinen Versuchen bestärken, seine strategische Überlegenheit zu beweisen, während sich die Verbündeten der USA in Asien fragen müssen, inwieweit sie auf die Unterstützung dieses Partners zählen könnten, falls China seine Muskeln spielen lassen sollte.

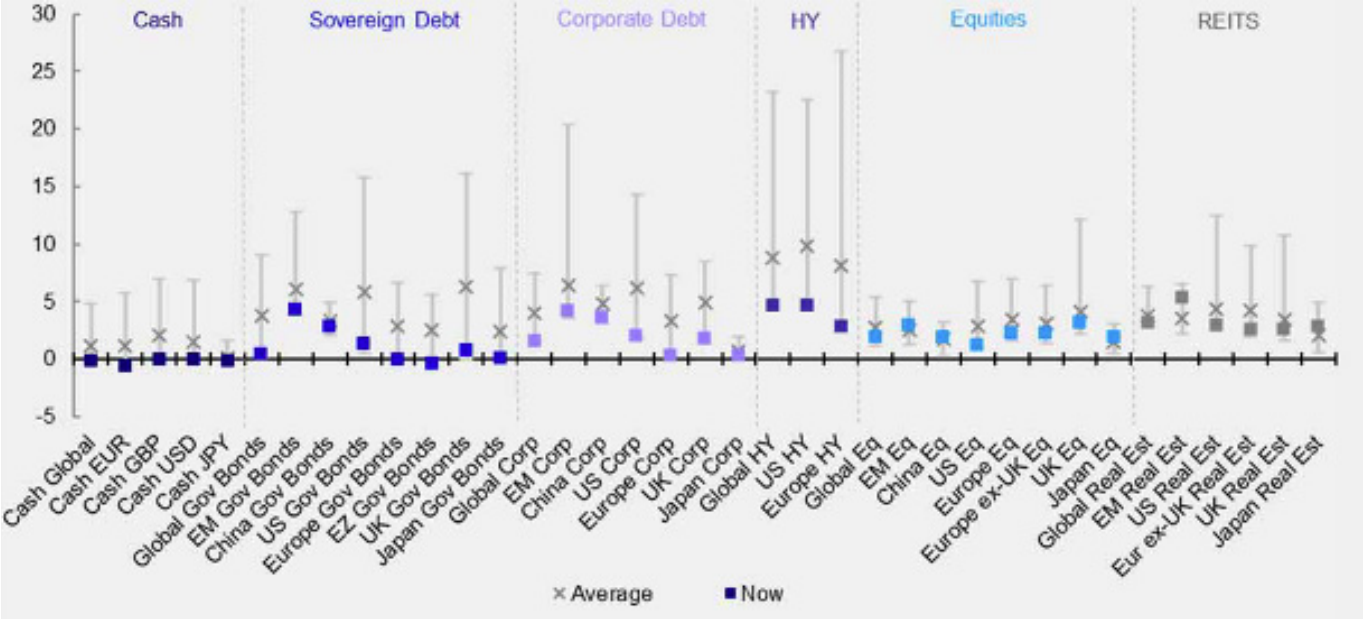
COP-26 könnte so oder so ausgehen

Schließlich bietet der für die erste Novemberhälfte in Glasgow angesetzte UN-Klimagipfel COP-26 den Staats- und Regierungschefs der Welt die Möglichkeit, einen wichtigen Schritt in Richtung Eindämmung des Klimawandels zu tun. Das wäre ein fantastisches Ergebnis, das den ansonsten zu erwartenden wirtschaftlichen Schaden verringern würde. Jedes tragfähige Abkommen könnte dazu beitragen, die Risikoprämien zu verringern, und würde wahrscheinlich die Nachfrage nach CO2-Reduktionstechnologien steigern. Es könnte aber auch schrecklich schief gehen, wenn es den Industrieländern wieder einmal nicht gelingen sollte, die Entwicklungsländer mit ins Boot zu holen, vielleicht, weil zu wenig finanzielle Unterstützung angeboten wird. China und Indien werden wahrscheinlich im Mittelpunkt dieser Debatte stehen, und wenn es nicht gelingt, ehrgeizige Ziele festzulegen, könnte dies nicht nur unsere langfristige Zukunft gefährden, sondern auch zu kurzfristigen geopolitischen Spannungen führen.

Anhänge

Anhang 1: Globale Bewertungen im historischen Vergleich

Regionale Renditen bewegen sich innerhalb historischer Spannen (%)



Hinweise: Stand: 31.08.2021. **Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft**. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: Bloomberg Barclays, BofAML, FTSE, Refinitiv Datastream und Invesco

Anhang 2: Gesamtrendite der Anlageklassen

Stand der Daten: 31.08.2021	Index	Aktuelles Niveau/RY	Gesamtrendite (USD, %)				Gesamtrendite (lokale Währung, %)			
			3 Monate	Seit 1. Jan.	12 Monate	5 Jahre*	3 Monate	Seit 1. Jan.	12 Monate	5 Jahre*
Aktien										
Welt	MSCI	741	4,7	16,2	29,2	14,9	5,7	17,5	29,1	14,9
Schwellenländer	MSCI	1309	-4,0	3,1	21,5	10,8	-3,1	3,9	18,6	11,5
China	MSCI	94	-13,7	-12,2	-5,0	11,0	-13,4	-12,1	-5,5	10,9
USA	MSCI	4399	8,3	21,1	31,9	18,5	8,3	21,1	31,9	18,5
Europa	MSCI	2088	2,0	16,1	29,8	10,7	5,4	19,2	30,3	9,6
Europa ex UK	MSCI	2648	2,8	16,5	30,5	12,5	6,2	20,9	32,2	11,3
UK MSCI	1145	-0,7	14,5	27,3	5,5	2,6	13,8	23,8	4,5	
Japan	MSCI	3935	1,5	3,3	20,4	9,5	1,9	9,9	24,7	10,8
Staatsanleihen										
Welt	BofA-ML	0,43	0,2	-3,8	-1,7	1,6	1,6	-1,3	-0,6	1,5
Emerging Markets USD Bond	BBloom	4,28	3,1	0,1	4,1	5,0	3,1	0,1	4,1	5,0
China	BofA-ML	2,83	0,2	5,4	11,4	3,9	1,8	4,2	5,0	3,2
USA (10 J.)	Datastream	1,28	3,3	-1,5	-3,2	3,1	3,3	-1,5	-3,2	3,1
Europa	Bofa-ML	-0,08	-1,8	-5,2	-0,5	2,7	1,7	-1,8	0,8	1,5
Europa ex-UK (EMU, 10 J.)	Datastream	-0,42	-1,3	-4,7	-0,9	2,8	2,3	-1,2	0,4	1,6
Großbritannien (10 J.)	Datastream	0,72	-1,5	-3,0	0,1	2,5	1,8	-3,6	-2,7	1,5
Japan (10 J.)	Datastream	0,02	0,2	-5,7	-2,8	-0,9	0,6	0,3	0,7	0,3
IG-Unternehmensanleihen										
Global	BofA-ML	1,60	1,0	-1,0	2,4	4,2	2,2	0,0	2,6	3,9
Emerging Markets USD Bond	BBloom	4,15	0,6	1,1	6,6	8,5	0,6	1,1	6,6	8,5
China	BofA-ML	3,67	0,0	4,9	11,2	3,4	1,6	3,7	4,8	2,8
USA	BofA-ML	2,06	2,7	-0,1	2,7	4,8	2,7	-0,1	2,7	4,8
Europa	BofA-ML	0,34	-2,3	-3,2	1,3	3,0	1,2	0,3	2,6	1,8
UK BofA-ML	1,75	-1,0	-0,6	6,0	4,3	2,3	-1,2	3,1	3,2	
Japan	BofA-ML	0,35	0,0	-5,3	-2,2	-0,7	0,4	0,7	1,3	0,5
HY-Unternehmensanleihen										
Global	BofA-ML	4,64	0,8	3,0	9,1	6,4	1,5	3,7	9,3	6,2
USA	BofA-ML	4,62	2,3	4,6	10,3	6,5	2,3	4,6	10,3	6,5
Europa	BofA-ML	2,86	-2,2	0,1	7,4	5,6	1,3	3,8	8,8	4,3
Cash (Overnight LIBOR)										
USA		0,08	0,0	0,1	0,1	1,1	0,0	0,1	0,1	1,1
Euroraum		-0,59	-3,6	-3,7	-1,6	0,6	-0,1	-0,4	-0,6	-0,5
UK	0,04	-3,2	0,6	2,9	1,3	0,0	0,0	0,0	0,4	
Japan		-0,10	-0,5	-6,2	-3,8	-1,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Immobilien (REITs)										
Global	FTSE	2073	4,8	19,3	30,5	6,3	8,5	23,6	32,2	5,1
Schwellenländer	FTSE	1783	-9,2	-6,4	-2,4	4,1	-6,0	-3,0	-1,1	2,9
USA	FTSE	3596	9,0	30,3	42,6	6,7	9,0	30,3	42,6	6,7
Europa ex UK	FTSE	4108	5,4	12,3	27,9	8,5	9,2	16,4	29,6	7,2
UK FTSE	1393	8,3	25,4	37,7	6,8	11,8	24,6	33,9	5,8	
Japan	FTSE	2879	2,0	12,1	20,3	4,7	2,4	19,3	24,7	6,0
Rohstoffe										
Alle GSCI	2578	3,5	30,4	43,9	3,3	-	-	-	-	
Energie	GSCI	390	7,8	45,9	56,8	0,7	-	-	-	-
Industriemetalle	GSCI	1735	0,0	24,0	38,0	11,4	-	-	-	-
Edelmetalle	GSCI	2084	-5,9	-5,3	-9,9	5,3	-	-	-	-
Agrarrohstoffe	GSCI	468	-1,6	16,9	45,0	2,0	-	-	-	-
Währungen (ggü. USD)**										
EUR		1,18	-3,4	-3,3	-1,1	1,1	-	-	-	-
JPY		110,04	-0,4	-6,2	-3,8	-1,2	-	-	-	-
GBP		1,38	-3,2	0,7	2,8	1,0	-	-	-	-
CHF		1,09	-1,7	-3,3	-1,3	1,5	-	-	-	-
CNY		6,46	-1,4	1,0	6,0	0,7	-	-	-	-

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

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

	Anlageklasse	Index	Erwartete geometrische Rendite %	Erwartete Arithmetisches Rendite %	Erwartete Risiko %	Arithmetische Rendite Risiko-Rendite-Verhältnis
Anleihen	KurzlauKurzlaufende US-Staatsanleihen	BBG BARC US Treasury Short	0,8	0,8	1,5	0,54
	US-Staatsanl. mittl. Laufzeit	BBG BARC US Treasury Intermediate	1,3	1,4	4,5	0,30
	US-Staatsanl. Langer Laufzeit	BBG BARC US Treasury Long	0,9	1,6	11,7	0,14
	US TIPS	BBG BARC US TIPS	0,7	0,9	5,5	0,16
	US Bank Loans	CSFB Leverage Loan Index	4,1	4,4	8,5	0,52
	US aggregiert	BBG BARC US Aggregate	1,9	2,0	5,9	0,34
	US IG-Unt.anleihen	BBG BARC US Investment Grade	1,6	1,9	7,6	0,25
	US MBS	BBG BARC US MBS	2,4	2,6	6,5	0,40
	US Preferred Stocks	BOA ML Fixed Rate Pref Securities	3,0	3,7	12,4	0,30
	HY-Unternehmensanleihen USA	BBG BARC US High Yield	2,8	3,3	10,1	0,33
	US-Kommunalanl. mittl. Laufzeit	BOA ML US Municipal (3Y-15Y)	1,6	1,9	7,2	0,26
	HY-US-Kommunalanleihen	BBG BARC Municipal Bond High Yield	1,7	2,0	7,8	0,25
	Global aggregiert	BBG BARC Global Aggregate	2,2	2,4	6,8	0,36
	Global aggregiert ohne USA	BBG BARC Global Aggregate- Ex US	2,4	2,9	10,2	0,28
	Globale Treasuries	BBG BARC Global Treasuries	2,2	2,5	8,4	0,30
	Globale Staatsanleihen	BBG BARC Global Sovereign	1,7	1,9	6,9	0,28
	Globale Unternehmensanleihen	BBG BARC Global Corporate	2,0	2,3	7,7	0,30
	Globale IG-Anleihen	BBG BARC Global Corporate Inv Grd	1,9	2,2	7,8	0,28
	Unternehmensanleihen Eurozone	BBG BARC Euro Aggregate Credit - Corporate	1,9	2,8	13,4	0,21
	Staatsanleihen Eurozone	BBG BARC Euro Aggregate Government - Treasury	1,9	2,7	12,4	0,22
	Asiatische IG-Anleihen n USD	BOA Merrill Lynch ACIG	2,4	2,7	8,3	0,33
	Asiatische HY-Anleihen in USD	BOA Merrill Lynch ACHY	7,4	8,9	18,5	0,48
	EM aggregiert	BBG BARC EM Aggregate	3,1	3,9	13,1	0,29
	EM-Staatsanleihen aggregiert	BBG BARC EM Sovereign	2,0	2,4	8,2	0,29
	EM Aggregate Corporate	BBG BARC EM Corporate	1,9	2,0	5,3	0,39
	EM Corporate IG	BBG BARC EM USD Aggregate - Corporate -IG	2,2	2,3	4,6	0,51
Aktien	Globale Aktien	MSCI ACWI	6,7	8,0	17,0	0,47
	Globale Aktien ohne USA	MSCI ACWI Ex-US	7,2	8,8	19,0	0,47
	Marktbreit USA	Russell 3000	6,5	7,9	17,5	0,45
	US-Large-Caps	S&P 500	6,3	7,6	16,8	0,45
	US-Mid-Caps	Russell Midcap	7,2	8,9	19,7	0,45
	US-Small-Cap	Russell 2000	8,9	11,2	23,1	0,48
	MSCI EAFE	MSCI EAFE	6,4	8,0	18,7	0,43
	MSCI Europe	MSCI Europe	6,5	8,1	18,8	0,43
	Eurozone	MSCI Euro X UK	6,1	7,8	19,8	0,40
	UK-Large-Caps	FTSE 100	7,9	9,7	20,2	0,48
	UK-Small-Caps	FTSE Small Cap UK	8,8	11,7	25,8	0,45
	Kanada	S&P TSX	7,1	8,9	20,4	0,44
	Japan	MSCI JP	5,7	8,0	22,6	0,36
	Emerging Market	MSCI EM	9,0	11,7	25,1	0,46
	Asia Pacific Ex JP	MSCI APXJ	8,5	11,3	25,3	0,45
	Pazifik ohne JP	MSCI Pacific X JP	9,5	14,6	35,4	0,41
Alternativen	US-REITs	FTSE NAREIT Equity	8,1	9,7	18,7	0,52
	Globale REITs	FTSE EPRA/NAREIT Developed Index	7,7	9,2	18,5	0,50
	Hedgefonds	HFRI HF Index	6,5	6,9	8,8	0,78
	Rohstoffe	S&P GSCI	4,7	7,3	23,8	0,31
	Agrarrohstoffe	S&P GSCI Agriculture	0,2	2,4	21,5	0,11
	Energie	S&P GSCI Energy	7,2	12,8	37,1	0,35
	Industriemetalle	S&P GSCI Industrial Metals	4,5	7,0	24,0	0,29
	Edelmetalle	S&P GSCI Precious Metals	2,3	3,9	18,6	0,21

Hinweise: Schätzungen Stand 30. Juni 2021, wie in den Long-Term Capital Market Assumptions (September 2021) veröffentlicht. Diese Schätzungen spiegeln die Einschätzungen von Invesco Investment Solutions wider; die Ansichten anderer Investmentteams von Invesco können von diesen abweichen. **Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden**. TIPS = Treasury Inflation Protected Securities, MBS = Mortgage-Backed-Securities.Quelle: Invesco Investment Solutions

Anhang 4: Wesentliche Annahmen

Wesentliche Annahmen, die der prognostizierten Rendite über 1 Jahr zugrunde liegen

	USA	Eurozone/ Europa ex UK	UK	Japan	EM	China
Zentralbankzinsen (%)	0,25	-0,50	0,10	-0,10	-	4,35
Spread Staatsanleihen vs. Zentralbankzinsen (Bps)	175	110	105	30	-	-
Spreads IG-Unternehmensanleihen vs. Staatsanleihen (Bps)	100	25	100	15	-	-
Spreads HY-Unternehmensanleihen vs. Staatsanleihen (Bps)	350	250	-	-	-	-
Ausfallraten HY-Unternehmensanleihen (%)	3,0	3,0	-	-	-	-
Verwertungsquoten HY-Unternehmensanleihen (%)	43	50	-	-	-	-
Dividendenwachstum Aktien (%)*	7,5	10,0	10,0	10,0	15,0	5,0
Dividendenrendite Aktien (%)*	1,4	2,3	3,2	1,9	2,9	1,8
Wachstum Immobiliendividenden (REITS, %)*	10,0	20,0	20,0	10,0	10,0	-
Dividendenrendite Immobilien (REITS, %)*	3,2	3,0	2,7	2,9	5,0	-

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

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

Prozess der Portfoliokonstruktion

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

Welche Anlageklassen?

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

Neutrale Allokationen und Quoten gemäß Anlagerichtlinien

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

Erwartete/prognostizierte Erträge

Der Prozess zur Schätzung des erwarteten Ertrags basiert auf den laufenden Erträgen (natürlich mit Ausnahme von Rohstoffen). Nachdem wir untersucht haben, wie die laufenden Erträge im Verlauf des Konjunkturzyklus variieren und wo sie sich im historischen Vergleich bewegen, prognostizieren wir Richtung und Ausmaß der Bewegungen über die nächsten zwölf Monate. Die Berechnung der Cash-Renditen basiert auf der Annahme einer geradlinigen Bewegung der kurzfristigen Zinsen in Richtung unseres Zielwerts (natürlich ohne Kapitalzuwachs oder -verluste). Die Erträge aus Anleihen basieren auf der Annahme eines geradlinigen Renditeverlaufs, wobei der Kapitalzuwachs/-verlust auf einer konstanten Fälligkeit basiert (was effektiv einen dafür erforderlichen konstanten Portfolioumschlag voraussetzt). Die prognostizierten Spreads von Investment-Grade- und Hochzins-Unternehmensanleihen basieren auf unseren Einschätzungen zum Konjunkturzyklus (genauso wie die prognostizierten Kreditausfälle). Durch Hinzunahme der Kuponzahlungen erhalten wir die Gesamtrendite.

Die Erträge aus Aktienanlagen und REITs basieren auf Annahmen zum Dividendenwachstum. Wir berechnen die Gesamtrendite, indem wir diese Wachstumsannahmen anwenden und die prognostizierte Dividendenrendite hinzurechnen. Da es keine derartigen Kennzahlen für Rohstoffe gibt, basieren unsere Projektionen auf den realen, um die US-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 (Abbildung 21) 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 (Abbildung 1, 2, 4, 5, 22, 23) basieren auf den Staatsanleiheindizes von Bank of America Merrill Lynch mit historischen Bandbreiten für die globalen, Europa ex-UK, UK- und Japan-Indizes ab 31. Dezember 1985, für den US-Index ab 30. Januar 1978 und für den China-Index ab 31. Dezember 2004. Die Renditen und Erträge aus Emerging-Market-Anleihen basieren auf dem Barclays Bloomberg Emerging Markets Sovereign US Dollar Bond Index mit historischen Bandbreiten ab dem 28. Februar 2003. Die gleichen Indizes werden für Anhang 1 herangezogen.

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

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

Aktien: Wir verwenden die Benchmark-Indizes von MSCI zur Berechnung der prognostizierten Erträge und berechnen die langfristigen Gesamtrenditen mit historischen Bandbreiten ab 31. Dezember 1969 für die globalen, US-, Europa ex-UK, UK- und Japan-Indizes, ab 31. Dezember 1987 für den Emerging-Markets-Index und ab 31. Dezember 1992 für den China-Index (Abbildungen 1, 2, 22 & 23). Die Aktienindexbewertungen (Abbildungen 4, 5, 15, 24 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 langfristige US-Aktien- und Anleiheindizes (Abbildung 13 & 14)

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.

Wir haben einen Total-Return-Index für US-Staatsanleihen (Treasuries) berechnet, der ab Januar 1978 auf dem Bank of America Merrill Lynch US Treasury Index basiert. Davor basiert er auf einem Index, der berechnet wird, indem anhand der Bewegungen der 10-jährigen Treasury-Renditen die Kursbewegungen geschätzt und dann mit der Rendite kombiniert werden, um die Gesamtrendite zu erhalten. Die Quellen für die historischen Renditen sind Robert Shiller und Refinitiv Datastream.

Aktienrenditen während Fed-Straffungszyklen – Methodik (Abbildung 14)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Kontakt

Invesco Asset Management Deutschland GmbH

An der Welle 5
60322 Frankfurt am Main
Deutschland

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

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

Rotenturmstraße 16-18
1010 Wien
Österreich

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

Invesco Asset Management (Schweiz) AG

Talacker 34
8001 Zürich
Schweiz

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

Wichtige Hinweise

Diese Marketing-Anzeige ist ausschließlich für die Verwendung durch professionelle Anleger in Österreich, Deutschland und der Schweiz. Anleger sollten die Verkaufsunterlagen lesen, bevor sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen.

Dieses Marketingdokument stellt keine Empfehlung dar, eine bestimmte Anlageklasse, Finanzinstrument oder Strategie, zu kaufen oder verkaufen. Das Dokument unterliegt nicht den regulatorischen Anforderungen, welche die Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen sowie das Verbot des Handels vor der Veröffentlichung der Anlageempfehlung/Anlagestrategieempfehlung vorschreiben

Stand aller Daten: 31.08.2021, sofern nicht anders angegeben.

Die in diesem Material dargestellten Prognosen und Meinungen sind subjektive Einschätzungen und Annahmen des Fondsmanagements oder deren Vertreter. Diese können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass die Prognosen wie vorhergesagt eintreten werden. Dieses Dokument stellt keinen Anlagerat dar. Vor dem Erwerb sollten sich Anleger über (i) die rechtlichen Vorschriften in ihrem Herkunftsland oder im Land, in dem sich ihr regelmäßiger Wohnsitz befindet, (ii) eventuelle Devisenkontrollen sowie (iii) eventuelle steuerliche Auswirkungen informieren. Hinweise auf Rankings, Ratings oder Auszeichnungen bieten keine Garantie für künftige Wertentwicklungen.

Herausgeber dieser Publikation in Österreich und Deutschland Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxemburg, reguliert durch die Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxemburg.

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

EMEA1880142/2021

© 2021 Invesco.