



The Big Picture

Hoffen auf das Beste

Ausblick 2020

Dezember 2019

Dieses Marketingdokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und Finanzberater in Deutschland, Österreich und an qualifizierte Anleger in der Schweiz. Eine Weitergabe an Endanleger ist nicht gestattet.



„The Big Picture“

Ausblick 2020: Hoffen auf das Beste

2019 war ein gutes Jahr, in dem viele Anlageklassen hohe Erträge erzielt haben. Die Weltwirtschaft hat an Fahrt verloren, aber wir hoffen, dass die expansivere Geldpolitik die Lage im Jahr 2020 stabilisieren wird (wenn alles gut geht). Unsere bevorzugte Anlageklasse sind Immobilien (wir halten an unserer Maximalgewichtung fest) und wir erhöhen unsere Allokation in Kreditanlagen auf „maximal“. Außerdem ergänzen wir unsere Modell-Asset-Allokation um eine Rohstoffposition (mit Fokus auf Industrierohstoffe). Im Gegenzug reduzieren wir unsere Cash-Quote (weiterhin übergewichtet) und unsere Aktienallokation (auf leicht untergewichtet). Auf regionaler Ebene mögen wir die Emerging Markets (EM), haben aber unsere Positionen in Großbritannien aus Sorge über einen harten Brexit bis Ende 2020 reduziert.

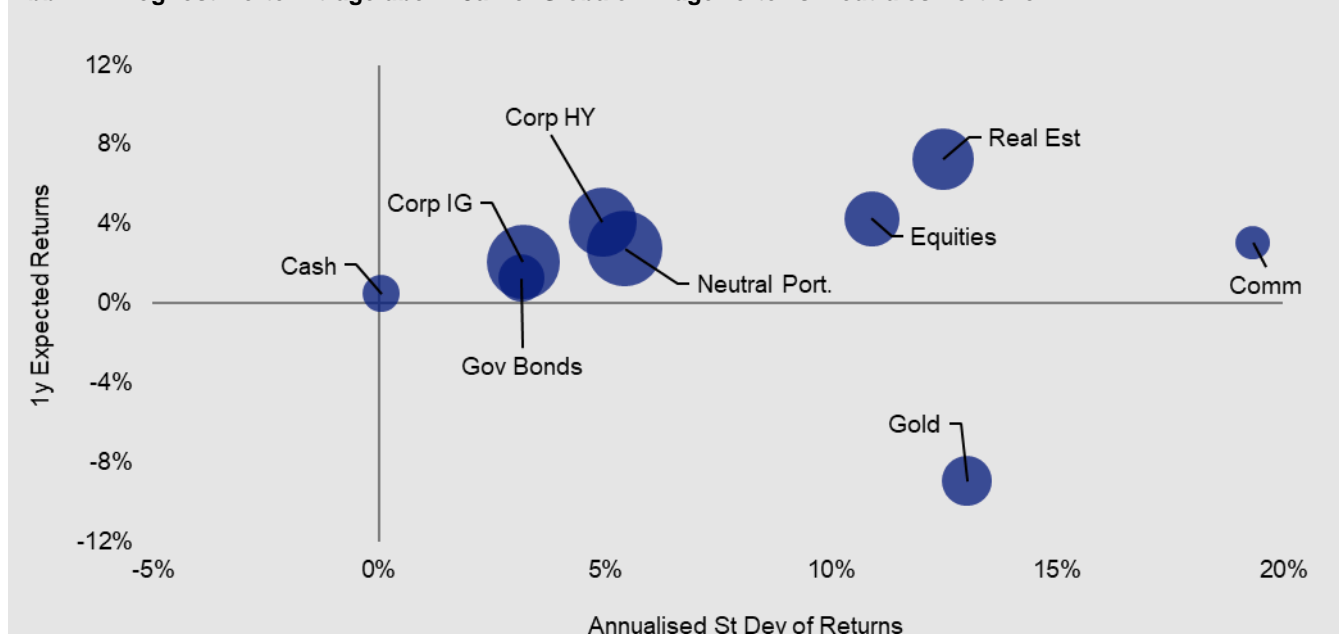
Modell-Asset-Allokation - wir meinen:

- Aktien bieten gute Erträge, sind aber volatil und mit anderen Anlageklassen korreliert. Wir reduzieren unsere Aktienallokation auf leicht untergewichtet.
- Immobilien könnten die potenziell besten Erträge liefern. Wir schöpfen unser Cash-Limit weiter maximal aus.
- Hochzinsanleihen (HY) erscheinen jetzt interessanter; wir erhöhen unsere HY-Gewichtung auf „maximal“.
- Wir bevorzugen Investment-Grade-Anleihen (IG) gegenüber Staatsanleihen und erhöhen unsere IG-Gewichtung auf „maximal“.
- Staatsanleihen besser als zuvor, aber immer noch unattraktiv; wir erhöhen unsere Allokation, bleiben aber untergewichtet.
- Im Staatsanleihensegment sind Anleihen der Emerging Markets (EM) weiterhin am attraktivsten; wir bleiben maximal gewichtet.
- Die Cash-Erträge sind niedrig, aber stabil und unkorreliert; wir reduzieren unsere Position, bleiben aber übergewichtet.
- Die Rohstoffbewertungen sind wieder auf ihre historische Norm zurückgekehrt; wir erhöhen auf neutral.
- Keine Währungsabsicherungen.

Unsere Best-in-Class-Anlagen (auf Basis der für 2020 prognostizierten Erträge)

- Japanische Aktien
- EM-Immobilien
- EM-Staatsanleihen
- US HY

Abb. 1 – Prognostizierte Erträge über 1 Jahre: Globale Anlagewerte vs. neutrales Portfolio



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 entspricht der durchschnittlichen paarweisen Korrelation mit anderen Anlagewerten. Die Cash-Position besteht zu gleichen Teilen aus USD-, EUR-, GBP- und JPY-Barmitteln. Die neutralen Portfoliogewichte sind in **Abb. 3** dargestellt. Stand: 31. Oktober 2019. 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: Hoffen auf das Beste	3
Modell-Asset-Allokation*	5
Ein Blick in den Rückspiegel	6
Überlegungen im Hintergrund	7
Fokussierung auf das nächste Jahrzehnt mit den CMAs von Invesco	8
Ausblick 2020: Geopolitik und Konjunkturzyklen	9
Ein Jahr in der Politik – viel Unruhe im Inland, aber ein Krieg?	9
Abb. 9: Ausgewählte Wahlen und politische Ereignisse im Jahr 2020	9
Globaler Konjunkturzyklus: Können die Geld- und Fiskalpolitik die Lage retten?	13
Abb. 19 – Globales Geldmengenwachstum und Aktienmarkt-Performance	16
Abb. 20 – Zyklusbereinigte Haushaltssalden der G20-Staaten (% des potenziellen BIP)	16
Keine Rezession im Jahr 2020	17
Von der Wirtschaft zu den Finanzmärkten: Risikoanlagen bevorzugt	18
Abb. 22 – Globaler Risikoappetit und globaler Geschäftszyklus	18
Auch die Bewertungen sprechen für Risikoanlagen	19
US-Aktien sind teuer, eine massive Korrektur ist aber kurzfristig nicht zu erwarten	20
Aktienfaktoren und -sektoren	21
Rohstoffe und Währungen	22
Projektionen für 2020 und darüber hinaus	23
Abb. 34 – Marktprognosen	24
Hoffnung und Wirklichkeit	25
Was, wenn wir falsch liegen? Fünf Szenarien für 2020	26
Modell-Asset-Allokation: Reduktion der Cash-/Aktienquote; höhere Allokation in Kreditanlagen/Industrierohstoffe .	29
Anhänge	31
Anhang 1: Konsensprognosen.....	31
Anhang 2: Globale Bewertungen im historischen Vergleich	32
Anhang 3: Gesamttrendite der Anlageklassen	33
Anhang 4: 10-Year Capital Market Assumptions von Invesco (USD Version)	34
Anhang 5: Methodik für die Vermögensaufteilung, erwartete Erträge und optimale Portfolios	35
Anhang 6: Branchenklassifizierungen und -abkürzungen	36
Anhang 7: Aktienfaktor-Index-Definitionen	36
Anhang 8: Daten- und Benchmark-Definitionen.....	37

<p>Aussicht auf positive Erträge, aber schwächer als 2019 (unsere Erwartung)</p>	<p>Zusammenfassung und Fazit: Hoffen auf das Beste 2019 war ein gutes Jahr, in dem viele Anlageklassen hohe Erträge geliefert haben. Wir erwarten, dass sich dieser Trend in abgeschwächter Form auch 2020 fortsetzen wird. Die Weltwirtschaft hat an Fahrt verloren, aber wir hoffen, dass eine expansivere Geld- und Fiskalpolitik die Lage im Jahr 2020 stabilisieren wird (wenn alles gut geht). Immobilien bleiben unsere bevorzugte Anlageklasse (wir bleiben maximal gewichtet) und wir erhöhen die Allokation in Kreditanlagen auf „maximal“. Außerdem gehen wir mit unserer Rohstoffposition von null auf neutral (im Fokus: Industrierohstoffe). Im Gegenzug reduzieren wir unsere Cash-Quote (weiterhin Übergewichtet) und unsere Aktienallokation (auf leicht untergewichtet). Auf regionaler Ebene mögen wir weiterhin die Emerging Markets (EM), haben aber unsere Positionen in Großbritannien aus Sorge über einen harten Brexit bis Ende 2020 reduziert.</p>
<p>Präferenz für Immobilien und Kreditanlagen; Rohstoffallokation erhöht; Aktien- und Cash-Quote reduziert</p>	<p>Unsere Analyse zeigt, dass Aktien in der sehr langfristigen Betrachtung deutlich besser abschneiden als andere Anlageklassen (wir vermuten, dass das gleiche für Immobilien gilt). Unsere Analysen der wichtigsten Themen des 21. Jahrhunderts signalisieren, dass dies auch weiterhin der Fall sein wird, und Invesco Investment Solutions kommt in seinem Kapitalmarktausblick für die nächsten zehn Jahre zu einem ähnlichen Schluss (zumindest für Aktien).</p>
<p>Langfristige Analysen sprechen für aktienähnliche Assets</p>	<p>Zunächst einmal interessiert uns aber, was uns 2020 erwartet. Das Ertragsprofil der globalen Anlageklassen im Jahr 2019 gleicht dem der Jahre 2009 und 2017. Die Frage ist, ob 2020 wie 2010 sein wird (Fortsetzung der positiven Kursentwicklung) oder wie 2018 (Korrektur). Unsere Analyse spricht für eine irgendwo dazwischen liegende Entwicklung mit der besten Performance für aktienähnliche Assets (Aktien, Immobilien und Hochzinsanleihen), bei allerdings insgesamt niedrigeren Erträgen als 2019.</p>
<p>Wird 2020 wie 2010 oder wie 2018?</p>	<p>Das große politische Ereignis des Jahres 2020 sind die für November terminierten Präsidentschaftswahlen in den USA. Aktuell sieht es danach aus, dass Präsident Trump gegen jeden Präsidentschaftsanwärter der Demokraten verlieren würde, vor allem, falls Joe Biden nominiert würde. An den Märkten dürfte ein demokratischer Präsident positiv aufgenommen werden (umso mehr, falls Michael Bloomberg ins Rennen einsteigen und die Wahl gewinnen sollte). Sollten Elizabeth Warren oder Bernie Sanders das Rennen machen, könnte die erste Reaktion allerdings nicht ganz so erfreut ausfallen. In jedem Fall würden wir mit einem Rückgang der geopolitischen Spannungen und einer geringeren Konfliktwahrscheinlichkeit rechnen.</p>
<p>Ein politisch ereignisreiches Jahr, das die Nerven beruhigen könnte</p>	<p>Die unserer Ansicht nach wichtigere Frage lautet, ob die Weltwirtschaft weiter an Fahrt verlieren wird oder sich das Wachstum stabilisiert bzw. wieder beschleunigt. Die globalen Daten machen hier nicht allzu viel Hoffnung, nachdem sich das BIP-Wachstum (wie von uns erwartet) auf rund 3% verlangsamt hat. Viele Zentralbanken haben jedoch reagiert (mehr als 45 haben in diesem Jahr die Zinsen gesenkt). Die großen Zentralbanken haben auch wieder begonnen, ihre Bilanzen auszuweiten. Das macht Hoffnung auf eine Trendwende bei den Wirtschaftsdaten, zumal sich das globale Geldmengenwachstum beschleunigt hat. Außerdem ist die Fiskalpolitik inzwischen expansiver ausgerichtet und Großbritannien scheint bereit, die Staatsausgaben nach fast zehn Jahren Sparkurs wieder zu erhöhen.</p>
<p>Kann die Geld- und Fiskalpolitik die Lage retten?</p>	<p>Unser zentrales Szenario für die Weltwirtschaft im Jahr 2020 ist ein BIP-Wachstum von 3% und eine Inflationsrate von 3%. Damit dieses Szenario – eine Wiederholung der Entwicklung im Jahr 2019 – eintritt, müssten sich die Trends aber noch verbessern. Wir weisen diesem Szenario eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 50% zu (vor einem Jahr: 60%). Unsere bevorzugten Anlageklassen für dieses Szenario sind: Immobilien, Kreditanlagen und Industrierohstoffe mit Cash als bevorzugtem defensivem Asset (siehe Modell-Asset-Allokation in Abbildung 3). Innerhalb der Anlageklasse Aktien (auf leicht untergewichtet reduziert) bevorzugen wir die EM und Japan sowie Wachstums- und Qualitätsfaktoren.</p>
<p>Das zentrale Szenario ist unverändert, aber weniger wahrscheinlich</p>	<p>Außerdem betrachten wir vier weitere mögliche Szenarien. Vor einem Jahr haben wir die Wahrscheinlichkeit einer Rezession bei 25% gesehen; vor dem Hintergrund der expansiveren Geldpolitik haben wir diese jetzt auf 20% reduziert (siehe Abbildung 2 für einen Überblick über die von uns in den verschiedenen Szenarien bevorzugten Anlageklassen). Ein derartiges Szenario würde unsere Präferenzen in Richtung defensive Assets verschieben: Staatsanleihen, IG, Yen-Liquidität und defensive Aktien wie europäische Low-Volatility-Aktien (auf Basis unserer Bewertung der „Best-in-Class“-Assets). Auch befürchten wir potenziell dramatische Auswirkungen auf die Märkte, falls die jüngste Lockerung der Geldpolitik nicht die von uns erwarteten positiven Effekte haben sollte, da dies signalisieren würde, dass die Zentralbanken machtlos sind.</p>
<p>Was, wenn wir falsch liegen? Unsere „Best-in-Class“-Assets für ein Rezessionsszenario</p>	<p>Andererseits ist auch möglich, dass wir die Wirkung der Geldpolitik unterschätzen und die Weltwirtschaft deutlich an Dynamik gewinnt (siehe das „Boom“-Szenario in Abbildung 2). In diesem Fall würden sich unsere Präferenzen natürlich komplett in Richtung Frühzyklischer verschieben: HY, EM-Assets, Industrierohstoffe, rohstoffnahe Sektoren, Value-Faktor etc.</p>
<p>Wir könnten aber auch das Wachstum unterschätzen</p>	

Wir ziehen auch die Szenarien „Stagflation“ und „moderate Inflation“ in Betracht, weisen diesen aber eine geringe Wahrscheinlichkeit zu, da wir keine offensichtlichen Katalysatoren für diese Szenarien sehen.

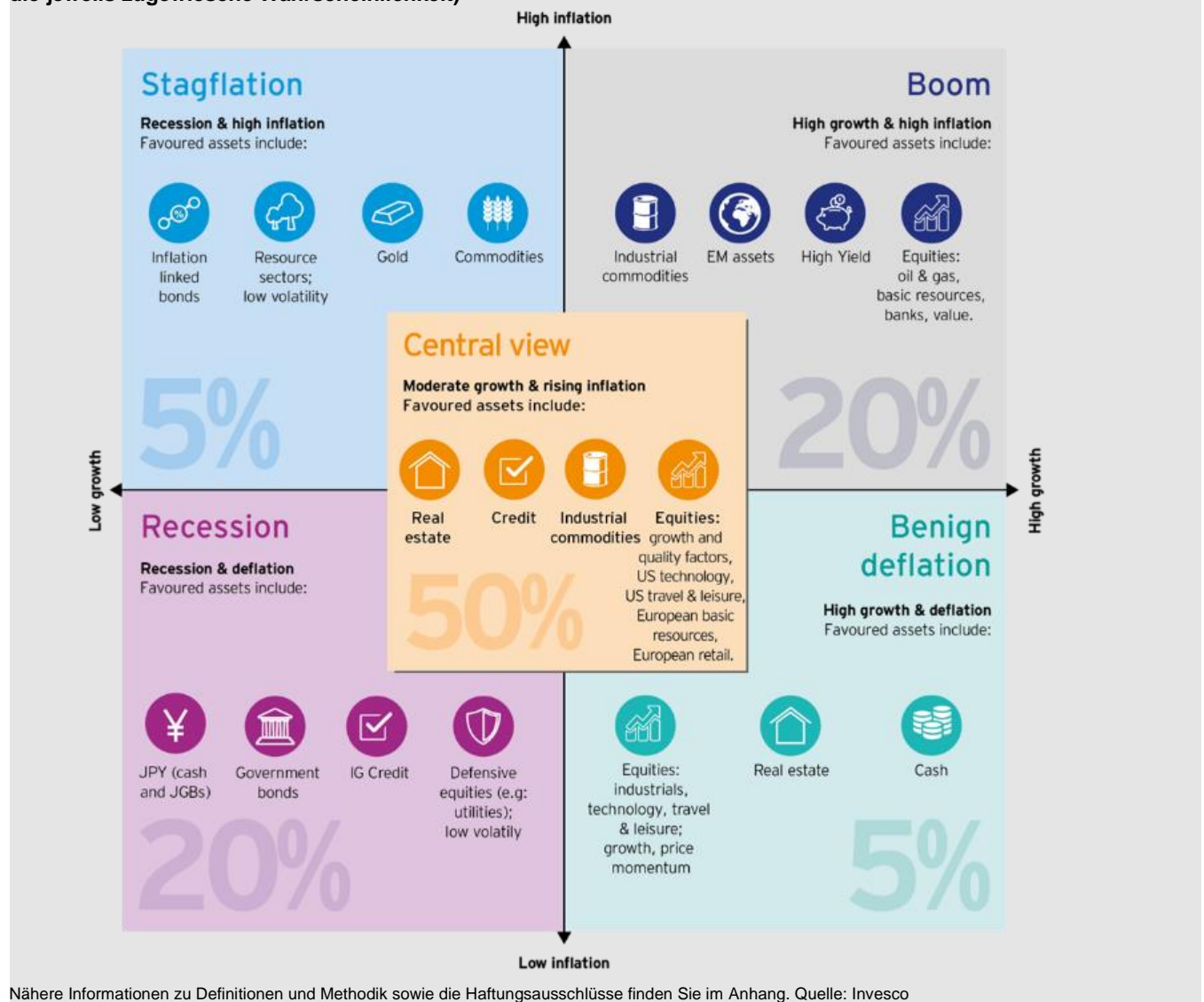
Allokation in Großbritannien aufgrund von Sorgen über einen harten Brexit bis Ende 2020 reduziert

Wir reduzieren die Allokation in Großbritannien auf weitgehend neutral. Gestützt durch Hoffnungen auf ein Brexit-Abkommen hat sich das britische Pfund von seinen im Sommer markierten Tiefständen erholt. Unsere Analyse der politischen Meinungsumfragen signalisiert, dass Boris Johnson bei den anstehenden Neuwahlen eine komfortable parlamentarische Mehrheit gewinnen wird. Damit dürfte er dann auch sein Austrittsabkommen durch das Unterhaus bekommen und dafür sorgen, dass Großbritannien die EU bis zum 31. Januar 2020 verlässt. Wir sind allerdings weniger optimistisch, dass bis zum 31. Dezember 2020 auch ein Freihandelsabkommen mit der EU erzielt werden kann, und fürchten daher, dass es letztlich doch noch zum harten Brexit kommt.

Wir behalten die Entwicklung der Unternehmensgewinne im Blick

Angesichts der vielen Annahmen, auf denen diese Einschätzungen basieren, werden wir nach Anzeichen einer globalen Wachstumsbeschleunigung/-abschwächung Ausschau halten und die Entwicklung der Unternehmensgewinne genau im Blick behalten.

Abb. 2 – Fünf Szenarien für 2020 und die von uns bevorzugten Anlageklassen (die Prozentangaben beziehen sich auf die jeweils zugewiesene Wahrscheinlichkeit)



Modell-Asset-Allokation*

Abb. 3 – Modell-Asset-Allokation (22.11.2019)

	Neutral	Policy Range	Allocation	Position vs Neutral	Hedged	Currency
Cash	5%	0-10%	5%			
Cash	2.5%		5%			
Gold	2.5%		0%			
Bonds	45%	10-80%	47%			
Government	30%	10-50%	17%			
US	10%		7%			
Europe ex-UK (Eurozone)	8%		0%			
UK	2%		2%			
Japan	8%		4%			
Emerging Markets	2%		4%			
Corporate IG	10%	0-20%	20%			
US Dollar	5%		10%			
Euro	3%		6%			
Sterling	1%		2%			
Japanese Yen	1%		2%			
Corporate HY	5%	0-10%	10%			
US Dollar	4%		8%			
Euro	1%		2%			
Equities	45%	20-70%	40%			
US	25%		12%			
Europe ex-UK	7%		8%			
UK	4%		4%			
Japan	4%		8%			
Emerging Markets	5%		8%			
Real Estate	3%	0-6%	6%			
US	1%		0%			
Europe ex-UK	1%		2%			
UK	0.5%		0%			
Japan	0.5%		2%			
Emerging Markets	0%		2%			
Commodities	2%	0-4%	2%			
Energy	1%		1%			
Industrial Metals	0.3%		1%			
Precious Metals	0.3%		0%			
Agriculture	0.3%		0%			
Total	100%		100%			
Currency Exposure (including effect of hedging)						
USD	49%		41%			
EUR	21%		19%			
GBP	8%		8%			
JPY	14%		17%			
EM	7%		15%			
Total	100%		100%			

*Hierbei handelt es sich um ein theoretisches Portfolio, das nur zur Illustration dient. Es steht nicht stellvertretend für ein tatsächlich bestehendes Portfolio und ist nicht als Anlage- oder Handlungsempfehlung zu verstehen. Die Cash-Position besteht zu gleichen Teilen aus USD-, EUR-, GBP- und JPY-Barmitteln. Berechnung des Währungsengagements ohne Cash. 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

Trotz eines durchwachsenen Jahresauftaktes hat sich das Jahr 2019 als gutes Anlagejahr für Investoren erwiesen

Parallelen zu 2009 und 2017

2010 versus 2018

Die Antwort wird von der Entwicklung des Handels, der Geld- und der Fiskalpolitik abhängen

Ein Blick in den Rückspiegel

Bevor wir uns dem Ausblick für 2020 zuwenden, lassen Sie uns noch kurz einen Blick zurück auf die Ereignisse des Jahres 2019 werfen. Es scheint lange her zu sein, aber das Jahr begann mit einer hohen Volatilität und schwachen Performance von Risikoanlagen. Wie **Abbildung 4** zeigt, wurde es dann aber doch noch für alle Anlageklassen ein gutes Jahr (auf US-Dollar-Basis und annualisiert). Insbesondere für Aktien und REITs (Immobilien) war 2019 eines der besseren Jahre seit der globalen Finanzkrise.

Das ließe vermuten, dass wir es mit einem „Risk on“-Umfeld zu tun hatten – kurioserweise war 2019 aber auch ein gutes Jahr für Goldanleger. Noch interessanter ist die Tatsache, dass die Performance der verschiedenen Anlageklassen starke Parallelen zu 2009 und 2017 aufweist: Angeführt von REITs, Aktien, Gold und Hochzinsanleihen haben alle Anlageklassen 2019 positive Erträge erzielt (das gleiche Profil war auch 2003 zu beobachten, einem Jahr, das in der Abbildung nicht enthalten ist).

Jetzt stellt sich die Frage, ob 2020 eher 2010 (Fortsetzung der guten Performance) oder 2018 (Verluste für alle Anlageklassen mit Ausnahme von Cash) ähneln wird. Ein Vergleich beider Jahre zeigt:

- 2010 war das erste komplette Erholungsjahr nach einer tiefen Rezession, während 2018 ein Jahr des Abschwungs war (acht Jahre nach Beginn eines globalen Aufschwungs).
- Nach der globalen Finanzkrise verpflichteten sich die G20-Staaten dazu, die Handelskanäle offen zu halten, während die US-Maßnahmen gegen China, die EU, Iran und die Türkei (und die Neuverhandlung von NAFTA) im Jahr 2018 zu zunehmenden Handelsspannungen geführt haben. Daten des niederländischen Büros für wirtschaftspolitische Analyse zufolge sind die globalen Exportvolumina in den zwölf Monaten bis Q4 2010 um 11% gestiegen, in den zwölf Monaten bis Q4 2018 dagegen nur um 2% (in den zwölf Monaten bis Q2 2019 sind sie sogar um -0,6% gesunken).
- Gemessen an der IWF-Kennzahl für die zyklusbereinigten Haushaltsdefizite der G20-Staaten war die Fiskalpolitik sowohl 2010 (mit 0,7% des potenziellen BIP) und 2018 (0,3%) leicht expansiv. Eine breiter gefasste Analyse deutet aber darauf hin, dass die Volkswirtschaften und Märkte im Jahr 2010 von einer großzügigeren Unterstützung profitierten als 2018 (die G20-Defizite stiegen in den drei Jahren bis 2010 um 3,4% des potenziellen BIP, in den drei Jahren bis 2018 dagegen nur um 0,6%).
- Die Zinsen sind sowohl 2010 als auch 2018 gestiegen (unser anhand der Geldmenge gewichteter globaler Leitzinssatz erhöhte sich im Jahr 2010 um 41 Basispunkte (Bps) und im Jahr 2018 um 52 Bps); das globale M3-Wachstum lag in beiden Jahren bei 6,9% (gemäß unserer auf Wechselkursen zu Kaufkraftparitäten (PPP) basierenden Kennzahl), aber die aggregierte Bilanz der QE5 (Fed, EZB, BOE, SNB und BOJ) stieg im Jahr 2010 um 8,5%, während sie im Jahresverlauf 2018 um 0,3% schrumpfte (nachdem sie jeweils in den Vorjahren stark ausgeweitet worden war).

Auf Basis dieser Feststellungen glauben wir, dass die Kapitalmarkterträge im Jahr 2020 vor allem davon abhängen werden, ob die Weltwirtschaft wieder Fahrt aufnimmt, was wiederum von einer Einigung im US-chinesischen Handelsstreit und dem Grad der Unterstützung durch die Geld- und Fiskalpolitik abhängen dürfte.

Abb. 4 – Gesamttrenditen globaler Anlageklassen nach Kalenderjahren

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
REITs	CTY	Govt	HY	Gold	Gold	REITs	Stocks	REITs	Cash	HY	Stocks	Cash	REITs
39.6%	32.7%	10.9%	62.0%	29.3%	11.1%	27.3%	27.4%	12.1%	0.2%	14.8%	23.1%	2.0%	26.3%
Gold	Gold	Gold	REITs	REITs	Govt	HY	HY	Stocks	REITs	CTY	REITs	Govt	Stocks
23.8%	31.8%	3.1%	33.0%	18.6%	6.8%	19.3%	8.0%	5.5%	0.1%	11.4%	13.9%	-0.3%	25.9%
Stocks	Govt	Cash	Stocks	HY	IG	Stocks	REITs	IG	Stocks	Gold	Gold	Gold	Gold
20.7%	10.7%	3.1%	30.8%	13.9%	4.5%	16.5%	3.3%	3.1%	-0.3%	9.0%	12.6%	-1.7%	21.8%
HY	Stocks	IG	Gold	Stocks	HY	IG	Cash	Govt	Govt	Stocks	HY	HY	HY
13.5%	9.6%	-8.3%	27.1%	12.3%	2.6%	11.1%	0.2%	0.2%	-2.6%	8.2%	10.2%	-3.3%	13.4%
IG	IG	HY	IG	CTY	Cash	Gold	IG	Cash	IG	REITs	IG	IG	IG
7.2%	7.3%	-27.9%	19.2%	9.0%	0.2%	5.6%	0.1%	0.2%	-3.8%	4.4%	9.2%	-3.5%	13.1%
Govt	Cash	Stocks	CTY	IG	CTY	Govt	CTY	HY	HY	IG	Govt	REITs	CTY
6.2%	5.5%	-40.3%	13.5%	6.0%	-1.2%	1.7%	-1.2%	-0.1%	-4.2%	4.3%	6.5%	-5.4%	12.1%
Cash	HY	REITs	Govt	Govt	Stocks	Cash	Govt	Gold	Gold	Govt	CTY	Stocks	Govt
5.2%	3.1%	-41.8%	2.3%	5.6%	-5.0%	0.2%	-4.3%	-1.8%	-10.4%	1.7%	5.8%	-8.2%	7.9%
CTY	REITs	CTY	Cash	Cash	REITs	CTY	Gold	CTY	CTY	Cash	Cash	CTY	Cash
-15.1%	-2.8%	-46.5%	0.4%	0.3%	-5.6%	0.1%	-27.3%	-33.1%	-32.9%	0.5%	1.1%	-13.8%	2.5%

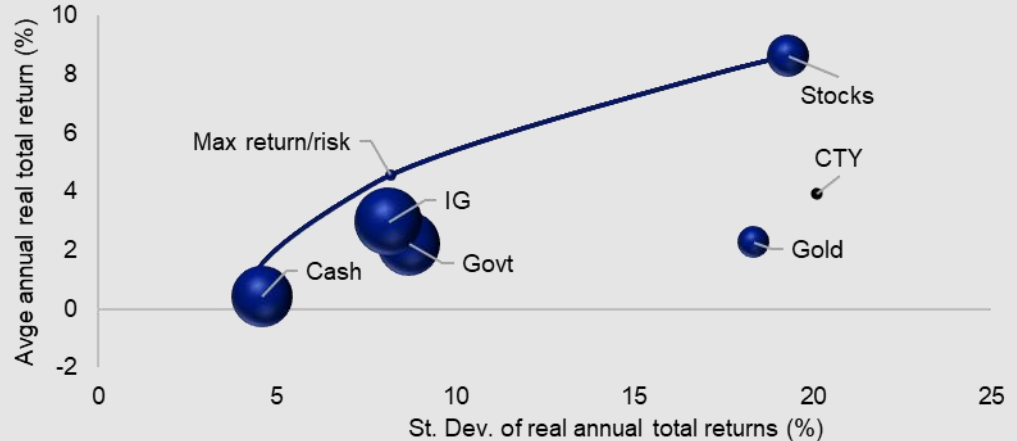
Hinweise: Auf Basis jährlicher Gesamttrenditedaten von 2006 bis 2019 in USD (für 2019 wurden annualisierte Daten bis zum 31. Oktober verwendet). Berechnet anhand des Gold-Spotpreises, des JP Morgan 1-month USD Cash Index (Cash), des BofAML Global Government Index (Staatsanleihen), des BofAML Global Corporate Index (IG), des BofAML Global HY Index (HY), des GPR General World Index (REITs), des S&P GSCI Total Return Index für Rohstoffe (CTY) und des MSCI World Index (Aktien). Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge.
Quelle: BofAML, GPR, JP Morgan, MSCI, S&P GSCI, Refinitiv Datastream und Invesco.

Die Erfahrung der Vergangenheit spricht dafür, Aktien und Immobilien den Vorzug zu geben

Überlegungen im Hintergrund

Über sehr lange Zeiträume haben sich Aktien und Immobilien in der Vergangenheit besser entwickelt als Zinsanlagen, während Rohstoffe die gleichen Erträge wie Anleihen erzielt haben, aber bei einer Volatilität, die der von Aktien entsprach (siehe **Abbildung 5**). Die aus diesen Erträgen abgeleitete Effizienzkurve verläuft von Cash zu Aktien, wobei von den dargestellten sonstigen Anlageklassen Investment-Grade-Anleihen (IG) diesen noch am nächsten kommen. Daher ist es auch keine Überraschung, dass ein auf diesen Daten basierendes optimales Portfolio unseren Analysen zufolge vor allem Aktien, IG und Cash enthält (wobei die genaue Mischung vom jeweiligen Risikoappetit abhängt).

Abb. 5 – USA: jährliche Gesamterträge 1915-2018 und Effizienzkurve (inflationsbereinigt)



Hinweis: Auf Basis von Kalenderjahrsdaten für den Zeitraum 1915 bis 2018. Die Größe der Blasen entspricht der durchschnittlichen Korrelation mit anderen Anlagewerten. Berechnet anhand des Gold-Spotpreises, des Global Financial Data (GFD) US Treasury Bill Total Return Index für Cash, unserer eigenen Berechnung der Gesamterträge von Staatsanleihen (Staatsanleihen) auf Basis der 10-jährigen Treasury-Rendite, des GFD US AAA Corporate Bond Total Return Index (IG), des Reuters CRB Total Return Index bis November 1969 und danach des S&P GSCI Total Return Index für Rohstoffe (CTY) und der US-Aktienindexdaten und Dividendendaten für Aktien von Robert Shiller. Indizes deflationiert mit US-Verbraucherpreisen „Max return/risk“ ist der Punkt auf der Effizienzkurve mit der höchsten Rendite im Verhältnis zur Standardabweichung der Rendite. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge.
Quelle: Refinitiv Datastream, Global Financial Data, Reuters CRB, S&P GSCI, Robert Shiller, Invesco

Die Zukunft ist auch nicht mehr das, was sie mal war (Yogi Berra)

Wir können viel aus der Vergangenheit lernen, müssen aber auch in Betracht ziehen, in welcher Weise die Zukunft anders verlaufen könnte. Wir sehen vier Themen, durch die sich die Renditemuster auf sehr lange Sicht ändern könnten:

- Extrem niedrige Zinsen und Anleiherenditen
- Demografische Entschleunigung
- Klimawandel
- Innovation

Wir brauchen mehr denn je Innovationen

Diese Themen sind miteinander verknüpft. Wir glauben aber, dass niedrige Anleiherenditen den Ertragsvergleich noch stärker zu Ungunsten von Zinsanlagen verzerren werden. In der anderen Richtung könnten eine demografische Entschleunigung und der Klimawandel das Wirtschaftswachstum dämpfen und dadurch das Ertragspotenzial von Anlageklassen wie Aktien und Immobilien reduzieren (im Wesentlichen stehen hinter dem Wirtschaftswachstum seit dem Zweiten Weltkrieg ein starkes Bevölkerungswachstum, eine steigende Verschuldung und die Missachtung der Umweltauswirkungen dieses Wachstums). In einer solchen Welt dürften die Inflation und die Zinsen tief bleiben. Die Innovation könnte der Schlüssel zu einem stärkeren Wachstum sein, wenn die Bevölkerung im arbeitsfähigen Alter langsamer wächst bzw. schrumpft, und zugleich das Ausmaß des Klimawandels mindert.

Wir rechnen für den Rest dieses Jahrhunderts mit niedrigeren Renditen, bevorzugen aber trotzdem aktienähnliche Anlagen

Auch unter Berücksichtigung all dieser Faktoren spricht unsere Analyse auf sehr lange Sicht für eine Präferenz für Aktien und Immobilien, obwohl wir im Vergleich zum langfristigen historischen Durchschnitt mit insgesamt niedrigeren Erträgen aus allen Anlageklassen rechnen. Optimierungen auf Grundlage unserer Prognosen für US-Assets am Ende dieses Jahrhunderts führen zu Portfolios, die vor allem Aktien, IG, Cash und Rohstoffe (CTY) enthalten. Bei der Analyse für globale Anlageklassen einschließlich Immobilien und HY enthalten die optimierten Portfolios vor allem Immobilien, Aktien und Cash.

Wir werden taktischer vorgehen

Dieser langfristige Ansatz führt dazu, dass wir unsere Renditeerwartungen zurückschrauben und bei bislang hohen Portfolioerträgen einen vorsichtigen Ansatz zu verfolgen.

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

Fokussierung auf das nächste Jahrzehnt mit den Capital Market Assumptions (CMA) von Invesco
Der Marktausblick für die nächsten zehn Jahre (10-Year Capital Market Assumptions) von Invesco Investment Solutions liegt jetzt vor und wir dachten uns, dass es interessant sein könnte, diese in unser Asset-Allokation-Modell einzuspeisen und unseren Optimierungsprozess durchlaufen zu lassen. **Abbildung 6** skizziert die von Invesco Investment Solutions prognostizierten Renditen für globale Anlageklassen in unterschiedlichen Währungen (da sich ihr Modell von unserem unterscheidet, mussten wir einige ihrer Kategorien anpassen – beispielsweise verwenden wir ihre Kategorie „kurzlaufende US-Staatsanleihen“ stellvertretend für Cash und „Edelmetalle“ stellvertretend für Gold).

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

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

Hinweis: Stand der Schätzungen ist der 30. September 2019, auf Basis der Annahmen für die Entwicklung der Kapitalmärkte in den nächsten zehn Jahren von Invesco Investment Solutions, veröffentlicht in 2020 Long-Term Capital Market Assumptions (November 2019). Die USD-Version der CMAs ist in Anhang 4 dargestellt. Die Tabelle oben verwendet die „geometrische erwartete Rendite“ Version für globale Anlageklassen („Gold“ basiert auf den Prognosen für Edelmetalle und die „Cash & Gold“ Kategorie bildet den Durchschnitt beider Anlagewerte ab). Diese Schätzungen spiegeln die Einschätzungen von Invesco Investment Solutions wider; die Ansichten anderer Investmentteams von Invesco können von diesen abweichen. Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden.
Quelle: Invesco Investment Solutions

Cash & Gold, Hochzinsanleihen und Aktien dominieren die auf Basis der CMA optimierten Portfolios

Wie zu erwarten, ist die prognostizierte Rendite umso höher, je weiter wir uns im Risikospektrum nach oben bewegen. Die einzige Ausnahme sind Immobilien. Das ist interessant, weil Immobilien weiterhin eine unserer bevorzugten Anlageklassen sind. Eine Zusammenführung dieser Prognosen mit den Messgrößen für Volatilität und Diversifikation (unsere zehnjährigen historischen Kovarianz-Matrizes) ergibt die in **Abbildung 7** dargestellten Ergebnisse. Obwohl die Ergebnisse je nach Basiswährung und abhängig davon, ob die Sharpe Ratio oder die Rendite maximiert werden, variieren, sind einige breite Themen zu erkennen: Cash & Gold sowie HY werden maximal gewichtet und Aktien liegen über neutral. Andererseits sind Immobilien weitgehend mit null gewichtet, genauso wie IG, während Staatsanleihen unter neutral gewichtet sind. Für Rohstoffe ergibt sich entweder eine Nullgewichtung oder die Maximalallokation. Es wird interessant sein zu sehen, wie sich eine Verkürzung des Anlagehorizonts und zyklische Faktoren auf unsere Schlussfolgerungen auswirken.

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

	Neutrales Portfolio	Erlaubte Quote gem. Anlagerichtlinien	Maximierung der Sharpe Ratio				Renditemaximierung			
			USD	EUR	GBP	CHF	USD	EUR	GBP	CHF
			Cash & Gold	5%	0-10%	10%	6%	10%	10%	10%
Cash	2,5%	0-10%	10%	0%	10%	0%	10%	10%	7%	
Gold	2,5%	0-10%	0%	6%	0%	10%	0%	0%	3%	
Staatsanleihen	30%	10-50%	50%	10%	10%	10%	29%	26%	12%	25%
IG-Anleihen	10%	0-20%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
HY-Anleihen	5%	0-10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Aktien	45%	20-70%	28%	70%	66%	70%	51%	50%	64%	45%
Immobilien	3%	0-6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%
Rohstoffe	2%	0-4%	0%	4%	4%	0%	0%	4%	4%	4%

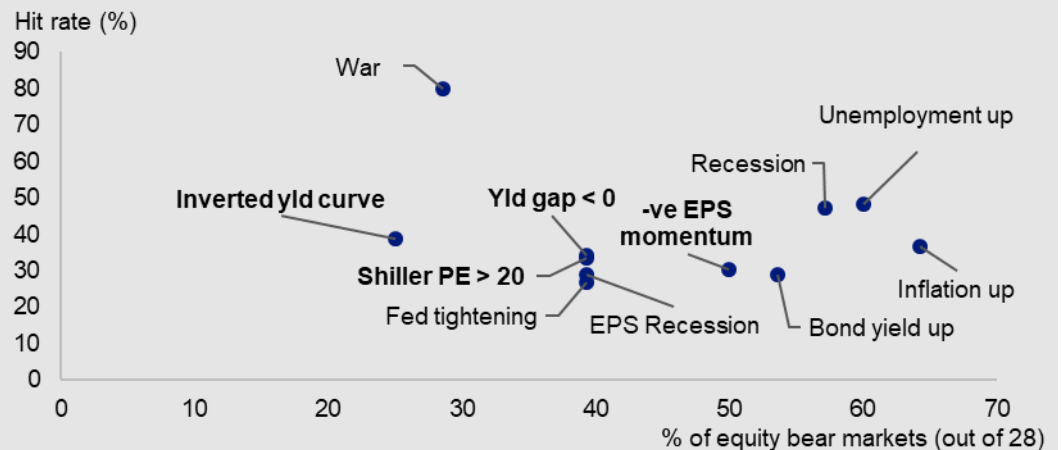
Hinweis: Die Optimierungen basieren auf den von Invesco Investment Solutions in den 2020 Long-Term Capital Market Assumptions (November 2019) veröffentlichten Ertragsprognosen für die nächsten zehn Jahre, wie in **Abbildung 6** oben dargestellt. Die Optimierungen werden vom Asset Allocation Research Team anhand unserer historischen 10-Jahres-Covarianz-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

Was könnte den Karren 2020 an die Wand fahren?

Ausblick 2020: Geopolitik und Konjunkturzyklen

Wenn wir nur den Anlagehorizont bis 2020 betrachten, lautet die große Frage, ob aktienähnliche Assets weiter so gut laufen werden wie zuletzt oder eines der alle vier Jahre auftretenden Jahre, in denen Aktien unterdurchschnittlich abschneiden, vor uns liegt. Unsere früheren Untersuchungen signalisieren, dass Bärenmärkte für Aktien gemeinhin mit drei Faktoren in Verbindung zu bringen sind: Krieg, Inflation und/oder Rezession (siehe **Abbildung 8**).

Abb. 8 – Was sind die Auslöser von Bärenmärkten (1915-2018)?*



*Fett gedruckte Konditionen trafen zu Beginn des Kalenderjahres zu. Andere sind Konditionen, die im Jahresverlauf erfüllt wurden. „-ve EPS momentum“ steht für eine negative Dynamik der Gewinne je Aktie. „Yld“ steht für Yield (Rendite) und „Yld gap“ ist die Umkehrfunktion des Shiller PE abzüglich der 10-Jahres-Rendite. Die Horizontalachse misst den Anteil der Bärenmärkte für Aktien, in denen die angegebenen Konditionen erfüllt waren. Die Hit Rate (Trefferquote) ist der Anteil der Fälle, in denen die angegebenen Konditionen erfüllt waren und mit negativen Aktienrenditen zusammenfielen (oder einer Aktien-Performance im untersten Drittel der Anlageklassen). Auf Basis der 28 Jahre im Zeitraum 1915 bis 2018, in denen US-Aktien eine negative Gesamtrendite erzielten oder die Aktien-Performance im untersten Drittel der Anlageklassen lag. Die Definitionen finden Sie in den Anhängen.

Quelle: Robert Shiller, Global Financial Data, St. Louis Fed, Refinitiv Datastream und Invesco

Die Präsidentschaftswahlen in den USA werden die politischen Kommentatoren im Jahr 2020 beschäftigen

Ein Jahr in der Politik – viel Unruhe im Inland, aber ein Krieg?

Der Wahlkalender für 2020 wird von den US-Präsidentschaftswahlen im November dominiert (**Abbildung 9** gibt einen Überblick über die unserer Ansicht nach wichtigsten Wahlen). Obwohl wir 2020 nicht mit einer erneuten Wahl in Großbritannien rechnen, könnten die politischen Entwicklung rund um den Brexit die Nachrichten weiter beherrschen und auch weiter Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben.

Abb. 9: Ausgewählte Wahlen und politische Ereignisse im Jahr 2020

11.01.2020	Taiwan	Parlamentswahlen
31.01.2020	Großbritannien	Brexit-Aufschub endet
29.02.2020	Griechenland	Präsidentschaftswahl (bis Ende Februar)
29.02.2020	Iran	Parlamentswahlen (Februar)
15.04.2020	Südkorea	Parlamentswahlen
07.05.2020	Großbritannien	Kommunalwahlen
31.05.2020	Polen	Präsidentschaftswahlen (bis Mai)
31.05.2020	Ägypten	Parlaments- und Senatswahlen (April oder Mai)
30.09.2020	Hongkong	Wahl des Legislativrats (September)
30.09.2020	Frankreich	Senatswahl (September)
30.10.2020	Spanien	Wahlen im Baskenland und Galizien (Oktober)
30.10.2020	Georgien	Parlamentswahlen (bis Oktober)
03.11.2020	USA	Präsident, Repräsentantenhaus, Senat
21.11.2020	Neuseeland	Parlamentswahlen (am oder vor dem 21.11.)
31.12.2020	Venezuela	Parlamentswahlen (geplant für Dezember)
31.12.2020	Großbritannien	Brexit-Übergangsphase endet?
31.12.2020	Rumänien	Parlamentswahlen (Ende 2020 oder Anfang 2021)
31.12.2020	Singapur	Parlamentswahlen (bis 15.4.2021 oder vielleicht 2020)

Quelle: International Foundation for Electoral Systems, Wikipedia, Invesco

Aus der Aktienmarktperspektive betrachtet sind US-Präsidentschaftswahljahre wenig bemerkenswert (11,1% durchschnittliche Gesamtrendite für US-Aktien in Wahljahren verglichen mit einem jährlichen Durchschnitt von 12,4% für alle Jahre, jeweils seit 1950). Trotzdem ziehen sie viel Interesse auf sich; angesichts von Präsident Trumps Handels- und Geopolitik dürften auch die Entwicklungen im Wahljahr 2020 von den Märkten und Kommentatoren genau verfolgt werden.

Bislang haben sich US-Aktien unter Präsident Trump gut gehalten, aber 2020 könnte anders aussehen

Bislang beträgt die annualisierte Rendite des S&P 500 unter Präsident Trump 11%, was gut ist, von seinen demokratischen Vorgängern Obama (13,9%) und Clinton (15,2%) aber getoppt wurde. **Abbildung 10** zeigt, dass demokratische Präsidenten traditionell besser für die Aktienmärkte sind als republikanische Präsidenten. In der Vergangenheit hat sich der Aktienmarkt tendenziell schwer getan, wenn sich ein republikanischer Präsident einem gemischten Kongress gegenüber gesehen hat. Das ist aktuell der Fall und könnte ein Grund für Vorsicht im Jahr 2020 sein (wir stufen Präsident Trumps erste Amtszeit in die Kategorie „schwacher, wohlgesonnener Kongress“ (weak friendly) ein, wobei er in den ersten beiden Jahren als „wohlgesonnen“ (friendly) zu klassifizieren war).

Präsident Trump ist in der Defensive...

Wie werden die Aktienmärkte auf den Ausgang der Präsidentschaftswahlen 2020 reagieren, wenn sie im Schnitt demokratische Präsidenten bevorzugt haben? Ein kurzer Blick auf die Meinungsumfragen signalisiert, dass jeder der demokratischen Amtsanwärter Präsident Trump recht deutlich besiegen sollte (siehe zum Beispiel RealClearPolitics). Die vom Statistikportal FiveThirtyEight erhobenen Umfragedaten signalisieren, dass unter den Präsidenten der Nachkriegszeit nur Jimmy Carter zu diesem Zeitpunkt seiner Amtszeit noch unbeliebter war als Donald Trump.

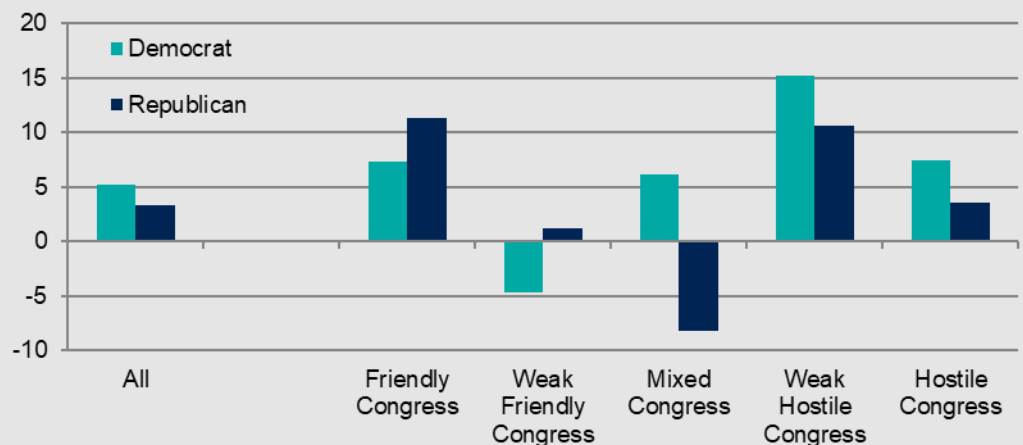
...was eine gute Nachricht für die Märkte sein könnte

Wir vermuten, dass die Finanzmärkte eine Rückkehr zu einer weniger antagonistischen und erratischen Präsidentschaft begrüßen würden – es sei denn, Präsident Trump würde durch einen links gerichteten demokratischen Kandidaten wie Elizabeth Warren oder Bernie Sanders ersetzt. Daher vermuten wir, dass Joe Biden (oder Michael Bloomberg, falls dieser antreten sollte) für die Märkte die erste Wahl wäre. Die Meinungsumfragen signalisieren, dass Biden unter den demokratischen Kandidaten die Nase vorn hat (siehe Artikel von Nate Silver vom 6. November auf der FiveThirtyEight Webseite). Zudem lassen sie vermuten, dass er unter den Anwärtern die besten Chancen gegen Präsident Trump hätte.

Aber bis dahin liegt noch einiges vor uns

Sollten sich diese Trends weiter bestätigen, könnten sich die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte im Jahr 2020 auf gute Nachrichten freuen. Allerdings hat Präsident Trump die Meinungsumfragen im Jahr 2016 schon einmal Lügen gestraft und in der heißen Phase eines möglicherweise brutalen Wahlkampfes kann noch viel passieren. Auch nicht komplett zu vernachlässigen ist die Möglichkeit, dass Präsident Trump gar nicht der Präsidentschaftskandidat der Republikaner im Jahr 2020 sein wird – aufgrund eines erfolgreichen Amtsenthebungsverfahrens oder weil sich die Republikaner für einen anderen Kandidaten entscheiden. Wir glauben, dass die Märkte eine solche Entwicklung begrüßen würden.

Abb. 10 – Annualisierte Renditen von US-Aktien während der Amtszeit von US-Präsidenten seit 1853 nach der Zusammensetzung des Kongresses (%)*

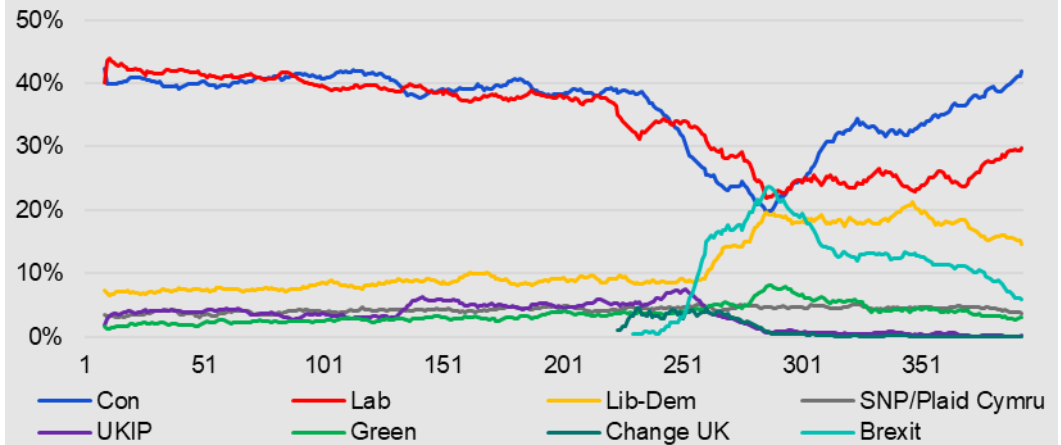


* Auf Basis des S&P 500 Index seit 1957 und vergleichbarer, von Rober Shiller abgeleiteter Indizes für frühere Zeiträume (siehe nähere Informationen in Anhang 8). Die Analyse setzt ein am Beginn der Präsidentschaft von Franklin Pierce am 4. März 1853 an und endet am 31. Oktober 2019. Bei einem „wohlgesonnenen Kongress“ (friendly) hat die Partei des Präsidenten die Mehrheit in beiden Häusern des Kongresses; bei einem „schwachen, wohlgesonnenen Kongress“ (weak friendly) unterstützen beide Häuser des Kongresses den Präsidenten für den größten Teil seiner Amtszeit; bei einem „gemischten Kongress“ (mixed) haben die beiden Parteien die Mehrheit in jeweils einem der beiden Häuser des Kongresses; bei einem „schwachen, feindlichen Kongress“ (weak hostile) sind beide Häuser des Kongresses größtenteils gegen den Präsidenten und bei einem „feindlichen Kongress“ (hostile) sind beide Häuser des Kongresses über die gesamte Amtszeit des Präsidenten gegen den Präsidenten gerichtet. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Quelle: 270twin, Robert Shiller, Global Financial Data, Bloomberg, Refinitiv Datastream, Wikipedia und Invesco

Die Wahlen in Großbritannien könnten Weg für den Brexit ebnet

Auf der anderen Seite des Atlantiks wählen die Briten am 12. Dezember 2019 ein neues Parlament. Wie diese Wahl ausgehen wird, ist schwer zu sagen. Obwohl sich sowohl die Konservativen als auch die Labour-Partei darum bemühen, die politische Debatte auszuweiten, bleibt der Brexit das alles beherrschende Thema. Der britische Premierminister Boris Johnson will sich ein Mandat sichern, mit dem er sein mit der EU ausgehandeltes Austrittsabkommen durch das Parlament bekommen würde. Sollte sein Plan aufgehen, würde das Vereinigte Königreich die EU theoretisch bis zum 31. Januar 2020 verlassen und damit den Prozess der Verhandlungen über die künftige Handelsbeziehung in Gang setzen. Unserer Ansicht nach haben die britischen Finanzmärkte dieses Szenario bereits weitgehend eingepreist.

Abb. 11 – Britische Meinungsumfragen seit der Wahl im Juni 2017 (gleitender Durchschnitt von zehn Meinungsumfragen)



Die Horizontalachse zeigt die Anzahl der Meinungsumfragen seit den letzten Parlamentswahlen am 8. Juni 2017. Der erste Datenpunkt zeigt die Ergebnisse dieser Wahl (die in den gleitenden Durchschnitts enthalten ist). Stand: 17. November 2019. Quelle: BMG, SavantaComRes, Deltapoll, Hanbury, ICM, IPSOS MORI, Kantar, Number Cruncher Politics, One Poll, Opinium, Panelbase, Populus, Sky Data, Survation, YouGov, Wikipedia und Invesco

Die Konservative Partei liegt in den Meinungsumfragen weit vorne

Ein kurzer Blick auf **Abbildung 11** zeigt: Die Chancen, dass Johnson seinen Plan umsetzen kann, stehen gut, da die Konservative Partei in den Meinungsumfragen deutlich vor Labour liegt (42% gegenüber 30% auf Basis des Durchschnitts der zehn jüngsten Meinungsumfragen). Ganz so einfach ist es aufgrund des Mehrheitswahlrechts in Großbritannien aber nie. Außerdem sollte auch nicht vergessen werden, dass Theresa May mit einem noch größeren Vorsprung in den Wahlkampf 2017 gestartet ist (44% vs. 25%), dieser dann aber zusammenschmolz (sie war eine katastrophale Wahlkämpferin, aber die Tories haben auch diesmal keinen ganz geglückten Start hingelegt).

Das Austrittsabkommen könnte immer noch scheitern...

Es gibt zwei Dinge, die Johnsons „geregelten“ Brexit verhindern könnten: Sollte die Summe der von der Konservativen Partei und der Brexit-Partei gewonnenen Parlamentssitze so hoch sein, dass sich die Gewichte in Westminster zugunsten der Befürworter eines „harten Brexits“ verlagern (oder die Brexit-Partei – wie die DUP seit 2017 – zum Mehrheitsbeschaffer werden), könnte es doch noch zum Austritt ohne Abkommen kommen; und sollte Labour gewinnen oder (was wahrscheinlicher ist) keine Partei eine ausreichende Regierungsmehrheit erhalten, könnte die einzige Lösung ein zweites Referendum sein. Unserer Vermutung nach würde das erstgenannte Szenario zu einer Abwertung des britischen Pfundes, einem Rückgang der britischen Staatsanleiherenditen und wahrscheinlich auch Kursverlusten am britischen Aktienmarkt führen (was vor allem Aktien von binnenwirtschaftlich orientierten Unternehmen zu spüren bekommen dürften). Die Aussicht auf ein zweites Referendum (und einen Verbleib Großbritanniens in der EU) dürfte das Pfund und britische Aktien dagegen stützen (abhängig vom Wahlausgang).

....das erscheint aber unwahrscheinlich, da eine ausreichende konservative Mehrheit möglich ist

Angesichts der vielen aktuell wirkenden Strömungen ist es nach allgemeiner Auffassung sehr schwer, den Ausgang dieser Wahl vorherzusagen. Parlamentsabgeordnete, die zurücktreten oder die Partei wechseln, politische Bündnisse (die Remain Alliance zwischen Lib Dems, Plaid Cymru und Greens und die „Alliance“ zwischen den Konservativen und der Brexit-Partei, wonach letztere keine Kandidaten in Wahlkreisen aufstellen wird, die 2017 an die Konservativen gegangen sind) und Wähler, die ihre traditionelle Parteitreu aufgeben, um ihre Brexit-Präferenz zum Ausdruck zu bringen – wer da behauptet zu wissen, wie diese Wahl ausgehen wird, macht sich etwas vor. Das hält uns allerdings nicht davon ab, zumindest Mutmaßungen zu treffen! **Abbildung 12** zeigt die Ergebnisse unserer Analyse der einzelnen Wahlbezirke anhand der seit der Wahl 2017 wirkenden regionalen „swing factors“, die bestimmen, wie sich Wechselwähler entscheiden. Angewandt auf die jüngsten Meinungsumfragen signalisiert diese Methodik, dass die Konservative Partei zusätzlich zu ihren derzeit 298 Sitzen 50 Sitze hinzugewinnen und Labour mehr als 40 verlieren wird (die Brexit-Partei gewinnt in unserer Analyse keine Sitze). Das würde für eine konservative Mehrheit von 54 Sitzen ausreichen und unseren Schätzungen zufolge damit auch für die parlamentarische Zustimmung zu Johnsons Brexit-Abkommen, so dass Großbritannien die EU bis zum 31. Januar 2020 verlassen würde.

Wahl gewonnen, Brexit durch.....

Aufgrund des britischen Wahlrechts könnten die beiden bekanntgegebenen Bündnisse allerdings zu einem anderen Ergebnis führen. Die Remain Alliance aus Liberaldemokraten, Green Party und Plaid Cymru hält 60 Sitze in England und Wales. Unseren Analysen zufolge hätte sie aber eine lediglich begrenzte Wirkung – vielleicht könnten die Liberaldemokraten einen Sitz mehr gewinnen. Die Entscheidung der Brexit-Partei, nicht in Wahlbezirken zu kandidieren, die 2017 an die Konservativen gingen, könnte der Konservativen Partei zusätzliche Sitze sichern, und zwar vor allem auf Kosten der Liberaldemokraten. Wir gehen davon aus, dass die Brexit-Partei nach der Wahl keine Abgeordneten stellen wird. Das Ergebnis könnte eine 64-Sitze-Mehrheit für die Konservativen sein, was unserer Ansicht nach ausreichen würde, um den Brexit zu vollziehen ... oder zumindest Teil 1 davon.

Abb. 12: Prognosen zur Verteilung der Sitze im britischen Parlament

	Wahl 2017	Aktuell	Meinungsumfragen	Meinungsumfragen und Bündnisse
Konservative	317	298	352	357
Labour	262	243	200	199
SNP	35	35	48	48
Lib-Dems	12	20	26	23
DUP	10	10	8	8
Sinn Fein	7	7	5	5
Plaid Cymru	4	4	4	4
Green	1	1	1	1
Unabhängige	1	24	1	0
Sonstige	1	8	5	5
Gesamt	650	650	650	650
Mehrheit	-16	-54	54	64

Hinweise: Ausgehend von den Ergebnissen der Wahlen des Jahres 2017 erfolgt die „Meinungsumfragen“-Prognose anhand der Anwendung der regionalen Wechselwahl-Faktoren. Der Parlamentssprecher (House Speaker) ist in der Kategorie „Sonstige“ aufgeführt und wird nicht der betreffenden Partei zugerechnet. „Meinungsumfragen und Bündnisse“ basiert auf folgenden Annahmen: Für die „Remain Alliance“ werden die Stimmen der Liberaldemokraten, der Green Party und von Plaid Cymru zugunsten der Partei aggregiert, die im jeweiligen Wahlbezirk antreten soll (die Vereinbarung deckt 60 Wahlbezirke ab); für die Wahlbezirke, die 2017 an die Konservative Partei gingen (in denen die Brexit-Partei nicht antreten will), werden die Stimmen der Brexit-Partei jetzt anteilig gemäß der Stimmabgabe des Jahres 2017 den Konservativen und Labour zugerechnet. Stand: 17. November 2019.

Quelle: BMG, SavantaComRes, Deltapoll, Hanbury, ICM, IPSOS MORI, Kantar, Number Cruncher Politics, One Poll, Opinium, Panelbase, Populus, Sky Data, Survation, YouGov, Wikipedia und Invesco

.....aber die Brexit-
Unsicherheit wird zurückkehren
und ein harter Brexit ist noch
nicht vom Tisch

Wir vermuten, dass die britischen Finanzmärkte erleichtert auf einen geregelten Brexit reagieren werden. Allerdings handelt es sich dabei erst einmal nur um das Austrittsabkommen – die eigentliche Arbeit beginnt, wenn über die künftigen Beziehungen verhandelt wird. Daher könnte eine Erleichterungsrally der Märkte auch nur von kurzer Dauer sein, nachdem Johnson gesagt hat, dass die Übergangsphase nicht über 2020 hinaus andauern wird (und dies auch Nigel Farage versprochen haben mag, um die Brexit-Partei dazu zu bringen, von der Aufstellung eigener Kandidaten abzusehen), was wir für völlig unrealistisch halten. Tatsächlich dürfte es sehr viel länger dauern, bis Großbritannien und die EU eine Handelsvereinbarung ausgehandelt haben. Irgendetwas muss also auf der Strecke bleiben – entweder wird die Frist verlängert oder Großbritannien verlässt die EU am Ende der Übergangsphase doch noch ohne ein Abkommen. Ja, ein ungeregelter Brexit ist immer noch möglich!

Und Großbritannien könnte
unter Druck stehen

Damit könnte etwas, das zum Jahresende 2019 als relativ gute Nachricht daherkommt (ein geregelter Brexit) im Jahresverlauf 2020 wieder Ängste wecken, wenn die Verhandlungen vor dem Hintergrund eines unrealistischen Zeitplans beginnen. Wir glauben, dass die britischen Finanzmärkte die guten Nachrichten inzwischen weitgehend eingepreist haben (das Pfund zum Beispiel hat sich in den letzten Monaten wieder erholt), und vermuten, dass es 2020 wieder zu einer erhöhten Volatilität kommen wird. Das wäre insbesondere dann der Fall, wenn Schottland auf ein weiteres Unabhängigkeitsreferendum drängen sollte und in Nordirland mehr politischer Druck für eine Wiedervereinigung mit Irland aufgebaut würde (sowohl Schottland als auch Nordirland haben für einen Verbleib in der EU gestimmt).

Vorsicht: Meinungsumfragen
können falsche Signale senden

Natürlich ist Vorsicht angesagt, da sich die Stimmung in der britischen Wählerschaft während des Wahlkampfes noch ändern kann (wie es 2017 der Fall war) und die Meinungsumfragen nicht immer ein gutes Wahlbarometer sind (wie wir in vielen Ländern gesehen haben). Allerdings müsste sich schon viel ändern, damit die Konservativen keine Mehrheit erhalten – durch das britische Mehrheitswahlrecht können sie schon mit weniger als 38% der Stimmen eine Mehrheit im Parlament haben.

Das globale BIP wächst langsamer

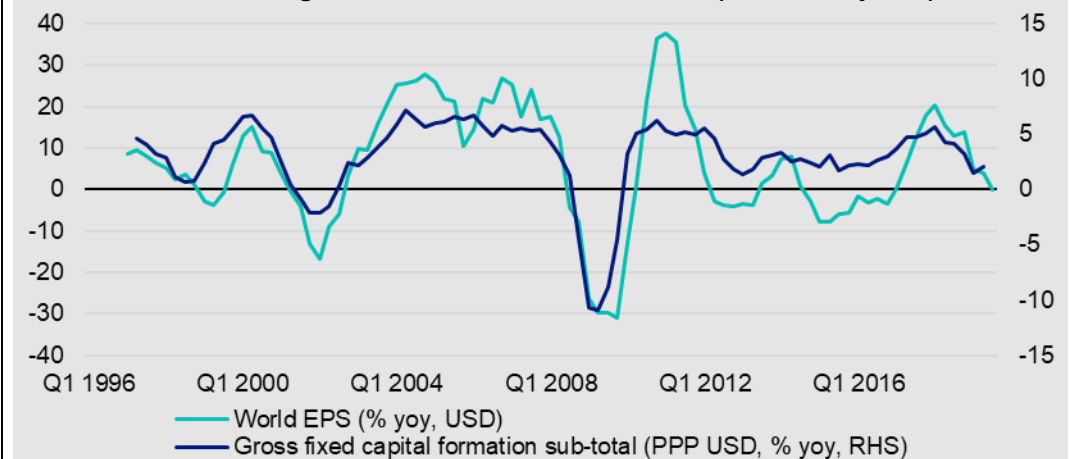
Hauptauslöser sind die Unternehmensgewinne und Investitionsausgaben

Globaler Konjunkturzyklus: Kann die Geld- und Fiskalpolitik die Lage retten?

Die Weltwirtschaft hat an Fahrt verloren – weitgehend so, wie wir es vor einem Jahr vorausgesagt haben. Nachdem wir vor einem Jahr prognostiziert haben, dass das globale BIP im Jahresverlauf 2019 von 3,6% im Vorjahr auf 3,0% zurückgehen würde, gehen die Konsensschätzungen jetzt von einer Wachstumsrate von 3,1% im Jahr 2019 aus (siehe **Anhang 1**).

Wie so häufig, ist das schwächere BIP-Wachstum mit einem langsameren Gewinnwachstum und geringeren Investitionsausgaben verbunden gewesen (siehe **Abbildung 13**). Unsere früheren Untersuchungen signalisieren, dass die Investitionen häufig Vorboten einer Rezession oder Erholung sind, und die Investitionen hängen natürlich von der Ertragslage der Unternehmen ab. Dieses Frühwarnsignal ist ein Sorgenfaktor.

Abb. 13 – Wachstum der globalen Gewinne und Investitionen (Veränd. z. Vj. in %)



Hinweis: Vierteljährliche Daten von Q2 1996 bis Q3 2019 (bis 30. September 2019 für EPS). Globales EPS-Wachstum auf Basis des MSCI World Index (unter Verwendung des Kursindex und der Kurs-Gewinn-Verhältnisse). Die Daten zu den Bruttoanlageinvestitionen beziehen sich auf den Zeitraum bis Q2 2019 und stammen aus den OECD National Accounts Daten für die folgenden Länder: Australien, Brasilien, Kanada, Eurozone, Indien, Indonesien, Japan, Mexiko, Polen, Russland, Südkorea, Schweden, Schweiz, Türkei, Großbritannien und USA. Quelle: MSCI, OECD, Refinitiv Datastream und Invesco

Die Handelsspannungen haben nicht geholfen

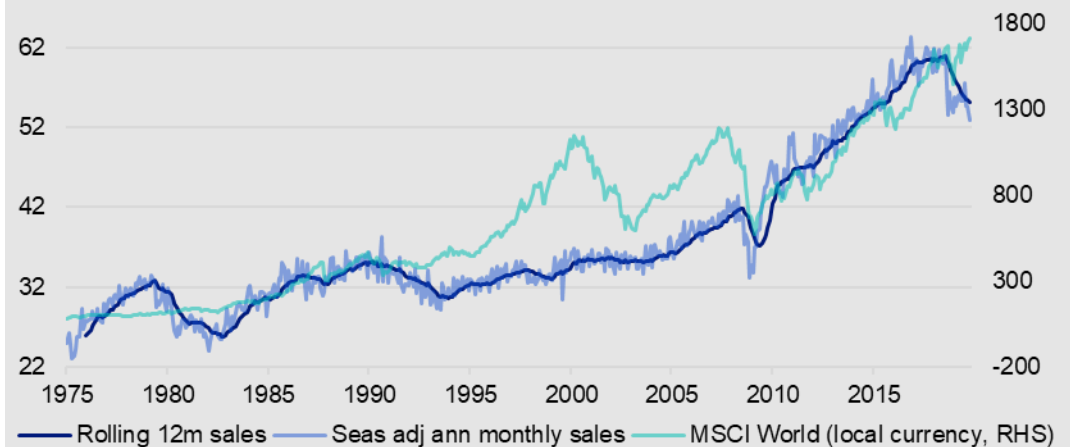
Wir halten die Handelsbeschränkungen für einen der Faktoren hinter der globalen Konjunkturabkühlung. **Abbildung 14** zeigt, dass die globalen Exporte mit einem Wachstum von rund 0% gegenüber dem Vorjahr inzwischen stagnieren (nach ihrem jüngsten Wachstumshoch von 15% im März 2017). Wir glauben, dass der US-chinesische Handelsstreit ein Grund für diese Entwicklung ist, und sehen hier bislang auch keine Hinweise auf eine baldige Einigung, die über einen etwas versöhnlicheren Ton in den Gesprächen hinausgehen. Ein mit der Rücknahme von Zöllen und einer Öffnung des chinesischen Marktes verbundenes Abkommen wäre unserer Ansicht nach gut für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte. Es würde Gutes für 2020 verheißen.

Abb. 14 – Globale Exporte (Veränd. z. Vj. in %, gemessen in SDRs)



Hinweis: Die Abbildung zeigt das Wachstum der Gesamtexporte gegenüber dem Vorjahr gemessen in SDRs (IMF Special Drawing Rights) für eine Reihe großer Volkswirtschaften (Australien, Brasilien, Kanada, China, Eurozone, Indien, Japan, Mexiko, Russland, Südkorea, Schweden, Schweiz, Taiwan, Großbritannien und USA). „Total“ ist die Gesamtsumme für alle Länder. „Sub-total“ bezieht sich auf die Teilgruppe von Ländern, für die die aktuellsten Monatsdaten (September 2019) zur Verfügung stehen, wobei sich die historischen Daten nur auf diese Länder beziehen. Monatliche Daten von Januar 2000 bis September 2019. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Abb. 15 – Weltweiter Pkw-Absatz (Mio.) und globale Aktien



Hinweis: Monatliche Daten von Januar 1975 bis Oktober 2019 (MSCI World, Stand 31. Oktober 2019). Auf Basis aggregierter nationaler Absatzzahlen aus Australien, Österreich, Belgien, Brasilien, Bulgarien, China, Zypern, der Tschechischen Republik, Dänemark, Estland, Finnland, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Hongkong, Ungarn, Island, Indien, Indonesien, Irland, Italien, Japan, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malaysia, Mexiko, den Niederlanden, Neuseeland, Norwegen, Panama, den Philippinen, Polen, Portugal, Rumänien, Singapur, der Slowakei, Slowenien, Südafrika, Südkorea, Spanien, Sri Lanka, Schweden, der Schweiz, Taiwan, Thailand, der Türkei, Großbritannien, den USA, Vietnam. Für alle Länder liegen Daten seit Januar 2011 vor; für den Zeitraum bis Dezember 2010 wurden globale Teilsummen um fehlende Länder adjustiert (und zur Vermeidung von Datendiskontinuitäten). Der letzte Monat, für den Daten für alle Länder vorliegen, ist Mai 2019. Die globalen Summen für Folgemonate basieren auf der Annahme, dass das Wachstum der globalen Summe im Vorjahresvergleich dem der Länder entspricht, für die Daten vorliegen. „Seas adj“ gibt an, dass die Zeitreihe zur Glättung der Daten saisonbereinigt wurde. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Quelle: Nationale Datenquellen, OECD, European Automobile Manufacturers' Association, Refinitiv Datastream, MSCI, Invesco.

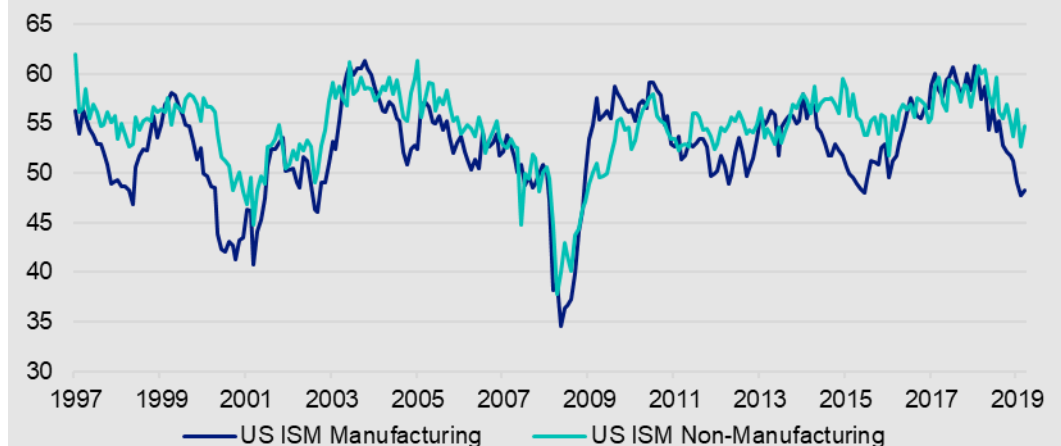
Autozyklus signalisiert schwierigere Zeiten

Der globale Automobilzyklus hat seinen Höchststand im August 2018 erreicht und sein Abwärtstrend war ein klarer Hinweis auf Probleme in der Industrie. **Abbildung 15** zeigt, dass die Umsatzzahlen weiterhin sehr schwach ausfallen; unsere saisonbereinigte Messgröße des globalen Umsatzes hat im Oktober 2019 einen neuen zyklischen Tiefstand erreicht, obwohl dieser Wert noch korrigiert werden könnte. Interessanterweise sind die globalen Aktienindizes weiter gestiegen – das spricht für Zuversicht, dass es zu einer Erholung kommen wird.

Hoffnungszeichen?

Abbildung 16 signalisiert, dass die Schwäche der US-amerikanischen Industrie auch zu einer (allerdings weniger ausgeprägten) Abschwächung im Dienstleistungssektor geführt hat. Das scheint ein globales Muster zu sein, weshalb auch die Rezession in der Industrie in vielen Ländern zu einem langsameren BIP-Wachstum, nicht aber einer Rezession geführt hat. **Abbildung 16** deutet auch auf gewisse Anzeichen einer Erholung der US-Wirtschaft hin, obwohl diese Erholung sich noch fortsetzen muss, bevor wir sicher sein können, dass die Weltwirtschaft nicht weiter an Fahrt verliert. Die in **Anhang 1** dargestellten Konsensprognosen signalisieren, dass sich das globale BIP-Wachstum im Jahr 2020 bei 3,1% stabilisieren und im Jahr 2021 auf 3,3% beschleunigen wird. Wir rechnen 2020 mit einem Wachstum von rund 3%.

Abb. 16 – US ISM-Geschäftsklimaumfragen

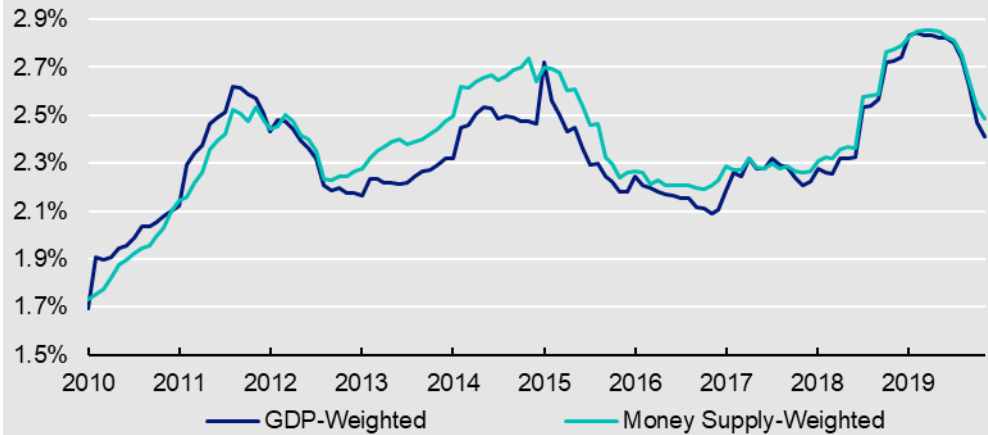


Hinweis: Die Grafik zeigt die vom US Institute of Supply Management (ISM) bereitgestellten Indexwerte. Monatliche Daten von August 1997 bis Oktober 2019. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

45 bis 50 Zentralbanken haben die Zinsen gesenkt

Das Ausmaß der globalen Wachstumsabschwächung mögen wir richtig vorausgesehen haben, die Reaktion der Geldpolitik haben wir jedoch nicht antizipiert – dass mehr als 45 Zentralbanken die Zinsen im Jahr 2019 senken würden (laut Central Bank Rates), hätten wir nicht erwartet. **Abbildung 17** zeigt den Abwärtstrend der globalen Zinsen. Das Ausmaß des Rückgangs ist durch die Skalierung allerdings überzogen dargestellt. Obwohl der Rückgang unseres globalen Durchschnitts nur rund 40 Bps gegenüber dem Höchststand in Q1 2019 beträgt, ist die Richtung klar.

Abb. 17 – Globale Zentralbankzinsen

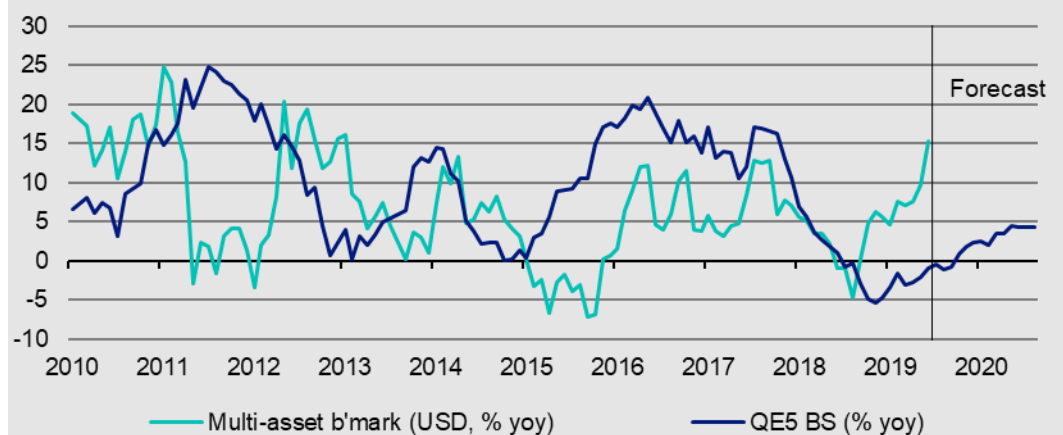


Hinweise: Monatliche Daten von Januar 2010 bis Oktober 2019. Wir berechnen einen anhand des nominalen BIP und der Geldmenge gewichteten Durchschnitt der Zielzinssätze der Zentralbanken in den 20 größten Volkswirtschaften der Welt. Alle Indikatoren in US-Dollar. Wir verwenden IWF-Daten zum jährlichen nominalen BIP und führen für den BIP-gewichteten Satz zu Beginn jedes Jahres eine Neugewichtung der Länder durch. Der anhand der Geldmenge gewichtete Satz bezieht sich auf die gleichen Länder wie die anhand des BIP gewichteten Sätze, aber die Gewichte ändern sich monatlich in Abhängigkeit von den Daten zur breiten Geldmenge. Stand der Daten: 31.10.2019.
Quelle: IWF, Refinitiv Datastream und Invesco

Und eine erneute Ausweitung der Zentralbankbilanzen wird ebenfalls bereits wieder diskutiert

Natürlich ist der Rückgang der globalen Zentralbankzinsen durch die Tatsache begrenzt, dass viele große Zentralbanken die Zinsen bereits in Richtung null oder sogar unter null gesenkt haben und sie daher nicht mehr sehr viel weiter zurückführen können. Daher haben einige dieser Zentralbanken seit der globalen Finanzkrise auf das Quantitative Easing (QE) gesetzt. **Abbildung 18** zeigt, dass die aggregierten Zentralbankbilanzen seit dem Höchststand in Q1 2018 wieder geschrumpft sind (was vor allem auf die quantitative Straffung (Quantitative Tightening, QT) der Fed zurückzuführen ist). Wir erwarten aber nach Erreichen eines Tiefstands im September 2019 eine Rückkehr zu einer erneuten Bilanzausweitung. Haupttreiber dieser Bilanzausweitung sind die BOJ und jetzt auch die EZB, die vor kurzem ein neues Anleihenkaufprogramm angekündigt hat. Außerdem hat die Fed die quantitative Straffung gestoppt. Daher sind die Zentralbanken von einer Straffung ihrer Geldpolitik zu einer stark expansiven Ausrichtung übergegangen.

Abb. 18 – Ausweitung der QE5-Bilanzen* und Kapitalmarkterträge



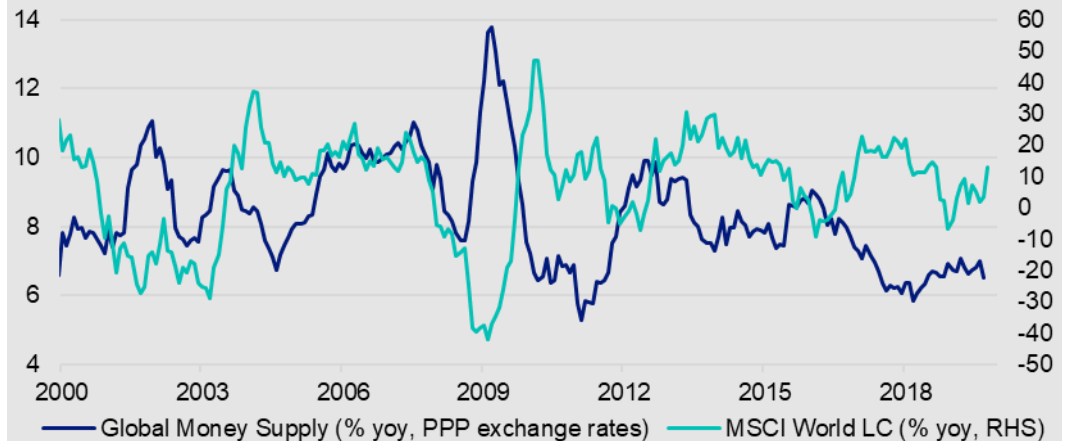
* Aggregierte Bilanzsumme von Fed, EZB, BOE, BOJ und SNB in USD, umbasiert auf 100 im Mai 2006. Die Prognose berücksichtigt die Pläne der Zentralbanken. Sie basiert auf der Annahme, dass die Fed keine weiteren Anpassungen an ihren Assetbeständen vornimmt, dass die BOJ ihre Bilanz weiter mit dem gleichen Tempo ausweitet wie in den vergangenen zwölf Monaten, dass die BOE und die SNB keine weiteren Nettoassetkäufe tätigen und dass die EZB Nettoassetkäufe im Wert von 20 Mrd. EUR pro Monat tätigt. Der Multi-Asset-Referenzindex ist ein festgewichteter Index, der auf der neutralen Asset Allokation des Asset Allocation Research Teams von Invesco basiert. Von Januar 2010 bis Dezember 2020. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge.

Quelle: BOE, Refinitiv Datastream und Invesco

Das Geldmengenwachstum könnte sich beschleunigen

Zeigt die expansivere Geldpolitik Wirkung? **Abbildung 19** signalisiert, dass sich das Wachstum der breiten Geldmenge nach den schwächeren Wachstumsraten seit Anfang 2016 im Jahresverlauf 2018 wieder beschleunigt hat (noch vor den ersten Zinssenkungen). Im Jahresverlauf 2019 hat sich dieses Wachstum stabilisiert, aber das Geldmengenwachstum von 6,5% gegenüber dem Vorjahr im September 2019 steht im Einklang mit einem nominalen globalen BIP-Wachstum von 6,0% bis 6,5% (in Q1 2016 lag das globale M3-Wachstum bei 9%). Betrachtet man das Geldmengenwachstum als Frühindikator der Wirtschaft, könnte das Schlimmste überstanden sein. Tatsächlich signalisieren die **Abbildungen 18** und **19**, dass die globalen Anlageklassen bereits auf diese gute Nachricht reagiert haben.

Abb. 19 – Globales Geldmengenwachstum und Aktienmarkt-Performance



Hinweis: Monatliche Daten von Januar 1983 bis September 2019 (Stand 31. Oktober 2019). Auf Basis der aggregierten Geldmengenaggregate (gewöhnlich M3) für folgende Länder: Australien, Brasilien, Kanada, Chile, China, Kolumbien, Costa Rica, Tschechische Republik, Dänemark, Eurozone, Ungarn, Island, Indien, Indonesien, Israel, Japan, Mexiko, Neuseeland, Norwegen, Polen, Russland, Südafrika, Südkorea, Schweden, Schweiz, Türkei, Großbritannien und USA. Die „globale Geldmenge“ bezieht sich auf die aggregierten nationalen Geldmengen auf Basis der Wechselkurse zu Kaufkraftparitäten (PPP) für die Umrechnung in US-Dollar (bei den PPP-Wechselkursen wird die Kaufkraft der Währungen anhand eines repräsentativen Warenkorbs bestimmt - damit sind sie gewöhnlich stabiler als die Markt-Wechselkurse). „MSCI World LC“ ist die Lokalwährungsversion des MSCI World Total-Return-Index. Vergangenheitswerte geben keinen Aufschluss über die künftige Wertentwicklung einer Anlage.
Quelle: MSCI, OECD, Oxford Economics, Refinitiv Datastream und Invesco.

Und die Regierungen sind behilflich

Und nicht nur die Zentralbanken helfen aus. Wie **Abbildung 20** zeigt, haben die G20-Regierungen ihre Sparpolitik etwas gelockert; das könnte eine gute Nachricht für die Weltwirtschaft sein (die Grafik zeigt die zyklusbereinigten Haushaltssalden). Die USA und China haben die ersten Schritte in diese Richtung unternommen, aber nicht alle Länder sind ihrem Beispiel gefolgt – Europa und Japan haben ihre Staatsausgaben in den vergangenen Jahren sogar weiter gekürzt. In seiner Prognose geht der IWF nicht von einer weiteren Lockerung der Fiskalpolitik über 2019 hinaus aus. Die Wahlkampfversprechen der Parteien in Großbritannien deuten jedoch auf eine Ausweitung der Staatsausgaben hin und die neue EZB-Präsidentin Christine Lagarde drängt auch auf mehr Unterstützung durch die Fiskalpolitik.

Abb. 20 – Zyklusbereinigte Haushaltssalden der G20-Staaten (% des potenziellen BIP)



Hinweis: jährliche Daten von 1993 bis 2019. Daten (einschließlich der Prognose für 2019) vom IWF bereitgestellt.
Quelle: IWF, Refinitiv Datastream und Invesco

Vertrauen in die Geld- und Fiskalpolitik ... wir hoffen auf das Beste

Die nächste Rezession könnte nach hinten verschoben werden, aber garantiert ist das nicht

Immer noch in einer Spätphase der Expansion, aber das ist besser als eine Rezession

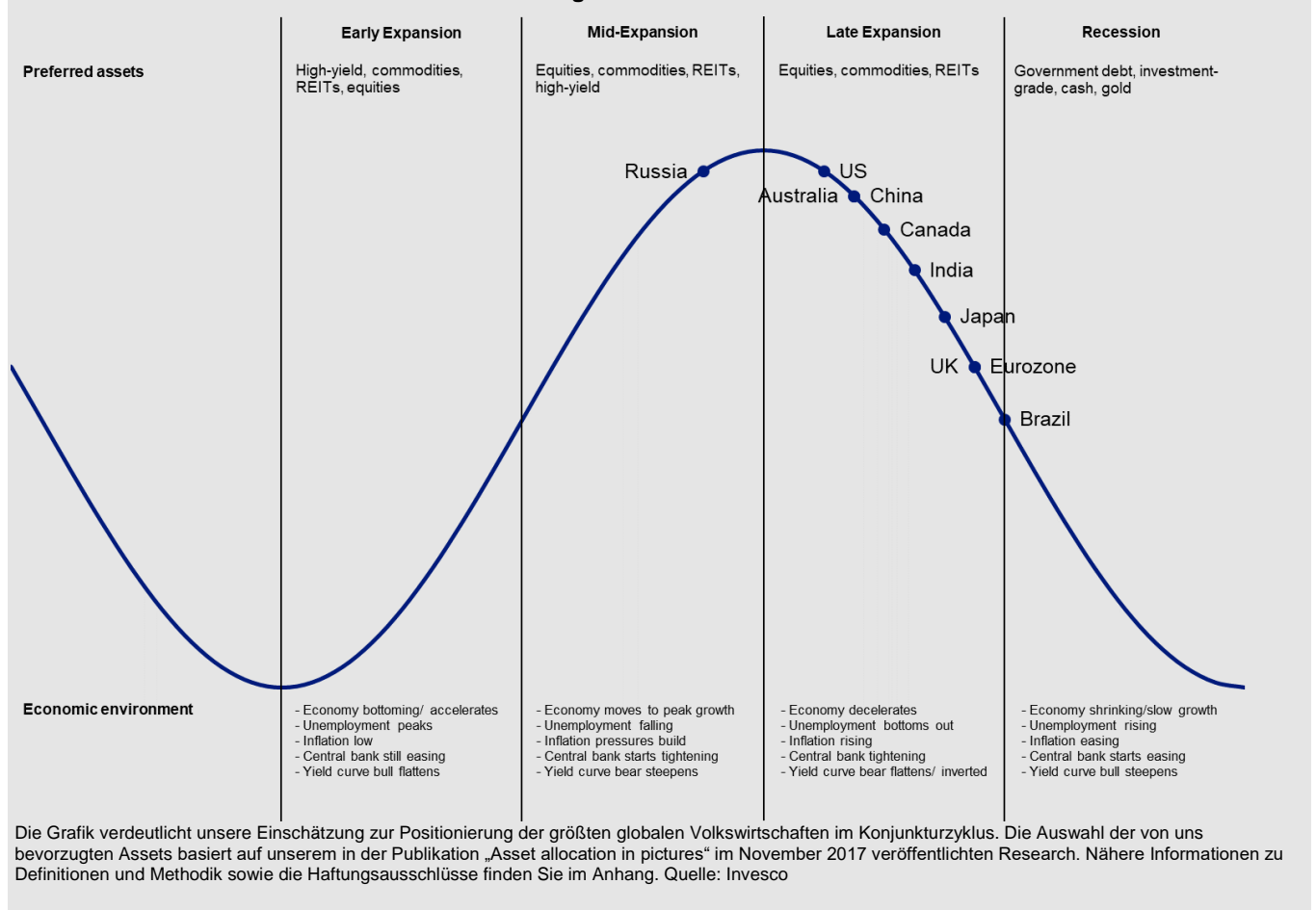
Keine Rezession im Jahr 2020

Obwohl wir unsere Sorgen über eine globale Wachstumsabschwächung zum Ausdruck gebracht haben, glauben wir, dass die expansivere globale Fiskal- und Geldpolitik ausreichend sein wird, um den schon jetzt sehr langen Konjunkturzyklus noch weiter zu verlängern. Wir halten die wirtschaftlichen Einflussmöglichkeiten der Zentralbanken in den großen Industrieländern zwar für beschränkt, glauben aber, dass sie etwas bewirken können. Auch werden Zinssenkungen in den Schwellenmärkten unserer Ansicht nach wahrscheinlich größeren Erfolg haben, da wir glauben, dass die Kreditnachfrage-Funktionen hier durch die globale Finanzkrise vergleichsweise geringen Schaden genommen haben. Was die Stärkung der Wachstumsdynamik in den Industrieländern angeht, haben wir mehr Vertrauen in die Wirkung fiskalpolitischer Impulse; daher begrüßen wir auch die jüngsten diesbezüglichen Signale in Großbritannien und hoffen, dass es Christine Lagarde gelingt, die Regierungen der Eurozone zu höheren Staatsausgaben zu bewegen. Außerdem rechnen wir mit einer gewissen Entspannung im Handelskonflikt zwischen den USA und China.

Daher liegt die nächste Rezession unserer Ansicht nach jetzt in noch weiterer Ferne. Statt 2020/21, wie von uns zuvor angenommen, rechnen wir jetzt erst 2021/22 oder sogar noch später mit einer Rezession. Allerdings sollte diese Prognose mit Vorsicht genossen werden und unsere Asset Allokation basiert auf der Annahme eines globalen BIP-Wachstums und einer globalen Verbraucherpreis-inflation von jeweils 3% im Jahr 2020, was weitgehend unverändert gegenüber 2019 wäre. Anders ausgedrückt glauben wir, dass die Maßnahmen der Geld- und Fiskalpolitik ausreichen werden, um die jährlichen Wachstumsraten zu stabilisieren, aber nicht, um sie deutlich zu stärken. **Abbildung 21** zeigt, dass sich die großen Volkswirtschaften unserer Ansicht nach weiter in einer Spätphase des Konjunkturzyklus bewegen, einer Phase, in der Aktien, Industrierohstoffe und Immobilien (unseren Analysen zufolge) traditionell gut abschneiden.

Damit bewegen wir uns ungefähr im Rahmen der in **Anhang 1** dargestellten Konsensschätzungen, wobei wir in einigen Details von diesen abweichen: Beispielsweise rechnen wir in den USA mit einem Wachstum von 2% (Konsens: 1,8%) und in Indien mit einer Wachstumsrate von 5,5% bis 6,0% (Konsens: 6,1%). Vor allem glauben wir, dass die Wachstumsdynamik 2021 schwächer ausfallen wird und nicht höher, wie die Konsensschätzungen andeuten. Wie der Konsens halten wir die Inflation für unproblematisch.

Abb. 21 – Achterbahnfahrt der Wirtschaft und Anlageklasse



Irgendwann zwischen 2010 und 2018

Von der Wirtschaft zu den Finanzmärkten: Risikoanlagen bevorzugt

Unsere Anfangsfrage lautete: Wird 2020 so sein wie 2010 oder wie 2018? Wir glauben, dass es sich irgendwo dazwischen einordnen wird: Unserer Erwartung nach wird die Weltwirtschaft 2020 nicht weiter an Fahrt verlieren, allerdings dürften wir dem Ende des globalen Konjunkturzyklus näher sein als dem Anfang.

Abb. 22 – Globaler Risikoappetit und globaler Geschäftszyklus



Hinweis: monatliche Daten von Januar 1992 bis September 2019. 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 aufwärts gerichtetes Indexsignal stützt die Marktstimmung und umgekehrt. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.
Quelle: Federal Reserve, BEA, Moody's, Invesco Investment Solutions

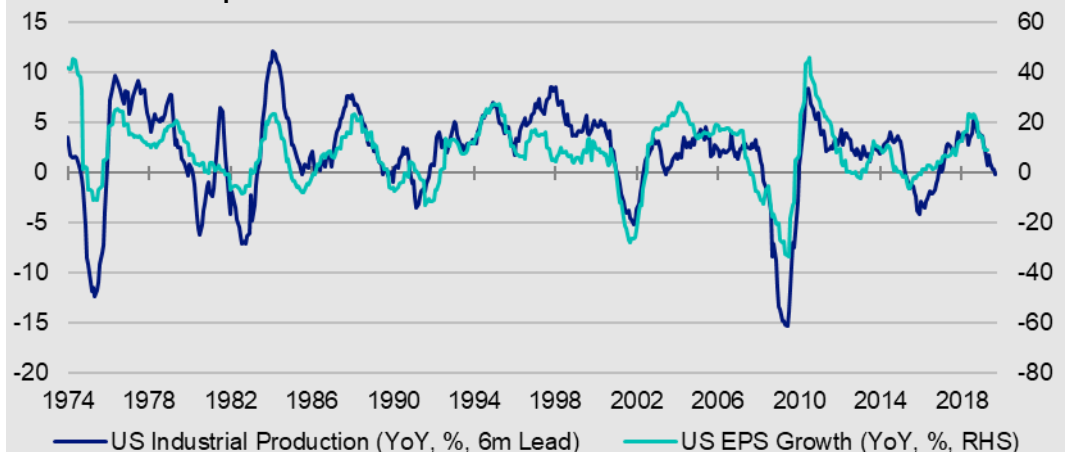
Eine Stabilisierung des globalen Risikoappetits könnte ein Vorbote besserer globaler Wirtschaftsdaten sein

Der Global Risk Appetite Cycle Indicator (GRACI) des Invesco Investment Solutions Teams (IIS) signalisiert, dass die Finanzmärkte die Verschlechterung der Wirtschaftsdaten in den letzten Jahren voll eingepreist haben (siehe **Abbildung 22**). Zudem scheint der Risikoappetit etwaigen Wendepunkten im Konjunkturzyklus vorzugreifen und GRACI hat sich in den letzten Monaten stabilisiert. Unserer Ansicht nach deutet das darauf hin, dass die globalen Wirtschaftsdaten ins Positive drehen könnten.

Eine Erholung der Industrieproduktion würde von den Märkten begrüßt

Das ist eine gute Nachricht für „Risikoanlagen“, zumal das Gewinnwachstum dem Wachstum der Industrieproduktion gewöhnlich mit einer zeitlichen Verzögerung von rund sechs Monaten folgt. **Abbildung 23** verdeutlicht diese Beziehung für die USA; auf dieser Grundlage würden wir einen Aufschwung in der Industrie begrüßen. Sollten wir falsch liegen und eine derartige Erholung ausbleiben, dürften die Gewinne in den USA in den nächsten zwölf Monaten schrumpfen (wie in Japan und Europa bereits zu beobachten).

Abb. 23 – Industrieproduktion und EPS-Wachstum in den USA



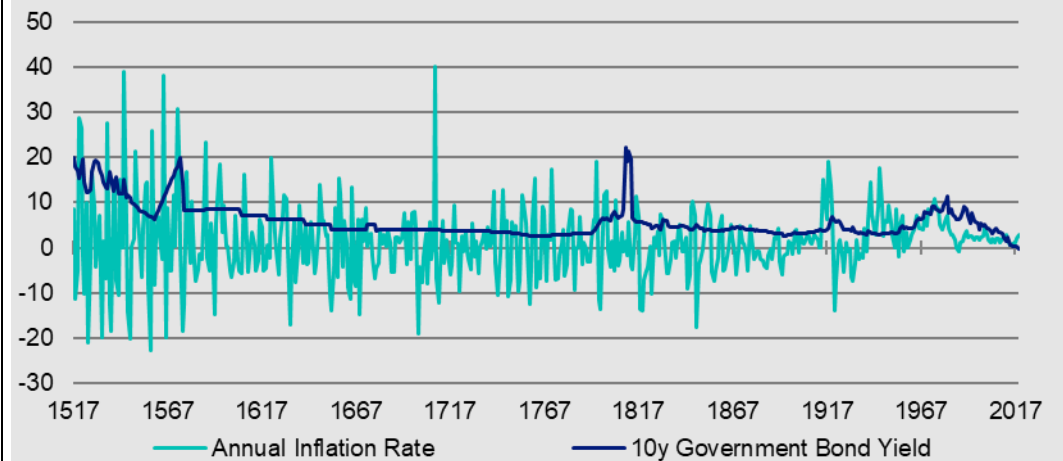
Monatliche Daten von Januar 1974 bis Oktober 2019.
Quelle: OECD, Refinitiv Datastream und Invesco

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

Auch die Bewertungen sprechen für Risikoanlagen

Unserer Ansicht nach sollte die Aussicht auf einen verlängerten Konjunkturzyklus aktienähnlichen Assets zugutekommen (Aktien, Immobilien und HY), sofern die Märkte die guten Nachrichten nicht bereits eingepreist haben. **Abbildungen 4 und 18** signalisieren, dass dies zum Teil bereits geschehen sein könnte. Unserer Ansicht nach sind die Anleiherenditen aber weiterhin ungewöhnlich niedrig (rund 20% der Marktkapitalisierung des Bloomberg Barclays Global Aggregate sind aktuell negativ verzinst). Wie **Abbildung 24** zeigt, sind die niederländischen Staatsanleiherenditen derzeit so niedrig wie zu keinem anderen Zeitpunkt in den letzten 500 Jahren, einer Zeit, in der Deflation und Wirtschaftskatastrophen keine Seltenheit waren.

Abb. 24 – Renditen 10-jähriger niederländischer Staatsanleihen seit 1517 (%)



Jährliche Daten von 1517 bis 2019. Stand der Daten für 2019: 31. Oktober 2019
Quelle: Global Financial Data, Refinitiv Datastream und Invesco

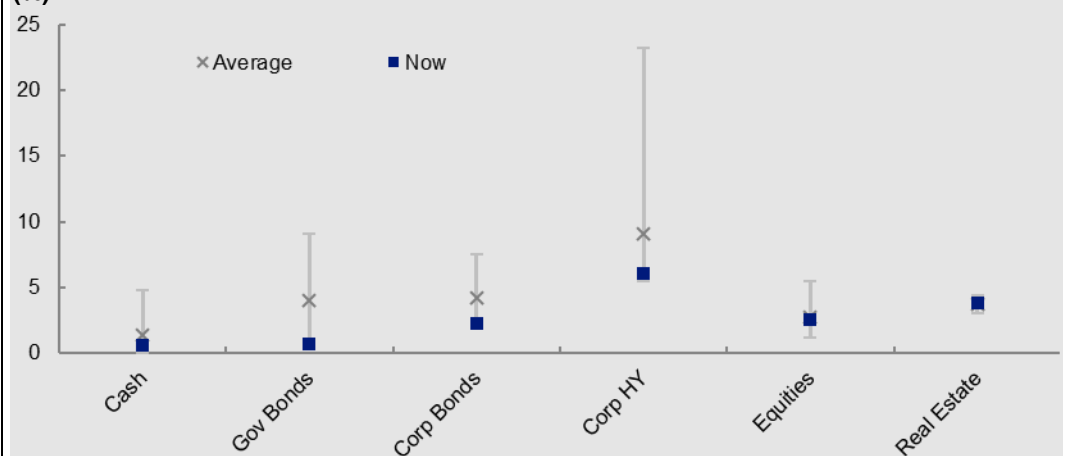
Wir gehen davon aus, dass Hochzinsanleihen und Schwellenländer unter den Zinsanlagen im Jahr 2020 die höchsten Erträge liefern werden

Wie **Abbildung 25** zeigt, bewegen sich die Renditen in den verschiedenen Segmenten der Zinsmärkte weiterhin in der Nähe ihrer historischen Tiefstände, wobei EM-Anleihen die offensichtliche Ausnahme darstellen (siehe **Anhang 2** für regionale Angaben). Dadurch ist das Ertragspotenzial natürlich begrenzt. Wir rechnen aber in einigen Regionen mit einem weiteren Renditerückgang (siehe **Abbildung 34**). Die Kreditspreads bewegen sich in der Nähe zyklischer Tiefstände, könnten dieses Niveau aber auch halten, wenn sich eine Verlängerung des aktuellen Konjunkturzyklus abzeichnen sollte. Die Ausfallraten im Hochzinssegment sind trotz der nachlassenden Wachstumsdynamik ebenfalls sehr niedrig und wir glauben auch nicht, dass sie im kommenden Jahr deutlich steigen werden. Daher gehen wir davon aus, dass HY und EM unter den Zinsanlagen im Jahr 2020 die höchsten Erträge liefern werden.

Die Aktien- und Immobilienrenditen sind normaler

Die laufenden Erträge aus Aktien und Immobilienanlagen sind vielerorts attraktiver als die aus Anleihen und liegen nahe am historischen Durchschnitt. Das ist ein weiterer Faktor, der unserer Ansicht nach für Aktien und Immobilien spricht, solange wir nicht kurz vor einer Rezession stehen.

Abb. 25 – Die globalen Asset-Erträge bewegen sich im Rahmen ihrer historischen Spanne (%)



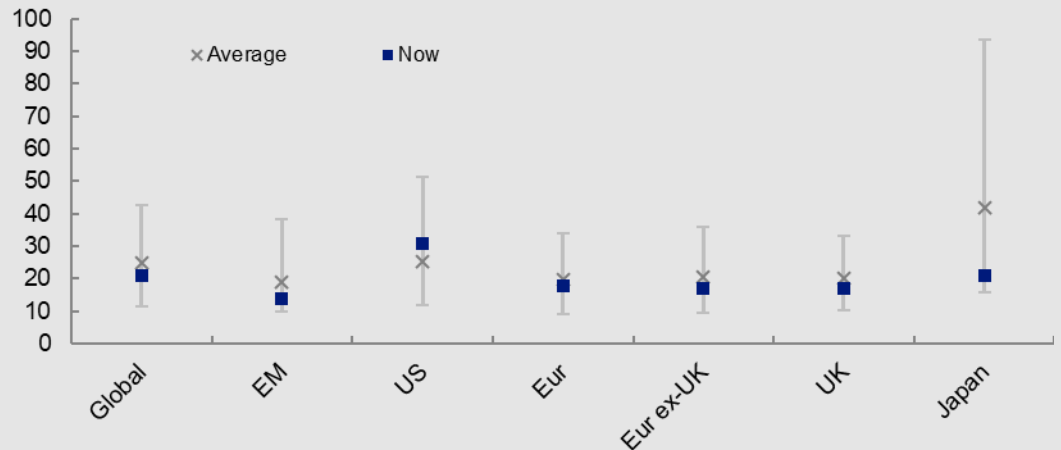
Jeweiliges Anfangsdatum ist: Cash 1.1.01; Staatsanleihen 31.12.85; Unternehmensanleihen 31.12.96; Hochzins-Unternehmensanleihen 31.12.97; Aktien 1.1.73; REITs 18.2.05. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Stand: 31. Oktober 2019.
Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Wir halten US-Aktien für teuer

US-Aktien sind teuer, eine massive Korrektur ist aber kurzfristig nicht zu erwarten

Der einzige Markt, den wir aus Bewertungsgründen skeptisch sehen, ist der US-Markt. Wie **Abbildung 26** zeigt, sind die USA die einzige Region, in der das zyklusbereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis (CAPE) über der historischen Norm liegt. Das US CAPE ist außerdem deutlich höher als das anderer Regionen (30,7 gegenüber 14,0 in den Schwellenmärkten zum Beispiel).

Abb. 26 – Historische CAPE-Spannen



Hinweis: CAPE = Cyclically Adjusted Price/Earnings (zyklusbereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis) auf Basis der durchschnittlichen Gewinne über gleitende 10-Jahres-Zeiträume. Ab 1983 (mit Ausnahme von EM: ab 2005). Stand: 31. Oktober 2019. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

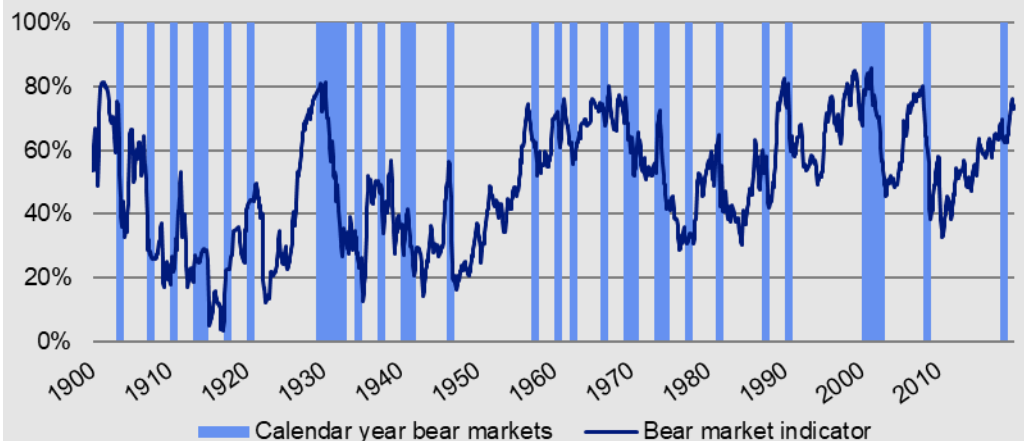
Das könnte das langfristige Ertragspotenzial begrenzen

Wir glauben, dass die hohen Bewertungen das langfristige Ertragspotenzial begrenzen, meinen aber auch, dass sie weder notwendig noch ausreichend sind, um kurzfristig zu einer Baisse zu führen (siehe **Abbildung 8**). Wir stellen fest, dass Bärenmärkte in den USA mit mehreren Faktoren in Verbindung gebracht werden und dass ein erhöhtes Bewertungsniveau auf der Liste nicht sehr weit oben steht.

Es reicht aber wahrscheinlich nicht aus, um kurzfristig eine Baisse auszulösen.... Wir behalten das Wachstum der Gewinne je Aktie genau im Auge

Unserer Ansicht nach ist die größte Gefahr für die Aktienmärkte (eine Rezession) erst einmal gebannt. Das ist eine Erleichterung. Unser Bärenmarktindikator für die USA liegt allerdings immer noch auf einem erhöhten (wenn auch nicht kritischen) Niveau von 73%, wobei alle vier Komponenten auf der falschen Seite der Norm liegen (siehe **Abbildung 27**). Die Komponenten, die am stärksten zu diesem erhöhten Wert beitragen, sind das Shiller KGV und die Zinsstrukturkurve, aber auch die Gewinndynamik ist jetzt ein Faktor (Momentum ist schwächer als normal). Wie bereits erwähnt, hoffen wir, dass die Unternehmensgewinne wieder schneller wachsen, da die überreizten Bewertungen ansonsten ein größeres Problem darstellen könnten.

Abb. 27 – Bärenmarkt-Indikator für US-Aktien bei 73%



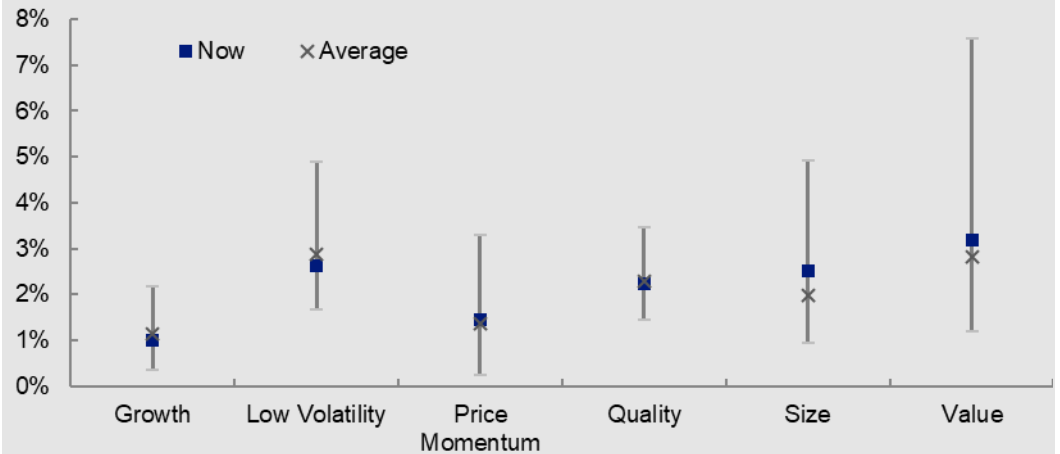
Hinweise: Der Bärenmarkt-Indikator ist der Durchschnitt der US-Zinsstrukturkurve (Zehnjahresrendite minus Fed-Leitzins), der Differenz der Gewinnrendite (Kehrwert des Shiller-KGV abzüglich der Zehnjahresrendite), des Shiller-KGV und der EPS-Dynamik (3M/3M). Dargestellt sind diese jeweils in Bezug zur kumulierten historischen Verteilung seit 1881 (für die Zinsstrukturkurve seit 1914) unter Annahme einer Normalverteilung. Ein höherer Wert signalisiert ein größeres Risiko eines Aktien-Bärenmarktes (Maximalwert = 100%). Monatliche Daten vom 31. Januar 1900 bis zum 31. Oktober 2019. Quelle: Global Financial Data, Robert Shiller, Refinitiv Datastream und Invesco. Für Definitionen und Methodik, siehe Anhang 8.

Die Aktienfaktor-Bewertungen entsprechen in etwa der historischen Norm, aber Value sticht heraus

Aktienfaktoren und -sektoren

Am US-amerikanischen Aktienmarkt entsprechen die Dividendenrenditen unserer Faktorindizes in etwa der historischen Norm seit 1989 (siehe **Abbildung 28**). Der Value-Faktor bietet aktuell die höchste Rendite, was allerdings nicht immer der Fall war (im Schnitt hat Low Volatility in unserem Betrachtungszeitraum höhere Renditen erzielt). Size und Value bieten über dem historischen Durchschnitt liegende Renditen, Growth und Low Volatility dagegen unterdurchschnittliche. Die europäischen Faktoren zeigen ein ähnliches Muster, wobei Value allerdings eine deutlich höhere Rendite (5,3%) bietet als andere Faktoren (und höher als im historischen Durchschnitt).

Abb. 28 – Historische Spannen der US-Dividendenrenditen



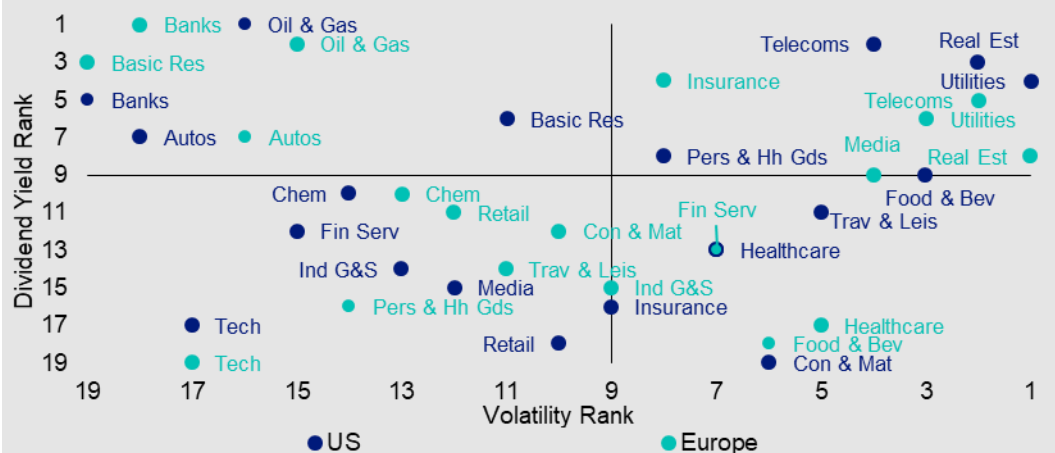
Hinweise: Alle Indizes sind Teilindizes des S&P 500 Index; sie werden monatlich neu gewichtet, verwenden Daten in US-Dollar und sind gleichgewichtet. Startpunkt der historischen Zeitreihen ist der 30. September 1989. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Stand: 31. Oktober 2019. Die Definitionen und Methodik finden Sie im Anhang.
Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Die Aktiensektor-Bewertungen sprechen für die Immobilienbranche und den Versorger- und Telekommunikationssektor

Was die Aktiensektoren angeht, signalisiert **Abbildung 29**, dass die beste Kombination von hoher Dividendenrendite und geringer Volatilität in den Immobilien-, Telekommunikations- und Versorgersegmenten der US-amerikanischen und europäischen Märkte zu finden ist (dieser Ansatz wurde 2017 in [Control your volatility](#) skizziert). Der US-amerikanische Körperpflege- und Haushaltswarenssektor (Pers & Hh Gds) fällt ebenfalls in diese Kategorie. Überraschender ist, dass das gleiche für den europäischen Versicherungssektor gilt.

Dagegen ist der Technologiesektor (in beiden Regionen) ganz klar am anderen Ende des Spektrums angesiedelt; das gleiche gilt für die Chemieindustrie und den Einzelhandel.

Abb. 29 – Ranking US-amerikanischer und europäischer Sektoren nach Volatilität und Dividendenrendite



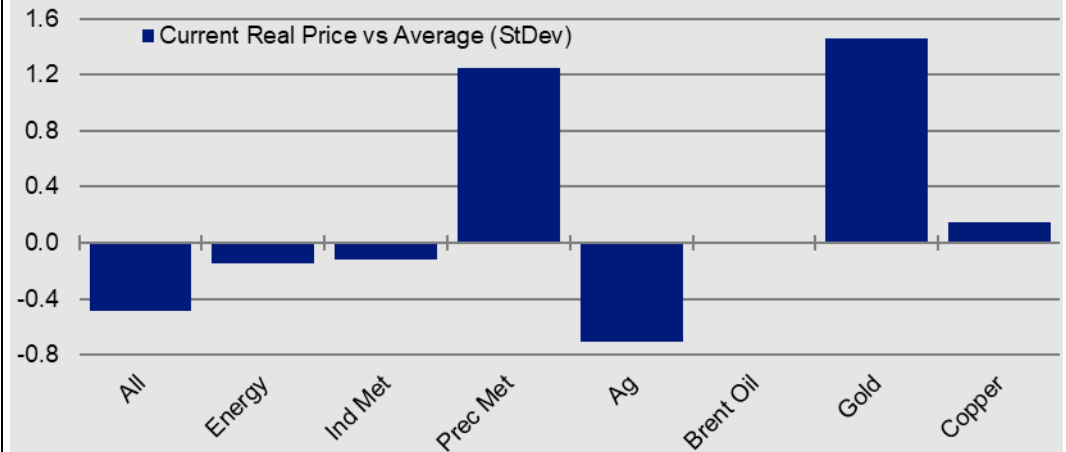
Hinweise: Wir stufen Sektoren auf der vertikalen Achse nach ihren aktuellen nachlaufenden Dividendenrenditen für die letzten 12 Monate ein. Auf der horizontalen Achse werden die Sektoren nach der 3-Monats-Standardabweichung ihrer täglichen Renditen eingestuft. Der Quadrant oben rechts enthält die Sektoren, die nach diesem Ansatz bevorzugt werden; gemieden werden die Sektoren im Quadranten links unten. Stand: 31. Oktober 2019. Nähere Informationen zur Methodik und die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Rohstoffe jetzt niedriger bewertet als im historischen Durchschnitt

Rohstoffe und Währungen

In Abwesenheit laufender Erträge analysieren wir die Bewertung von Rohstoffen anhand realer Preise (deflationiert mit dem US-Verbraucherpreisindex). **Abbildung 30** signalisiert, dass Rohstoffe günstiger sind als im Durchschnitt der letzten Jahrzehnte – die einzige Ausnahme sind Edelmetalle (unserer Ansicht nach hat Gold von den niedrigen Anleiherenditen profitiert). Agrarrohstoffe erscheinen am günstigsten bewertet, weisen bislang aber eine unterdurchschnittliche Performance auf. Wenn wir mit unserer Erwartung eines verlängerten Konjunkturzyklus richtig liegen, könnten Industrierohstoffe (Energie und Werkstoffe) Anfang 2020 gestärkt werden.

Abb. 30 – Rohstoffpreise deflationiert mit dem US-Verbraucherpreisindex im Vergleich zur historischen Norm



Abkürzungen: „Ind Met“ steht für Industriemetalle, „Prec Met“ für Edelmetalle und „Ag“ für Agrarrohstoffe. Anfangspunkte der historischen Spannen sind: Alle und Ag 31.12.69; Energie 31.12.82; Ind Met 3.1.77; Prec Met 2.1.73; Brent 1.6.87; Gold 1.1.74; Kupfer 1.1.74. Stand: 31. Oktober 2019. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: GSCI, Datastream, Invesco

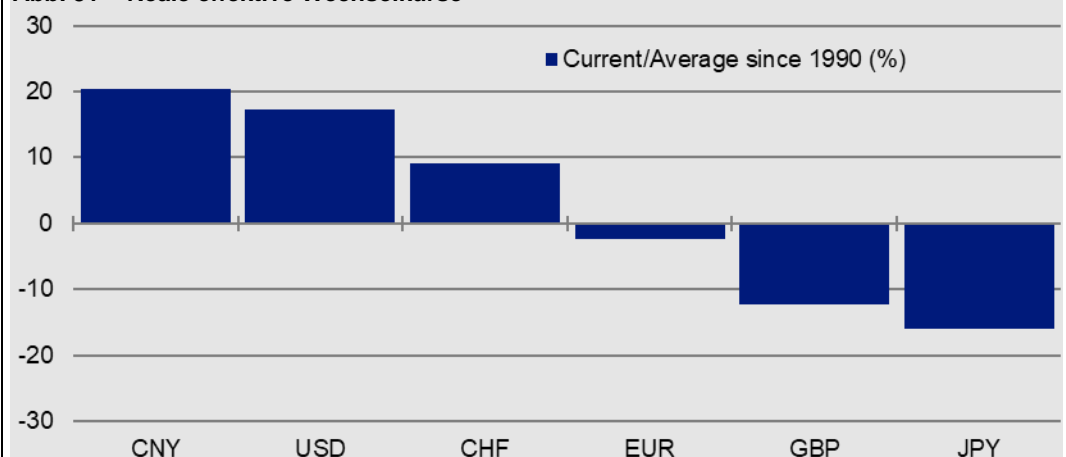
Der Yen ist günstig, könnte aber abwerten, wenn es 2020 nicht zu einer Rezession kommt; das britische Pfund ist weiter fragil

Basierend auf einem ähnlichen Ansatz für bedeutende Währungen signalisiert **Abbildung 31**, dass der japanische Yen weiterhin die Währung ist, die auf realer handelsgewichteter Basis am weitesten unter ihrer langfristigen Norm notiert. Daher rechnen wir damit, dass der Yen mittelfristig aufwertet (siehe **Abbildung 34**). Sollte sich die Weltwirtschaft im kommenden Jahr jedoch wie von uns erwartet entwickeln, könnte das den Yen – wie auch andere sogenannte „Sichere Hafen“-Anlagen – schwächen (wobei wir den Yen für die günstigste dieser vermeintlich sicheren Anlagen halten). Das britische Pfund ist ebenfalls schwächer als im historischen Durchschnitt, könnte aber 2020 nochmals abwerten (wenn unsere Erwartung eines unregulierten Brexits eintritt).

Abwertung des Yuan hält an, Dollar mit durchwachsender Entwicklung

Am anderen Ende des Spektrums ist der chinesische Yuan weiterhin teurer als im historischen Durchschnitt; wir glauben, dass er (im Zuge einer schwächeren Konjunktur) mittelfristig abwerten wird. Fast genauso teuer erscheint der US-Dollar, bei dem wir 2020 mit einer durchwachsenden Performance rechnen (Erleichterung über die Entwicklung der Weltwirtschaft, aber andere Länder haben Probleme).

Abb. 31 – Reale effektive Wechselkurse*



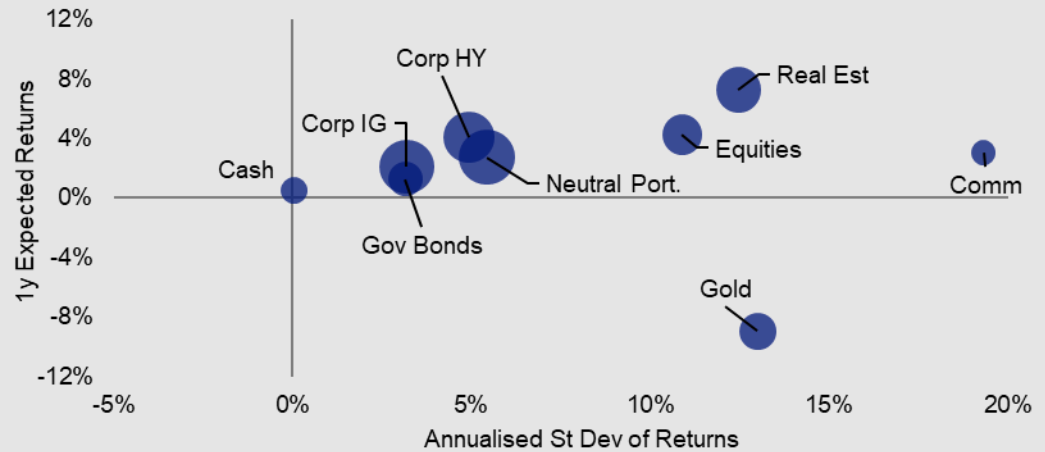
*Währungsindizes gemessen an einem handelsgewichteten Währungskorb und um Inflationsunterschiede bereinigt. Stand: 31. Oktober 2019. Quelle: OECD, Datastream und Invesco

Unsere Prognosen für die nächsten zwölf Monate signalisieren, dass höhere Risiken auch durch höhere Erträge vergütet werden dürften

Prognosen für 2020 und darüber hinaus

Unsere Ertragsprognosen für das kommende Jahr sind in den **Abbildungen 32** und **34** dargestellt. **Abbildung 32** vergleicht die prognostizierten Erträge der globalen Anlageklassen in den nächsten zwölf Monaten mit der historischen Volatilität. Insgesamt würden höhere Risiken demnach, wie von uns erwartet, auch durch höhere Erträge vergütet. Die Parallelen zu den in **Abbildung 5** dargestellten langfristigen historischen Daten sind auffällig; allerdings ist unser Ausblick für Gold pessimistischer, vor allem, falls sich die globale Expansion fortsetzen sollte.

Abb. 32 – Risiko-Rendite-Verhältnisse globaler Anlagewerte



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 entspricht der durchschnittlichen paarweisen Korrelation mit anderen Anlagewerten. Die Cash-Position besteht zu gleichen Teilen aus USD-, EUR-, GBP- und JPY-Barmitteln. Die neutralen Portfoliogewichte sind in **Abb. 3** dargestellt. Stand: 31. Oktober 2019. 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

Cash und Immobilien befinden sich an den beiden Enden der Effizienzkurve

Demnach würde die Effizienzkurve von Cash zu Immobilien verlaufen, wodurch auch die Prominenz dieser Anlageklassen in den optimalen Ergebnissen in **Abbildung 31** keine Überraschung sein sollte (in der konservativen „Sharpe Ratio“ Version wird Cash bevorzugt, in der aggressiveren „Renditemaximierung“ Version sind Immobilien das Investment erster Wahl). Der andere große Unterschied betrifft die Verlagerung von Staatsanleihen zu IG und Aktien beim Wechsel von der konservativen zur aggressiveren Ausrichtung.

Präferenz für HY und Immobilien

Die in **Abbildung 33** dargestellten Optimierungen basieren auf den Erträgen in lokaler Währung, wodurch es zu keiner Ergebnisverzerrung durch unsere Währungsprognosen kommt. Außerdem führen wir die Optimierungen für weitere Basiswährungen (USD, EUR, GBP und CHF) durch – mit unterschiedlichen Ergebnissen. Allen Versionen gemeinsam ist: maximale Allokation in HY, fast durchweg maximale Allokation in Immobilien und Null-Allokation in Gold.

Abb. 33 – Optimierte Allokationen in globale Anlageklassen (auf Basis der Erträge in lokaler Währung)

	Neutrales Portfolio	Erlaubte Quote gem. Anlagerichtlinien	Ergebnisse der Optimierung		Modell-Asset-Allokation*
			Sharpe Ratio	Max. Rendite	
Cash & Gold	5%	0-10%	10%	0%	↓ 5%
Cash	2,5%	0-10%	10%	0%	↓ 5%
Gold	2,5%	0-10%	0%	0%	↓ 0%
Staatsanleihen	30%	10-50%	50%	23%	↑ 17%
IG-Anleihen	10%	0-20%	8%	20%	↑ 20%
HY-Anleihen	5%	0-10%	10%	10%	↑ 10%
Aktien	45%	20-70%	20%	40%	↓ 40%
Immobilien	3%	0-6%	2%	6%	↓ 6%
Rohstoffe	2%	0-4%	0%	0%	↑ 2%

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

IG gegenüber Staatsanleihen bevorzugt und Aktien leicht untergewichtet

Die anderen Schlussfolgerungen aus der Optimierung variieren in Abhängigkeit von der Basiswährung und der Art der Optimierung (Sharpe Ratio vs. Renditemaximierung). Wir legen den Fokus stärker auf die Renditemaximierung, da die Maximierung der Sharpe Ratio unserer Ansicht nach zu einem zu konservativen Ergebnis führt, zumal wir zuversichtlicher sind, was die Verlängerung der aktuellen wirtschaftlichen Expansionsphase angeht. Auf dieser Basis ergibt sich über alle Basiswährungen hinweg ein klareres Bild: Wir wären untergewichtet in Staatsanleihen, maximal allokiert in IG und leicht untergewichtet in Aktien. Interessanterweise ist die Lokalwährungsversion die einzige Version, bei der wir eine Nullgewichtung von Rohstoffen hätten; in allen anderen wären wir in Rohstoffen maximal gewichtet. Cash ist die einzige Anlageklasse ohne ein klares Ergebnis.

Senkung der Zentralbankzinsen erwartet, aber nicht in den USA

Ebenfalls sinnvoll ist die Betrachtung der Prognosen für 2020 aus dem Blickwinkel unserer Marktprognosen (siehe **Abbildung 34**). Unsere Prognosen für 2020 gründen auf der Annahme, dass die Fed die Zinsen nicht weiter senken wird, während wir in Europa mit weiteren Zinssenkungen rechnen (wir vermuten, dass die BOE die Zinsen im Zuge des Brexit-Prozesses lockern müssen wird und dass die EZB die Zinsen eventuell noch einmal leicht anpassen müssen wird, auch aufgrund der Auswirkungen des Brexits). Angesichts der jüngsten Wachstumsabschwächung in China gehen wir auch davon aus, dass die PBOC die Zinsen senken wird.

Leichter Rückgang der Staatsanleiherenditen erwartet, aber höhere Erträge aus Kreditanlagen prognostiziert

Daher rechnen wir mit einem leichten Rückgang der zehnjährigen Staatsanleiherenditen – allerdings nicht in den USA, wo die Zinsstrukturkurve etwas steiler werden dürfte. Für 2020 prognostizieren wir vor diesem Hintergrund positive Erträge aus Staatsanleihen (vor allem in Großbritannien und den EM), die aufgrund der niedrigen Ausgangsrenditen begrenzt bleiben dürften. Aufgrund der höheren Renditen von IG- und HY-Anleihen rechnen wir in diesen beiden Segmenten der Zinsmärkte mit höheren Erträgen, zumal ein verlängerter globaler Konjunkturzyklus dafür sorgen dürfte, dass die Spreads relativ eng und die Ausfallraten niedrig bleiben.

Der USD könnte gegenüber einigen Währungen aufwerten, aber nicht so stark, dass das Sentiment leidet

Wir rechnen im Jahresverlauf 2020 mit einer leichten Aufwertung des US-Dollars gegenüber den meisten Industrieländerwährungen, die allerdings vor allem auf Entwicklungen in anderen Ländern zurückzuführen sein dürfte. So stark, dass das globale Markt sentiment leidet, sollte die Dollar-Aufwertung nicht ausfallen. Wir glauben sogar, dass der stärkere Dollar für leicht positive Impulse in Aktienmärkten außerhalb der USA sorgen wird. Da wir vermuten, dass Industrierohstoffe wieder höher notieren werden, könnten die EM-Währungen sogar etwas aufwerten.

Abb. 34 – Marktprognosen

		Aktuell (31.10.2019)	Prognose	
			31.12.2020	5 Jahre
Zentralbankzinsen	USA	1,75	1,75	2,50
	Eurozone	-0,50	-0,60	0,50
	China	4,35	4,00	4,00
	Japan	-0,10	-0,20	0,50
	Großbritannien	0,75	0,50	1,00
10-Jährige Anleiherenditen	USA	1,69	1,80	3,50
	Eurozone	-0,40	-0,60	1,50
	China	3,28	3,00	3,50
	Japan	-0,14	-0,25	0,70
	Großbritannien	0,63	0,00	1,30
Wechselkurse/USD	EUR/USD	1,12	1,10	1,20
	USD/CNY	7,04	7,30	7,50
	USD/JPY	108,04	110,00	85,00
	GBP/USD	1,29	1,25	1,40
	USD/CHF	0,99	1,00	0,95
Aktienindizes	S&P 500	3038	3100	3150
	Euro Stoxx 50	3604	3500	4200
	FTSE A50	13889	14000	18000
	Nikkei 225	22927	24100	28200
	FTSE 100	7248	7500	10000
Rohstoffe (USD)	Brent/Barrel	59	60	45
	Gold/Unze	1510	1375	900
	Kupfer/Tonne	5770	6000	5800

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: Datastream und Invesco

Kombination von Value und Momentum

Immobilien und EM-Anlagen befinden sich in unserem „Sweet Spot“

Cash bietet zwar vielleicht keine interessante Rendite, kann aber zur Diversifikation beitragen

Hoffnung und Wirklichkeit

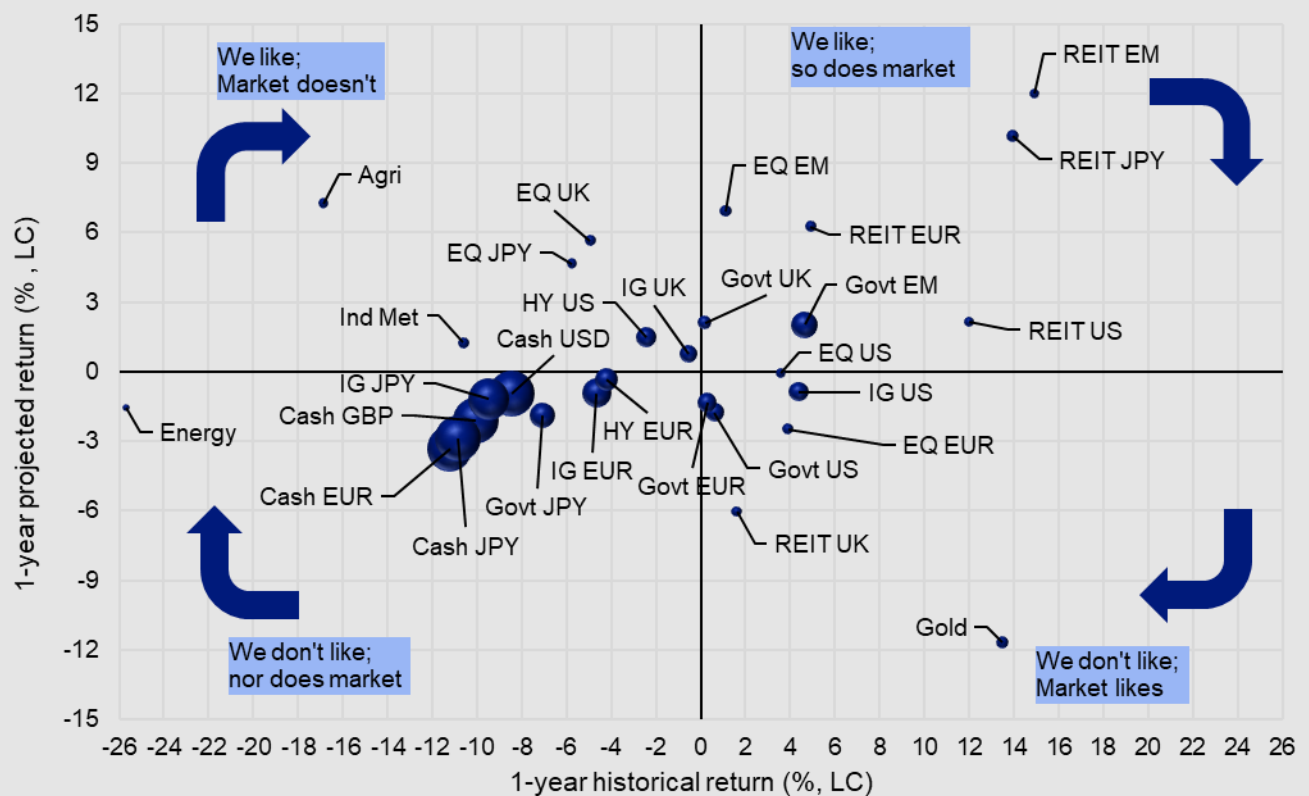
Ein Prozess, der das Ertragspotenzial anhand der Bewertungen berechnet, stolpert häufig darüber, was die Märkte aktuell denken (Value-Investoren leiden häufig still und leise, bis an den Märkten ein Umdenken zu ihren Gunsten stattfindet). **Abbildung 35** wendet einen Value-Momentum-Ansatz auf die Auswahl der Anlageklassen an.

Der „Sweet Spot“ ist der Quadrant oben rechts – Anlagewerte, von denen wir erwarten, dass sie über die nächsten zwölf Monate überdurchschnittliche Anlageerträge generieren werden, und die sich im zurückliegenden Jahr besser als unser neutraler Benchmarkindex entwickelt haben. Die Anlagewerte in diesem Quadrant betreffen vor allem Immobilien (REITs) sowie EM-Aktien und EM-Staatsanleihen. Die Größe der Blasen steht im umgekehrten Verhältnis zur historischen Volatilität. Unter diesen Anlageklassen könnten EM-Staatsanleihen die (unserer Ansicht nach) beste Risiko-Rendite-Kombination bieten.

Wir gehen davon aus, dass sich die Anlagewerte im Uhrzeigersinn durch die Abbildung bewegen; der Quadrant unten rechts enthält jedoch nur wenige Assets (Assets, die eine gute Wertentwicklung verzeichnet haben, unserer Ansicht aber künftig unterdurchschnittliche Renditen liefern werden: Gold, britische REITs, Aktien der Eurozone und US IG). Der Quadrant unten links enthält die Anlagewerte, aus denen wir unterdurchschnittliche Renditen erwarten und die in der jüngeren Vergangenheit unterdurchschnittlich performt haben. Dazu gehören Cash und viele andere Anleihenkategorien (vor allem in Japan und der Eurozone) sowie Energie. Die meisten dieser Kategorien zeichnen sich durch eine begrenzte Volatilität aus, was auch die überdurchschnittliche Größe der Blasen erklärt (wir haben die Größe der Cash-Blasen gedeckelt). Die Ertragsprognosen stimmen vielleicht nicht euphorisch; in volatilen Märkten kann das aber etwas Gutes sein.

Der Quadrant oben links ist interessant, da er Anlagewerte mit einem (unserer Ansicht nach) hohen Potenzial enthält, die sich bislang noch nicht überdurchschnittlich entwickelt haben. Er enthält einen Mix von Aktien, Kreditanlagen und Rohstoffen. Die Erkenntnisse aus **Abbildung 35** veranlassen uns dazu, an unseren Immobilien- und EM-Positionen festzuhalten und unsere Allokationen in britische und japanische Aktien sorgfältig zu überdenken.

Abb. 35 – Hoffnung und Wirklichkeit (Renditen im Vergleich zum neutralen Referenzindex)



Die Abbildung zeigt unsere Ertragsprognosen für die nächsten zwölf Monate im Vergleich zu den tatsächlichen Erträgen der letzten zwölf Monate per 31. Oktober 2019. Angegeben sind die Gesamtrenditen in lokaler Währung (LC) und im Vergleich zur Rendite unserer neutralen Benchmark (für nähere Informationen zur Benchmark, siehe **Abb. 3**). Die Größe der Blasen steht im umgekehrten Verhältnis zur annualisierten Standardabweichung der täglichen Renditen der letzten zwölf Monate (die Größe der Cash-Blasen wurde gedeckelt). „EQ“ = Aktien, „Govt“ = Staatsanleihen, „REIT“ = Real Estate Investment Trust, „Ind Met“ = Industriemetalle, „Prec Met“ = Edelmetalle, „Agri“ = Agrarprodukte. Die Pfeile zeigen, in welche Richtung sich die Anlagewerte unserer Ansicht nach entlang der Quadranten bewegen werden. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Quelle: BofAML, FTSE, GSCI, JP Morgan, MSCI, Datastream und Invesco

Was, wenn wir falsch liegen? Fünf Szenarien für 2020

Natürlich ist denkbar, dass wir falsch liegen, zumal unser zentrales Szenario auf der Annahme beruht, dass die jüngsten geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen die Weltwirtschaft stabilisieren werden, wofür es derzeit noch wenig Belege gibt.

Wir werden etwas weiter unten noch fünf andere mögliche Szenarien für 2020 betrachten, müssen aber zunächst einmal entscheiden, welche Anlageklassen in den verschiedenen Phasen des Konjunkturzyklus die unserer Ansicht nach beste Wahl sind. **Abbildung 36** zeigt, welchen breit gefassten Anlageklassen wir in den einzelnen Phasen des Konjunkturzyklus den Vorzug geben würden („Preferred Assets“ - bevorzugte Anlagen). Wir waren zuvor davon ausgegangen, dass sich die Weltwirtschaft in der Spätphase des Aufschwungs befindet und auf eine Rezession im Jahr 2020 oder 2021 zusteuert. Das hätte uns zu einem Mix von defensiven und spätzyklischen Anlagewerten veranlasst.

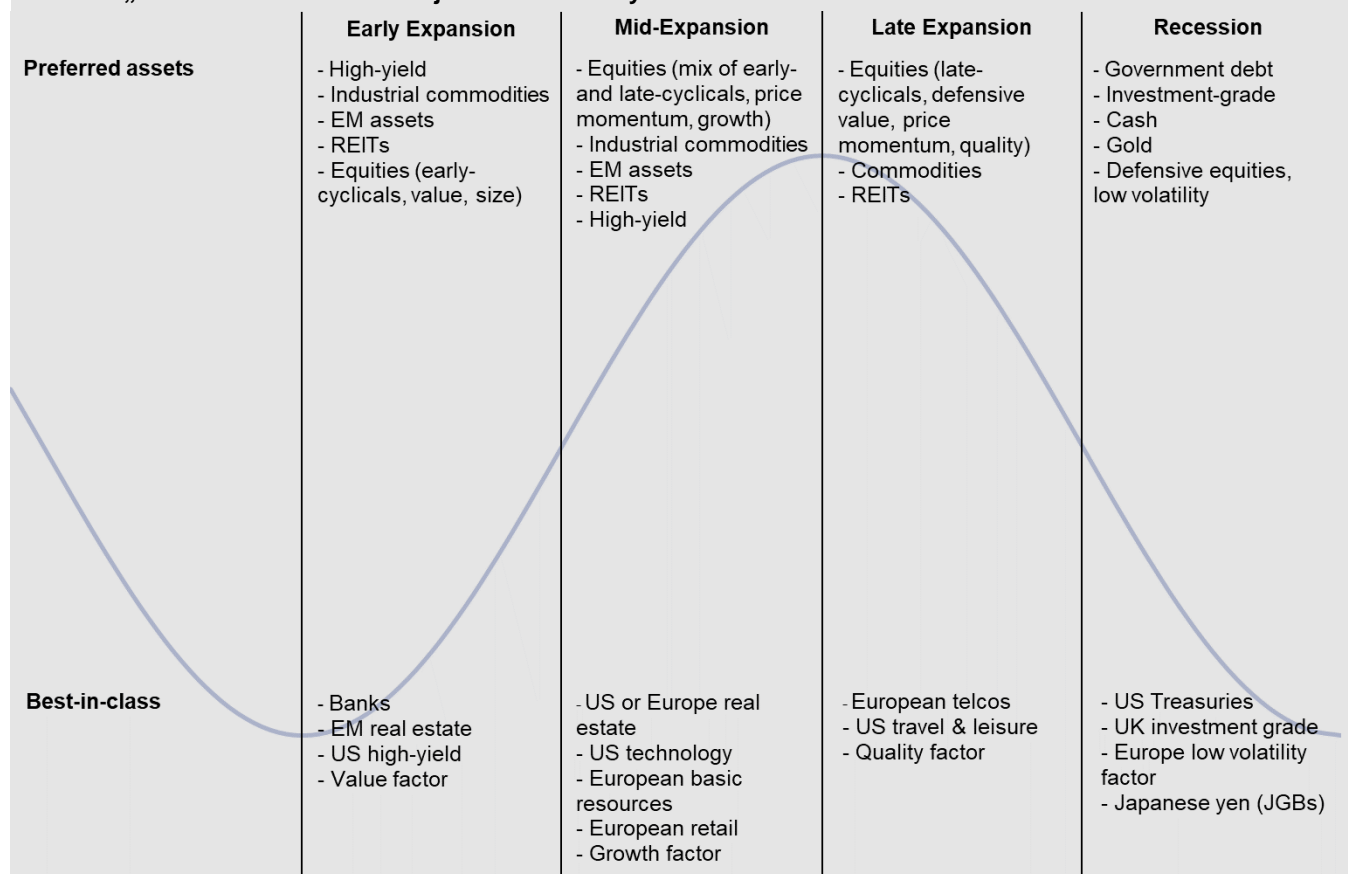
Jetzt eher ein Mix von mitt- und spätzyklisch als spätzyklisch/Rezession

Wie zuvor erläutert, glauben wir jetzt aber, dass die umfangreichen geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen der letzten Monate ausreichen könnten, um den Konjunkturzyklus zu verlängern, wodurch wir uns aktuell eher zwischen der mitt- und spätzyklischen Phase befänden (in der wir normalerweise aktienähnliche Assets bevorzugen). Sollte die expansivere Geldpolitik ausreichen, um die Weltwirtschaft wieder in Gang zu bringen, würden wir zu einem Anlagenmix zurückkehren, der typischer für die Frühphase eines Aufschwungs ist, mit einem Schwerpunkt auf EM-Anlagen, Zyklikern und Value.

Unsere Best-in-Class-Assets auf Basis der Bewertungen

Natürlich sind nicht alle bevorzugten Anlageklassen gleichermaßen attraktiv. Zum Beispiel halten wir, wie in früheren Abschnitten erläutert, Gold unter den defensiven Anlagen derzeit für teuer, während der japanische Yen unserer Ansicht nach günstig ist. Daher nehmen wir den JPY und nicht Gold in die Rezessionsauswahl unserer „Best-in-Class“-Auswahl auf. Ebenfalls typisch für die Frühphase eines Konjunkturzyklus ist unsere Präferenz für EM-Anlagen und wir sehen viel Potenzial bei EM-Immobilien. Außerdem haben wir festgestellt, dass der Value-Faktor in Erholungsphasen häufig gut abschneidet – auf die hohe Dividendenrendite, die mit diesem Faktor vereinnahmt werden kann, haben wir bereits verwiesen.

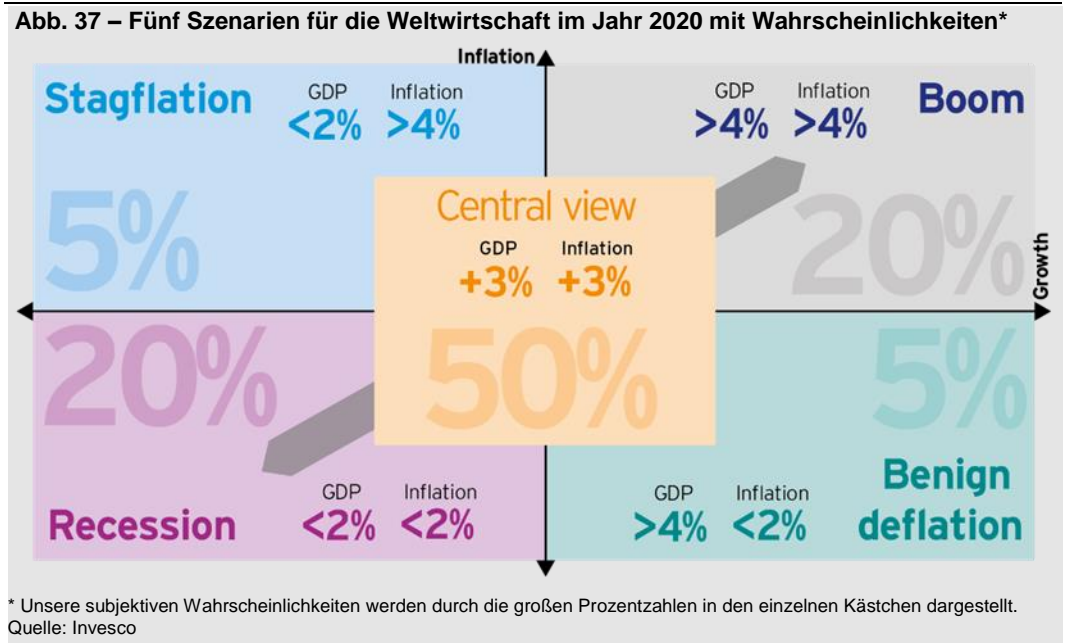
Abb. 36 – „Best-in-Class“-Assets für jede Phase des Zyklus



Die Abbildung verdeutlicht unsere Einschätzung dazu, welche Anlageklassen in den einzelnen Phasen des Konjunkturzyklus gewöhnlich besser abschneiden („Preferred Assets“ – bevorzugte Anlageklassen); diese beruht primär auf unseren in „Asset allocation in pictures“ im November 2017 veröffentlichten Analysen, aber auch auf unseren Analysen von Aktiensektoren und Faktoren. „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

Unser zentrales Szenario geht weiter von einem BIP-Wachstum und einer Inflationsrate von jeweils 3% aus (global), ist aber weniger wahrscheinlich als vor einem Jahr

Abbildung 37 bildet fünf Szenarien für 2020 mit den von uns zugewiesenen Wahrscheinlichkeiten ab. Die Szenarien sind die gleichen wie vor zwölf Monaten, aber die Wahrscheinlichkeiten haben sich geändert. Unser zentrales Szenario geht weiter von einem globalen BIP-Wachstum und einer globalen Verbraucherpreisinflation von jeweils 3% aus; wir weisen diesem Szenario eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 50% zu. Damit würde sich das Muster des Jahres 2019 wiederholen, das Wachstum aber bedeutenderweise nicht schwächer werden, sondern sich möglicherweise gegenüber der tiefsten im Jahresverlauf 2019 markierten Rate beschleunigen.



Wir könnten rund um unser zentrales Szenario unendlich viele alternative Szenarien skizzieren, konzentrieren uns aber auf vier. „Rezession“ und „Boom“ sind die extremen Ausprägungen der Kurve, die wir als Phillips-Kurven-Kontinuum bezeichnen könnten, wonach eine höhere/niedrigere Nachfrage/Wachstumsrate mit einer höheren/niedrigeren Inflation einhergeht. Dagegen beschreibt die Diagonale, die „Stagflation“ mit „moderater Inflation“ verbindet, angebotsseitige Schocks.

Geringere Rezessionswahrscheinlichkeit

Unter diesen Alternativen schätzen wir die Eintrittswahrscheinlichkeit des Szenarios „Rezession“ auf 20% - wobei wir dieses Szenario auch „Abschwung“ nennen könnten, da wir es als globales BIP-Wachstum von unter 2% definieren. Die Eintrittswahrscheinlichkeit dieses Szenarios ist damit geringer als vor einem Jahr (25%), was überraschen mag, da der Zyklus jetzt schon ein Jahr länger andauert; es spiegelt aber das Potenzial für eine Verlängerung des Konjunkturzyklus durch eine expansivere Geldpolitik wider.

..... und größere Wahrscheinlichkeit einer Wachstumsbeschleunigung

Außerdem glauben wir, dass diese geldpolitischen Maßnahmen auch zu einer Wachstumsbeschleunigung führen könnten; daher haben wir die Eintrittswahrscheinlichkeit des „Boom“ Szenarios auf 20% angehoben (von 5%). Das „Boom“ Szenario könnte überzogen sein, soll aber die Möglichkeit einer Beschleunigung des globalen BIP-Wachstums abbilden.

Die Eintrittswahrscheinlichkeiten beider Szenarien angebotsseitiger Schocks beziffern wir unverändert auf 5%, da wir hierfür derzeit keine möglichen Katalysatoren sehen.

Das Rezessionsrisiko ist geringer, aber die Folgen einer Rezession könnten gravierend sein

Wir halten die Wahrscheinlichkeit einer Rezession inzwischen zwar für geringer, fürchten aber, dass die Marktreaktion massiv ausfallen könnte, wenn die jüngsten geldpolitischen Maßnahmen einen stärkeren Abschwung doch nicht verhindern sollten: erstens, weil die Märkte positiv auf die Lockerung der Geldpolitik reagiert haben, und zweitens, weil die Märkte zu dem Schluss kommen könnten, dass die Zentralbanken tatsächlich machtlos sind. Das könnte für viele Marktteilnehmer ein Schock sein.

Im zentralen Szenario liegt der Fokus auf Immobilien, Kreditanlagen, Industrierohstoffen und ausgewählten Aktien

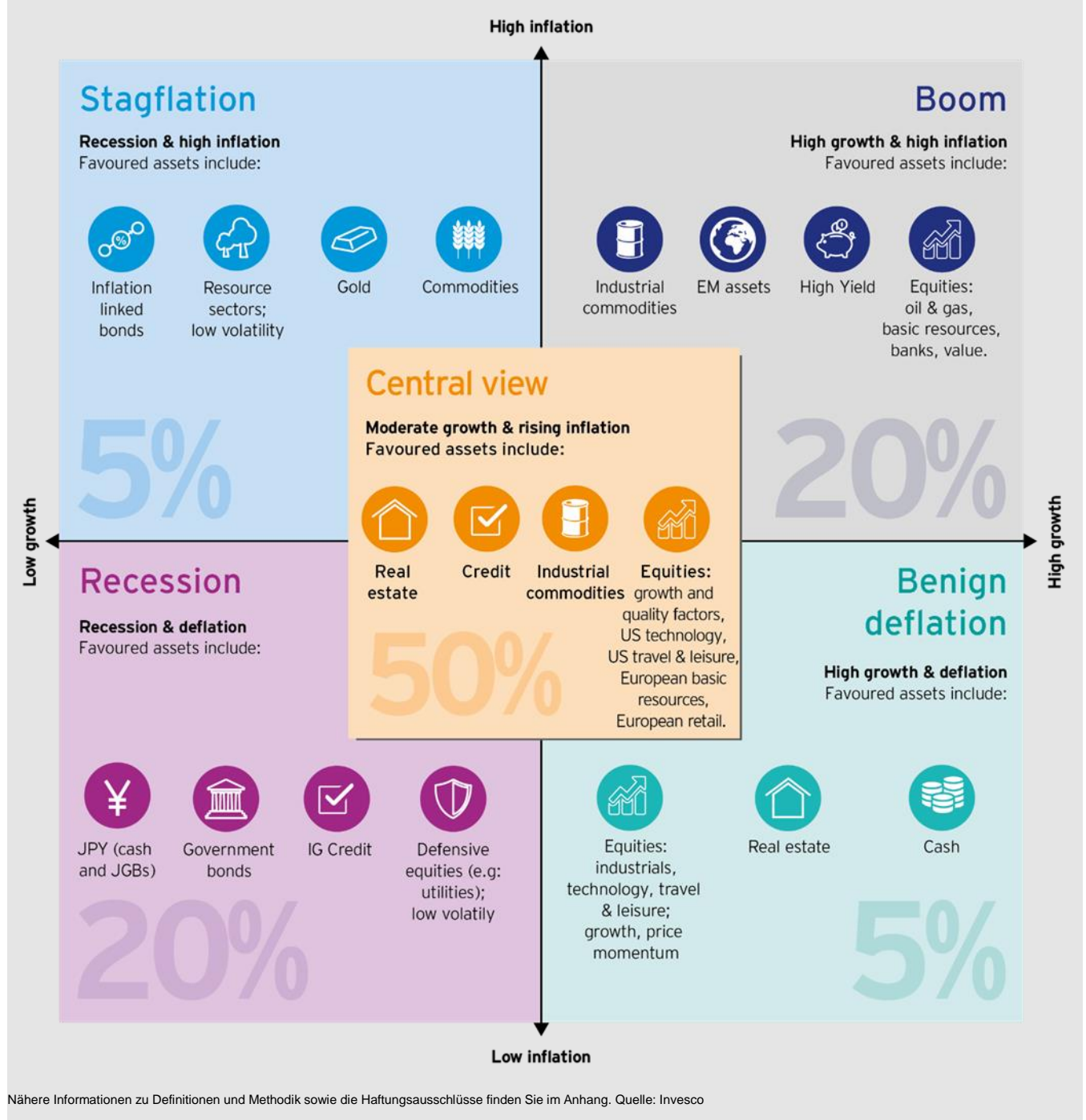
Abbildung 38 zeigt, welche Anlageklassen wir in den einzelnen Szenarien bevorzugen würden. Vor dem Hintergrund der Erläuterungen in den ersten Abschnitten dieses Ausblicks dürfte es keine Überraschung sein, dass die bevorzugten Anlageklassen in unserem zentralen Szenario Immobilien, Kreditanlagen und Industrierohstoffe sind. Im Aktienbereich würden wir folgende Marktsegmente bevorzugen: Wachstums- und Qualitätsfaktoren, US-amerikanische Technologie- und Reise- & Freizeitwerte sowie europäische Grundstoff- und Einzelhandelsaktien.

Im Rezessionsszenario wären Gold, der Yen, Staatsanleihen und IG-Anleihen unsere Anlageklassen erster Wahl.

In einem Rezessionsszenario würden wir Anlageklassen wie Staatsanleihen, IG-Anleihen, Gold, den Yen und defensive Aktien bevorzugen (vor allem den Low Volatility Faktor in Europa). Wir glauben zwar, dass Gold von niedrigeren Anleiherenditen profitieren sollte, halten den japanischen Yen aber für attraktiver. Im Stagflationsszenario sähe die Auswahl ähnlich aus (z.B. Gold und der Low Volatility Faktor), aber bei Zinsprodukten würden wir nur auf inflationsgeschützte Anleihen setzen; außerdem würden wir Rohstoffe und rohstoffnahe Aktiensektoren bevorzugen.

Die Präferenzen in den Szenarien „Boom“ und „Moderate Inflation“ sind Varianten der Präferenzen für das zentrale Szenario mit einer etwas stärkeren Betonung bevorzugter frühzyklischer Anlageklassen. Wir vermuten, dass Hochzinsanleihen, Rohstoffe, rohstoffnahe Sektoren, EM-Anlagen und der Value-Faktor von einer Beschleunigung des globalen Wachstums profitieren würden.

Abb. 38 – Fünf Szenarien für 2020 und die von uns bevorzugten Anlageklassen (die Prozentangaben beziehen sich auf die jeweils zugewiesene Wahrscheinlichkeit)



Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: Invesco

Alles anders	<p>Modell-Asset-Allokation: Reduktion der Cash-/Aktienquote; höhere Allokation in Kreditanlagen/Industrierohstoffe</p> <p>Vor dem Hintergrund des Ausblicks für 2020 und der jüngsten Finanzmarktentwicklungen reduzieren wir unsere Cash- und Aktienquoten und setzen zugleich auf höhere Allokationen in Kreditanlagen und Industrierohstoffe (sowie eine marginal höhere Allokation in Staatsanleihen). Die bedeutendsten Änderungen auf geografischer Ebene sind eine Rückführung der Allokation in britische Assets und eine höhere Allokation in Assets aus der Eurozone (sowie eine leicht höhere Allokation im US-Dollar aufgrund der Aufstockung der Rohstoffposition). Abbildung 3 zeigt die regionalen Allokationen im Detail.</p>
Die Geldmarktzinsen sind niedriger, die Anleiherenditen höher, das Rezessionsrisiko geringer, aber höhere aktienähnliche Preise	<p>Hinter diesen Änderungen stehen mehrere Faktoren: niedrigere Geldmarktzinsen (infolge der Leitzinssenkungen), der Anstieg der längerfristigen Renditen, die starke Aktienmarktperformance und unsere Hoffnung, dass die expansivere Geldpolitik den Konjunkturzyklus verlängern wird. Was die Antwort auf die am Anfang dieses Dokuments gestellte Frage angeht, vermuten wir, dass sich 2020 irgendwo zwischen 2010 und 2018 bewegen wird. Daher erhöhen einige dieser Änderungen das Portfoliorisiko, während andere es reduzieren. Dabei ist zu beachten, dass wir bei der Analyse der in Abbildung 33 dargestellten Optimierungsergebnisse die „Renditemaximierung“ stärker betonen als die „Sharpe Ratio“ Version, da wir der Ansicht sind, dass uns letztere zu weit ans konservative Ende der Effizienzkurve drängt.</p>
Cash-Quote reduziert, da Geldmarktzinsen niedriger und Rezession weniger wahrscheinlich	<p>Die Cash-Allokation wird vom Maximum von 10% auf 5% reduziert und ist damit immer noch Übergewichtet (neutral wäre 2,5%). Durch die niedrigeren Zentralbankzinsen, vor allem in den USA, ist Cash inzwischen weniger attraktiv. Wenn wir mit unserer Einschätzung eines in die Verlängerung gehenden Konjunkturzyklus richtig liegen, wird 2020 kein Jahr sein, in dem wir auf die attraktiven Eigenschaften von Cash angewiesen sein werden (die niedrige Volatilität und die fehlende Korrelation mit anderen Anlageklassen).</p>
Aktien auf leicht untergewichtet reduziert	<p>Trotz der attraktiven Renditen, die sich in einigen Bereichen der Anlageklasse Aktien unserer Ansicht nach erzielen lassen, orientieren wir uns an den Schlussfolgerungen des Optimierungsprozesses (und der Tatsache, dass wir eine Rezession für möglich halten), indem wir Aktien mit einer Allokation von 40% gegenüber einer neutralen Allokation von 45% leicht untergewichten (Rückführung von zuvor 44%). Die Positionen in Europa - sowohl in Großbritannien als auch in der Eurozone - werden zurückgeführt (auf jeweils etwa neutral). Die Position in britischen Aktien wird reduziert, weil wir fürchten, dass es Ende 2020 doch noch zu einem harten Brexit kommt, was sich etwas zur Jahresmitte abzeichnen könnte. Die Position in der Eurozone wird reduziert, weil wir fürchten, dass die Unternehmen ihre Dividenden angesichts der schwächeren Gewinnentwicklung kürzen werden (und obwohl wir die Bewertungen für attraktiv halten). Da wir US-Aktien für überteuert halten, verbleibt eine starke Präferenz für EM- Aktien und japanische Aktien (Abbildung 35 signalisiert, dass EM-Aktien bereits überdurchschnittlich laufen, und Anhang 3 zeigt, dass sich japanische Aktien in den letzten Monaten gut entwickelt haben).</p>
Vorsichtig mit Blick auf Europa	
Wir mögen Japan und die EM	
Kreditanlagen auf das Maximum erhöht	<p>Auf der positiven Seite heben wir sowohl unsere IG- als auch unsere HY-Positionen im Einklang mit dem Ergebnis unseres Optimierungsprozesses auf das Maximum von 20% bzw. 10% an (siehe Spalte „Renditemaximierung“ in Abbildung 33). Das liegt daran, dass die Anleiherenditen höher sind als vor einigen Monaten und die Möglichkeit eines verlängerten Konjunkturzyklus unsere Sorgen bezüglich einer möglichen negativen Trendwende im Kreditzyklus im Jahresverlauf 2020 mindert. In beiden Fällen werden die Positionen durch die Aufstockung der Allokation in die Eurozone erhöht (da wir die Maximalallokation in anderen Regionen bereits ausgeschöpft haben).</p>
Weiterhin untergewichtet in Staatsanleihen, aber Ausbau der US-Allokation und Rückführung der Position in britischen Staatsanleihen (bei unveränderter Präferenz für EM)	<p>Im Anleihenbereich haben wir zudem unsere Position in Staatsanleihen leicht von 16% auf 17% angehoben (was einer Untergewichtung gegenüber der Neutralgewichtung von 30% entspricht). Hinter dieser Anpassung steht eine Aufstockung unserer Position in US-Staatsanleihen (die Renditen sind gestiegen) und einer Rückführung unserer Position in britischen Staatsanleihen (aufgrund des Risikos einer Abwertung des britischen Pfundes im Jahresverlauf 2020). Insgesamt sind die Staatsanleiherenditen in den entwickelten Märkten für unseren Geschmack zu niedrig; deshalb sind wir hier auch so deutlich untergewichtet. Wir halten die Renditen in den EM für attraktiver und halten an unserer Maximalgewichtung der Anlageklasse fest (wobei wir eine leichte Präferenz für Lokalwährungsanleihen haben, was noch mehr der Fall wäre, wenn der globale Konjunkturzyklus in die Verlängerung gehen sollte).</p>
Höhere Allokation in Industrierohstoffe...endlich	<p>Wir waren lange skeptisch gegenüber Rohstoffen, da wir meinen, dass diese auf realer Basis immer noch ungewöhnlich teuer sind und die Luft aus der Rohstoffpreisblase des ersten Jahrzehnts dieses Jahrhunderts noch nicht komplett entwichen ist. Durch die erneuten Preisrückgänge bei Industrierohstoffen während des zurückliegenden Jahres (siehe Anhang 3) haben sich die realen Preise jetzt aber wieder der historischen Norm angenähert; dadurch besteht wieder Hoffnung auf eine positive Performance im Jahresverlauf 2020, wenn sich die weltwirtschaftliche Lage stabilisieren sollte. Obwohl die in Abbildung 33 dargestellten Ergebnisse der Optimierung eine Null-Allokation in Rohstoffen signalisieren, sind die Gesamtergebnisse über alle Basiswährungen hinweg positiver. Daher erhöhen wir die Position auf eine neutrale Allokation von 2%, wobei wir den Fokus auf Energie und Industriemetalle legen.</p>

Aber nicht Gold	Allerdings bleiben wir bei einer Nullgewichtung von Gold, das wir für zu teuer halten, vor allem, falls die Rezession noch ein weiteres Jahr vermieden werden kann.
Anhaltende Präferenz für Immobilien, aber Rückführung der Position in Großbritannien und Ausbau des Engagements in Japan (außerdem mögen wir die EM)	Immobilien bleiben die von uns bevorzugte Anlageklasse, da sie 2020 die unserer Ansicht nach attraktivsten Erträge bieten. Daher bleiben wir bei der Maximalgewichtung (6%), nehmen aber zwei Anpassungen innerhalb der Anlageklasse vor: eine Rückführung der Position in britischen Immobilien auf null (aufgrund der Sorge über einen harten Brexit) und eine Anhebung der Position in japanischen Immobilien auf die Maximalgewichtung von 2%. Japanische Immobilien und EM-Immobilien sind die beiden Anlageklassen, die im Jahr 2020 unserer Erwartung nach die besten Erträge liefern werden.
„Brexit Britain“ hat uns verschreckt	Eine Gemeinsamkeit der beiden erwähnten Anpassungen ist die Rückführung der Allokationen in Großbritannien. Im Zuge des Brexit-Prozesses sind wir hin- und hergerissen gewesen: zwischen unserer Überzeugung, dass britische Aktien attraktiv bewertet sind, und unseren Sorgen über die möglichen Auswirkungen des Brexits auf die britische Wirtschaft und die britischen Finanzmärkte. Wir halten britische Anlagewerte immer noch für günstig, rechnen aber angesichts der größeren Möglichkeit eines unregelmäßigen Brexits Ende 2020 im kommenden Jahr mit einer potenziell höheren Volatilität. Daher sind wir wieder zu einer weitgehend neutralen Gewichtung des britischen Marktes zurückgekehrt.
Positionen in der Eurozone erhöht (automatisch)	Dieser Rückführung des Engagements am britischen Markt steht eine höhere Allokation in der Eurozone entgegen. Da wir hier Dividendenkürzungen fürchten, haben wir die Aktienposition in der Eurozone reduziert. Um unser globales Kreditanlagen-Engagement auf die Maximalgewichtung anzuheben, mussten wir aber unsere Positionen in Kreditanlagen der Eurozone ausbauen (gewissermaßen als letztes Mittel, obwohl wir im Jahr 2020 durchaus mit positiven Erträgen rechnen). Die US-Dollar-Allokation wurde ebenfalls angehoben, sowohl durch eine höhere Position in US-Staatsanleihen als auch durch die Aufstockung der Position in Industrierohstoffen.
Keine Währungsabsicherungen	Schließlich halten wir an unserem Ansatz fest, keine Währungsrisiken abzusichern. Obwohl der chinesische Yuan und der US-Dollar inzwischen teuer erscheinen – und der japanische Yen und das britische Pfund günstig –, sehen wir keine ausreichenden Abweichungen von der historischen Norm, um eine Währungsabsicherung zu rechtfertigen. Wir vermuten, dass der Yuan mittelfristig abwerten wird, Sorgen über mögliche Reaktionen der US-Regierung die PBOC aber dazu bewegen werden, eine zu schnelle Abwertung zu verhindern. Wenn es so weit ist, werden wir vom heutigen Standpunkt aus betrachtet vermutlich in Yen absichern.
Sollten sich unsere Hoffnungen als verfehlt erweisen, werden wir vieles bereuen	Viel des Gesagten beruht auf der zentralen Annahme, dass sich die Weltwirtschaft stabilisieren (und im Jahresverlauf 2020 vielleicht mehr Fahrt aufnehmen) wird. Sollte sich diese Annahme als falsch erweisen, werden wir es bereuen, nicht mehr defensive Anlagewerte in unserem Modellportfolio zu halten. In dem Fall würden wir unser Engagement in den unserer Ansicht nach attraktivsten defensiven Anlageklassen ausbauen wollen, z.B. US-Staatsanleihen, britischen IG-Anleihen, dem Low Volatility Aktienfaktor in Europa und dem japanischen Yen (siehe Abbildung 36). Außerdem würden wir es bereuen, so stark in EM-Anlagen investiert zu sein.
Aber wir könnten das Wachstum auch unterschätzen	Andererseits würden wir es bereuen, nicht mehr zyklische Anlagen zu halten, falls sich herausstellen sollte, dass wir die Wirkung der expansiven Geldpolitik und das Tempo der Wachstumsbeschleunigung unterschätzt haben. In diesem Fall würden wir unser Engagement in den unserer Ansicht nach besten früh- und mittzyklischen Anlageklassen ausbauen wollen: Aktien (Value und dann Growth, rohstoffnahe Sektoren, Banken, Technologie) sowie Industrierohstoffen.
Beide Szenarien sind denkbar. Wir behalten die Unternehmensgewinne und Investitionen im Blick... und bleiben diversifiziert	Nach der starken Performance aktienähnlicher Assets im Jahr 2019 werden wir wachsam Ausschau nach jeglichen Anzeichen einer stärkeren oder schwächeren Dynamik im Jahresverlauf 2020 halten. Die Wirtschaftsdaten für Oktober 2019 aus China und den USA deuten auf einen weiterhin schwachen Industriezyklus hin und wir werden insbesondere die Entwicklung der Unternehmensgewinne und Investitionsausgaben im Auge behalten. Wir glauben (hoffen), dass sich die Wirtschaft stabilisieren wird. Bis auf weiteres gibt es dafür aber keine Belege und unsere Modell-Asset-Allokation bleibt breit diversifiziert.

Anhänge

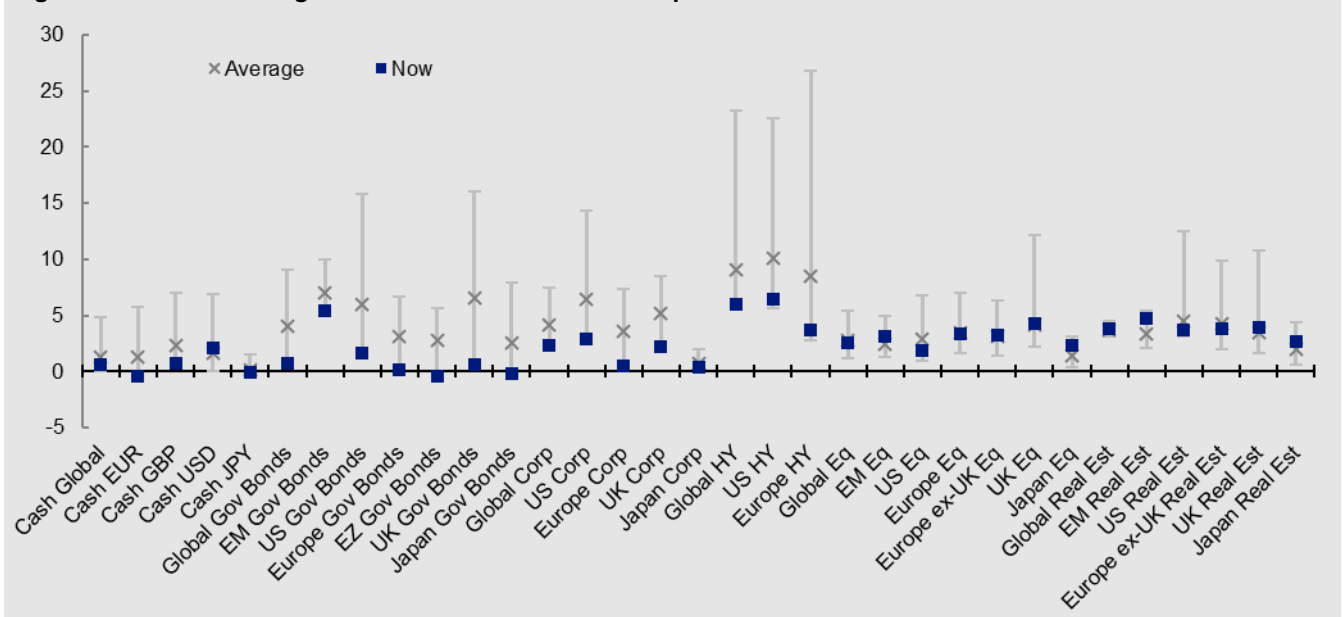
Anhang 1: Konsensprognosen

BIP-Wachstum (%)				
	2018	2019	2020	2021
Welt	3,6	3,1	3,1	3,3
USA	2,9	2,3	1,8	1,9
Eurozone	1,9	1,1	1,0	1,3
China	6,6	6,1	5,9	5,7
Japan	0,8	0,9	0,3	0,8
Großbritannien	1,4	1,2	1,1	1,5
Brasilien	1,1	1,0	2,0	2,5
Russland	2,3	1,1	1,6	1,9
Indien	7,2	6,2	6,1	6,7
Kanada	1,9	1,5	1,5	1,7
Australien	2,8	1,8	2,4	2,6
Verbraucherpreis-inflation (%)				
	2018	2019	2020	2021
Welt	3,6	3,0	3,0	2,9
USA	2,5	1,8	2,0	2,0
Eurozone	1,8	1,2	1,2	1,5
China	2,1	2,5	2,4	2,2
Japan	1,0	0,6	0,9	0,8
Großbritannien	2,5	1,9	1,9	2,0
Brasilien	3,7	3,7	3,6	3,7
Russland	2,9	4,5	3,6	4,0
Indien	4,0	3,3	3,6	3,9
Kanada	2,3	2,0	2,0	1,9
Australien	1,9	1,6	2,0	2,1
Nominales BIP (%)				
	2018	2019	2020	2021
Welt	7,3	6,2	6,2	6,3
USA	5,5	4,1	3,8	3,9
Eurozone	3,7	2,3	2,2	2,8
China	8,8	8,8	8,4	8,0
Japan	1,8	1,5	1,2	1,6
Großbritannien	3,9	3,1	3,0	3,5
Brasilien	4,8	4,7	5,7	6,3
Russland	5,3	5,6	5,3	6,0
Indien	11,5	9,7	9,9	10,9
Kanada	4,2	3,5	3,5	3,6
Australien	4,8	3,4	4,4	4,8

Quelle: Bloomberg L.P. Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden.

Anhang 2: Globale Bewertungen im historischen Vergleich

Regionale Renditen bewegen sich innerhalb historischer Spannen



Hinweise: Stand: 31. Oktober 2019. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: BofAML, FTSE, JP Morgan, Refinitiv Datastream, Invesco

Anhang 3: Gesamttrendite der Anlageklassen

Data as at 31/10/2019	Index	Current Level/Ry	Total Return (USD, %)				Total Return (Local Currency, %)			
			3m	YTD	12m	5y*	3m	YTD	12m	5y*
Equities										
World	MSCI	534	2.5	19.9	13.2	7.7	2.3	20.1	13.0	8.8
Emerging Markets	MSCI	1042	1.1	10.7	12.3	3.3	1.9	11.4	11.9	6.2
US	MSCI	2891	2.2	23.3	14.3	10.7	2.2	23.3	14.3	10.7
Europe	MSCI	1695	3.4	18.1	11.6	4.2	1.9	19.7	12.3	7.2
Europe ex-UK	MSCI	2031	3.9	19.9	13.3	5.3	3.7	22.8	14.7	7.6
UK	MSCI	1119	2.1	13.2	7.2	1.5	-3.4	11.5	5.8	5.9
Japan	MSCI	3353	8.2	16.9	9.6	7.3	7.7	15.2	5.0	6.5
Government Bonds										
World	BofA-ML	0.69	1.8	6.5	9.7	2.1	1.3	6.7	8.8	3.0
Emerging Markets	JPM	5.37	1.1	11.4	15.4	0.8	3.2	12.1	15.4	8.0
US (10y)	Datastream	1.69	3.5	11.6	16.9	3.4	3.5	11.6	16.9	3.4
Europe	BofA-ML	0.17	2.4	7.1	9.3	1.1	2.2	9.7	11.1	3.4
Europe ex-UK (EMU, 10y)	Datastream	-0.40	-0.3	4.6	7.0	1.3	-0.5	7.2	8.7	3.7
UK (10y)	Datastream	0.63	6.2	8.8	10.4	0.9	0.5	7.1	9.0	5.2
Japan (10y)	Datastream	-0.14	0.4	3.4	7.6	2.6	0.0	1.8	3.1	1.8
IG Corporate Bonds										
Global	BofA-ML	2.29	2.3	10.8	11.8	3.1	2.0	11.2	12.1	4.1
US	BofA-ML	2.94	3.0	13.6	15.1	4.6	3.0	13.6	15.1	4.6
Europe	BofA-ML	0.55	0.0	4.0	4.5	0.2	-0.2	6.5	6.1	2.6
UK	BofA-ML	2.17	7.1	12.7	11.6	1.4	1.3	10.9	10.2	5.8
Japan	BofA-ML	0.34	0.4	2.4	5.7	1.5	0.0	0.9	1.3	0.7
HY Corporate Bonds										
Global	BofA-ML	6.03	1.1	11.0	8.7	4.8	1.0	11.4	8.9	5.4
US	BofA-ML	6.40	0.9	11.8	8.3	5.2	0.9	11.8	8.3	5.2
Europe	BofA-ML	3.69	0.7	6.5	4.9	2.0	0.5	9.1	6.5	4.4
Cash (Overnight LIBOR)										
US		1.80	0.5	1.9	2.3	1.1	0.5	1.9	2.3	1.1
Euro Area		-0.57	0.6	-3.2	-1.9	-2.7	-0.1	-0.4	-0.5	-0.4
UK		0.67	6.6	2.0	2.1	-3.7	0.2	0.6	0.7	0.5
Japan		-0.12	0.6	1.4	4.5	0.8	0.0	-0.1	-0.1	0.0
Real Estate (REITs)										
Global	FTSE	2036	6.2	22.7	21.7	7.0	6.0	25.7	23.6	9.5
Emerging Markets	FTSE	2228	-1.5	14.1	23.7	7.3	-1.7	16.9	25.6	9.9
US	FTSE	3350	7.7	27.6	22.8	8.0	7.7	27.6	22.8	8.0
Europe ex-UK	FTSE	3619	8.3	18.3	13.9	9.3	8.1	21.2	15.7	11.9
UK	FTSE	1228	21.4	23.9	13.8	0.7	14.9	22.0	12.4	5.1
Japan	FTSE	3125	11.5	26.2	30.2	4.2	11.0	24.4	24.7	3.4
Commodities										
All	GSCI	2423	-2.8	10.0	-10.0	-10.4	-	-	-	-
Energy	GSCI	450	-5.0	17.3	-14.9	-13.5	-	-	-	-
Industrial Metals	GSCI	1217	0.8	2.4	0.1	-2.3	-	-	-	-
Precious Metals	GSCI	1785	6.2	17.4	24.0	4.2	-	-	-	-
Agricultural Goods	GSCI	333	-0.5	-4.5	-6.1	-9.3	-	-	-	-
Currencies (vs USD)**										
EUR		1.12	0.7	-2.8	-1.4	-2.3	-	-	-	-
JPY		108.04	0.7	1.4	4.5	0.8	-	-	-	-
GBP		1.29	5.7	1.6	1.3	-4.2	-	-	-	-
CHF		1.01	0.8	-0.5	2.2	-0.5	-	-	-	-
CNY		7.04	-2.2	-2.3	-0.9	-2.8	-	-	-	-

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

Anhang 4: 10-Year Capital Market Assumptions von Invesco (USD Version)

	Asset Class	Index	Expected geometric return %	Expected arithmetic return %	Expected Risk %	Arithmetic return to risk ratio
Fixed income	US Treasury Short	Barclays US Treasury Short	2.1	2.1	1.6	1.37
	US Treasury Intermediate	BBG BARC US Treasury Intermediate	1.8	1.9	4.6	0.41
	US Treasury Long	BBG BARC US Treasury Long	0.8	1.5	11.4	0.13
	US TIPS	BBG BARC US TIPS	1.7	1.9	5.8	0.32
	US Bank Loans	CSFB Leverage Loan Index	5.2	5.5	8.1	0.67
	US Aggregate	BBG BARC US Aggregate	2.2	2.4	6.0	0.40
	US Inv Grd Corps	BBG BARC US Investment Grade	2.1	2.3	7.6	0.31
	US MBS	BBG BARC US MBS	2.6	2.8	6.6	0.42
	US Preferred Stocks	BOA ML Fixed Rate Pref Securities	3.6	4.4	12.7	0.34
	US High-Yield Corps	BBG BARC US High Yield	4.5	5.0	10.0	0.50
	US Intermediate Municipals	BOA ML US Municipal (3Y-15Y)	2.5	2.7	6.0	0.44
	US High-Yield Municipals	BBG BARC Municipal Bond High Yield	2.1	2.5	9.0	0.28
	Global Aggregate	BBG BARC Global Aggregate	2.0	2.3	6.9	0.33
	Global Aggregate-Ex US	BBG BARC Global Aggregate- Ex US	1.8	2.4	10.4	0.23
	Global Treasury	BBG BARC Global Treasuries	1.9	2.2	8.6	0.26
	Global Sovereign	BBG BARC Global Sovereign	1.6	1.8	6.7	0.27
	Global Corporate	BBG BARC Global Corporate	2.3	2.5	7.4	0.34
	Global Inv Grd	BBG BARC Global Corporate Inv Grd	2.3	2.5	7.6	0.33
	Eurozone Corporate	BBG BARC Euro Aggregate Credit - Corporate	2.4	3.2	13.5	0.24
	Eurozone Treasury	BBG BARC Euro Aggregate Government - Treasury	2.1	2.9	12.7	0.22
	Asian Dollar Inv Grd	BOA Merrill Lynch ACIG	2.7	3.1	8.8	0.35
	Asian Dollar High Yield	BOA Merrill Lynch ACHY	6.9	8.5	18.8	0.45
	EM Aggregate	BBG BARC EM Aggregate	3.8	4.6	13.3	0.35
EM Aggregate Sovereign	BBG BARC EM Sovereign	4.2	4.9	12.3	0.40	
EM Aggregate Corporate	BBG BARC EM Corporate	3.9	4.9	14.8	0.33	
EM Corporate IG	BBG BARC EM USD Aggregate - Corporate -IG	2.4	2.7	8.3	0.33	
Equities	World Equity	MSCI ACWI	6.4	7.7	16.6	0.46
	World Ex-US Equity	MSCI ACWI Ex-US	6.9	8.5	18.6	0.46
	US Broad	Russell 3000	6.1	7.5	17.1	0.44
	US Large Cap	S&P 500	6.0	7.3	16.4	0.44
	US Mid Cap	Russell Midcap	6.5	8.1	19.0	0.43
	US Small Cap	Russell 2000	7.1	9.3	22.2	0.42
	MSCI EAFE	MSCI EAFE	6.3	7.9	18.4	0.43
	MSCI Europe	MSCI Europe	6.6	8.1	18.4	0.44
	Eurozone	MSCI Euro X UK	6.2	7.9	19.5	0.40
	UK Large Cap	FTSE 100	7.3	9.1	19.7	0.46
	UK Small Cap	FTSE Small Cap UK	8.7	11.4	25.1	0.46
	Canada	S&P TSX	6.0	7.8	19.9	0.39
	Japan	MSCI JP	5.0	7.4	22.7	0.32
	Emerging Market	MSCI EM	8.6	11.4	25.2	0.45
	Asia Pacific Ex JP	MSCI APXJ	8.4	11.3	25.6	0.44
Pacific Ex JP	MSCI Pacific X JP	7.4	10.1	24.9	0.41	
Alternatives	US REITs	FTSE NAREIT Equity	4.4	6.1	18.7	0.32
	Global REITs	FTSE EPRA/NAREIT Developed Index	4.9	6.3	17.2	0.36
	Global Infrastructure	Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Composite	5.7	6.7	14.5	0.46
	Hedge Funds	HFRI HF Index	4.4	4.7	8.5	0.56
	Commodities	S&P GSCI	5.4	7.7	22.6	0.34
	Agriculture	S&P GSCI Agriculture	0.7	2.9	21.6	0.14
	Energy	S&P GSCI Energy	7.8	12.8	34.8	0.37
	Industrial Metals	S&P GSCI Industrial Metals	5.1	7.7	24.2	0.32
Precious Metals	S&P GSCI Precious Metals	3.2	4.9	18.8	0.26	

Hinweise: Stand der Schätzungen: 30. September 2019, wie in den 2020 Long-Term Capital Market Assumptions veröffentlicht (November 2019). 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 5: Methodik für die Vermögensaufteilung, erwartete Erträge und optimale Portfolios

Prozess der Portfoliokonstruktion

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

Welche Anlageklassen?

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

Neutrale Allokationen und Quoten gemäß Anlagerichtlinien

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

Erwartete/prognostizierte Erträge

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

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

Autos = Automobiles & parts (Automobile & Komponenten)
Basic Res = Basic Resources (Grundstoffe)
Chem = Chemicals (Chemie)
Con & Mat = Construction & Materials (Bau & Baustoffe)
Fin Serv = Financial Services (Finanzdienstleistungen)
Food & Bev = Food & Beverage (Lebensmittel & Getränke)
Ind G&S = Industrial Goods & Services (Industriegüter & -dienstleistungen)
Pers & Hh Gds = Personal & Household Goods (Haushaltsartikel & Körperpflegeprodukte)
Real Est = Real Estate (Immobilien)
Tech = Technology (Technologie)
Telecoms = Telecommunications (Telekommunikation)
Trav & Leis = Travel & Leisure (Reise & Freizeit)

Anhang 7: Aktienfaktor-Index-Definitionen

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

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

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

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

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

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

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

Anhang 8: Daten- und Benchmark-Definitionen

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: Die aktuellen Werte in der Marktprognose-Tabelle (Abb. 34) beziehen sich auf die Datastream-Daten zur zehnjährigen Benchmarkrendite in den USA, der Eurozone, Japan und Großbritannien sowie die Thomson Reuters China Daten zur zehnjährigen Benchmarkrendite für China. Die historischen und prognostizierten Renditen und Erträge (Abb. 25, 32, 34) basieren auf den Staatsanleiheindizes von Bank of America Merrill Lynch mit historischen Bandbreiten für die globalen, Europa ex-UK, UK- und Japan-Indizes ab 31. Dezember 1985 und für den US-Index ab 30. Januar 1978. Die Renditen und Erträge aus Emerging-Market-Anleihen basieren auf dem JP Morgan Emerging Markets Global Composite Government Bond Index mit historischen Bandbreiten ab 31. Dezember 2001. Die gleichen Indizes werden für Abb. 25 und Anhang 2 herangezogen.

Investment-Grade (IG)-Unternehmensanleihen: Bank of America Merrill Lynch Investment Grade Corporate Bond Indizes mit historischen Bandbreiten ab 31. Dezember 1996 für den globalen Index, 31. Januar 1973 für den USD-Index, 1. Januar 1996 für den EUR-Index, 31. Dezember 1996 für den GBP-Index und 6. September 2001 für den JPY-Index.

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 Gesamtrrenditen mit historischen Bandbreiten ab 31. Dezember 1969 für die globalen, US-, Europa ex-UK, UK- und Japan-Indizes und 31. Dezember 1987 für den Emerging-Markets-Index. Die Aktienindexbewertungen (Abbildungen 25 und 26 und Anhang 2) basieren auf den Dividendenrenditen und Kurs-Gewinn-Verhältnissen der Datastream-Benchmarkindizes mit historischen Bandbreiten ab 1. Januar 1973 für die globalen, US-, Europa ex-UK- und Japan-Indizes, 31. Dezember 1969 für den UK-Index und 2. Januar 1995 für den Emerging-Markets-Index.

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

Rohstoffe: Goldman Sachs Commodity Index mit historischen Bandbreiten ab 31. Dezember 1969 für die All Commodities und Agriculture Indizes, 31. Dezember 1982 für den Energy Index, 3. Januar 1977 für den Industrial Metals Index und 2. Januar 1973 für den Precious Metals Index. Wir fassen Öl & Gas sowie Industriemetalle unter der Bezeichnung Industrierohstoffe zusammen.

Definitionen und Quellen für Abbildungen 5, 8, 10 und 27

US Federal Reserve (Fed) Zinssatz: Die Angaben für den Zeitraum November 1914 bis Oktober 1982 beziehen sich auf die Fed Discount Rate, danach auf die Fed Funds Rate (Quelle: Global Financial Data, Datastream)

10-jährige US-Staatsanleiherendite (Anleiherendite): monatlich ab 1871 (Quelle: Robert Shiller und Datastream)

US Shiller-KGV und Gewinn je Aktie (Earnings Per Share, EPS): Das Shiller-KGV misst das aktuelle Kursniveau einer Aktie und setzt es ins Verhältnis zu den Unternehmensgewinnen der vergangenen zehn Jahre (wobei sowohl der Zähler als auch der Nenner inflationsbereinigt werden). Es ist auch als zyklusbereinigtes KGV bekannt und wurde vom US-amerikanischen Wissenschaftler Robert Shiller entwickelt. Außerdem verwenden wir die Rohdaten zu den Gewinnen je Aktie (EPS) aus seiner Datenbank, um die EPS-Dynamik auf 3M/3M-Basis zu berechnen (die prozentuale Veränderung in den letzten drei Monaten im Vergleich zu den drei vorhergehenden Monaten). Monatliche Daten ab 1881 (Quelle: Robert Shiller – siehe [hier](#)). Die Daten zur EPS-Dynamik seit Juni 1973 sind vom S&P 500 Index abgeleitet; Quelle der KGV-Daten ist Datastream.

US-Aktienindex: 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.

Geldpolitische Zyklen der Fed: Die Definition der Fed-Straffungszyklen orientiert sich an den Bewegungen der Federal Reserve Requirement Ratios (1936-1954), der Fed Funds Effective Rate (1954-1969) und der Fed Funds Target Rate (nach 1969). Der Beginn einer Straffungsphase wird mit der ersten entsprechenden geldpolitischen Maßnahme gleichgesetzt (z.B. einer Zinserhöhung), ihr Ende mit der letzten derartigen Maßnahme. Lockerungszyklen haben wir anhand eines ähnlichen Prozesses definiert.

Daten- und Benchmark-Definitionen für Anhang 3 und Abb. 35

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

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

Gold: Londoner Spotpreis in USD/Feinunze.

Staatsanleihen: Aktuelle Kurse, Renditen und Gesamtrenditen auf Basis der Zehnjahresrendite von Datastream für die USA, die Eurozone, Japan und das Vereinigte Königreich, und des Bank of America Merrill Lynch Government Bond Total Return Index für die Welt und Europa. Die Renditen und Erträge aus Emerging-Market-Anleihen basieren auf dem JP Morgan Emerging Markets Global Composite Government Bond Index.

Investment-Grade (IG)-Unternehmensanleihen: Bank of America Merrill Lynch Investment Grade Corporate Bond Total Return Indizes.

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

Wichtige Informationen

Dieses Marketingdokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und Finanzberater in Deutschland, Österreich und an qualifizierte Anleger in der Schweiz. Eine Weitergabe an Endanleger ist nicht gestattet. Daten vom 30. September 2019, sofern nicht anders angegeben. Dieses Marketingdokument stellt keine Empfehlung dar, in eine bestimmte Anlageklasse, Finanzinstrument oder Strategie, zu investieren. Das Dokument unterliegt nicht den regulatorischen Anforderungen, welche die Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen sowie das Verbot des Handels vor der Veröffentlichung der Anlageempfehlung/Anlagestrategieempfehlung vorschreiben. Diese Information dient ausschließlich der Veranschaulichung und ist keine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten.

Sämtliche Beiträge in diesem Marketingdokument wurden von Invesco Mitarbeitern erstellt, sofern nicht anders gekennzeichnet. Die hier dargestellten Meinungen sind die der Autoren oder, wenn nicht anders angegeben, die von Invesco, die ständigen Änderungen unterworfen sind. Diese Publikation ist nicht Bestandteil eines Verkaufsprospektes. Das Dokument enthält lediglich allgemeine Informationen und berücksichtigt keine individuellen Erwartungen, steuerliche oder finanzielle Interessen.

Der Wert der Anteile sowie die Erträge hieraus können sowohl steigen als auch fallen, und es ist möglich, dass der Anleger den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhält. Weiterhin können auch Wechselkursänderungen Schwankungen des Wertes der Anlage verursachen. Weder Invesco noch ein anderes Unternehmen der Invesco Ltd. übernimmt eine Garantie für die Entwicklung eines Fonds noch für den Werterhalt einer Anlage. Die Performance der Vergangenheit ist keine Garantie für die zukünftige Entwicklung.

Die von Invesco bereitgestellten Asset-Management-Dienstleistungen entsprechen den relevanten lokalen gesetzlichen und regulatorischen Vorgaben. Eine Anlageentscheidung muss auf den jeweils gültigen Verkaufsunterlagen basieren. Diese (fonds- und anteilsklassenspezifische wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekte, Jahres- und Halbjahresberichte) sind kostenlos als Druckstücke in deutscher Sprache bei den Herausgebern dieser Information oder unter „Pflichtpublikationen und Unterlagen“ erhältlich. Diese Publikation dient lediglich der Information und stellt keinen Anlagerat oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anteilen dar.

Herausgegeben durch Invesco UK Services Limited, Perpetual Park, Perpetual Park Drive, Henley-on-Thames, Oxfordshire, RG9 1HH, durch die Financial Conduct Authority autorisiert und beaufsichtigt, Invesco Asset Management Deutschland GmbH, An der Welle 5, 60322 Frankfurt am Main, Deutschland, Invesco Asset Management Österreich – Zweigniederlassung der Invesco Asset Management Deutschland GmbH, Rotenturmstrasse 16-18, A-1010 Wien, Invesco Asset Management Schweiz AG, Talacker 34, CH-8001 Zürich.

GL717/2019
EMEA9080/2019