



The Big Picture

Cash, Kreditanlagen und Immobilien

September 2020

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



„The Big Picture“

Cash, Kreditanlagen und Immobilien

Nach einer kurzen und heftigen Rezession (und einer schnelleren Erholung, als wir erwartet hatten), stellt sich die Frage, ob wir jetzt am Anfang eines neuen globalen Zyklus stehen. Wir glauben ja, rechnen aber mit einem zögerlichen Aufschwung, behindert durch wiederholte Lockdowns und die schrittweise Rücknahme der geld- und fiskalpolitischen Unterstützung. In dieser Phase eines neuen Zyklus haben wir eine Präferenz für zyklische Anlagewerte und bevorzugen im Rahmen unserer Modell-Asset-Allokation Kreditanlagen und Immobilien. Unser bevorzugtes defensives Investment ist Cash. Auf regionaler Ebene haben wir eine Präferenz für die Schwellenmärkte (Emerging Markets, EM), Japan und Großbritannien.

Asset-Allokation:

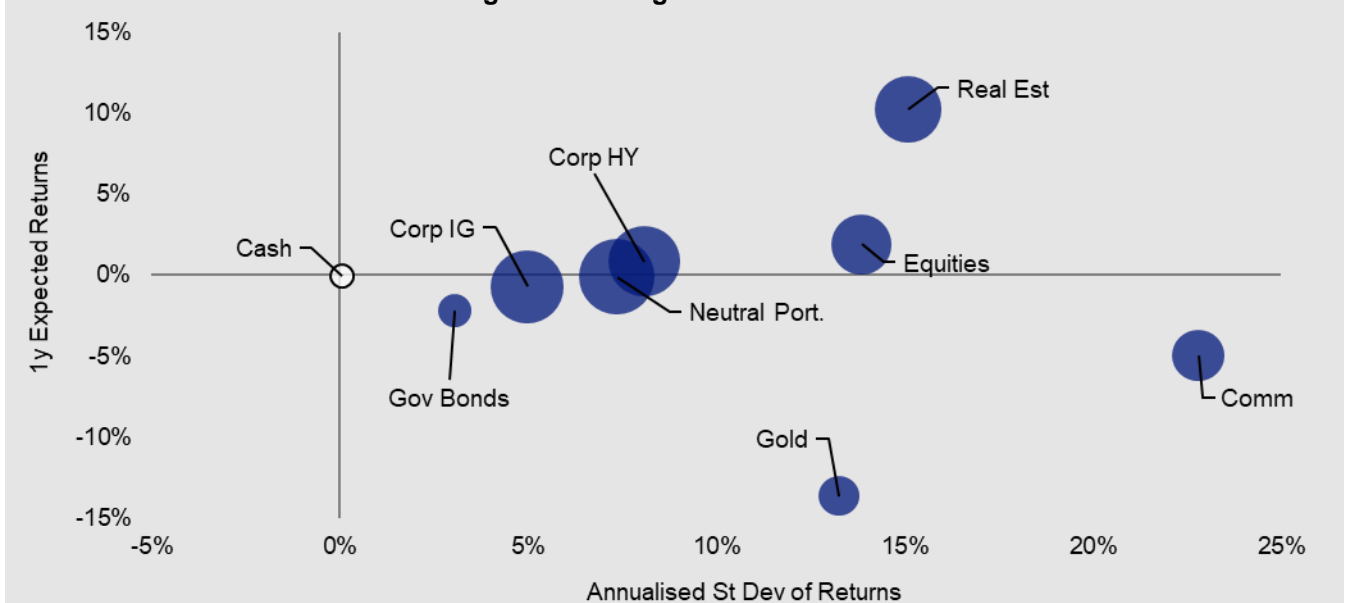
Wir meinen:

- Aktien bieten begrenztes Renditepotenzial und wir bevorzugen andere zyklische Anlagewerte. Wir erhöhen unsere Allokation, bleiben aber untergewichtet.
- Immobilien bieten attraktive Renditen, sind aber nicht unproblematisch. Wir erhöhen unsere Allokation auf knapp unter der Maximalallokation.
- Hochverzinsliche Unternehmensanleihen (High Yield, HY) gehören zu unseren bevorzugten zyklischen Anlagewerten. Wir erhöhen unsere Allokation auf die Maximalallokation.
- Wir bevorzugen Investment-Grade-Unternehmensanleihen (IG) gegenüber Staatsanleihen. Wir bleiben bei unserer Maximalallokation.
- Staatsanleihen werden durch steiler werdende Zinsstrukturkurven unter Druck stehen. Wir reduzieren unsere Allokation auf eine noch stärkere Untergewichtung.
- Im Staatsanleihensegment sind EM-Anleihen weiterhin am attraktivsten. Wir bleiben bei unserer Maximalallokation.
- Die Geldmarktrenditen sind niedrig, aber stabil und unkorreliert. Wir bleiben bei unserer Maximalallokation.
- Gold hat einen Großteil der schlechten Nachrichten eingepreist. Wir bleiben bei unserer Nullallokation.
- Die Rohstoffnotierungen sind deutlich gestiegen. Wir reduzieren unser Exposure auf null.
- Für Währungsabsicherungen besteht keine Notwendigkeit.

Anlagewerte, die wir für langfristig werthaltig erachten:

- EM-Anlagen (die Bewertungen sind relativ attraktiv, stabile Rohstoffpreise wären förderlich)
- Agrarrohstoffe (reale Preise so tief wie seit mehreren Jahrzehnten nicht mehr, relativ nichtzyklisch)
- Japanische Aktien und Immobilien (Japan von Covid relativ wenig betroffen)

Abb. 1 – Risiko-Rendite-Verhältnisse globaler Anlagewerte



Auf Basis der prognostizierten Renditen in lokaler Währung für die nächsten zwölf Monate sowie einer historischen Kovarianz-Matrix (basierend auf den Daten der letzten fünf Jahre). Die Größe der Blasen steht im Verhältnis zur durchschnittlichen historischen paarweisen Korrelation mit anderen Vermögenswerten (eine leere Blase signalisiert eine negative Korrelation). Die Cash-Position besteht zu gleichen Teilen aus USD-, EUR-, GBP- und JPY-Liquidität. Die neutralen Portfoliogewichte sind in **Abb. 2** dargestellt. Stand: 31. August 2020. Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: BAML, MSCI, GSCI, FTSE, Refinitiv Datastream und Invesco Global Market Strategy Office

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung und Fazit: Cash, Kreditanlagen und Immobilien	3
Asset-Allokation:	6
Seit unserer letzten Veröffentlichung	7
Der Blick nach vorn: Fokussierung auf das nächste Jahrzehnt mit den CMAs von Invesco	8
Was wir wissen	10
Unsere Arbeitshypothesen für die nächsten zwölf Monate	11
Risiken, die diesen Annahmen entgegenstehen könnten	12
Konjunkturzyklen, geldpolitische Zyklen und Marktzyklen	12
Von Wirtschaft bis Finanzmärkte	19
Exkurs: Die US-Präsidentschaftswahl	30
Marktprognosen	33
Abb. 34 – Marktprognosen	34
Modell-Asset-Allokation: Cash, Kreditanlagen und Immobilien	34
Anhänge	38
Anhang 1: Globale Bewertungen im historischen Vergleich.....	38
Anhang 2: Gesamtrendite der Anlageklassen	39
Anhang 3: 10-Year Capital Market Assumptions von Invesco (USD Version)	40
Anhang 4: Wesentliche Annahmen	41
Anhang 5: Methodik für die Vermögensaufteilung, erwartete Erträge und optimale Portfolios	42
Anhang 6: Daten- und Benchmark-Definitionen	44
Anhang 7: Methodik, Daten und Benchmarks für Mania-Template (Abb. 24).....	46
Anhang 8: Methodik der IIS Capital Market Assumptions (Abb. 6 & Anhang 3).....	47
Wichtige Informationen	48

Unsere Schwerpunkte:
Cash, IG, HY und
Immobilien

Zusammenfassung und Fazit: Cash, Kreditanlagen und Immobilien

Nach einer kurzen und heftigen Rezession (und einer schnelleren Erholung, als wir erwartet hatten), stellt sich die Frage, ob wir jetzt am Anfang eines neuen globalen Zyklus stehen. Wir glauben ja, rechnen aber mit einem zögerlichen Aufschwung, behindert durch wiederholte Lockdowns und die schrittweise Rücknahme der geld- und fiskalpolitischen Unterstützung. In dieser Phase eines neuen Zyklus haben wir eine Präferenz für zyklische Anlagen und bevorzugen im Rahmen unserer Modell-Asset-Allokation Kreditanlagen und Immobilien. Unser bevorzugter defensiver Anlagewert ist Cash. Auf regionaler Ebene haben wir eine Präferenz für die EM, Japan und Großbritannien.

Wir gehen davon aus, dass die Erholung langsamer ausfallen wird als in einem normalen Konjunkturzyklus, aber schneller als nach der globalen Finanzkrise

Der Ausblick für die Weltwirtschaft ist weiter mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Dazu gehören vor allem die weitere Entwicklung der Covid-19-Infektionszahlen und -Todesfälle mit dem näher rückenden Winter auf der Nordhalbkugel (viele Länder, die ihre Lockdown-Maßnahmen gelockert haben, müssen angesichts des erneuten Anstiegs der Infektionszahlen jetzt wieder neue Beschränkungen verhängen). Wir gehen davon aus, dass ein Impfstoff noch innerhalb unseres zwölfmonatigen Prognosezeitraums in die Massenproduktion gehen wird. Allerdings zweifeln wir daran, dass sich das Verhalten der Konsumenten in diesem Zeitraum normalisieren wird – tatsächlich könnten sich die Arbeits- und Einkaufsgewohnheiten dauerhaft verändert haben. Die Zentralbanken und Regierungen haben sich 2020 großzügig gezeigt – im weiteren Verlauf unseres Prognosezeitraums dürfte die geld- und fiskalpolitische Unterstützung aber abnehmen. Wenn die staatlichen Hilfsprogramme auslaufen, könnten weitere Kollateralschäden deutlich werden (Insolvenzen und Arbeitslosigkeit). Wir rechnen mit einem Wachstumspfad, der irgendwo zwischen einem traditionellen Aufschwung und der Erholung nach der globalen Finanzkrise liegt. Schließlich dürfen wir auch die Präsidentschaftswahlen in den USA am 3. November nicht außer Acht lassen. Wir rechnen mit einem Wechsel im Weißen Haus.

Das wirtschaftliche Szenario wird in Renditeerwartungen für die einzelnen Anlageklassen und Regionen übersetzt

Auf Basis dieses Ausblicks haben wir mehrere Annahmen zur Entwicklung der Finanzmärkte ausgearbeitet, auf denen unsere Renditeprognosen für die nächsten zwölf Monate basieren (**einen Überblick über unsere Annahmen finden Sie in Anhang 4; Abbildung 34** zeigt, was diese auf Marktbenchmarks übertragen bedeuten und **Abbildung 2** gibt einen Überblick über die daraus abgeleiteten Renditeprognosen für globale Anlageklassen). Einfach ausgedrückt rechnen wir nicht mit Zinsänderungen (obwohl die Assetkäufe der Zentralbanken reduziert werden könnten), erwarten aber eine Versteilung der Zinsstrukturkurven, keine nennenswerte Änderung bei den Kreditspreads (und überdurchschnittliche Kreditausfälle), eine Erholung der Gewinne und Dividenden an den Aktienmärkten in Verbindung mit steigenden Dividendenrenditen, eine schwächere Erholung der Cashflows von Immobilien, aber stabile Immobilienrenditen sowie eine Abflachung der Rohstoffnotierungen trotz einer erneut leichten Abwertung des US-Dollars.

Das aktuelle Bewertungsniveau dürfte das Renditepotenzial begrenzen

Abbildung 1 überträgt diese Projektionen in Risiko-Ertrags-Profile. Hier lohnt sich ein genauerer Blick auf mehrere Merkmale: Erstens sind die prognostizierten Renditen niedrig oder sogar negativ, weil die Anleiherenditen niedrig sind (wir erwarten eine Erholung) und weil wir glauben, dass US-Aktien inzwischen zu hoch bewertet sind (der FANG Plus Index ist unserem Mania-Template gefolgt); zweitens glauben wir, dass ein höheres Risiko in den meisten Fällen mit einem höheren Ertrag vergütet werden wird; drittens heben sich Cash und Immobilien positiv ab und markieren vermutlich entgegengesetzte Enden der Effizienzkurve; viertens stechen Gold und Rohstoffe allgemein negativ heraus.

Die meisten Entscheidungen sind klar, aber zwischen Aktien und IG-Anleihen muss sorgfältig abgewogen werden

Angesichts der in **Abbildung 1** dargestellten Informationen ist es keine Überraschung, dass unser Optimierungsprozess für Cash und Immobilien spricht, aber auch eine Maximalallokation in HY-Anleihen nahelegt, wie in **Abbildung 36** ersichtlich. Wenig verwunderlich dürfte auch sein, dass Gold und Rohstoffe in den optimalen Lösungen nullgewichtet sind, während Staatsanleihen deutlich untergewichtet sind. Schwieriger gestaltet sich die Wahl zwischen IG-Anleihen und Aktien: Erstere werden präferiert, wenn wir die Rendite maximieren (bei Begrenzung der Volatilität), während letztere bevorzugt werden, wenn wir die Sharpe Ratio maximieren.

Cash, Kreditanlagen und Immobilien	Bei der Bestimmung unserer Modell-Asset-Allokation folgen wir den Ergebnissen der Optimierung, wenn diese eindeutig sind. Bei der Entscheidung zwischen IG und Aktien geben wir letztlich IG den Vorzug, da wir die Renditemaximierung gewöhnlich gegenüber der Maximierung der Sharpe Ratio priorisieren und weil wir vermuten, dass es an den Aktienmärkten nach der starken Erholung seit März erst einmal einer Phase der Konsolidierung bedürfen wird. Die in Abbildung 2 dargestellten Allokationen in die verschiedenen globalen Anlageklassen zeigen, dass wir Cash, Kreditanlagen und Immobilien bevorzugen.
Cash als defensiver Anlagewert der Wahl	In einem Umfeld, in dem andere Assets unserer Erwartung nach nur dürftige Renditen liefern werden, ist leicht nachvollziehbar, warum Cash unser präferierter defensiver Anlagewert ist. Die prognostizierten Cash-Renditen sind zwar niedrig, aber planbar (geringe Volatilität) und nicht mit anderen Anlageklassen korreliert. Wenn die erwarteten Renditen aus anderen Assets so niedrig sind, stellen die Opportunitätskosten des Haltens liquider Mittel kein Hindernis dar.
Gold hat in diesem Jahr sehr gut performt – viele der entscheidenden Katalysatoren scheinen inzwischen jedoch zu drehen	Schwieriger zu erklären ist, warum wir mit negativen Renditen aus Goldanlagen rechnen, nachdem Gold in diesem Jahr der absolute Top-Performer war. Die einfache Antwort lautet, dass wir bei vielen der Faktoren, die den Goldpreis in diesem Jahr beflügelt haben, mit einer Trendumkehr rechnen. Erstens lässt die extreme Unsicherheit in Bezug zu Covid-19 nach und die Welt kehrt zu einer neuen Normalität zurück. Zweitens rechnen wir mit einer Rückführung der Anleihekäufe der Zentralbanken, was zu steigenden realen Staatsanleiherenditen führen dürfte. Schließlich erwarten wir in den USA einen Präsidentenwechsel, wodurch die Risikoprämien insgesamt sinken könnten und damit auch der Risikoaufschlag, mit dem Gold unserem Modell zufolge notiert, seitdem klar wurde, wer die Wahl 2016 gewonnen hat (siehe Abb. 27). Zugegebenermaßen rechnen wir mit einer gewissen weiteren Abwertung des Dollars (was den Goldpreis stützen sollte); allerdings dürfte dieser Faktor nicht ausreichen, um die negativen Einflüsse aufzuwiegen.
Wir erhöhen HY auf die Maximalallokation	Unter den zyklischen Anlagewerten bevorzugen wir HY und Immobilien gegenüber Aktien, was vor allem in den Bewertungen begründet ist. Die HY -Renditen sind zwar niedrig, die Spreads gegenüber Staatsanleihen liegen aber im mittleren Bereich der historischen Spanne. Wir gehen zwar davon aus, dass die Renditen im Einklang mit den Staatsanleiherenditen steigen werden, und rechnen mit Ausfallraten über dem zyklischen Durchschnitt (6% in den USA und 5% in der Eurozone). Die Anlageerträge dürften aber leicht positiv ausfallen (und höher als die Erträge aus Anlagen in Staatsanleihen und IG). Daher erhöhen wir die HY-Allokation auf unsere Maximalgewichtung von 10%.
Immobilien sind nahe an der Maximalallokation	Immobilien haben viele aktienähnliche Charakteristika. Dazu gehört auch ihre Anfälligkeit für konjunkturelle Schwankungen. Allerdings gibt es hier einen zusätzlichen Belastungsfaktor: die potenziell dauerhaften Auswirkungen von Covid-19 auf den Bedarf für Büro- und Einzelhandelsflächen. Das erklärt zweifellos auch, warum die Anlageklasse bislang ein so schlechtes Jahr gehabt hat (siehe Anhang 2). Allerdings scheint sich das Umfeld inzwischen zu verbessern (gemessen an der Performance von REITs) und wir halten die Renditen für attraktiv (unserer Ansicht nach sind bereits viele schlechte Nachrichten eingepreist). Selbst wenn sich die Ausschüttungen weniger kräftig erholen sollten als bei Aktien, sollten diese hohen Renditen und die mögliche Aussicht auf eine Renditekompression für relativ gute Erträge aus Immobilien sorgen. Daher erhöhen wir die Immobilienallokation auf 15% (von 12%), womit diese nahe an der Maximalallokation von 16% liegt. Wie Abbildung 3 verdeutlicht, bevorzugen wir die Märkte außerhalb der USA.

Präferenz für japanische Aktien

Obwohl wir unsere **Aktienallokation erhöhen** (von 25% auf 30%), bleiben wir untergewichtet (neutral wäre 40%). Wir rechnen mit einer nennenswerten Erholung der Gewinne und Dividenden, fürchten aber auch, dass die Dividendenrenditen in einigen Bereichen wieder steigen könnten. Auf regionaler Ebene bevorzugen wir Japan und erhöhen unsere Allokation auf die Maximalgewichtung von 6%, während die Allokation in Aktien aus der Eurozone auf leicht untergewichtet angehoben wird. Wir haben die EM auf untergewichtet reduziert und sind in US-Aktien weiterhin deutlich unter neutral positioniert.

IG gegenüber Staatsanleihen bevorzugt

Im Bereich der defensiveren Anleiheklassen reduzieren wir die Gewichtung von **Staatsanleihen** von 25% auf 15% (deutlich untergewichtet gegenüber unserer neutralen Allokation von 30%). Hier besteht das doppelte Problem eines sehr niedrigen Renditeniveaus und erwarteten Renditeanstiegs. EM ist die einzige Region, in der wir Staatsanleihen übergewichten. Wir halten an unserer Maximalallokation in **IG** fest, da die Spreads sich im Bereich der historischen Norm bewegen und damit eine gewisse Absicherung gegen steigende Staatsanleiherenditen bieten. Wir sind in fast allen IG-Regionen übergewichtet – einzige Ausnahme sind die USA (neutral).

Nach dem starken Anstieg des Ölpreises und der Rally der Industriemetalle reduzieren wir die Rohstoffallokation auf null.

Auf regionaler Ebene bleiben wir in Großbritannien, Japan und den EM übergewichtet.

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

	1 Jahr erwartet Gesamtrendite	Neutral Portfolio	Policy Bandbreite	Model Asset- Allokation:	Position versus neutral
Cash & Gold	-6,9%	5%	0-10%	10 %	Übergewichtet
Cash	-0,1%	2,5%	0-10%	10 %	Übergewichtet
Gold	-13,6%	2,5%	0-10%	0%	Untergewichtet
Staatsanleihen	-2,2%	30 %	10-50%	↓ 15%	Untergewichtet
IG-Unternehmensanleihen	-0,7%	10 %	0-20%	↑ 20%	Übergewichtet
HY-Unternehmensanleihen	0,8%	5%	0-10%	↑ 10%	Übergewichtet
Aktien	1,9%	40%	20-60%	↑ 30%	Untergewichtet
Immobilien	10,2%	8%	0-16%	↑ 15%	Übergewichtet
Rohstoffe	-4,9%	2%	0-4%	↓ 0%	Untergewichtet

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

Asset-Allokation:

Abb. 3 – Modell-Asset-Allokation (16.09.2020)

	Neutral	Policy Range	Allocation	Position vs Neutral	Hedged	Currency
Cash	5%	0-10%	10%			
Cash	2.5%		10%			
Gold	2.5%		0%			
Bonds	45%	10-80%	45%			
Government	30%	10-50%	↓ 15%			
US	10%		↓ 4%			
Europe ex-UK (Eurozone)	8%		↑ 2%			
UK	2%		↓ 0%			
Japan	8%		5%			
Emerging Markets	2%		4%			
Corporate IG	10%	0-20%	20%			
US Dollar	5%		↓ 5%			
Euro	2%		↑ 3%			
Sterling	1%		4%			
Japanese Yen	1%		↑ 4%			
Emerging Markets	1%		↑ 4%			
Corporate HY	5%	0-10%	↑ 10%			
US Dollar	4%		↑ 8%			
Euro	1%		↑ 2%			
Equities	40%	20-60%	30%			
US	24%		14%			
Europe ex-UK	6%		↑ 5%			
UK	3%		3%			
Japan	3%		↑ 6%			
Emerging Markets	4%		↓ 2%			
Real Estate	8%	0-16%	15%			
US	2%		2%			
Europe ex-UK	2%		↑ 4%			
UK	1%		↑ 3%			
Japan	2%		↓ 4%			
Emerging Markets	1%		↓ 2%			
Commodities	2%	0-4%	0%			
Energy	1%		↓ 0%			
Industrial Metals	0.3%		0%			
Precious Metals	0.3%		0%			
Agriculture	0.3%		↓ 0%			
Total	100%		100%			
Currency Exposure (including effect of hedging)						
USD	49%		↓ 38%			
EUR	20%		↑ 18%			
GBP	7%		↓ 11%			
JPY	15%		↑ 21%			
EM	8%		↓ 12%			
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-Liquidität. Währungsengagement ohne Barmittel. Die Pfeile zeigen, in welche Richtung sich die Allokationen verändert haben. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang.

Quelle: Invesco Global Market Strategy Office

Seit unserer letzten Veröffentlichung

Zum Zeitpunkt unserer letzten Quartalspublikation zeichnete sich eine weltweite Erholung von der Covid-19-Rezession ab. Inzwischen sieht es danach aus, dass es sich um eine kurze, aber sehr starke Erholung gehandelt hat (siehe [Mit weit geschlossenen Augen](#), veröffentlicht am 18. Juni 2020). Angesichts der zum Zeitpunkt der letzten Publikation vorherrschenden Ungewissheiten setzten wir auf einen „Hantel“- bzw. „Barbell“-Ansatz mit einem Mix von zyklischen und defensiven Anlagewerten.

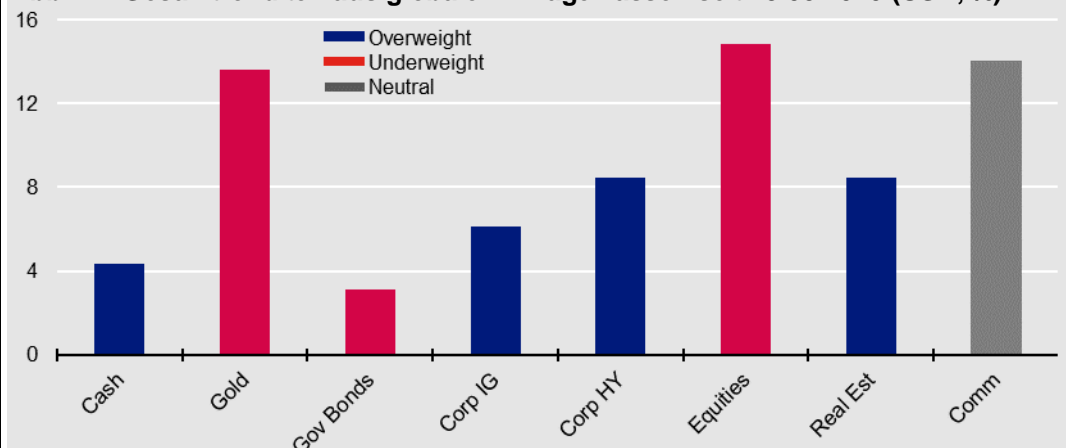
Abbildung 4 gibt einen Überblick über die Performance der globalen Anlageklassen in den letzten drei Monaten (Stand 31. August 2020). Den vollständigen regionalen Performanceüberblick finden Sie in **Anhang 2**.

Aktien, Gold und Rohstoffe sowie EM-Assets haben die Rally angeführt

Abbildung 4 signalisiert, dass alle Anlagewerte positive Renditen generiert haben, gestützt durch die Schwäche des Dollars (**Anhang 2** zeigt die Renditen in lokaler Währung). Neben Rohstoffen haben sich aktienähnliche Anlagewerte weitgehend am besten entwickelt (Aktien, Immobilien und HY). Gold gehörte allerdings ebenfalls zu den besser performenden Anlagewerten, was interessant ist, wenn wir uns in der Frühphase einer wirtschaftlichen Erholung befinden sollten. **Anhang 2** zeigt, dass EM-Anlagen und europäische Assets am besten performt haben. Wir haben von unserer Übergewichtung von Immobilien, HY und EM profitiert, während wir durch unsere Untergewichtung von Aktien, Gold und der Eurozone belastet wurden.

Am stärksten war der

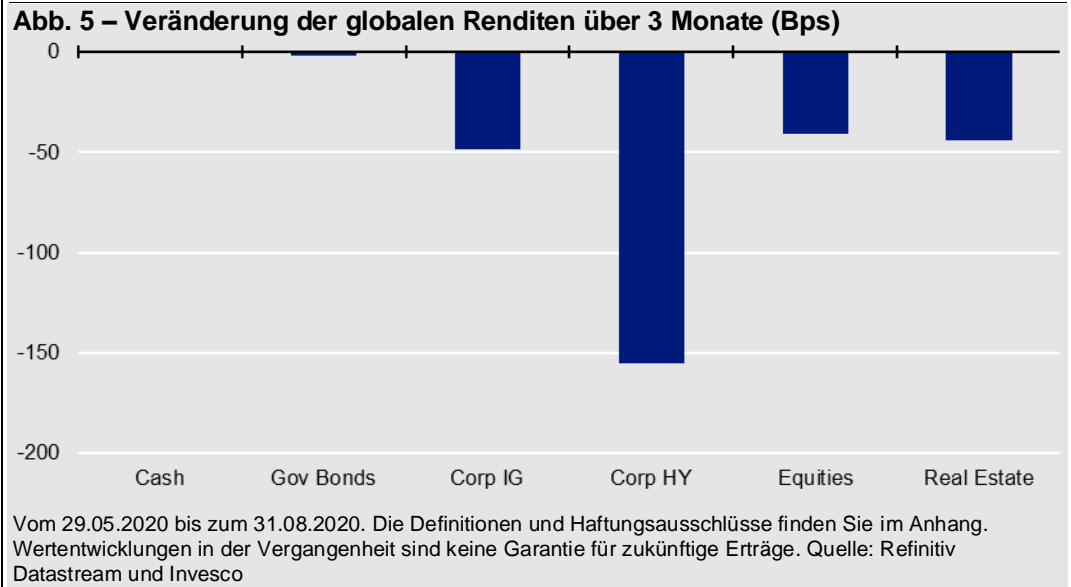
Abb. 4 – Gesamtrenditen aus globalen Anlageklassen seit 29.05.2020 (USD, %) *



Renditerückgang bei Kreditanlagen

*29.05.2020 bis 31.08.2020. Die Farben stehen für die Modell-Allokationen in diesem Zeitraum. Die Definitionen und Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Wir müssen jetzt prüfen, ob es irgendwelche Veränderungen gibt, die Anpassungen an unseren Projektionen und Allokationen erforderlich machen könnten. Die Renditen der verschiedenen Anlageklassen sind gesunken, vor allem im HY-Bereich (siehe **Abb. 5**). Bei ansonsten gleichen Gegebenheiten würden wir dadurch zu Cash und Staatsanleihen tendieren. Natürlich haben sich aber viele Dinge geändert, sodass wir uns unser endgültiges Urteil für den Augenblick vorbehalten müssen.



Was sagen die CMA-Renditeprognosen von Invesco für die nächsten zehn Jahre?

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

Bevor wir uns Gedanken über den Weg aus der Covid-19-Rezession machen, wollen wir einen Blick auf den langfristigen Ausblick werfen. Dazu haben wir die vor Kurzem veröffentlichten 10-Year Capital Market Assumptions von Invesco Investment Solutions (Stand 30. Juni 2020) in unser Asset-Allokation-Modell eingespeist und unseren Optimierungsprozess durchlaufen lassen. **Abbildung 6** skizziert die CMA-Renditeprognosen für globale Anlageklassen in unterschiedlichen Währungen (da sich das CMA-Modell von unserem unterscheidet, mussten wir einige Kategorien anpassen – beispielsweise verwenden wir die CMA-Kategorie „Kurzlaufende US-Staatsanleihen“ stellvertretend für Liquidität und „Edelmetalle“ stellvertretend für Gold).

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

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

Hinweis: Stand der Schätzungen ist der 30. Juni 2020, 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 – Q3 Update. Die detaillierte USD-Version der CMAs ist in Anhang 3 dargestellt. Die Tabelle oben verwendet die „geometrische erwartete Rendite“ Version für globale Anlageklassen („Gold“ basiert auf den Prognosen für Edelmetalle und die „Cash & Gold“ Kategorie bildet den Durchschnitt beider Anlagewerte ab). Diese Schätzungen spiegeln die Einschätzungen von Invesco Investment Solutions wider; die Ansichten anderer Investmentteams von Invesco können von diesen abweichen. Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden. Quelle: Invesco Investment Solutions

HY 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 – allerdings mit einer Ausnahme: Rohstoffen (aufgrund konservativer Prognosen für Agrarrohstoffe und Edelmetalle). 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 in Abhängigkeit von der Basiswährung und Sharpe-Ratio- bzw. Renditemaximierung variieren, gibt es einige allgemeingültige Themen: Während HY jeweils die Maximalallokation zugewiesen wird und Aktien und Immobilien weitgehend Übergewichtet sind, werden Staatsanleihen, IG und Rohstoffe zumeist untergewichtet.

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 %	2%	10 %	10 %	0%	9%	0%	10 %
Cash	2,5%	0-10%	10 %	0%	10 %	0%	0%	7 %	0%	2%
Gold	2,5%	0-10%	0%	2%	0%	10 %	0%	2%	0%	8%
Staatsanleihen	30 %	10-50%	50%	12%	12%	10 %	38%	21%	10 %	27%
IG-Unternehmensanleihen	10 %	0-20%								
HY-Unternehmensanleihen	5%	0-10%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Aktien	40%	20-70%	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	10 %
Immobilien	8%	0-16%	26%	60%	60%	54%	44%	49%	60%	37%
Rohstoffe	2%	0-4%	0%	16%	8%	16%	8%	11%	16%	16%
			0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	0%

Hinweis: Die Optimierungen basieren auf den von Invesco Investment Solutions in den 2020 Long-Term Capital Market Assumptions – Q3 Update veröffentlichten Ertragsprognosen für die nächsten zehn Jahre, wie in **Abbildung 6** oben dargestellt. Die Optimierungen werden vom Asset Allocation Research Team anhand unserer historischen 10-Jahres-Kovarianz-Matrizes durchgeführt (für jede Währung). „Gold“ basiert auf der Prognose für Edelmetalle und die „Cash & Gold“ Kategorie zeigt die Summe der Allokationen in beide Anlageklassen. Die „Maximierung der Sharpe Ratio“ Optimierungen werden durchgeführt, indem die Sharpe Ratio maximiert wird, ohne die impliziten Limits der in der Tabelle aufgeführten erlaubten Quoten zu verletzen. Die „Renditemaximierung“ Optimierungen werden durchgeführt, indem die Rendite unter Einhaltung der erlaubten Quoten maximiert wird, ohne dass die Standardabweichung der Rendite die des neutralen Portfolios überschreitet. 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

Covid-19 beschäftigt uns weiter

Eine kurze, heftige Rezession, aber die Welt hat sich verändert

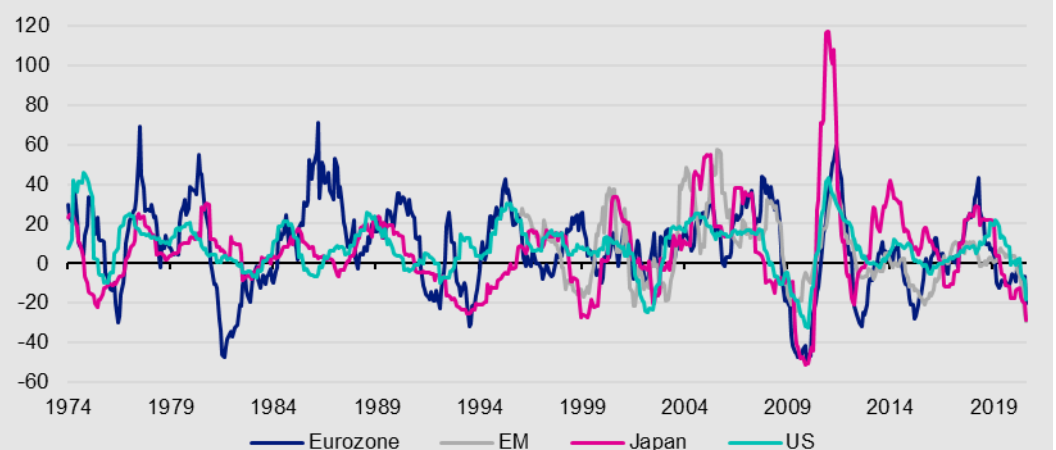
Viele Anlagewerte haben in diesem Jahr positive Renditen generiert

Was wir wissen

Ein Jahr noch größerer Unsicherheit ist kaum vorstellbar – trotzdem können wir zum aktuellen Zeitpunkt einige Aussagen treffen:

- Mit mehr als 30 Millionen gemeldeten Infektionen und fast 1 Million Todesfällen nähert sich Covid-19 früheren Pandemien wie dem „Asia-Virus“ (1956-58) und der „Hongkong-Grippe“ (1968-69), allerdings bei einer viel höheren Fallsterblichkeit (über 3% gegenüber weniger als 0,2%). Die Kurve der täglichen Neuinfektionen und Todesfälle scheint sich abgeflacht zu haben, aber in vielen Ländern, die die Beschränkungen gelockert haben, sind die Infektionszahlen zuletzt wieder gestiegen. Die Fallsterblichkeit ist gesunken. Für weitere Informationen, siehe [Wie weit weg von der Normalität?](#)
- Die Zentralbanken und Regierungen haben enorme Hilfspakete geschnürt. Die staatlichen Finanzspritzen haben die Unternehmen und private Haushalte über Wasser gehalten und einen stärkeren Anstieg der Arbeitslosigkeit verhindert. Die Zentralbanken haben die Finanzmärkte stabilisiert (durch die Bereitstellung von Liquidität), die Banken bei der Kreditvergabe unterstützt (durch eine Lockerung der Kapitalanforderungen) und die Assetwerte gestützt (durch Assetkäufe).
- Der weltweite wirtschaftliche Abschwung, der im ersten Quartal 2020 einsetzte, war der heftigste, aber auch kürzeste seit Menschengedenken, wobei der April den Tiefpunkt markierte.
- Im Juli hatte sich der Konsum in vielen Ländern wieder vollständig erholt, allerdings mit veränderten Schwerpunkten (weniger Reisen & Freizeit, mehr Home Entertainment, weniger Shoppingausflüge in die Innenstädte und mehr Online-Einkäufe).
- Die Arbeitswelt hat sich verändert: Mehr Menschen arbeiten von zu Hause aus und die Innenstädte sind weniger stark frequentiert.
- Die Unternehmensgewinne sind eingebrochen, wobei der Rückgang in Europa und Japan stärker ausgefallen ist als in den USA und den EM, wie in **Abbildung 8** ersichtlich. Tatsächlich sind die Gewinne je Aktie (EPS) der Unternehmen im S&P 500 im zweiten Quartal nur um 7% gegenüber dem Vorjahr gesunken, während die Umsätze je Aktie um 10% zurückgegangen sind. Das ist bemerkenswert (normalerweise würden wir mit einem Gearing-Effekt rechnen, sodass die Gewinne je Aktie stärker zurückgehen würden als die Umsätze). Während die Gewinne je Aktie in typischen zyklischen Sektoren wie Öl & Gas, Grundstoffe, Industrie und Finanzdienstleistungen um mehr als 20% gegenüber dem Vorjahr eingebrochen sind, gab es spektakuläre Zugewinne für Unternehmen wie Amazon (Umsatz +40% und EPS +97%), die für eine globale Pandemie quasi gemacht schienen. Die Ausfallrate der von der Ratingagentur Moody's als spekulativ („Non-Investment-Grade“) eingestuftem Unternehmen stieg an und erreichte in den USA im Juli 8,4% (gegenüber 3,1% ein Jahr zuvor) und in Europa 2,7% (1,3%).
- Trotzdem haben viele Anlagewerte seit Jahresbeginn positive Erträge geliefert. Offensichtliche Ausnahmen sind Energie, Immobilien und Industrieländeraktien außerhalb der USA (siehe **Anhang 2**). Trotz eines gewissen Gegenwinds durch den schwächeren Dollar sind die bisherigen diesjährigen Spitzenreiter Gold, US-Aktien und US-Staatsanleihen.

Abb. 8 – Wachstum der Gewinne je Aktie (ggü- Vj. in %)



Monatliche Daten von Januar 1974 bis August 2020 (ab Januar 1996 für EM). EPS steht für Earnings per Share (Gewinn je Aktie), auf Basis der Datastream-Marktindizes. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Ein Impfstoff innerhalb eines Jahres

Eine holprige Erholung

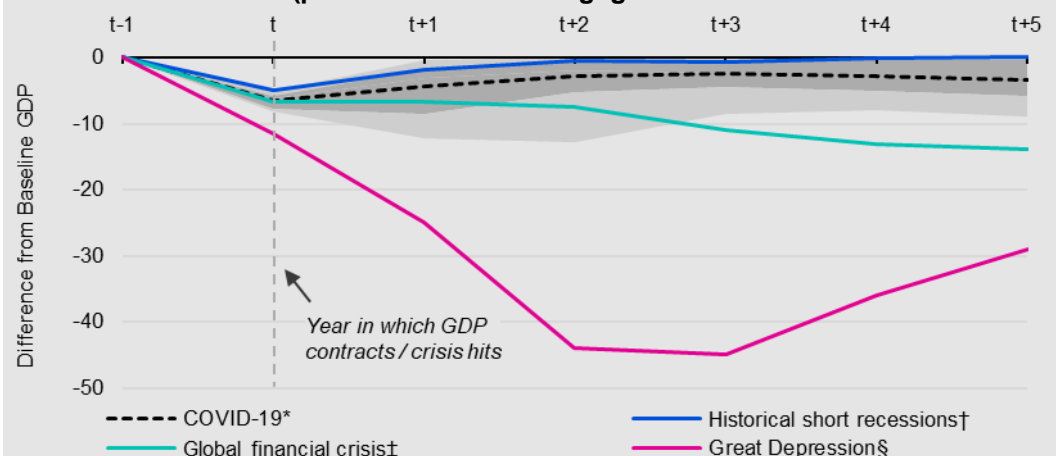
Geringere geld- und fiskalpolitische Unterstützung oder diesbezügliche Befürchtungen

Biden gewinnt die Wahl

Unsere Arbeitshypothesen für die nächsten zwölf Monate

- Zu dieser Zeit im nächsten Jahr werden wir einen Impfstoff haben. Das wird für Auftrieb sorgen, vermutlich aber nicht früh genug kommen, um zu verhindern, dass Covid-19 die Staaten auf der Nordhalbkugel im kommenden Winter vor große gesundheitliche und wirtschaftliche Herausforderungen stellt.
- Die Weltwirtschaft hat die Talsohle durchschritten. Wir gehen aber, davon aus, dass das Wachstum durch Kollateralschäden in bestimmten Branchen/Tätigkeitsfeldern (einschließlich der Auswirkungen des Homeoffice-Trends auf die Innenstädte und der Verlagerung von Ausgaben in die Regionen) sowie durch die kurzfristigen Folgen von Lockdowns gedämpft wird. Der Wachstumseinbruch hat zwar den durch die globale Finanzkrise ausgelösten Abschwung in den Schatten gestellt. Wir rechnen aber auch mit einem kräftigeren Aufschwung und einem Erholungspfad, der in den kommenden Jahren irgendwo zwischen dem nach der globalen Finanzkrise verzeichneten Aufschwung und einer typischen Erholung nach einer kurzen Rezession liegen dürfte (siehe **Abb. 9**).
- Wir gehen davon aus, dass die Zentralbanken an ihrer extrem akkommodierenden Geldpolitik festhalten werden, obwohl die Märkte im Verlauf der nächsten zwölf Monate beginnen dürften, eine Rückführung der Anleihenkäufe einzupreisen.
- Die Regierungen dürften damit beginnen, Bedarf für Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen anzumelden, werden innerhalb unseres Prognosezeitraums aber kaum auf eine restriktivere Fiskalpolitik umstellen.
- Wir erwarten, dass Joe Biden die Präsidentschaftswahl in den USA gewinnt, und halten es für möglich, dass die Demokraten im Senat und Repräsentantenhaus die Mehrheit gewinnen.

Abb. 9 – Globales BIP (prozentuale Differenz gegenüber dem Trend vor der



Rezession)

*Das COVID-19-Szenario basiert auf einer Bewertung verschiedener Szenarien durch das Global Market Strategy Office (GMS). Die schattierten Bereiche zeigen die Bandbreite der Szenarien, während die gestrichelte Linie den wahrscheinlichkeitsgewichteten Pfad gemäß den vom GMS errechneten Wahrscheinlichkeiten anzeigt. †Kurze Rezessionen der Vergangenheit – der Medianwert von 410 kurzen Rezessionen der letzten 200 Jahre – Rückgang des BIP im vorhergehenden Kalenderjahr (t-1 gegenüber t), bevor es sich im Folgejahr wieder auf oder über die Trendwachstumsrate erholte. ‡Medianwert für Industrieländer, die 2007-08 eine systemische Bankenkrise erlebt haben. §Große Depression zeigt den Pfad der US-Wirtschaft während der Großen Depression. Daten bis einschließlich Kalenderjahr 2018 mit Ausnahme von „Covid-19“, wo Jahr t das Jahr 2020 ist. Quelle: Oxford Economics, Haver Analytics, Maddison Project Database und Invesco

Risiken, die diesen Annahmen entgegenstehen könnten

Das größte Risiko für die Weltwirtschaft wäre eine große zweite Covid-19-Infektionswelle in Verbindung mit einem weiterhin fehlenden Impfstoff, größer als erwarteten zusätzlichen Kollateralschäden und einer verfrühten Straffung der Fiskalpolitik.

Abgesehen von den potenziellen Auswirkungen einer weiteren Rezession auf zyklische Anlagewerte glauben wir, dass die früher oder später einsetzende Rückführung der Assetkäufe der Zentralbanken negative Auswirkungen auf die Märkte hätte. Sollten die Assetkäufe zu schnell zurückgeführt werden (oder die Märkte ein solches „Tapering“ für verfrüht halten), würde das die meisten Anlagewerte belasten. Ein Katalysator könnte ein starker Anstieg der Inflation sein.

Auf der positiven Seite (für die Marktpsychologie) gilt: Je früher ein wirksamer Impfstoff in die Massenproduktion geht, desto besser. Wenn sich der jüngste Rückgang der Fallsterblichkeit als dauerhaft erweisen sollte, bestünde auch weniger Bedarf für Lockdowns. In Verbindung mit einer zügigen Normalisierung des Verhaltens könnte dies die Kollateralschäden begrenzen und so eine rasche Rückkehr zum Vor-Covid-Wachstumspfad ermöglichen. Unter diesen Umständen könnte die Weltwirtschaft dank der großzügigen geld- und fiskalpolitischen Stimulusmaßnahmen sogar schneller wachsen als vor Ausbruch der Pandemie. Sollten alle diese Entwicklungen eintreten, solange die Zentralbanken ihre Assetkäufe noch nicht eingestellt haben, könnten die Anleiherenditen und -spreads neue Tiefstände erreichen (oder die Bewertungskennzahlen neue Höchststände). Ein bisschen mehr Inflation (genug, um die Zentralbanken zu einer Straffung ihrer Geldpolitik zu veranlassen) würde positiv aufgenommen.

Konjunkturzyklen, geldpolitische Zyklen und Marktzyklen

Unserer Ansicht nach gibt es drei bestimmende Faktoren für die Renditen von Anlageklassen: den Konjunkturzyklus, das geldpolitische Umfeld und die Bewertungen. Wir glauben, dass die Bewertungen langfristig (etwa über Zeiträume von 5 bis 10 Jahren) eine entscheidende Rolle spielen, zyklische Faktoren und die Geldpolitik aber kurzfristig wichtiger sind (also auch über unseren 12-monatigen Prognosezeitraum).

Beginn eines neuen Zyklus

Das ist bedauerlich, weil wir Bewertungen messen können, aber nur raten können, wie sich der Konjunkturzyklus und der geldpolitische Zyklus weiterentwickeln werden. Nach einer kurzen und heftigen Rezession vermuten wir jetzt, dass sich die Weltwirtschaft in einer neuen Expansionsphase befindet. In der Tat scheinen einige Länder einen so starken Aufschwung erlebt zu haben, dass sich die Frage stellt, ob es sich hier einfach nur um einen externen Schock gehandelt hat und wir dorthin zurückgekehrt sind, wo wir waren (ohne die üblichen Bereinigungen, die eine Rezession mit sich bringen würde).

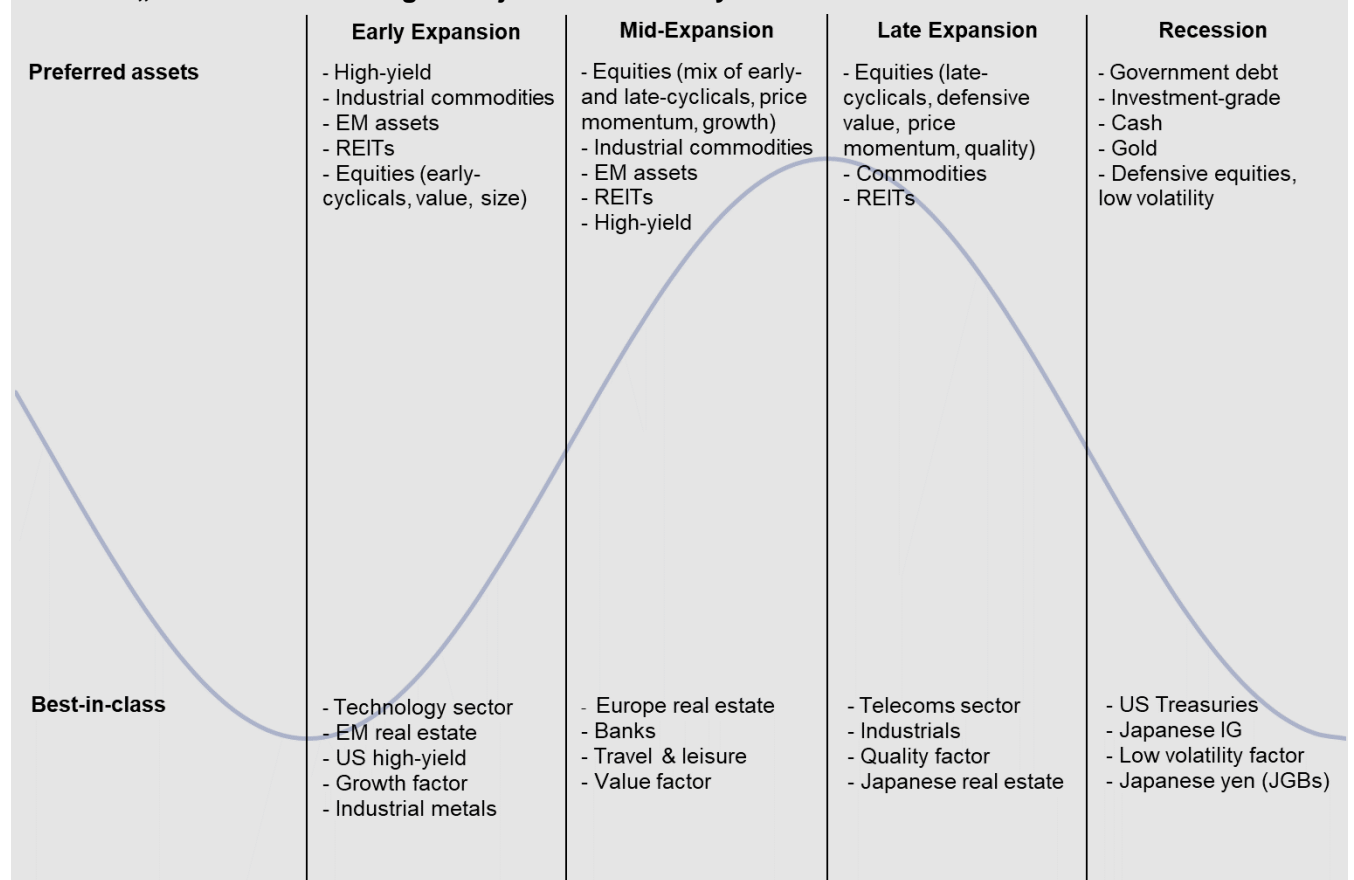
Präferenz für zyklische Anlagen

Glücklicherweise signalisieren unsere Analysen zur Entwicklung der Renditen von Anlageklassen im Verlauf von Konjunkturzyklen, dass die Gesamtpformance der Anlageklassen zwischen verschiedenen Expansionsphasen nicht sehr stark variiert, wobei Rohstoffe, Aktien, Immobilien und HY die tendenziell höchsten Renditen erzielen, obwohl HY häufig am schnellsten auf Wendepunkte reagiert. In Rezessionen sieht das Ranking komplett anders aus: Hier liegen defensive Anlagewerte ganz vorne (siehe **Abb. 10**).

Oder ist der alte Zyklus noch nicht vorbei?

Unsere Arbeitshypothese ist, dass die Weltwirtschaft aktuell am Beginn eines konjunkturellen Aufschwungs steht und sich über unseren zwölfmonatigen Prognosezeitraum in einer frühen oder mittleren Expansionsphase befinden wird. Das allein spräche aus unserer Sicht für zyklische Anlagen, wie in **Abbildung 10** dargestellt. Das einzige Risiko besteht darin, dass wir es vielleicht doch nicht mit einem neuen Konjunkturzyklus zu tun haben, sondern uns in der Endphase des vorhergehenden Zyklus befinden. In dem Fall könnte sich die durch Covid-19 ausgelöste Rezession lediglich als kurzes Zwischenspiel vor dem Beginn der eigentlichen Rezession erweisen.

Abb. 10 – „Best-in-Class“-Anlagen für jede Phase des Zyklus

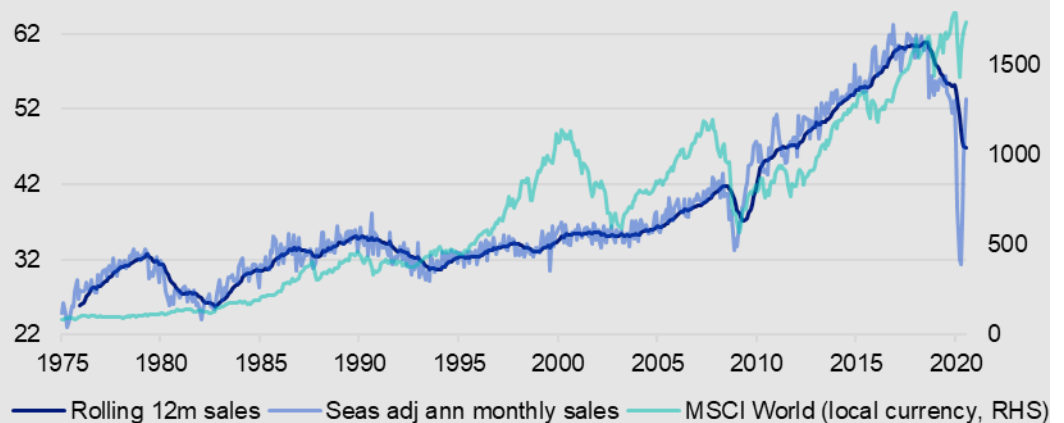


Die Abbildung verdeutlicht unsere Einschätzung dazu, welche Anlageklassen in den einzelnen Phasen des Konjunkturzyklus gewöhnlich besser abschneiden („Preferred Assets“ – bevorzugte Anlageklassen); diese beruht primär auf unseren in „Asset allocation in pictures“ im November 2017 veröffentlichten Analysen,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

Die Weltwirtschaft hatte bereits vor Covid an Dynamik verloren

Nach der kräftigen Erholung der Wirtschaft von ihrem im April markierten Tiefpunkt ist schwer zu sagen, wie steil der künftige Wachstumspfad ausfallen wird. **Abbildung 11** zeigt den von uns berechneten globalen Autoabsatz. Hier gibt es mehrere Auffälligkeiten: Erstens ist der Autoabsatz seit Mitte 2018 rückläufig und befand sich bereits auf einem nachhaltigen Abwärtstrend, als Covid-19 ausbrach. Zweitens markierten die Autoverkäufe im April 2020 ihren Tiefpunkt – 41% unter dem Wert von Dezember 2019 und halb so hoch wie zum Höchststand im August 2017 (auf saisonbereinigter Basis). Drittens waren die saisonbereinigten Autoverkäufe im Juli 2020 wieder auf das Niveau von Dezember 2019 zurückgekehrt (bislang haben noch zu wenig Länder Zahlen für August veröffentlicht, um eine globale Schätzung für diesen Monat abzugeben).

Abb. 11 – Weltweiter Pkw-Absatz (Mio.) und globale Aktien



Hinweis: Monatliche Daten von Januar 1975 bis Juli 2020 (MSCI World, Stand 31. August 2020). Auf Basis aggregierter nationaler Absatzzahlen aus Australien, Österreich, Belgien, Brasilien, Bulgarien, China, Zypern, der Tschechischen Republik, Dänemark, Estland, Finnland, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Hongkong, Ungarn, Island, Indien, Indonesien, Irland, Italien, Japan, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malaysia, Mexiko, den Niederlanden, Neuseeland, Norwegen, Panama, den Philippinen, Polen, Portugal, Rumänien, Singapur, der Slowakei, Slowenien, Südafrika, Südkorea, Spanien, Sri Lanka, Schweden, der Schweiz, Taiwan, Thailand, der Türkei, Großbritannien, den USA, Vietnam. Für alle Länder liegen Daten seit Januar 2011 vor; für den Zeitraum bis Dezember 2010 wurden globale Teilsummen um fehlende Länder adjustiert (und zur Vermeidung von Datendiskontinuitäten). Der letzte Monat, für den Daten für alle Länder vorliegen, ist März 2020. Die globalen Summen für Folgemonate basieren auf der Annahme, dass das Wachstum der globalen Summe im Vorjahresvergleich dem der Länder entspricht, für die Daten vorliegen. „Seas adj“ gibt an, dass die Zeitreihe zur Glättung der Daten saisonbereinigt wurde. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Quelle: Nationale Datenquellen, OECD, European Automobile Manufacturers' Association, Refinitiv Datastream, MSCI, Invesco

Sind wir auf den alten Abschwungpfad zurückgekehrt oder hat ein neuer Zyklus begonnen?

Dies wirft die Frage auf, ob sich die Autoverkäufe einfach nach einem externen Schock wieder erholt haben und jetzt wieder auf ihren vorherigen Abwärtstrend zurückgekehrt sind oder ein neuer Zyklus begonnen hat. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei den globalen Exporten. Diese hatten vor Ausbruch der Pandemie bereits an Schwung verloren und markierten mit einem Rückgang von -28% gegenüber dem Vorjahr im Mai einen Tiefstand, hatten sich aber im Juli bereits wieder auf -6% erholt (gemäß unserem eigenen aggregierten Wert, gemessen in SDRs).

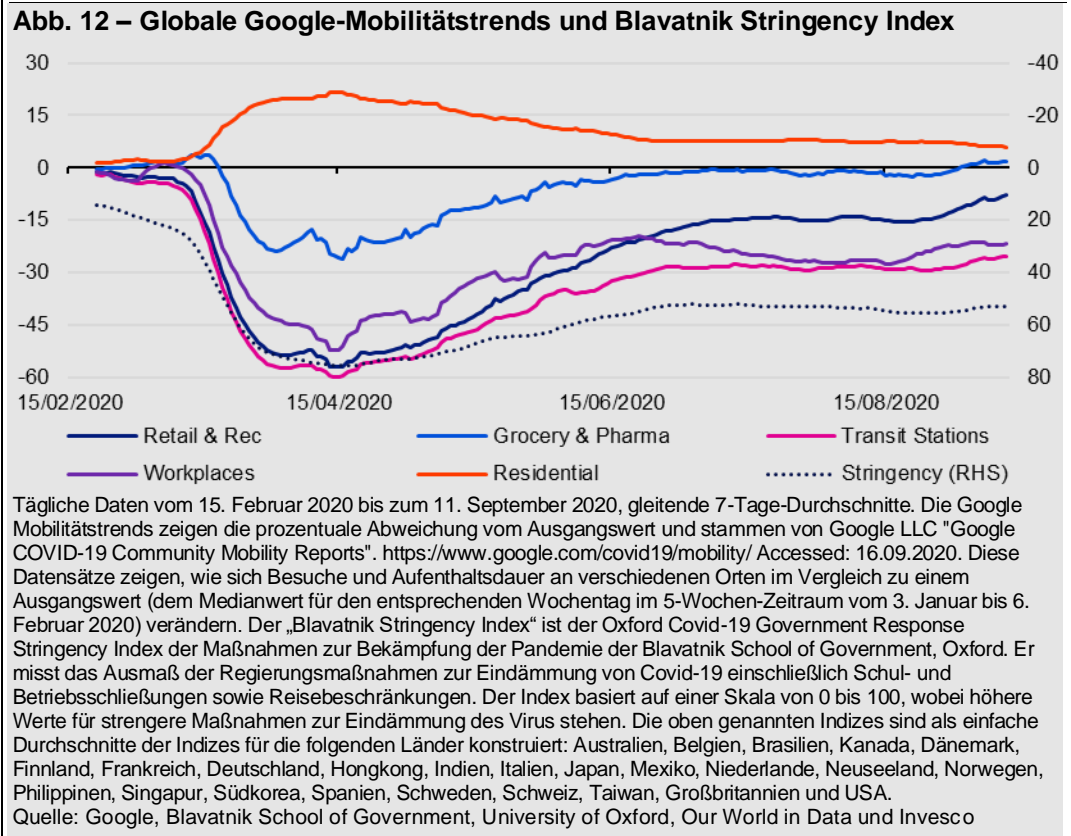
Die Mobilität scheint sich abgeflacht zu haben....

Die Einkaufsmanagerindizes zeichnen ein verwirrendes Bild für August: Während sich die Daten in einigen Ländern verbesserten (den USA zum Beispiel), gaben sie in anderen nach (zum Beispiel in der Eurozone). Ein Blick auf die Mobilitätsdaten kann Hinweise dazu geben, ob sich die Dynamik im August und September fortgesetzt hat. **Abbildung 12** vergleicht die Mobilitätsdaten von Google mit dem Blavatnik Stringency Index (dabei ist zu beachten, dass wir anhand der Durchschnitte für mehrere Länder eine globale Version der Indizes berechnet haben, wie in der Fußnote zur Grafik erläutert).

....mit der erneuten Verhängung von Lockdowns

Die Strenge der Maßnahmen zur Eindämmung von Covid-19 scheint in den letzten Monaten im Schnitt abgeflacht zu sein. Gleichzeitig hat sich auch die wirtschaftliche Aktivität – gemessen an der Mobilität rund um die Geschäfte und Arbeitsplätze – abgeflacht (wir vermuten, dass die jüngste Zunahme der Aktivität mit dem Beginn des neuen Schuljahres in vielen Ländern nach der vorhergehenden Sommerferienflaute zu tun hat).

Bei der Interpretation der Daten ist allerdings Vorsicht geboten, da die Blavatnik-Indizes die strengsten Maßnahmen in einem Land berücksichtigen. Aufgrund der inzwischen stärker lokalisierten Lockdowns ist ein beliebiges Indexniveau daher vermutlich mit einem geringeren wirtschaftlichen Schaden verbunden, als dies beispielsweise im März der Fall gewesen wäre. Die im Spätsommer eingesetzte Belebung der Aktivität rund um Lebensmittelgeschäfte, andere Geschäfte und Freizeiteinrichtungen könnte somit mit der Abflachung der Strenge der Lockdown-Maßnahmen in Einklang stehen, auch wenn sich das Aktivitätsniveau zugegebenermaßen weniger stark verändert hat als in der Zeit von April bis Juli.

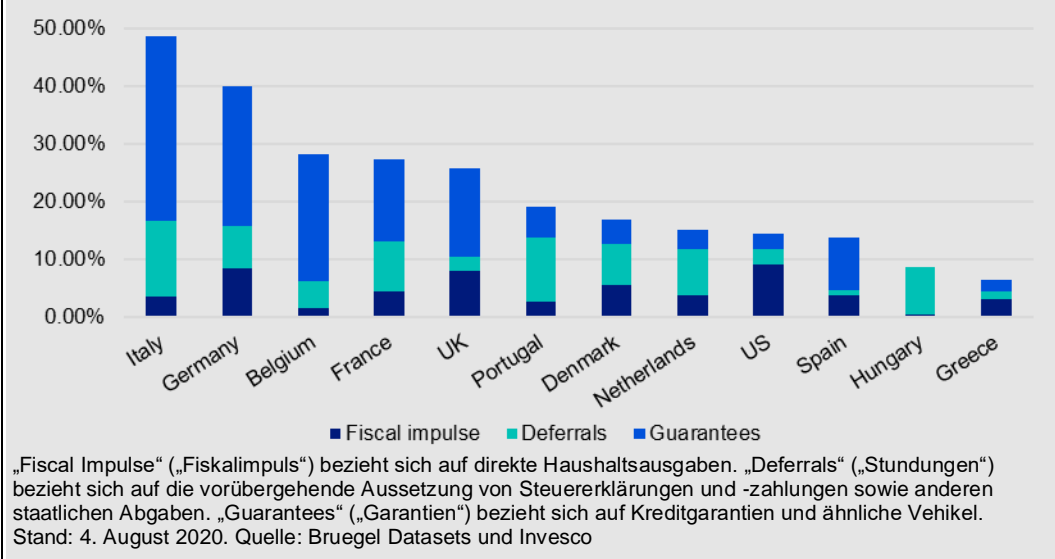


Wann werden die Regierungen die Stimulusmaßnahmen zurückfahren und dann versuchen, die Schuldenlücke zu schließen?

Mit Blick auf die nächsten Quartale ist ein Sorgenfaktor die zu erwartende Rücknahme der enormen staatlichen Unterstützung. **Abbildung 13** verdeutlicht das Ausmaß dieses Problems: Viele Regierungen scheinen zusätzliche Mittel in Höhe von mehr als 20% des 2019 erwirtschafteten BIP locker gemacht zu haben, um ihre Volkswirtschaften am Laufen zu halten. In vielen Fällen wurde diese Unterstützung allerdings größtenteils in Form von Kreditbürgschaften geleistet (z.B. 32% des BIP in Italien und 24% in Deutschland). So wichtig diese Garantien auch gewesen sind, ist unklar, in welchem Umfang sie tatsächlich in Anspruch genommen wurden. Auch dürften die daraus resultierenden Kredite kaum rasch wieder abgezahlt werden.

Problematischer wird die Abschaffung/Rückführung von Stundungen (z.B. aufgeschobene Steuerzahlungen) und direkten Ausgaben (z.B. Beschäftigungsförderungsprogramme) sein. Dies könnte direkte wirtschaftliche Auswirkungen durch Faktoren wie eine höhere Arbeitslosigkeit oder geringere Liquidität haben. Noch schlimmer ist, dass die Regierungen möglicherweise den in diesem Jahr entstandenen finanziellen Schaden wiedergutmachen müssen (beispielsweise schätzt das UK Office for Budget Responsibility inzwischen, dass sich die Staatsverschuldung in Großbritannien 2020/21 auf 106% des BIP belaufen wird, nachdem es im März noch mit 77% gerechnet hatte).

Abb. 13 – Fiskalpolitische Unterstützung, große Industrieländer (% des BIP 2019)



Die US-Regierung hat die umfangreichste direkte Unterstützung geleistet....

Unter den in **Abbildung 13** aufgeführten Ländern hat die US-Regierung das größte Fiskalpaket verabschiedet (schätzungsweise 9% des BIP), das Maßnahmen wie höhere Gesundheitsausgaben umfasst sowie Direktzahlungen für private Haushalte und Subventionen für Unternehmen, die Arbeitsplätze sichern (zunächst als Kredite vergeben, die aber erlassen werden können, wenn Arbeitsplätze beibehalten werden). In den USA beliefen sich die Stundungen von Zahlungen auf weitere 3% des BIP und umfassten vor allem den Aufschub von Zahlungen des Arbeitgeberanteils zur Sozialversicherung bis zum 1. Januar 2021 und die Schuldenstundung von Studentenkrediten (bis zum 30. September 2020).

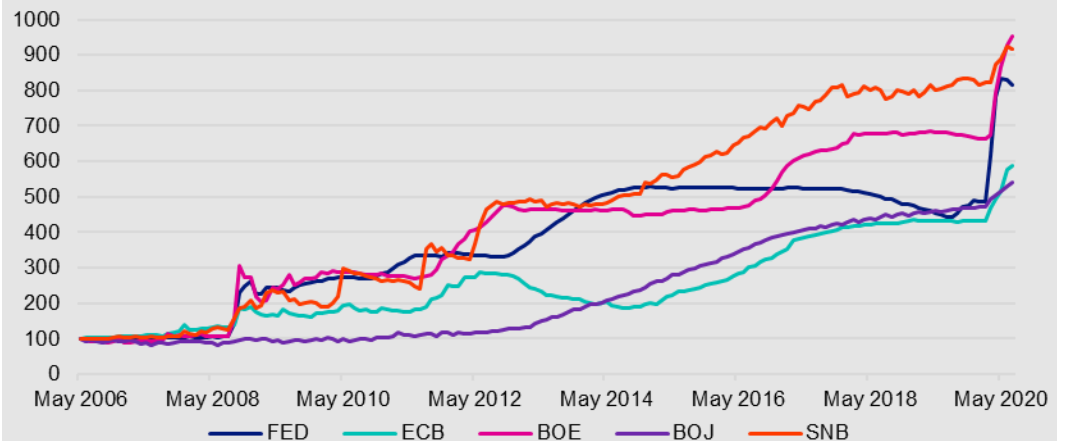
...aber wenn Stundungen dazugezählt werden, sind Italien und Deutschland führend

Addiert man fiskalische Impulse und Stundungen, liegen erneut Italien und Deutschland ganz vorne mit einem Volumen von insgesamt 15%-17% des BIP. Dies hat sicherlich maßgeblich dazu beigetragen, dass ein noch heftigerer Absturz der Wirtschaft in diesen Ländern verhindert wurde, wird aber den gegensätzlichen Effekt haben, wenn diese Maßnahmen zurückgenommen oder nicht verlängert werden. Daher bezweifeln wir, dass der aktuelle globale Aufschwung reibungslos verlaufen wird, und es würde uns nicht überraschen, wenn die Erholung in den nächsten Quartalen ins Stottern geraten sollte – vor allem, wenn die Regierungen versuchen sollten, neue Steuern zu erheben oder Ausgaben zu kürzen, um die Verschuldung zu früh unter Kontrolle zu bringen.

Die Zentralbanken haben die Finanzmärkte gestützt

Genauso wichtig (und für die Finanzmärkte vielleicht noch wichtiger) war und ist die Geldpolitik der großen Zentralbanken, die vor allem mit Assetkäufen für Unterstützung gesorgt haben. **Abbildung 14** zeigt die Entwicklung der Bilanzen der wichtigsten Zentralbanken seit Mai 2006 – seither ist die Bilanz der Fed um das Achtfache angewachsen und die der BOE und der Schweizer Nationalbank (SNB) um das Neunfache. Bis die BOE-Bilanz im Zeitraum davor um das Neunfache angewachsen war (auf das Niveau von 2006), vergingen 30 Jahre – und das in einem Zeitraum, in dem die Inflation viel höher war als seit 2006.

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



Hinweis: monatliche Daten von Mai 2006 bis August 2020. Stand: 7. September 2020.
Quelle: BOE, Refinitiv Datastream und Invesco

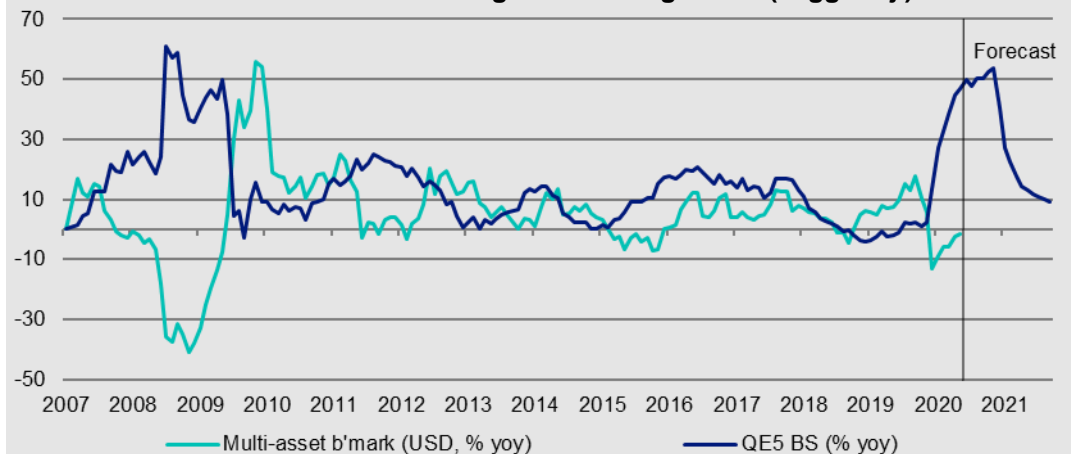
Die Fed, die BOE und die EZB waren am aktivsten

Obwohl die Ausweitung der Zentralbankbilanzen im Jahr 2020 dramatisch erscheint, ist sie (in den meisten Fällen) prozentual geringer als 2008-9, wie in **Abbildung 15** ersichtlich. Trotzdem ist es zu einer starken Bilanzausweitung gekommen, vor allem bei der Fed, der BOE und der EZB. Angesichts der Bedeutung der erweiterten Assetkaufprogramme vermuten wir, dass die Maßnahmen der Zentralbanken seit Februar 2020 eine wichtige Rolle bei der Unterstützung der Finanzmärkte gespielt haben. Mit dieser Ansicht stehen wir nicht allein da: Eine interessante wissenschaftliche Untersuchung kommt zu dem Schluss, dass die Fed-Maßnahmen für ein Drittel der Erholung des S&P 500 von März bis Mai 2020 verantwortlich waren (siehe Putnins T.J.: *From free markets to Fed markets: how unconventional monetary policy distorts equity markets*. University of Technology Sydney, Stockholm School of Economics in Riga).

Wir bezweifeln, dass die Zentralbanken über die gesamten nächsten zwölf Monate so großzügig bleiben werden

Auf dieser Grundlage halten wir es für vernünftig anzunehmen, dass die US-amerikanischen und europäischen Kapitalmärkte größere Unterstützung erfahren haben als andere Märkte. Wie **Abbildung 15** zeigt, rechnen wir für 2021 mit einer weniger expansiven Geldpolitik der großen Zentralbanken, wodurch sich das Bilanzwachstum bis zum Ende des kommenden Jahres auch wieder normalisieren sollte. Implizit bedeutet das eine Rückführung der Anleihenkäufe („Tapering“), aber keine eigentliche Straffung durch Zinserhöhungen oder eine Bilanzverkleinerung.

Abb. 15 – QE5-Bilanzen und Renditen globaler Anlagewerte (% ggü. Vj.)

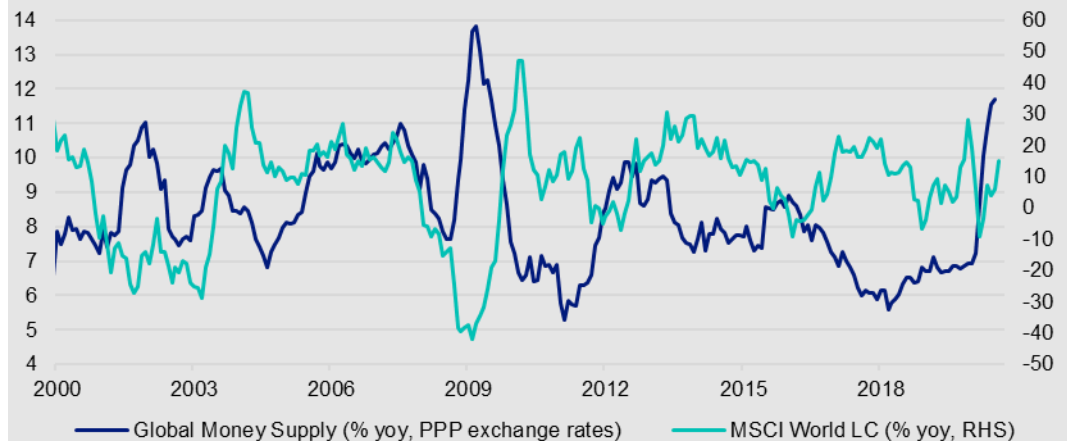


Hinweis: * QE5 bezieht sich auf die aggregierte Bilanzsumme von Fed, EZB, BOE, BOJ und SNB in USD, umbasiert auf 100 im Mai 2006. Prognose berücksichtigt geplante Anleihekäufe der Notenbanken, lässt andere Wachstumsquellen aber unberücksichtigt. Die Fed hat unbegrenzte Assetkäufe angekündigt und wird dabei vermutlich wie folgt vorgehen: 120 Mrd. USD pro Monat für den Rest des Jahres 2020, 60 Mrd. USD pro Monat in H1 2021 und 30 Mrd. USD pro Monat in H2 2021. Die EZB plant 1,1 Billionen EUR an Anleihekäufen im Jahr 2020 und will ihre Ankäufe in H1 2021 fortsetzen: Wir rechnen mit 130 Mrd. USD pro Monat bis Juni 2021 und einer anschließenden Halbierung dieser Rate. Die BOJ hat eine Verdoppelung ihrer ETF-Ankäufe angekündigt. Wir gehen von monatlichen Assetkäufen im Volumen von 45 Mrd. USD im Jahr 2020 und von 30 Mrd. USD im Jahr 2021 aus. Die BOE hat Assetkäufe im Volumen von 200 Mrd. GBP angekündigt (wir gehen davon aus, dass diese im Jahresverlauf 2020 reibungslos durchgeführt werden und die Ankäufe im Jahr 2021 halbiert werden). Die SNB hat keine Pläne angekündigt. Wir gehen aber davon aus, dass sie im Jahresverlauf 2020 Ankäufe von 10 Mrd. USD pro Monat durchführen wird und diese dann 2021 halbieren wird. Der Multi-Asset-Referenzindex ist ein festgewichteter Index, der auf der neutralen Asset Allokation des Asset Allocation Research Teams von Invesco basiert. Von Mai 2007 bis Dezember 2021. Stand: 31. August 2020. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge.
Quelle: BOE, Refinitiv Datastream und Invesco

Die Rückführung der Anleihekäufe könnte die Märkte belasten, aber ein starkes Geldmengenwachstum könnte stützend wirken

Die Frage ist, ob die Rückführung der Anleihekäufe zu einer starken Belastung für die Märkte werden könnte. Die Antwort hängt davon ab, wie man die jüngste, in **Abbildung 15** dargestellte Diskrepanz zwischen den Bilanzen und Kapitalmarktrenditen interpretiert: Werden die Assetrenditen letztlich die Bilanzen einholen oder hat die massive Bilanzausweitung einfach nur einen Einbruch der Assetwerte, wie wir ihn 2008-9 gesehen haben, verhindert? Wie **Abbildung 16** zeigt, hat sich das globale Geldmengenwachstum stark beschleunigt. Das signalisiert, dass die Maßnahmen der Zentralbanken Wirkung zeigen, mit entsprechenden möglichen Auswirkungen auf die Realwirtschaft, die Inflation und die Aktienmärkte. Am stärksten wächst die Geldmenge in der Türkei (+43% ggü. Vj.) und den USA (+23%), aber in vielen anderen Ländern wächst die breite Geldmenge ebenfalls mit Raten von über 10%.

Abb. 16 – Globales Geldmengenwachstum und Aktien (% ggü. Vj.)



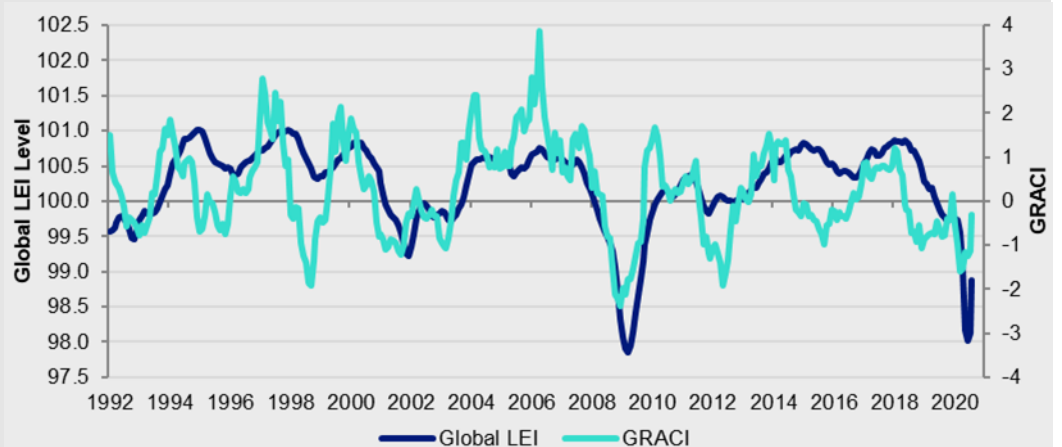
Hinweis: Monatliche Daten von Januar 1983 bis August 2020 (Juli 2020 für die Geldmenge). Auf Basis der aggregierten Geldmengenaggregate (gewöhnlich M3) für folgende Länder: Australien, Brasilien, Kanada, Chile, China, Kolumbien, Costa Rica, Tschechische Republik, Dänemark, Eurozone, Ungarn, Island, Indien, 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.

Das IIS-Team von Invesco bestätigt, dass der Risikoappetit zunimmt

Von Wirtschaft bis Finanzmärkte

Die beschriebenen Entwicklungen signalisieren, dass die Wirtschaft die Talsohle durchschritten hat und wir tendieren zu der Auffassung, dass wir am Beginn eines neuen Konjunkturzyklus stehen (wobei Restzweifel bleiben). Wir glauben, dass die Regierungen eine viel dramatischere wirtschaftliche Entwicklung verhindert haben und die Zentralbanken geholfen haben, einen finanziellen Zusammenbruch abzuwenden, nun aber weniger Unterstützung leisten werden. Was die Finanzmärkte angeht, zeigt **Abbildung 17**, dass der Risikoappetit wieder zunimmt. Die Abbildung zeigt den Global Risk Appetite Cycle Indicator (GRACI) des Invesco Investment Solutions (IIS) Teams, einen aggregierten Indikator für die Performance von risikoreicheren gegenüber sichereren Anlageklassen, der auf eine Stimmungsaufhellung hindeutet.

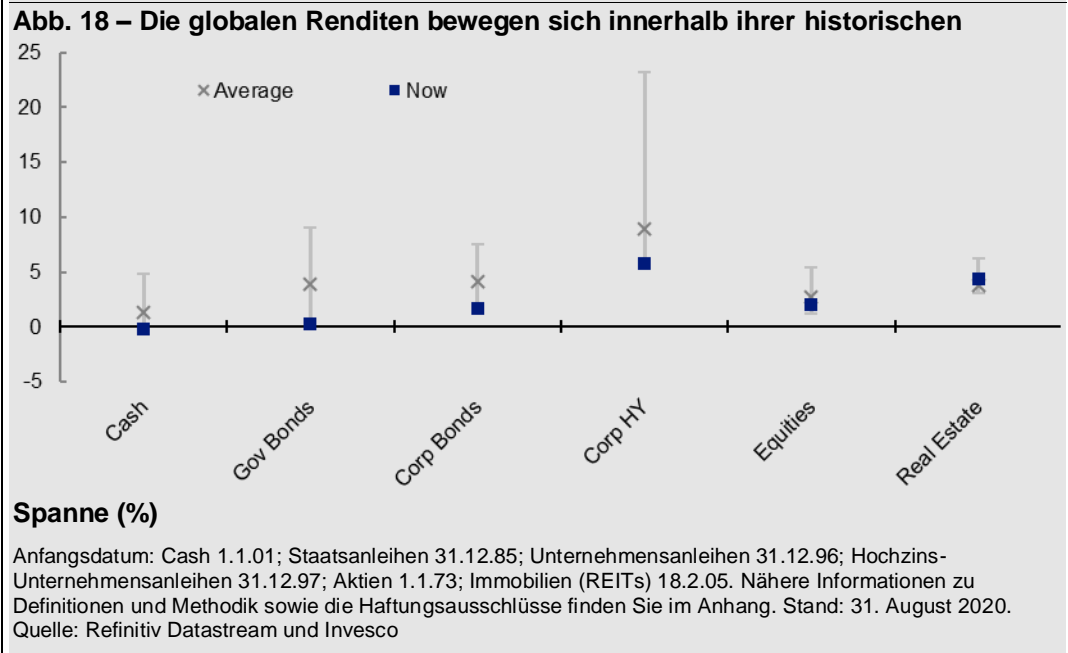
Abb. 17 – Globaler Risikoappetit und globaler Konjunkturzyklus



Hinweis: Monatliche Daten von Januar 1992 bis August 2020 (Stand 31. August 2020). Global LEI (Leading Economic Indicator) und GRACI (Global Risk Appetite Cycle Indicator) bereitgestellt durch Invesco Investment Solutions (IIS). Global LEI ist ein gewichteter Durchschnitt der Frühindikatoren für 23 Länder (sowohl entwickelte als auch aufstrebende Länder). GRACI ist ein Maß der relativen risikobereinigten Performance zwischen risikoreicheren und sichereren Anlageklassen (es misst, wie gut die Investoren im Schnitt für das Eingehen zusätzlicher Risiken an den globalen Finanzmärkten vergütet worden sind (auf nachlaufender mittelfristiger Basis). Ein Anstieg des Index signalisiert eine sich verbessernde Marktstimmung und umgekehrt. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.
Quelle: Federal Reserve, BEA, Moody's, Invesco Investment Solutions

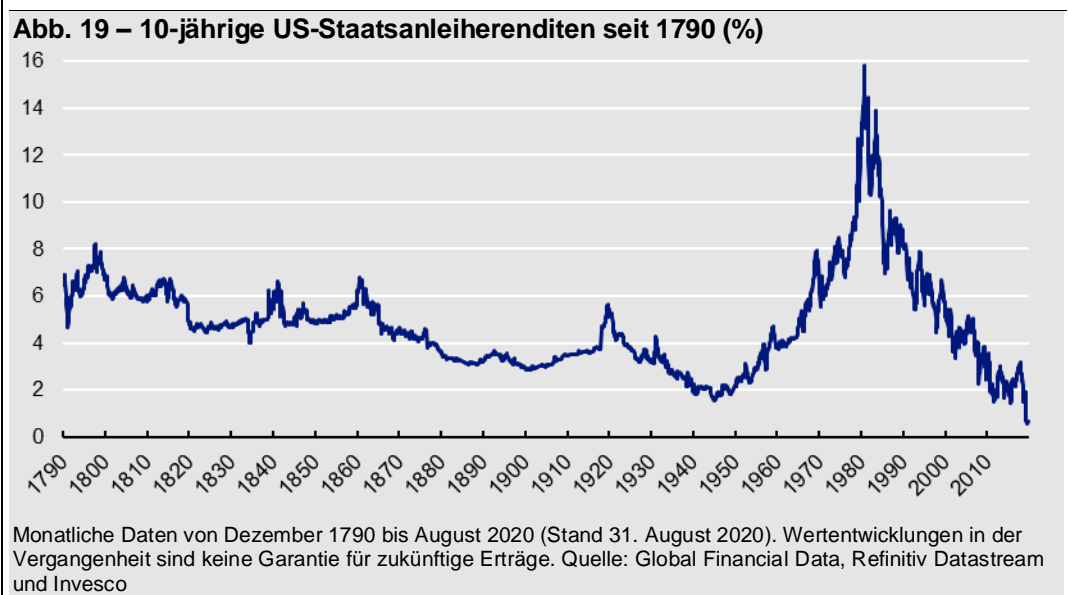
Die niedrigen Renditen begrenzen das Renditepotenzial, wobei die Renditen von HY, Immobilien und EM-Anleihen am höchsten sind

Die Zentralbankinterventionen und die Aufhellung der Marktstimmung haben Anlegern in den vergangenen Monaten zwar gute Renditen beschert, könnten aber auch das Potenzial für weitere Kursgewinne begrenzen. **Abbildung 18** zeigt, dass sich die globalen Anleiherenditen auf historischen Tiefständen bewegen und auch die Aktienrenditen unter ihrem historischen Durchschnitt liegen. Die einzige Anlageklasse, die höhere Renditen als normal bietet (Immobilien) hat durch die weitreichende Umstellung auf die Arbeit im Homeoffice mit fundamentalen Problemen zu kämpfen. **Anhang 1** gibt einen detaillierten regionalen Überblick und signalisiert, dass Emerging-Market-Anlagen weiter relativ attraktiv sind.



Die US-Staatsanleiherenditen sind so niedrig wie nie zuvor

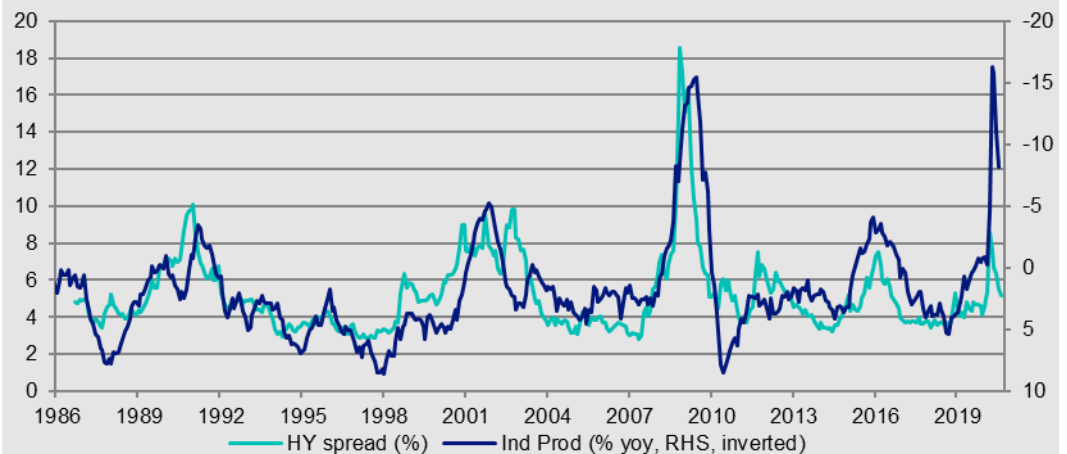
Abbildung 19 zeigt, dass die US-Staatsanleiherenditen noch nie so niedrig waren – weder während der Großen Depression noch während des Zweiten Weltkriegs, als die Fed die Anleiherenditen festsetzte. Das ist kein guter Ausgangspunkt, zumal die Anlageerträge mittelfristig stark mit den Renditen korreliert sind (und beim Halten bis zur Fälligkeit einer Anleihe der Endfälligkeitsrendite zum Kaufzeitpunkt entsprechen).



HY- und IG-Spreads entsprechen der historischen Norm und wir bevorzugen Cash gegenüber Staatsanleihen

Abbildung 20 signalisiert, dass sich die Spreads US-amerikanischer Hochzinsanleihen (gegenüber US-Staatsanleihen) im mittleren Bereich der historischen Spanne bewegen. So niedrig (**Abb. 18**) sind die HY-Renditen daher nur, weil die Staatsanleiherenditen so niedrig sind wie nie zuvor. Obwohl die HY-Renditen absolut betrachtet niedrig sind, was das Potenzial für attraktive Anlageerträge naturgemäß begrenzt (vor allem angesichts der steigenden Zahlungsausfälle in einem rezessionären Umfeld), scheint es immer noch einen nennenswerten (wenn auch kleineren) Puffer gegenüber den Staatsanleiherenditen zu geben. Da wir ein relatives Vertrauen in den Konjunkturzyklus haben, erwarten wir, dass HY im kommenden Jahr besser performen werden als Staatsanleihen. Eine ähnliche Analyse der IG-Spreads in den USA kommt zum gleichen Schluss – dass die IG-Spreads im mittleren Bereich der historischen Spanne liegen, weshalb wir davon ausgehen, dass IG im kommenden Jahr höhere Erträge abwerfen werden als Staatsanleihen.

Abb. 20 – HY-Spreads und die Wirtschaft in den USA



Hinweis: Monatliche Daten von Januar 1986 bis August 2020 (Stand 31. August 2020). „HY-Spread“ ist die Differenz zwischen der Rendite des BAML US High-Yield Corporate Index und 10-jähriger US-Staatsanleihen (Treasuries). „Ind Prod“ zeigt die prozentuale Veränderung der US-Industrieproduktion im Vergleich zum Vorjahr Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Quelle: BAML, Global Financial Data, Refinitiv Datastream und Invesco

Wir haben eine Präferenz für EM-Anleihen

Das gleiche gilt für die Spreads von Staatsanleihen der Schwellenländer, die jetzt wieder im historischen Normbereich liegen (siehe **Abbildung 21**). Auch wenn die Erträge aus Schwellenländeranleihen künftig nicht mehr so hoch sein könnten wie zuvor (siehe 3-Monats-Renditen in **Anhang 2**), glauben wir, dass die aktuellen Emerging-Market-Spreads in einem neuen Konjunkturzyklus ausreichend hoch sein werden, damit die Anlageklasse über die nächsten zwölf Monate höhere Erträge liefert als Anlagen in Industrieländeranleihen. Wie an den Kreditmärkten ist auch hier möglich, dass es in den nächsten zwölf Monaten zu einer phasenweise erhöhten Volatilität kommt. Insgesamt sind die Spreads unserer Ansicht nach aber weit genug.

Abb. 21 – Spread von Emerging-Market-Staatsanleihen in harter Währung (%)



Hinweis: Monatliche Daten von Februar 2003 bis August 2020 (Stand 31. August 2020). Der Renditespread (Yield Spread) bezieht sich auf den Yield-to-Worst des Bloomberg Barclays EM USD Aggregate 7-10 Year Index abzüglich der Rendite 10-jähriger US Treasury Notes. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge.

Quelle: Barclays Bloomberg, Refinitiv Datastream und Invesco.

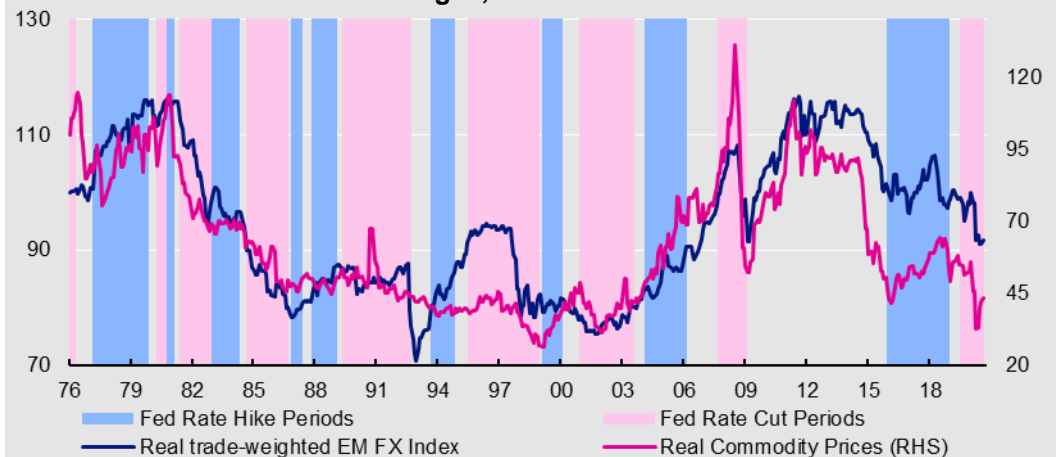
Entwicklung der Rohstoffpreise wichtiger für EM-Währungen als Fed-Politik

Was die Schwellenländer betrifft, lohnt sich ein kritischer Blick auf die Währungen, um sicherzustellen, dass diese nicht zu stark unter Druck geraten könnten. Es wird allgemein angenommen, dass die Fed-Politik den größten Einfluss auf die Währungen der Schwellenländer hat. Dem stimmen wir nicht zu. **Abbildung 22** zeigt unseren eigenen Index für EM-Währungen, auf Basis der realen handelsgewichteten Werte gegenüber dem US-Dollar. Wir stellen keinen systematischen Zusammenhang mit Phasen der Fed-Straffung oder -Lockerung fest. Stattdessen scheinen die Rohstoffpreise der dominante Einflussfaktor zu sein. Da viele Schwellenländer Rohstoffe exportieren, macht das Sinn.

Wir halten die Schwellenländerwährungen für vernünftig bewertet

Auf dieser Grundlage sollte es auch nicht überraschend sein, dass die EM-Währungen während der Pandemie-Panik, als die Rohstoffpreise nachgaben, an Wert verloren. Seither haben die Rohstoffpreise aber wieder etwas Boden gutgemacht und die EM-Währungen haben sich stabilisiert. Angesichts der Tatsache, dass die Rohstoffpreise nicht mehr überreizt erscheinen und sich die EM-Währungen im mittleren Bereich ihrer historischen Spanne bewegen, sehen wir keine kurzfristigen Faktoren, die diese Währungen unter Druck setzen könnten – es sei denn, die Welt wird in eine zweite schwere Rezession gestürzt, was wir für unwahrscheinlich (wenn auch nicht unmöglich) halten.

Abb. 22 – Schwellenländerwährungen, Rohstoffe und die Fed

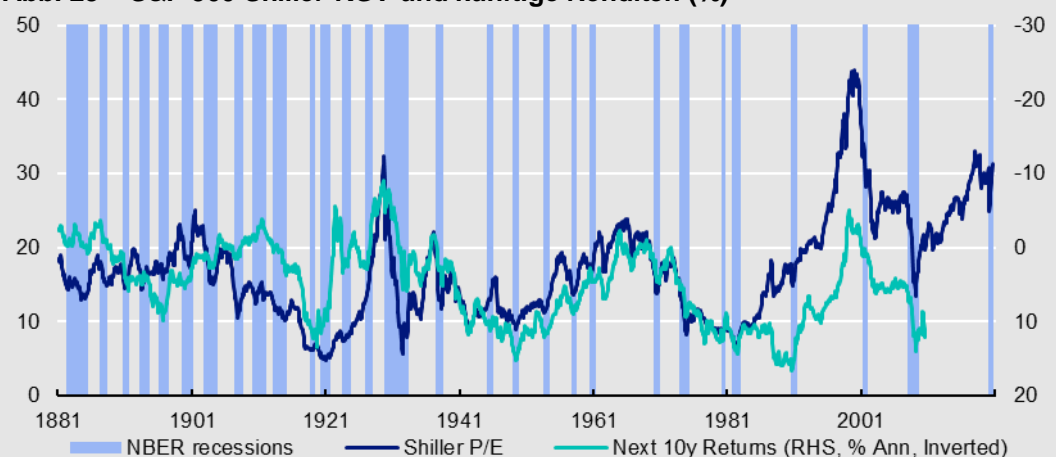


Hinweis: monatliche Daten von Januar 1976 bis August 2020. Beim realen, handelsgewichteten EM-Währungsindex handelt es sich um einen handelsgewichteten Durchschnitt der nationalen Währungen gegenüber dem US-Dollar (die Handelsgewichte basieren auf den gesamten Handelsströmen jedes Landes). Der EM-Korb enthält 18 Währungen – die von China, Brasilien, Südkorea, Mexiko, Singapur, Indien, Russland, Polen, Thailand, Türkei, Tschechischer Republik, Malaysia, Indonesien, Ungarn, Philippinen, Südafrika, Chile und Nigeria (nach der Höhe der Handelsströme). Die Inflationsbereinigung basiert auf den nationalen Verbraucherpreisindizes gegenüber dem CPI-Index der USA. Der reale Rohstoffpreisindex basiert auf dem S&P GSCI Commodity Spot Price Index, adjustiert anhand des US-amerikanischen Verbraucherpreisindex (CPI). Alle Indizes im Januar 1976 auf 100 umbasiert. Stand Mai 2020. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge.
Quelle: IWF, OECD, Oxford Economics, S&P GSCI, Bloomberg L.P., Refinitiv Datastream und Invesco.

Aktien erscheinen relativ teuer, vor allem in den USA

Wenn wir vermuten, dass sich eine zyklische Anlageklasse (Rohstoffe) den Bewertungstiefständen der letzten Jahrzehnte genähert hat (gemessen an den realen Preisen), was ist dann mit Aktien? Wie bereits erwähnt, liegt die Dividendenrendite globaler Aktien unter dem historischen Durchschnitt (**Abb. 18**), wobei **Anhang 2** zeigt, dass diese Problematik vor allem die USA (und Großbritannien) betrifft. Mitten in einer Ertrags- und Dividendenrezession ist es immer schwierig, die Aktienbewertungen zu beurteilen. Deshalb orientieren wir uns lieber an zyklusbereinigten Indikatoren wie dem Shiller-KGV. Wie **Abbildung 23** zeigt, fiel das Shiller-KGV des S&P 500 zu Beginn der Rezession zunächst (das NBER datiert den Beginn der Rezession auf Februar 2020), erholte sich dann aber rasch wieder und lag Ende August bei rund 31. Die in dieser Grafik dargestellten Daten signalisieren, dass das kein guter Ausgangspunkt für attraktive langfristige Erträge ist (egal, was kurzfristig passiert).

Abb. 23 – S&P 500 Shiller-KGV und künftige Renditen (%)



Monatliche Daten von Januar 1881 bis August 2020 (Stand 31. August 2020). NBER-Rezessionen sind wirtschaftliche Rezessionsphasen in den USA gemäß der Definition des US National Bureau of Economic Research. Vergangenheitswerte geben keinen Aufschluss über die künftige Wertentwicklung. Die Definitionen und Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang.
Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, NBER, Robert Shiller und Invesco

Gibt es Kursblasen?

Überbewertungen sind eine Sache, Kursblasen eine ganz andere (und gefährlichere). Angesichts des dramatischen Kurssturzes zu Beginn der Pandemie scheint kaum vorstellbar, dass es an den Aktienmärkten zu einer Blasenbildung gekommen sein könnte. Um dies zu beurteilen, haben wir unser erstmals im Mai 2019 eingeführtes „Mania Template“ wieder hervorgeholt. Es basiert auf 15 zurückliegenden Markt-Manien (siehe [The shape of a bubble](#)). Wie **Abbildung 24** verdeutlicht, verdoppeln sich die Assetpreise in den letzten zwölf Monaten einer Manie gewöhnlich und steigen ganz zum Schluss noch einmal exponentiell (in den letzten drei Monaten gewöhnlich um 40%). Man beachte die annähernde Symmetrie: Nach dem Platzen der Blase spiegelt der Abwärtspfad die Aufwärtsphase fast exakt wider.

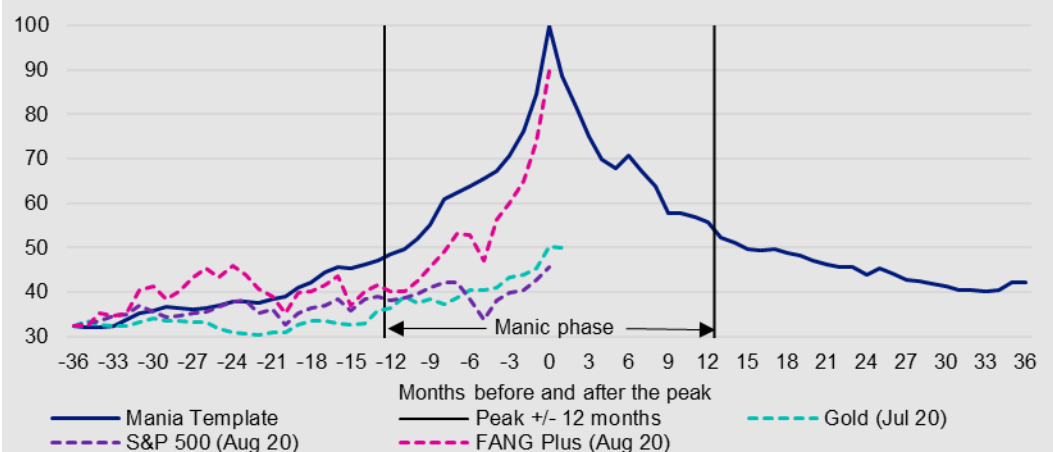
FANG-Aktien scheinen sich in einer Blase zu befinden...

In **Abbildung 24** vergleichen wir mehrere Anlagewerte mit diesem Template. Unter den großen Anlagegruppen könnten der S&P 500 und Gold teuer erscheinen (siehe spätere Abschnitte); Anzeichen einer Markt-Manie sehen wir hier allerdings nicht. Das bedeutet aber nicht, dass es nicht in einzelnen Segmenten der US-Aktienmärkte zu einer Blasenbildung gekommen sein könnte. Beispielsweise zeigen wir den NYSE FANG-Plus Index, dessen Komponenten zu großen Teilen zu den wahrgenommenen Gewinnern der Pandemie gehören. Dieser Index scheint unserem Mania Template in den vergangenen Monaten gefolgt zu sein, was uns zumindest nachdenklich stimmt.

...mit potenziell weitreichenderen Auswirkungen

Wie immer in einer Markt-Manie gibt es gute Gründe, davon auszugehen, dass die Unternehmen im FANG Plus gut performen werden. Die Trends, von denen sie ohnehin bereits profitiert hatten, wurden durch Covid-19 nochmals verstärkt – zum Beispiel der Onlineeinkauf und das Arbeiten im Homeoffice. In jeder Markt-Manie kommt aber irgendwann der Punkt, an dem die Euphorie (und die Angst, etwas zu verpassen) die Kurse über ein vertretbares Niveau hinaustreibt, und wir fürchten, dass dies bei den FANG Plus Aktien bereits passiert sein könnte. Wenn es sich nur um einen kleinen Bereich des US-Aktienmarktes handeln würde, müsste uns dies keine zu großen Sorgen bereiten. Die Marktkapitalisierung des FANG Plus Index beträgt aber rund 22% des S&P 500 (Stand 8. September 2020). Daher könnte ein signifikanter Wertverlust dieses Index den Gesamtmarkt ins Minus drücken. Die hohe Konzentration dieser Aktien in den USA könnte sich nicht mehr als Segen, sondern als Fluch erweisen. Wie wir Anfang September sehen, könnten derartige Rückschläge andere Märkte nicht ganz so hart treffen – komplett verschont blieben sie aber nicht.

Abb. 24 – Wo sind die Blasen?

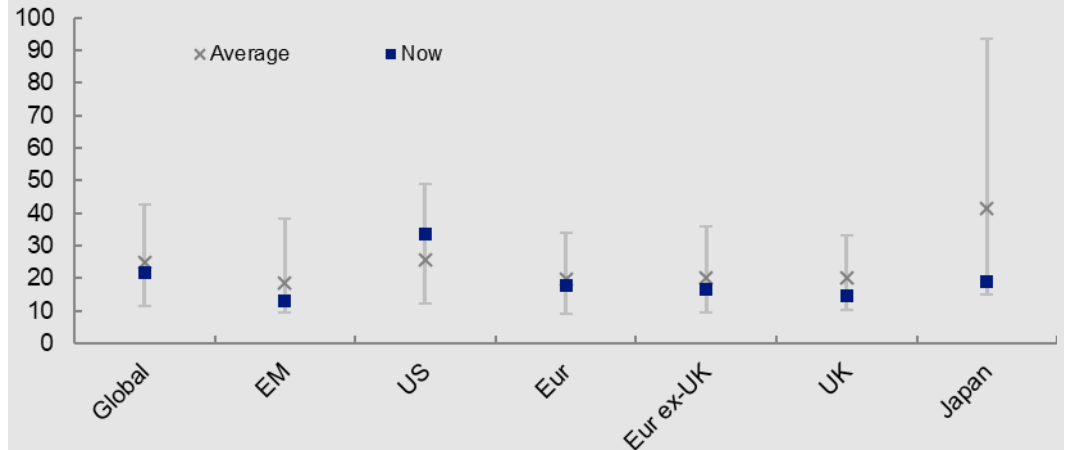


Hinweis: Auf Basis monatlicher Daten. Nähere Informationen zur Methodik des „Mania Template“ finden Sie im Anhang. „S&P 500“ und „FANG Plus“ wurden auf Basis der Hypothese konstruiert, dass der 31. August 2020 den Höchststand markierte (Monat null), während „Gold“ den 31. Juli 2020 als Höchststand verwendet. NYSE FANG Plus ist ein gleichgewichteter Index, der ein Segment des Technologie- und zyklischen Konsumsektors der USA abbilden soll. Weitere Informationen zur Vermögenszusammensetzung finden Sie im Anhang. Vergangenheitswerte geben keinen Aufschluss über die künftige Wertentwicklung einer Anlage.
Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Die Aktienmärkte außerhalb der USA erscheinen weiterhin günstiger bewertet

Glücklicherweise sind die CAPEs in anderen Aktienmärkten nicht so erhöht wie in den USA, weder auf absoluter Basis noch im historischen Vergleich (siehe **Abb. 25**). Auf dieser Grundlage sind wir der Ansicht, dass die Märkte außerhalb der USA langfristig mehr Potenzial bieten, obwohl wir glauben, dass alle Märkte in den nächsten zwölf Monaten durch ein dürftiges Dividendenwachstum (im Rahmen des von uns erwarteten holprigen Aufschwungs) und die bereits recht niedrigen Renditen unter Druck stehen werden.

Abb. 25 – Historische CAPE-Spannen

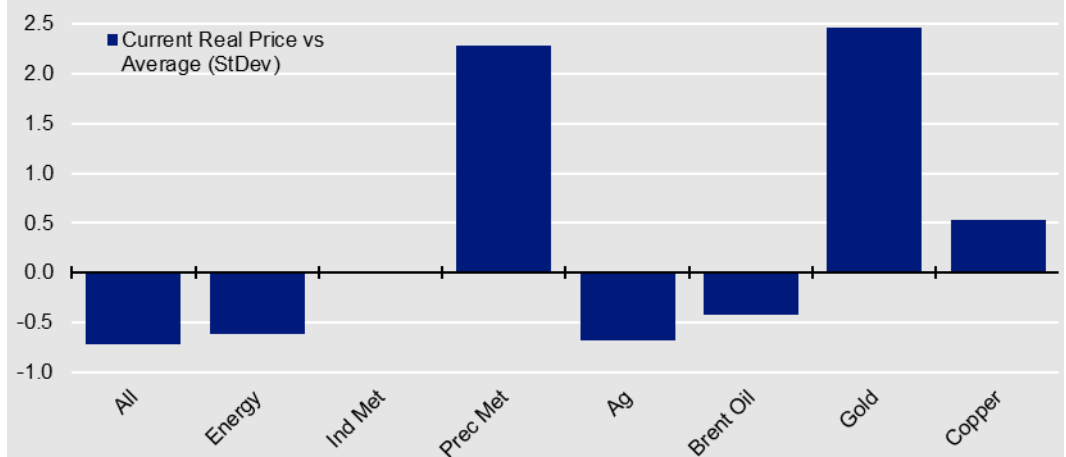


Hinweis: CAPE = Cyclically Adjusted Price/Earnings (zyklusbereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis) auf Basis der durchschnittlichen Gewinne über gleitende 10-Jahres-Zeiträume. Ab 1983 (mit Ausnahme von EM: ab 2005). Stand: 31. August 2020. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Unserer Ansicht nach bieten Immobilienanlagen attraktive Renditen, vor allem in den EM und Japan

Gemessen an den REITS-Renditen (siehe **Anhang 1**) sind Immobilien weiterhin so konservativ bewertet wie kaum eine andere Anlageklasse (vor allem in Japan und den EM). Es besteht ganz klar das Risiko, dass einige Immobilienkategorien kurzfristig durch (freiwillige oder verordnete) Mietaussetzungen belastet werden und dass die Nachfrage in einigen Segmenten mittel- bis langfristig sinken wird (für den innerstädtischen Einzelhandel war die Krise ein weiterer schwerer Schlag und der Bedarf für Büroflächen könnte geringer ausfallen als erwartet, wenn sich die Verlagerung ins Homeoffice als nicht nur vorübergehend erweisen sollte). Die niedrigen Finanzierungskosten (Zinsen) könnten jedoch helfen und einige Immobilienkategorien könnten gefragter denn je sein (Logistikzentren für Lieferdienste zum Beispiel). Obwohl wir eine schwächere Erholung der Ausschüttungen als bei Aktien erwarten (und vermuten, dass die Renditen noch länger auf einem höheren Niveau verharren werden (siehe Annahmen in **Anhang 4**), dürfte das erwartete Wachstum in Verbindung mit den relativ großzügigen Renditen über die nächsten zwölf Monate für höhere Erträge aus Immobilien als aus anderen Anlageklassen sorgen.

Abb. 26 – Inflationsbereinigte Rohstoffpreise im Vergleich zur historischen Norm



Hinweis: Für die Inflationsbereinigung wurden die US-Verbraucherpreise verwendet. 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. August 2020. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: GSCI, Refinitiv Datastream und Invesco

Mit Ausnahme von Edelmetallen erscheinen Rohstoffe günstig

Als letzte Anlageklasse nehmen wir uns die Rohstoffe vor. **Abbildung 26** signalisiert, dass Rohstoffe ungewöhnlich günstig sind, es aber einen großen Unterschied zwischen Edelmetallen und anderen Rohstoffgruppen gibt. Gold, und zuletzt auch Silber, war und ist als sogenannter „sicherer Hafen“ sehr gefragt, zumal die Opportunitätskosten des Haltens von Gold (reale Staatsanleiherenditen) negativ sind. Wir glauben auch, dass Gold durch das Ergebnis der US-Präsidentschaftswahl im Jahr 2016 Rückenwind erhielt, eine Überzeugung, die auch durch die erfolgreiche Hinzufügung einer „President Dummy“ in unserem ökonometrischen Modell für Gold bestätigt wird (siehe **Abb. 27**).

Gold hat sehr gut performt, aber unserer Ansicht nach viel Angst eingepreist

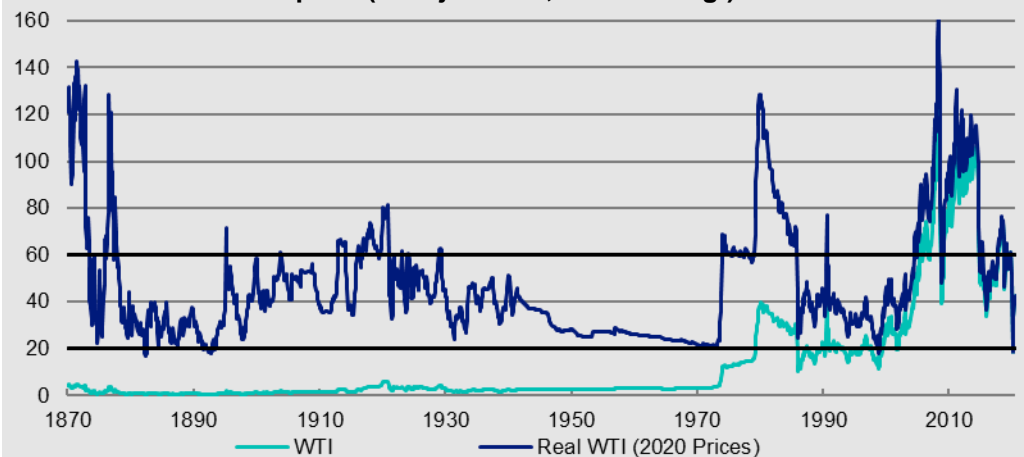
Gold ist nicht nur im historischen Vergleich und im Vergleich zu anderen Rohstoffen teuer, sondern auch gemessen an dem von unserem Modell berechneten „fairen Wert“ von 1800 USD (auf Basis der Anleiherenditen und des Dollars und einschließlich eines zusätzlichen 200-USD-Schubs durch die „President Dummy“ -- siehe **Abb. 27**). Zu den Gründen, die für ein Investment in Gold sprechen könnten, gehören die Angst vor einer Rückkehr zu einer Form von Goldstandard (siehe [Könnte Gold auf 7000 USD steigen?](#)) und/oder ein starker Anstieg der Inflation (siehe [Inflation: geringe Wahrscheinlichkeit; starke Auswirkungen](#)). Wir glauben aber, dass Gold bereits viel Angst eingepreist hat, und rechnen auf Sicht der nächsten zwölf Monate im Zuge steigender Anleiherenditen und trotz einer gewissen weiteren Abwertung des US-Dollars mit einem Rückgang des Goldpreises auf 1700 USD (siehe unsere Prognosen in **Abbildung 33**). Sollte es in den USA zu einem Präsidentenwechsel kommen, könnten die seit der Wahl vom November 2016 bestehende Risikoprämie wegfallen und der Goldpreis noch stärker sinken.

Abb. 27 – Goldpreis vs. prognostizierte Modell-Werte (USD je Feinunze)



Monatliche Daten von Januar 2003 bis August 2020 (Stand 31. August 2020). Der Goldpreis wird in Abhängigkeit von der realen 10-jährigen US-Staatsanleiherendite, der 10-jährigen US-Breakeven-Inflationsrate und dem handlungsgewichteten USD modelliert. Das „Vor-2007-Modell“ basiert auf Daten vom 31. Januar 1997 bis zum 31. Dezember 2006. Das „Nach-2007-Modell“ basiert auf Daten vom 31. Januar 2007 bis zum 30. April 2020. „President Dummy“ ist eine Dummy-Variable, die vor November 2016 (als Präsident Trump gewählt wurde) auf 0 und danach auf 1 gesetzt wurde. Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Abb. 28 – Realer US-Ölpreis (USD je Barrel, CPI-bereinigt)



Monatliche Daten seit Januar 1870. Stand: 31. August 2020. WTI steht für West Texas Intermediate. Der Realpreis für WTI wird berechnet, indem der WTI-Preis durch einen Index der US-Verbraucherpreise geteilt wird. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Quelle: Global Financial Data, Refinitiv Datastream, Invesco

Der Ölpreis ist da, wo wir ihn langfristig erwarten würden

Der Ölpreis hat sich in diesem Jahr extrem volatil gezeigt, ist jetzt aber wieder in den mittleren Bereich der Spanne von 20-60 USD zurückgekehrt (in aktuellen Preisen), in der er sich seit 1870 größtenteils bewegt hat (siehe **Abb. 28**). Unter sonst gleichen Bedingungen würden wir ihn hier auch langfristig verorten. Wir vermuten, dass der jüngste Rückgang des Ölpreises auf unter 20 USD das Ende des 2011 eingesetzten Bärenmarktes markieren könnte (siehe [Ist Öl bei 20 USD billig?](#)). Die Erfahrung der vergangenen 150 Jahre signalisiert jedoch, dass der Ölpreis nach Erreichen eines Tiefpunktes häufig noch eine ganze Weile in der Spanne von 20 bis 40 USD festhängt (in heutigen Preisen). Selbst wenn die Weltwirtschaft also am Beginn eines neuen Zyklus stehen sollte, glauben wir eher nicht, dass der Ölpreis in den nächsten zwölf Monaten nennenswert über der Marke von 40 USD verharren wird, zumal die Sorgen über den Klimawandel für anhaltenden nachfrageseitigen Abwärtsdruck sorgen (wir prognostizieren 40 USD in zwölf Monaten).

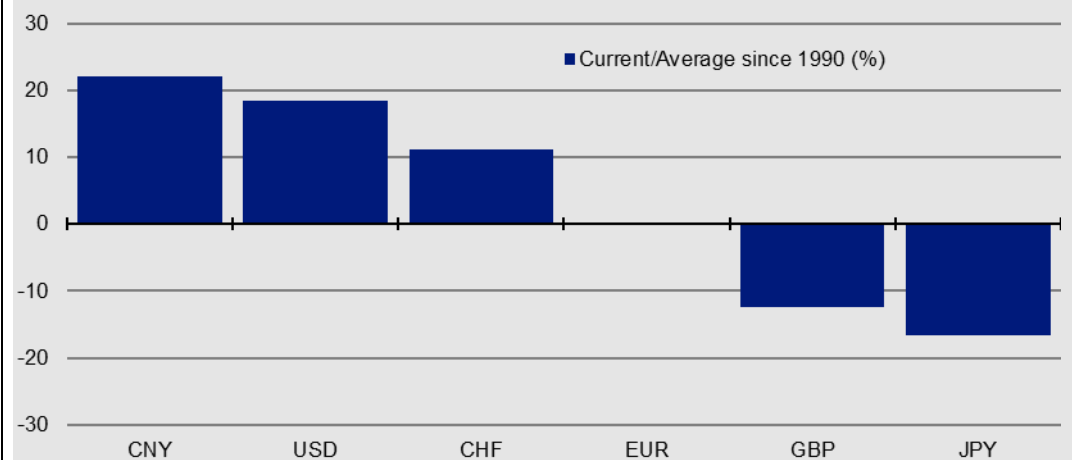
Der USD ist schon länger teuer und wir führen die jüngste Abwertung auf Renditeunterschiede zurück

Wir rechnen mit einer gewissen weiteren, aber begrenzten Abwertung des Dollars

Es wird häufig angenommen, dass die Rohstoffpreise vor allem vom US-Dollar abhängen und dieser hat sich in den vergangenen Monaten schwach gezeigt. Wir haben bereits häufig darauf hingewiesen, dass der Dollar auf realer effektiver Basis teuer erscheint. Im historischen Vergleich gilt das auch weiterhin (siehe **Abb. 29**). Daher rechnen wir auf mittlere Sicht mit einem schwächeren Dollar und der Katalysator der jüngsten Dollarabwertung scheint eine abträgliche Entwicklung der Renditespreads gewesen zu sein (siehe **Abb. 30**).

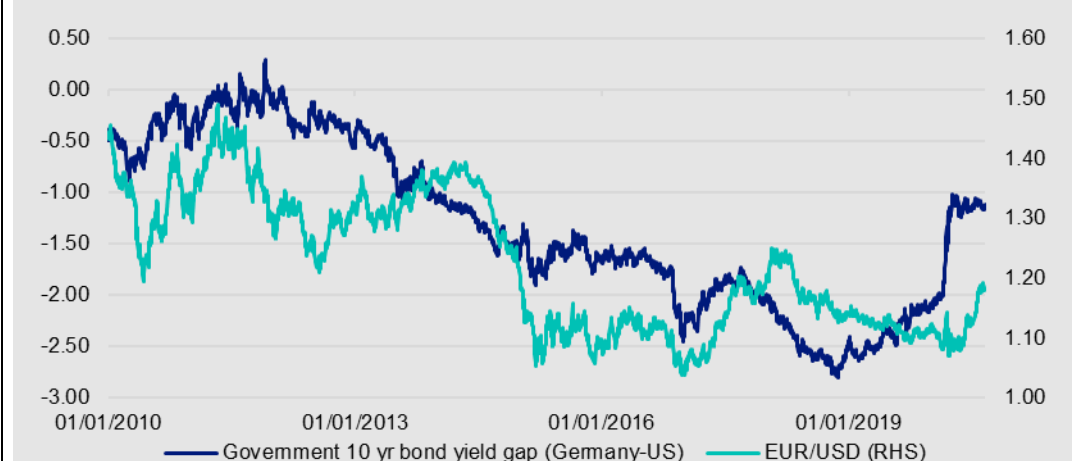
Die Abwertung des Dollars scheint auf eine weitere verzögerte Reaktion auf die Verschiebung der Renditedifferenzen zurückzuführen zu sein. Interessanterweise ist der Renditeabstand gegenüber Deutschland seit Anfang Mai stabil. Obwohl wir meinen, dass die Abwärtsdynamik des Dollars noch weiter anhalten könnte, glauben wir, dass die Schwächephase weitgehend hinter uns liegt (wie in **Abbildung 34** dargestellt, prognostizieren wir einen EUR/USD-Wechselkurs von 1,24 in zwölf Monaten).

Abb. 29 – Reale effektive Wechselkurse*



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

Abb. 29 – EUR/USD und Renditedifferenzen



Hinweis: Tägliche Daten vom 1. Januar 2010 bis zum 10. September 2020. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Quelle: Refinitiv Datastream und Invesco

Das britische Pfund hat sich (unserer Ansicht nach) erholt, weil es als „Risikoanlage“ betrachtet wird

Das britische Pfund hat ebenfalls für Schlagzeilen gesorgt, nachdem es von seinem jüngsten, am 19. März markierten Tiefstand von 1,15 gegenüber dem USD bis zum 1. September auf einen Höchststand von 1,34 gestiegen ist. Das ist eine bemerkenswerte Aufwertung um 16,5%, die aber mehr mit der Schwäche des Dollars als mit der Stärke der britischen Währung zu tun hat (das Pfund hat gegenüber dem Euro im gleichen Zeitraum nur um 5,9% aufgewertet). Trotzdem ist das Pfund erstarkt, was wir eher auf die allgemeine Marktdynamik als auf Erleichterung über den Brexit-Prozess zurückführen (wir glauben, dass das britische Pfund als risikoreicher Anlagewert betrachtet wird, der in „Risk-off“-Phasen wie im März unter Druck steht).

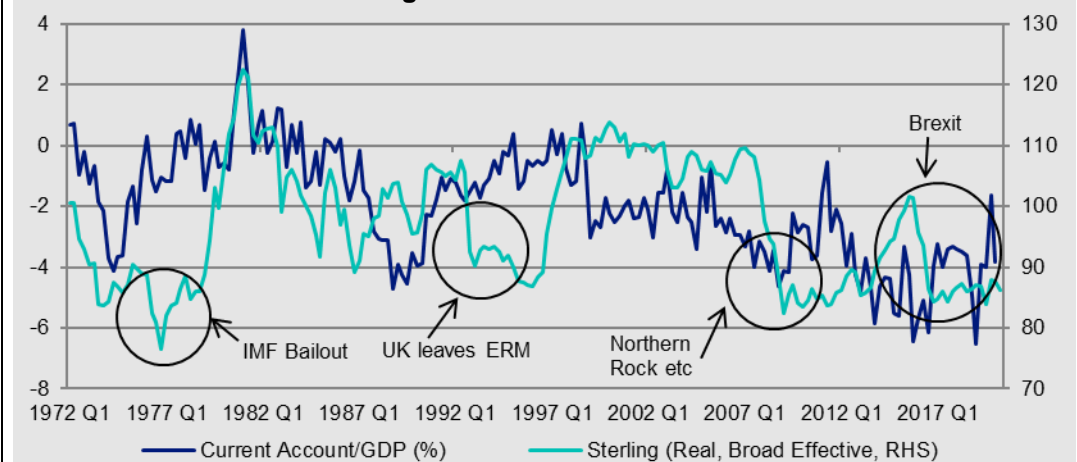
Ein Scheitern der Verhandlungen über ein Handelsabkommen mit der EU ist einer von mehreren Faktoren, die das Pfund schwächen könnten

Auf breiter, handelsgewichteter Basis hat sich das Pfund immer noch nicht vom Brexit-Schock erholt. Ein Trost ist aber, dass das britische Leistungsbilanzdefizit auf rund 4% des BIP geschrumpft zu sein scheint (siehe **Abb. 31**). Angesichts der Tatsache, dass die Pandemie Großbritannien sehr heftig getroffen hat (hohe Fallsterblichkeit und starker BIP-Rückgang – siehe [Wie weit weg von normal?](#)), sind wir skeptisch, ob die BOE die Geldpolitik ausreichend straffen kann, um den Abwärtsdruck zu kompensieren, der durch das Leistungsbilanzdefizit und die andauernde Unsicherheit in Bezug auf den Brexit auf dem Pfund lastet (ein Austritt aus der EU ohne Abkommen nach Ende der Übergangszeit erscheint zunehmend wahrscheinlich). Das Pfund könnte sich gegenüber dem Dollar stabil zeigen, dürfte gegenüber anderen Währungen aber abwerten (siehe **Abb. 34**).

Der japanische Yen bleibt unsere bevorzugte defensive Währung

Wenn die Pandemie Großbritannien sehr stark mitgenommen hat, ist das Gegenteil der Fall in China und Japan. Wir vermuten, dass der chinesische Yuan davon stärker profitieren könnte als der japanische Yen, obwohl **Abbildung 29** signalisiert, dass der Yuan teuer ist und der Yen billig. Wir glauben einfach, dass China mehr Spielraum für eine Straffung der Geldpolitik hat. Wir betrachten den Yen immer noch als sogenannten „sicheren Hafen“ und würden vermuten, dass er in „Risk-off“-Phasen am stärksten aufwertet.

Abb. 31 – Die britische Leistungsbilanz und das Pfund



Hinweis: Vierteljährliche Daten von Q1 1972 bis Q2 2020. „Sterling“ bezieht sich auf den realen handelsgewichteten Index (CPI-adjustiert), berechnet von der OECD. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge.
Quelle: OECD, Refinitiv Datastream und Invesco

Ein Präsidentenwechsel erscheint immer noch wahrscheinlich

Exkurs: Die US-Präsidentschaftswahl

Am 3. Oktober finden in den USA Wahlen statt, wobei die Wahl des nächsten Präsidenten die größte Aufmerksamkeit erhält. Wir sind seit Längerem der Ansicht, dass es einen Präsidentenwechsel geben wird (siehe [10 surprises for 2020](#), veröffentlicht im Januar) und fühlen uns in dieser Einschätzung inzwischen noch stärker bestätigt - durch Analysen der Umfragedaten (von FiveThirtyEight und 270toWin zum Beispiel) und die Tatsache, dass es für einen amtierenden Präsidenten schwer ist, in einem Rezessionsjahr wiedergewählt zu werden.

Unsere eigenen Analysen der Meinungsumfragen signalisieren, dass sich der Abstand zwischen den Kandidaten während der Nominierungsparteitage (in der zweiten Augushälfte) zugunsten von Joe Biden ausgeweitet hat und in der Spitze rund 10 Prozentpunkte betrug (gemessen an unseren gleitenden 10-Tage-Durchschnitten – siehe **Abbildung 32**). Seither hat sich der Abstand verringert, liegt aber immer noch bei rund sieben Prozentpunkten, was mehr ist als der größte Vorsprung, den Hillary Clinton im Vorfeld der Wahlen im Jahr 2016 je hatte.

Die Meinungsumfragen signalisieren, dass die Lage aktuell eine ganz andere ist als 2016

Abbildung 32 zeigt, dass die aktuellen Meinungsumfragen ein ganz anderes Bild zeichnen als 2016. Joe Biden hat einen durchweg größeren Vorsprung als Hillary Clinton. Interessanterweise signalisierten die kurz vor der Wahl 2016 durchgeführten Umfragen einen Vorsprung von rund zwei Prozentpunkten für Hillary Clinton – genauso groß war letztlich ihre Stimmenmehrheit. Leider reichte diese allerdings nicht aus, um den inhärenten Vorteil der Republikaner im Wahlmänner-System zu überwinden (nur Republikaner haben das sogenannte Electoral College, bestehend aus den Wahlmännern, gewonnen, ohne eine Mehrheit der Wählerstimmen zu haben).

Wir gehen davon aus, dass ein größerer Vorsprung bei den Wählerstimmen auch zu einer größeren Wahrscheinlichkeit führt, die Mehrheit der Wahlmänner zu gewinnen. Wenn die Umfragen dieses Mal ein guter Indikator sein sollten (und angenommen, dass sich die Ergebnisse in Bezug auf den Vorsprung von Joe Biden nicht dramatisch verändern), halten wir einen Biden-Wahlsieg für das wahrscheinlichste Ergebnis und nur die Höhe der Mehrheit für offen.

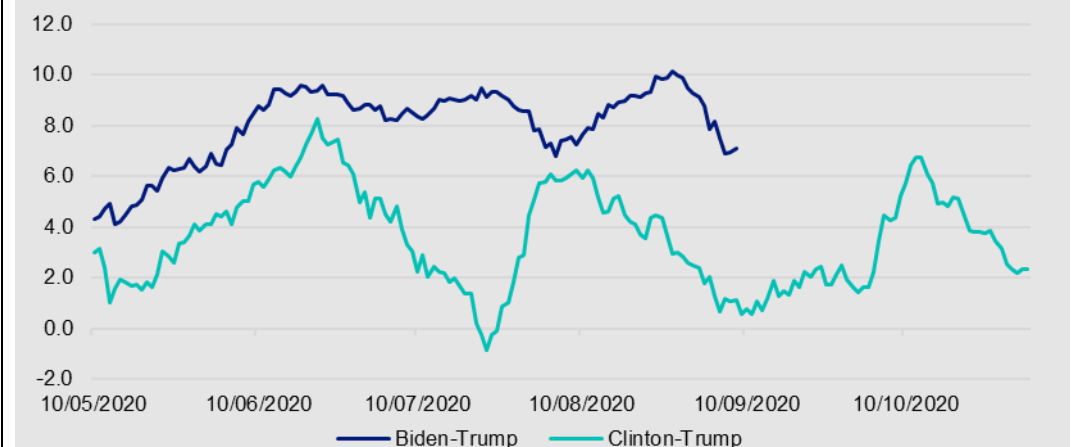
Gold könnte ein Verlierer sein

Wir haben bereits eine Anlageklasse identifiziert, auf die das Wahlergebnis Auswirkungen haben könnte – Gold. Das Verhalten des Edelmetalls scheint sich zum Zeitpunkt der Präsidentschaftswahl 2016 geändert zu haben und Gold hat nach einer Aufwärtskorrektur mit einem Aufschlag gegenüber dem von unserem Modell ermittelten Erwartungswert notiert (vermutlich aufgrund von Sorgen über die negativen geopolitischen Auswirkungen). Wenn wir diese Entwicklung richtig interpretieren, könnte ein Wechsel im Weißen Haus den Goldpreis unter Druck setzen (da er quasi eine geringere Risikoprämie signalisieren würde).

Demokraten sind schlecht für die Aktienmärkte. Wirklich?

Gespräche mit Investoren zeigen jedoch, dass manche befürchten, ein demokratischer Präsident könnte schlecht für den Aktienmarkt sein. Wir halten das jedoch für einen Mythos.

Abb. 32 – Meinungsumfragen im Vorfeld von US-Präsidentenwahlen



(gleitende 10-Tages-Durchschnitte) *

*Die Grafik vergleicht Meinungsumfragen des Jahres 2020 (Biden-Trump) mit denen des Jahres 2016 (Clinton-Trump) unter Verwendung gleitender 10-Tages-Durchschnitte der veröffentlichten Umfragedaten (falls an einem beliebigen Tag mehr als eine Umfrage durchgeführt wurde, wurde der Durchschnitt dieser Umfragen verwendet). Die auf der Achse angegebenen Daten beziehen sich auf das Jahr 2020, wobei die Daten für 2016 so angeordnet sind, dass der Wahltermin 2016 (8. November) mit dem Wahltermin 2020 (3. November) zusammenfällt. Daten für 2016 vom 6. Mai bis zum 7. November. Daten für 2020 vom 1. Mai bis zum 8. September. Quelle: 270toWin, Wikipedia und Invesco.

Zugegebenermaßen weisen die Aktienmärkte mit einer annualisierten Wertsteigerung von 11,7% für den S&P 500 (vom 20. Januar 2017 bis zum 31. August 2020) in der bisherigen Amtszeit von Präsident Trump eine recht positive Performancebilanz aus. Das ist rund das Dreifache der annualisierten Wertsteigerung seit 1853 (siehe **Abb. 33**), aber weniger als während der Amtszeit der Präsidenten Bill Clinton (15,2%) und Barrack Obama (13,9%). Tatsächlich zeigt **Abbildung 35**, dass die Aktienmärkte unter demokratischen Präsidenten besser performt haben (5,2% annualisiert) als unter Republikanern (3,5%).

Die Demokraten könnten die Mehrheit im Kongress gewinnen

Genauso wichtig ist der Ausgang der Kongress-Wahlen, die zeitgleich stattfinden und bei denen alle 435 Sitze im Repräsentantenhaus und 35 der 100 Sitze im Senat neu gewählt werden. Im Repräsentantenhaus haben die Demokraten derzeit die Mehrheit und es sieht aktuell danach aus, dass es auch nach der Wahl dabei bleiben wird (siehe z.B. die Analyse von 270toWin). Der Senat wird derzeit von den Republikanern kontrolliert (53 zu 47) und es lässt sich nur schwer sagen, ob sich dies nach der Wahl ändern wird (23 der 35 Sitze, die neu besetzt werden, sind aktuell in republikanischer Hand). Es sieht alles nach einem extrem engen Rennen aus. Die Analysen von 270toWin signalisieren, dass es zu einer Stimmgleichheit im Senat kommen könnte, in welchem Fall der Vizepräsident die entscheidende Stimme hätte.

Demokratische Präsidenten, die mit einem mehrheitlich demokratischen Kongress zusammenarbeiten, waren in der Vergangenheit nicht schlecht für Aktien

Daher halten wir es für eine reale Möglichkeit, dass sowohl das Weiße Haus als auch der Kongress im kommenden Jahr von den Demokraten kontrolliert werden. Ist das ein Grund zur Sorge? Schließlich behaupten die Republikaner derzeit, dass Joe Biden einem sozialistischen Regime Vorschub leisten würde. Die Erfahrung der Vergangenheit signalisiert, dass die Aktienmarktrenditen generell höher sind, wenn sich ein demokratischer Präsident einem republikanischen Kongress gegenüber sieht. Aber auch die Zusammenarbeit mit einem freundlich gesinnten Kongress hat sich in der Vergangenheit alles andere als katastrophal ausgewirkt (siehe **Abb. 33**).

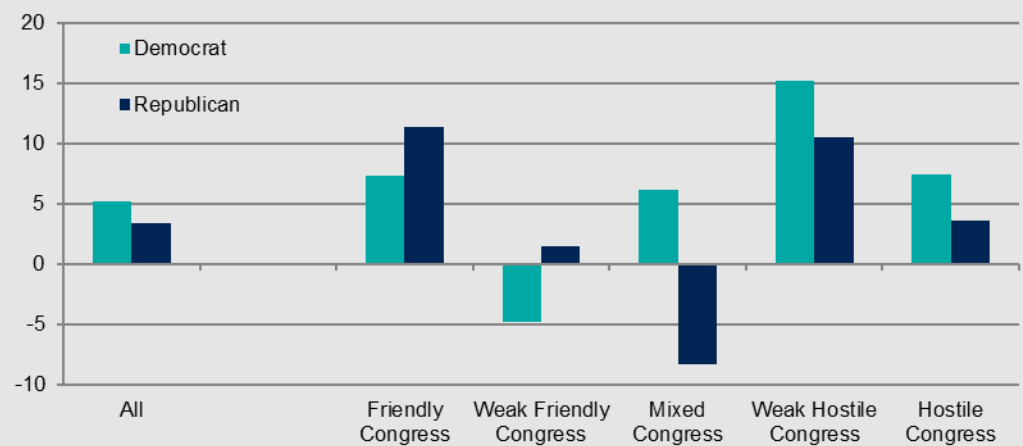
Es mag negative Faktoren geben, aber...

Mit Blick auf einen möglichen Wechsel im Weißen Haus sind wir optimistischer als viele andere, zumal dadurch die Chance auf eine Rückkehr zu einem konventionelleren Umgang mit dem Rest der Welt verbunden wäre und die Risikoprämien sinken könnten. Das heißt natürlich nicht, dass eine Biden-Präsidentschaft frei von Herausforderungen wäre, da eine Neuausrichtung der Politik die Unternehmensgewinne belasten (Mindestlöhne/Unternehmenssteuern) und zu weniger Aktienrückkäufen führen könnte (Kapitalertragsteuer). Angesichts der aktuell sehr hohen Aktienbewertungen könnten dies aber unsere geringsten Sorgen sein, und geringere Aktienrückkäufe könnten ein Ansatz zur Verbesserung der Produktivität in den USA sein (indem Unternehmen dazu gebracht werden, sich stärker auf reale operative Optimierungen an Stelle finanztechnischer Optimierungen zu konzentrieren).

...zahlreiche Sektoren könnten profitieren

Positiver wirken könnten eine entspanntere Einstellung gegenüber Haushaltsdefiziten sowie eine potenzielle Stärkung von Gesundheitsanbietern, Konsumaktien (höherer Mindestlohn), Luftfahrt & Verteidigung (Verteidigungsausgaben) und Wohnungsbau/allgemeiner Bau (Infrastrukturausgaben). Auf der negativen Seite könnten Vorschläge für eine stärkere Regulierung der Arzneimittelpreise Pharmaaktien belasten.

Abb. 33 – US-Aktienmarktperformance während der Amtszeiten von US-



Präsidenten seit 1853 (% ,annualisiert) *

* Auf Basis des S&P 500 Index seit 1957 und vergleichbarer, von Robert Shiller abgeleiteter Indizes für frühere Zeiträume (siehe nähere Informationen im Anhang). Die Analyse setzt am Beginn der Präsidentschaft von Franklin Pierce am 4. März 1853 an und endet am 31. August 2020. Bei einem „wohlgesonnenen Kongress“ hat die Partei des Präsidenten die Mehrheit in beiden Häusern des Kongresses; bei einem „schwachen, wohlgesonnenen Kongress“ unterstützen beide Häuser des Kongresses den Präsidenten für den größten Teil seiner Amtszeit; bei einem „gemischten Kongress“ haben die beiden Parteien die Mehrheit in jeweils einem der beiden Häuser des Kongresses; bei einem „schwachen, feindlichen Kongress“ sind beide Häuser des Kongresses größtenteils gegen den Präsidenten und bei einem „feindlichen Kongress“ 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.

Marktprognosen	
Eine holprige Erholung	Zusammenfassend sehen wir die Weltwirtschaft am Beginn einer neuen Wachstumsphase, vermuten aufgrund der andauernden Maßnahmen zur Eindämmung von Covid-19 und der früher oder später zu erwartenden fiskal- und geldpolitischen Straffung aber, dass die Erholung holprig ausfallen wird.
Keine Leitzinserhöhungen, aber die Anleihenkäufe könnten zurückgeführt werden	Wir erwarten nicht, dass die Zentralbanken die Zinsen über unseren zwölfmonatigen Prognosezeitraum anheben werden (siehe Abb. 34), rechnen aber in diesem Zeitraum mit einer Rückführung der Anleihenkäufe (oder zumindest diesbezüglichen Markt Spekulationen). Trotzdem gehen wir davon aus, dass die Zinsstrukturkurven steiler werden und die Renditen von Anleihen mit längeren Laufzeiten steigen werden. Das dürfte das Renditepotenzial von Zinsanlagen begrenzen.
Begrenzt Aufwärtspotenzial für Aktienindizes	Obwohl wir mit einer Erholung der Unternehmensgewinne und Dividenden rechnen, vermuten wir, dass davon bereits viel eingepreist ist (wir erwarten, dass die Dividendenrendite in vielen Regionen steigen wird). Daher sehen wir auf Sicht der nächsten zwölf Monate auch nur wenig Potenzial für positive Erträge aus marktbreiten Aktienindizes, wobei die Aussichten in Japan und Großbritannien noch am besten sind.
Gold könnte nachgeben	Gold hat sich in diesem Jahr besser als jeder andere Anlagewert entwickelt. Wir halten den Goldpreis aber inzwischen für überreizt und einen Preisrückgang für wahrscheinlich, wenn die Anleiherenditen, wie von uns erwartet, steigen sollten. Durch einen Präsidentschaftswechsel in den USA könnte der Preisverfall noch verstärkt werden.
Begrenzt Potenzial für Öl und Kupfer	Viele andere Rohstoffe haben sich nach ihrer Schwächephase Anfang dieses Jahres wieder erholt. Obwohl wir andere Rohstoffnotierungen nicht für überhöht halten, sehen wir nur begrenzt Potenzial für steigende Preise bei wichtigen Rohstoffen wie Öl und Kupfer. Zum einen notieren diese bereits auf dem mittelfristig von uns erwarteten Niveau, zum anderen dürften sie durch die voraussichtlich holprige Erholung der Wirtschaft gedämpft werden.
Weitere Abwertung des Dollars und Volatilität des britischen Pfundes	Schließlich rechnen wir mit einer gewissen weiteren Abwertung des US-Dollars, hauptsächlich als verzögerte Reaktion auf die Entwicklung der Renditespreads. Dieser Prozess dürfte aber bereits weitgehend abgeschlossen sein, weshalb wir auch nur mit einer begrenzten weiteren Abwertung des Dollars rechnen. Aufgrund der Sorgen über den bevorstehenden Brexit (und der schlechten Entwicklung der britischen Wirtschaft während der Pandemie) dürfte sich das britische Pfund weiter volatil zeigen. Wir rechnen über unseren zwölfmonatigen Prognosezeitraum aber mit einem weitgehend stabilen Wechselkurs zum US-Dollar.

Abb. 34 – Marktprognosen

		Aktuell (31.08.2020)	Prognose 12 Monate
Zentralbankzinsen	USA	0,25	0,25
	Eurozone	-0,50	-0,50
	China	4,35	4,35
	Japan	-0,10	-0,10
	Großbritannien	0,10	0,10
10-Jährige Anleiherenditen	USA	0,68	1,25
	Eurozone	-0,43	0,00
	China	3,05	3,50
	Japan	0,05	0,10
	Großbritannien	0,27	0,60
Wechselkurse/USD	EUR/USD	1,19	1,24
	USD/CNY	6,85	7,00
	USD/JPY	105,91	104,00
	GBP/USD	1,34	1,35
	USD/CHF	0,90	0,88
Aktienindizes	S&P 500	3500	3400
	Euro Stoxx 50	3273	3250
	FTSE A50	15726	15600
	Nikkei 225	23140	25500
	FTSE 100	5964	6050
Rohstoffe (USD)	Brent/Barrel	45	40
	Gold/Feinunze	1968	1700
	Kupfer/Tonne	6698	7000

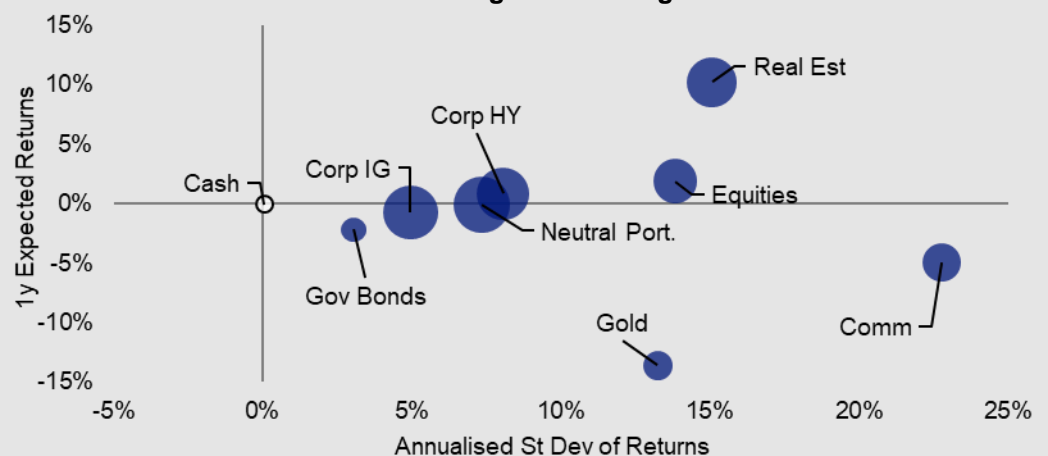
Hinweise: Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: Datastream und Invesco

Begrenzte Renditen erwartet

Modell-Asset-Allokation: Cash, Kreditanlagen und Immobilien

Obwohl es sich für uns wie die Frühphase eines neuen Konjunkturzyklus anfühlt, rechnen wir über die Erholung in Q3 hinaus nicht mit einem dynamischen Wachstum. Auf dieser Basis sind kurzfristig hohe Zugewinne nach den jüngsten Kurssteigerungen an den Märkten nur schwer vorstellbar, wie unsere Prognosen in **Abbildung 35** zeigen.

Abb. 35 – Risiko-Rendite-Verhältnisse globaler Anlagewerte



Auf Basis der prognostizierten Renditen in lokaler Währung für die nächsten zwölf Monate sowie einer historischen Kovarianz-Matrix (basierend auf den Daten der letzten fünf Jahre). Die Größe der Blasen steht im Verhältnis zur durchschnittlichen historischen paarweisen Korrelation mit anderen Vermögenswerten (eine leere Blase signalisiert eine negative Korrelation). Die Cash-Position besteht zu gleichen Teilen aus USD-, EUR-, GBP- und JPY-Liquidität. Die neutralen Portfoliogewichte sind in **Abb. 36** dargestellt. Stand: 31. August 2020. Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: BAML, MSCI, GSCI, FTSE, Refinitiv Datastream und Invesco Global Market Strategy Office

Gold und Rohstoffe nicht mehr gleichlaufend

Obwohl die für die nächsten zwölf Monate prognostizierten Renditen in vielen Fällen negativ sind, entspricht das Gesamtmuster unseren Erwartungen (d.h. eine höhere Volatilität ist mit höheren Renditen verbunden). Die großen Ausnahmen sind Gold und Rohstoffe mit einem unattraktiven Risiko-Ertrags-Profil (auf Basis unserer Prognosen). Dieses Rahmengerüst ermöglicht einen Ausgleich von Risiko und Ertrag (wir optimieren für globale Anlageklassengewichte und nehmen die regionale Allokation innerhalb der einzelnen Anlageklassen dann manuell vor). Der Optimierer ist hilfreich – am Ende steht aber die Ermessensentscheidung.

Der Optimierer bevorzugt Cash, Kreditanlagen und Immobilien

Die optimierten Allokationen sind in **Abbildung 36** dargestellt. Wie gewöhnlich legen wir den Fokus auf die Ergebnisse der „Renditemaximierung“, da die „Sharpe-Ratio-Maximierung“ unserer Ansicht nach häufig konservative Ergebnisse produziert. Dieses Mal stimmen die Ergebnisse beider Optimierungen aber weitgehend überein, mit Ausnahme der Wahl zwischen IG und Aktien. Da wir fürchten, dass es an den Aktienmärkten nach der sehr kräftigen Erholung zu einer Korrektur kommen könnte, folgen wir den Empfehlungen der „Renditemaximierung“ und bevorzugen IG.

Abb. 36 – Optimierte Allokationen in globale Anlageklassen (auf Basis der Erträge in lokaler Währung)

	Neut rales Portf olio	Erlaubte Quote gem. Anlage- richtlinien	Prognost izierte Renditen	Optimierungen Sharpe Ratio	Max. Rendite	Modell- Asset Allokation*
Cash & Gold	5%	0-10%	-6,9%	10 %	10 %	10 %
Cash	2,5%	0-10%	-0,1%	10 %	10 %	10 %
Gold	2,5%	0-10%	-13,6%	0%	0%	0%
Staatsanleihen	30 %	10-50%	-2,2%	10 %	15%	↓ 15%
IG-	10 %	0-20%	-0,7%			20 %
Unternehmens anleihen				5%	20 %	
HY-	5%	0-10%	0,8%			↑ 10%
Unternehmens anleihen				10 %	10 %	
Aktien	40%	20-60%	1,9%	49%	29%	↑ 30%
Immobilien	8%	0-16%	10,2%	16%	16%	↑ 15%
Rohstoffe	2%	0-4%	-4,9%	0%	0%	↓ 0%

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

<p>Präferenz für Kreditanlagen gegenüber Staatsanleihen und Schwellenländer gegenüber Industrieländern</p>	<p>Obwohl unsere Allokation in Anleihen der Neutralgewichtung von 45% entspricht, bevorzugen wir zyklische gegenüber defensiven Anlagewerten und sind in Kreditanlagen (sowohl IG als auch HY) sowie den Emerging Markets im Staatsanleihen- und IG-Segment maximal allokiert (die regionale Detailübersicht ist in Abbildung 3 dargestellt). Implizit bedeutet dies eine nennenswerte Untergewichtung von Staatsanleihen der Industrieländer (mit reduzierten Positionen in den USA und Großbritannien sowie einer geringfügigen Aufstockung der Position in der Eurozone).</p>
<p>Maximalallokationen für IG und HY</p>	<p>Wir sind in allen Regionen in IG übergewichtet (einzige Ausnahme sind die USA, wo wir die Allokation auf neutral reduziert haben). Im HY-Bereich haben wir unsere Positionen ausgebaut und sind sowohl in den USA als auch in der Eurozone maximal allokiert. Obwohl steigende Staatsanleiherenditen Kreditanlagen (sowohl IG als auch HY) belasten werden, glauben wir, dass diese bessere Anlageerträge bieten werden, da sich die Spreads im mittleren Bereich der historischen Spanne bewegen. Das gilt auch für HY, obwohl wir erwarten, dass die Ausfallraten in den nächsten zwölf Monaten etwas höher ausfallen werden als im historischen Durchschnitt (siehe Annahmen in Anhang 4).</p>
<p>Leichte Untergewichtung aktienähnlicher Anlagen (Präferenz für Immobilien und HY gegenüber Aktien)</p>	<p>Im Bereich der aktienähnlichen Anlagewerte sind wir in HY und Immobilien übergewichtet und in Aktien untergewichtet. Obwohl wir mit einer kräftigeren Erholung der Ausschüttungen/Mieteinnahmen bei Aktien als bei Immobilien rechnen (aufgrund des für Immobilien problematischen Homeoffice-Trends – siehe Anhang 4), halten wir die Immobilienrenditen für attraktiver und rechnen daher auch auf Sicht der nächsten zwölf Monate mit höheren Erträgen aus dieser Anlageklasse (siehe Abb. 36).</p>
<p>Immobilien nahe an der Maximalallokation</p>	<p>Wir haben die Immobilienallokation von 12% auf 15% angehoben, womit sie wieder nahe beim Maximalwert von 16% liegt. Wir sind in fast allen Regionen übergewichtet – einzige Ausnahme sind die USA, wo wir neutral gewichtet sind. Trotzdem haben wir die Allokationen in unsere ehemaligen Favoriten (EM und Japan) reduziert und unsere Positionen in Großbritannien und der Eurozone ausgebaut, da wir hier mehr Spielraum für eine Erholung der Dividenden bzw. eine Renditekompression sehen (siehe Annahmen in Anhang 4).</p>
<p>Aktien aufgestockt, aber weiterhin untergewichtet (v.a. in den USA): Japan bevorzugt</p>	<p>Obwohl wir in Aktien untergewichtet bleiben, haben wir die Allokation von 25% auf 30% erhöht (neutral: 40%). Wir sind jetzt zuversichtlicher als im Juni, dass sich die Gewinne/Dividenden über unseren Zwölfmonatszeitraum erholen werden, und machen uns größere Sorgen über die Auswirkungen steigender Renditen auf die Erträge aus Staatsanleiheanlagen. Auf regionaler Ebene erwarten wir auf Sicht der nächsten zwölf Jahre die besten Erträge aus japanischen Aktien – diese bieten zwar vielleicht weniger Potenzial für eine Erholung der Dividenden (da diese nicht so stark gesunken sind), wir rechnen hier aber auch nicht mit dem gleichen Anstieg der Aktienrenditen wie in anderen Märkten. Daher erhöhen wir unsere Position in japanischen Aktien auf die Maximalallokation von 6%. Außerdem rechnen wir an den Märkten der Eurozone und Großbritanniens mit höheren Erträgen als in den USA. Wir haben unsere Position in der Eurozone erhöht (bleiben aber leicht untergewichtet) und bleiben in Großbritannien neutral positioniert. Angesichts der zuvor geäußerten Bedenken in Bezug auf die Aktienbewertungen in den USA und eine mögliche Kursblase bei „FANG Plus“-Aktien bleiben wir in US-Aktien untergewichtet. Schließlich haben wir unsere Position in EM-Aktien nach der starken Erholung der letzten drei Monate auf untergewichtet reduziert (von neutral) (Anhang 2) und glauben, dass die Renditen hier steigen müssen (was die Erholung der Dividenden ausgleichen wird – siehe Anhang 4).</p>
<p>Cash als defensive Option gegenüber Gold bevorzugt</p>	<p>Gold hat in diesem Jahr sehr gut performt (siehe Edelmetalle in Anhang 2) und wir glauben auch, dass das Edelmetall in einem Szenario, in dem die Zentralbanken die Kontrolle verlieren, eine positive Wertentwicklung verzeichnen könnte. Außer in einem derart extremen Szenario sehen wir auf dem aktuellen Niveau aber nur wenig weiteres Aufwärtspotenzial, dafür Abwärtsrisiken in Szenarien eines wirtschaftlichen Aufschwungs mit steigenden Anleiherenditen (womit wir rechnen). Außerdem glauben wir, dass ein Präsidentenwechsel in den USA die Nachfrage nach Gold zur Absicherung gegenüber geopolitischen Risiken reduzieren könnte. Daher halten wir an unserer Nullgewichtung fest und bevorzugen Cash als defensive Option (Cash ist mit 10% maximalgewichtet).</p>

Rohstoffe nach sehr guter Entwicklung auf null reduziert

Nachdem neben Gold auch die anderen **Rohstoffe** in den letzten Monaten kräftige Preissteigerungen verzeichnet haben, reduzieren wir unsere Rohstoffallokation insgesamt von einer Neutralgewichtung von 2% auf null (nachdem wir von März bis Juni mit 4% maximalallokiert waren).

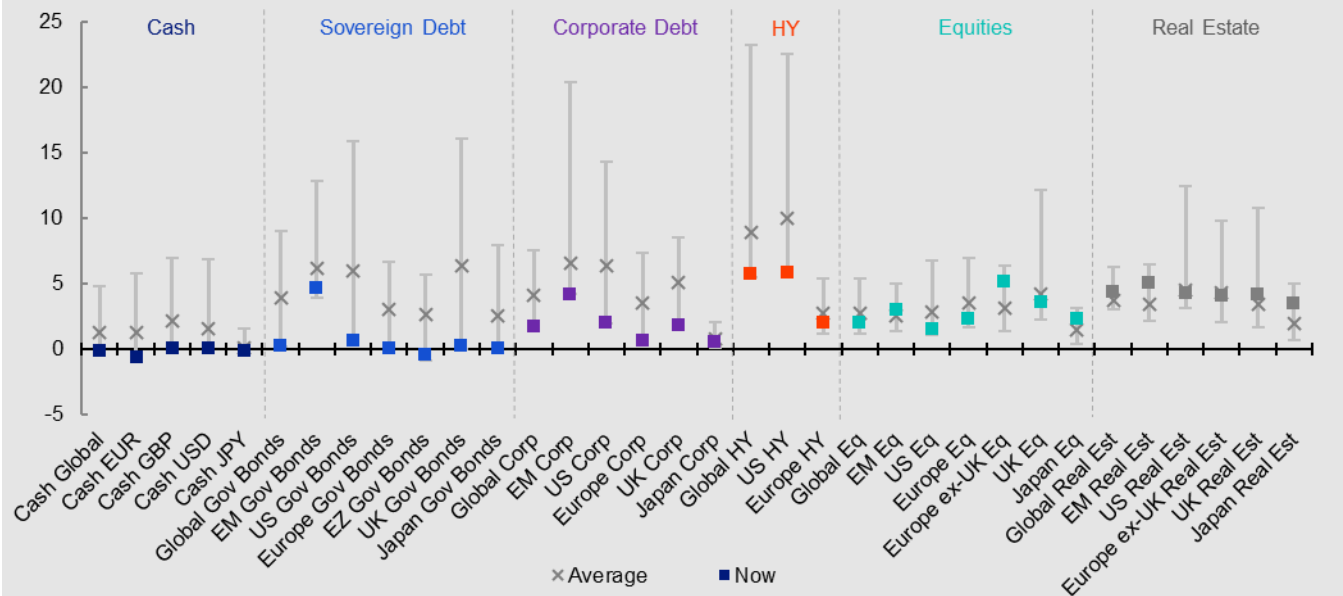
Übergewichtet in GBP, JPY und EM.

Wie der Überblick über unser Währungsexposure in **Abbildung 3** zeigt, bleiben wir im britischen Pfund, dem japanischen Yen und den Schwellenländerwährungen übergewichtet. Dies ist eine natürliche Konsequenz unserer regionalen Anlagepräferenzen. Wir sind im US-Dollar stark untergewichtet und im Euro knapp unter neutral gewichtet. Was die Richtung der Veränderung angeht, ist die Rückführung der USD-Allokation vor allem auf eine Verringerung des Exposures in Staatsanleihen und IG zurückzuführen; das höhere Euro-Exposure ist auf Aufstockungen in allen Anlageklassen zurückzuführen und das höhere Yen-Exposure auf Ausweitungen der Aktien- und IG-Positionen. Wir halten weiter EM-Anlagen, haben unser Exposure aber durch geringere Allokationen in Aktien und Immobilien insgesamt reduziert.

Anhänge

Anhang 1: Globale Bewertungen im historischen Vergleich

Regionale Renditen bewegen sich innerhalb historischer Spannen



Hinweise: Stand: 31. August 2020. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Nähere Informationen zu Definitionen und Methodik sowie die Haftungsausschlüsse finden Sie im Anhang. Quelle: Bloomberg Barclays, BofAML, FTSE, JP Morgan, Refinitiv Datastream, Invesco

Anhang 2: Gesamttrendite der Anlageklassen

Data as at 31/08/2020	Index	Current Level/Ry	Total Return (USD, %)				Total Return (Local Currency, %)			
			3m	YTD	12m	5y*	3m	YTD	12m	5y*
Equities										
World	MSCI	585	15.4	5.1	17.1	10.8	13.2	4.4	15.2	10.7
Emerging Markets	MSCI	1101	19.7	0.7	14.9	9.1	18.0	4.6	16.4	10.0
US	MSCI	3385	16.5	11.4	23.8	14.7	16.5	11.4	23.8	14.7
Europe	MSCI	1652	12.6	-5.3	6.0	4.6	4.6	-10.1	-3.0	4.6
Europe ex-UK	MSCI	2077	14.5	-0.3	10.6	6.3	6.5	-6.7	1.4	5.0
UK	MSCI	935	6.5	-19.4	-7.7	-0.3	-1.6	-20.3	-16.0	2.6
Japan	MSCI	3341	5.9	-1.4	10.6	6.2	4.3	-3.8	10.5	3.4
Government Bonds										
World	BofA-ML	0.28	3.1	6.8	4.6	4.0	0.0	4.2	1.6	3.1
Emerging Markets (USD)	BBloom	4.70	9.8	2.8	5.4	8.3	9.8	2.8	5.4	8.3
US (10y)	Datastream	0.68	0.0	14.5	11.0	5.3	0.0	14.5	11.0	5.3
Europe	Bofa-ML	0.03	8.9	9.1	8.7	4.0	1.3	2.4	0.1	2.6
Europe ex-UK (EMU, 10y)	Datastream	-0.43	7.2	9.1	5.5	4.8	-0.3	2.4	-2.9	3.4
UK (10y)	Datastream	0.27	7.0	6.7	12.6	2.2	-1.2	5.6	2.4	5.0
Japan (10y)	Datastream	0.05	1.3	2.0	-2.7	3.9	-0.3	-0.4	-2.8	1.1
IG Corporate Bonds										
Global	BofA-ML	1.68	6.1	6.7	7.7	5.3	3.7	5.0	5.0	5.1
Emerging Markets (USD)	BBloom	4.20	9.2	6.4	11.2	10.5	9.2	6.4	11.2	10.5
US	BofA-ML	2.04	4.0	6.9	7.5	6.1	4.0	6.9	7.5	6.1
Europe	BofA-ML	0.65	10.7	6.9	7.6	3.9	2.9	0.3	-0.9	2.6
UK	BofA-ML	1.86	10.9	5.2	14.1	3.1	2.4	4.1	3.7	6.0
Japan	BofA-ML	0.52	1.7	2.2	-0.9	3.2	0.1	-0.3	-1.0	0.5
HY Corporate Bonds										
Global	BofA-ML	5.73	8.5	2.0	5.8	6.4	6.9	0.8	4.1	6.2
US	BofA-ML	5.84	6.9	0.8	3.7	6.3	6.9	0.8	3.7	6.3
Europe	BofA-ML	4.08	13.1	4.5	8.4	5.2	5.2	-2.0	-0.2	3.9
Cash (Overnight LIBOR)										
US		0.08	0.0	0.3	0.9	1.2	0.0	0.3	0.9	1.2
Euro Area		-0.58	7.4	6.1	8.0	0.8	-0.1	-0.4	-0.6	-0.4
UK		0.05	8.3	1.0	10.4	-2.3	0.0	0.2	0.4	0.4
Japan		-0.09	1.8	2.5	0.3	2.7	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Real Estate (REITs)										
Global	FTSE	1645	8.5	-17.0	-12.0	4.3	0.9	-22.1	-19.0	2.9
Emerging Markets	FTSE	1914	9.3	-20.2	-4.4	8.3	1.6	-25.1	-12.0	6.9
US	FTSE	2606	7.5	-17.4	-16.0	4.1	7.5	-17.4	-16.0	4.1
Europe ex-UK	FTSE	3309	12.8	-9.9	0.2	6.9	4.9	-15.4	-7.8	5.5
UK	FTSE	1104	11.2	-21.0	3.4	-4.5	2.7	-21.8	-6.0	-1.8
Japan	FTSE	2468	3.5	-16.0	-14.2	2.3	1.9	-18.0	-14.3	-0.4
Commodities										
All	GSCI	1792	14.1	-30.9	-23.8	-8.4	-	-	-	-
Energy	GSCI	248	17.9	-50.0	-43.8	-14.5	-	-	-	-
Industrial Metals	GSCI	1257	20.4	3.2	5.7	3.9	-	-	-	-
Precious Metals	GSCI	2313	14.6	29.3	28.7	10.8	-	-	-	-
Agricultural Goods	GSCI	323	7.7	-7.3	3.3	-6.6	-	-	-	-
Currencies (vs USD)**										
EUR		1.19	7.5	6.5	8.6	1.3	-	-	-	-
JPY		105.91	1.8	2.6	0.4	2.7	-	-	-	-
GBP		1.34	8.3	1.1	9.9	-2.7	-	-	-	-
CHF		1.11	6.4	7.1	9.6	1.4	-	-	-	-
CNY		6.85	4.2	1.7	4.5	-1.4	-	-	-	-

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

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

	Asset Class	Index	Expected geometric return %	Expected arithmetic return %	Expected Risk %	Arithmetic return to risk ratio
Fixed Income	US Treasury Short	BBG BARC US Treasury Short	0.4	0.4	1.5	0.28
	US Treasury Intermediate	BBG BARC US Treasury Intermediate	0.6	0.7	4.6	0.15
	US Treasury Long	BBG BARC US Treasury Long	1.0	1.6	11.6	0.14
	US TIPS	BBG BARC US TIPS	1.1	1.2	5.6	0.22
	US Bank Loans	CSFB Leverage Loan Index	5.2	5.6	8.6	0.65
	US Aggregate	BBG BARC US Aggregate	1.4	1.5	5.9	0.26
	US Inv Grd Corps	BBG BARC US Investment Grade	1.8	2.1	7.6	0.28
	US MBS	BBG BARC US MBS	1.6	1.8	6.6	0.27
	US Preferred Stocks	BOA ML Fixed Rate Pref Securities	3.3	4.0	12.5	0.32
	US High-Yield Corps	BBG BARC US High Yield	4.8	5.3	10.2	0.52
	US Intermediate Municipals	BOA ML US Municipal (3Y-15Y)	2.4	2.6	6.0	0.43
	US High-Yield Municipals	BBG BARC Municipal Bond High Yield	3.2	3.5	8.7	0.41
	Global Aggregate	BBG BARC Global Aggregate	1.6	1.8	6.7	0.26
	Global Aggregate-Ex US	BBG BARC Global Aggregate- Ex US	1.6	2.1	10.2	0.20
	Global Treasury	BBG BARC Global Treasuries	1.4	1.7	8.4	0.20
	Global Sovereign	BBG BARC Global Sovereign	1.9	2.1	6.8	0.31
	Global Corporate	BBG BARC Global Corporate	1.9	2.2	7.7	0.29
	Global Inv Grd	BBG BARC Global Corporate Inv Grd	1.9	2.2	7.8	0.28
	Eurozone Corporate	BBG BARC Euro Aggregate Credit - Corporate	1.6	2.4	13.5	0.18
	Eurozone Treasury	BBG BARC Euro Aggregate Government - Treasury	1.4	2.1	12.4	0.17
	Asian Dollar Inv Grd	BOA Merrill Lynch ACIG	2.1	2.4	8.4	0.29
	Asian Dollar High Yield	BOA Merrill Lynch ACHY	6.9	8.5	18.9	0.45
	EM Aggregate	BBG BARC EM Aggregate	3.5	4.4	13.3	0.33
	EM Aggregate Sovereign	BBG BARC EM Sovereign	4.0	4.7	12.5	0.38
	EM Aggregate Corporate	BBG BARC EM Corporate	3.4	4.4	14.5	0.30
	EM Corporate IG	BBG BARC EM USD Aggregate - Corporate -IG	2.2	2.5	8.3	0.31
Equities	World Equity	MSCI ACWI	5.1	6.4	17.1	0.38
	World Ex-US Equity	MSCI ACWI Ex-US	5.6	7.2	19.0	0.38
	US Broad	Russell 3000	4.8	6.3	17.6	0.36
	US Large Cap	S&P 500	4.7	6.0	16.8	0.36
	US Mid Cap	Russell Midcap	5.4	7.1	19.7	0.36
	US Small Cap	Russell 2000	6.1	8.5	22.9	0.37
	MSCI EAFE	MSCI EAFE	4.8	6.4	18.8	0.34
	MSCI Europe	MSCI Europe	5.0	6.7	18.9	0.35
	Eurozone	MSCI Euro X UK	4.5	6.4	19.9	0.32
	UK Large Cap	FTSE 100	6.5	8.4	20.3	0.41
	UK Small Cap	FTSE Small Cap UK	7.3	10.1	25.7	0.39
	Canada	S&P TSX	4.6	6.5	20.5	0.32
	Japan	MSCI JP	3.8	6.2	22.7	0.27
	Emerging Market	MSCI EM	7.4	10.2	25.3	0.40
	Asia Pacific Ex JP	MSCI APXJ	7.0	9.8	25.5	0.39
Pacific Ex JP	MSCI Pacific X JP	5.9	8.7	25.2	0.34	
Alternatives	US REITs	FTSE NAREIT Equity	7.1	8.7	18.9	0.46
	Global REITs	FTSE EPRA/NAREIT Developed Index	5.3	6.9	18.7	0.37
	Global Infrastructure	Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Composite	4.5	5.6	15.0	0.37
	Hedge Funds	HFRI HF Index	5.9	6.2	8.8	0.71
	Commodities	S&P GSCI	3.1	5.7	23.9	0.24
	Agriculture	S&P GSCI Agriculture	-1.4	0.8	21.5	0.04
	Energy	S&P GSCI Energy	5.4	11.2	37.3	0.30
	Industrial Metals	S&P GSCI Industrial Metals	2.9	5.5	24.1	0.23
Precious Metals	S&P GSCI Precious Metals	1.6	3.2	18.7	0.17	

Hinweise: Stand der Schätzungen: 30. Juni 2020, wie in den 2020 Long-Term Capital Market Assumptions – Q3 Update veröffentlicht. Diese Schätzungen spiegeln die Einschätzungen von Invesco Investment Solutions wider; die Ansichten anderer Investmentteams von Invesco können von diesen abweichen. Es besteht keine Garantie, dass sich diese Einschätzungen als richtig erweisen werden. TIPS = Treasury Inflation Protected Securities, MBS = Mortgage Backed Securities. Für Hinweise zur Methodik, siehe Anhang 8.
Invesco Investment Solutions

Anhang 4: Wesentliche Annahmen

Wesentliche Annahmen, die dem prognostizierten Ertrag über 1 Jahr zugrundeliegen

	USA	Eurozone / Europa ex UK	Großb ritanni en	Japan	EM	China
Zentralbankzinsen (%)	0,25	-0,50	0,10	-0,10	-	4,35
Spread Staatsanleihen vs. Zentralbankzinsen (Bps)	100	100	80	25	-	-
Spreads von IG-Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen (Bps)	150	50	140	35	-	-
Spreads von HY-Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen (Bps)	525	400	-	-	-	-
Ausfallraten HY-Unternehmensanleihen (%)	6,0	5,0	-	-	-	-
Verwertungsquoten HY- Unternehmensanleihen (%)	43	50	-	-	-	-
Dividendenwachstum Aktien (%)*	10,0	15,0	10,0	5,0	15,0	10,0
Dividendenrendite Aktien (%)*	1,7	3,0	3,8	2,2	2,8	2,0
Wachstum Immobiliendividenden (%)*	5,0	5,0	5,0	0,0	5,0	-
Dividendenrendite Immobilien (%)*	4,3	4,0	4,0	3,3	5,0	-

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

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

Prozess der Portfoliokonstruktion

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

Welche Anlageklassen?

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

Neutrale Allokationen und Quoten gemäß Anlagerichtlinien

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

Erwartete/prognostizierte Erträge

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

Portfoliooptimierung

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

Währungsabsicherung

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

Anhang 6: Daten- und Benchmark-Definitionen

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

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

Gold: Londoner Spotpreis in USD/Feinunze.

Staatsanleihen: Die aktuellen Werte in der Marktprognose-Tabelle (Abb. 33) beziehen sich auf die Datastream-Daten zur zehnjährigen Benchmarkrendite in den USA, der Eurozone, Japan und Großbritannien sowie die Thomson Reuters China Daten zur zehnjährigen Benchmarkrendite für China. Die historischen und prognostizierten Renditen und Erträge (Abb. 1, 2, 5, 18, 35 und 36) basieren auf den Staatsanleiheindizes von Bank of America Merrill Lynch mit historischen Bandbreiten für die globalen, Europa ex-UK, UK- und Japan-Indizes ab 31. Dezember 1985 und für den US-Index ab 30. Januar 1978. Die Renditen und Erträge aus Emerging-Market-Anleihen basieren auf dem Barclays Bloomberg Emerging Markets Sovereign US Dollar Bond Index mit historischen Bandbreiten ab dem 28. Februar 2003. Die gleichen Indizes werden für Anhang 1 herangezogen.

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

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

Aktien: Wir verwenden die Benchmark-Indizes von MSCI zur Berechnung der prognostizierten Erträge und berechnen die langfristigen Gesamtrenditen mit historischen Bandbreiten ab 31. Dezember 1969 für die globalen, US-, Europa ex-UK, UK- und Japan-Indizes und 31. Dezember 1987 für den Emerging-Markets-Index. Die Aktienindexbewertungen (Abbildungen 5 und 25 und Anhang 1) basieren auf den Dividendenrenditen und Kurs-Gewinn-Verhältnissen der Datastream-Benchmarkindizes mit historischen Bandbreiten ab 1. Januar 1973 für die globalen, US-, Europa ex-UK- und Japan-Indizes, 31. Dezember 1969 für den UK-Index und 2. Januar 1995 für den Emerging-Markets-Index.

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

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

US Shiller-KGV und Gewinne je Aktie (Earnings per Share, EPS): Das Shiller-KGV misst das aktuelle Kursniveau einer Aktie und setzt es ins Verhältnis zum durchschnittlichen Gewinn je Aktie (EPS) 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.

Daten- und Benchmark-Definitionen für Anhang 2

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

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

Gold: Londoner Spotpreis in USD/Feinunze.

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

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

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

Rohstoffe: Goldman Sachs Commodity Total Return Indizes

Immobilien: FTSE EPRA/NAREIT Total Return Indizes

Währungen: Global Trade Information Services Spotkurse

Anhang 7: Methodik, Daten und Benchmarks für Mania-Template (Abb. 24)

Das „Mania Template“ basiert auf monatlichen Daten für 15 historische Markt-Manie-Phasen, bezogen von Refinitiv Datastream, sofern nicht anders angegeben. Für jede Phase der Markt-Manie wird der relevante Assetpreisindex zum Höchststand (Monat null) auf 100 indexiert und für die drei Jahre vor und nach diesem Zeitpunkt dargestellt. Das Template zeigt für jeden Zeitpunkt den Durchschnitt der 15 Markt-Manien. Die 15 Phasen der Markt-Manie sind (mit Monat des Höchststands und Quelle):

- 1) Britische Aktien während der Südsee-Blase -- ein Index, der einen ungewichteten Durchschnitt der Kurse der Bank of England, der East India Company und der South Sea Company abbildet (Juni 1720, Global Financial Data);
- 2) Britische Aktien -- ein britischer Aktienindex (umfasst Industriewerte, aber keine Banken, Versicherungen und Brückenaktien), berechnet von Hayek, wie in Rostow and Schwartz in *The Growth and Fluctuation of the British Economy* beschrieben (Juli 1864, GFD);
- 3) US-Öl -- Preis der Ölsorte West Texas Intermediate (USD/Barrel), aus *The Derrick's Handbook of Petroleum* (Sept. 1876, GFD);
- 4) US-Öl -- Preis der Ölsorte West Texas Intermediate (USD/Barrel), aus *The Derrick's Handbook of Petroleum* (Dez. 1895, GFD);
- 5) US-Aktien -- S&P Composite Index (Sept. 1929, Robert Shiller);
- 6) US-Bankaktien -- S&P 500 Diversified Banks berechnet von Standard & Poor's auf Basis historischer Kursdaten (Sept. 1929, GFD);
- 7) US-Weizen -- Preis für US-Weizen No. 2 (USD/Scheffel), aus *The Chicago Board of Trade* (Jan 1974, GFD);
- 8) Gold -- Preis für Barrengold am London Bullion Market (USD/Feinunze), bereitgestellt von ICE Benchmark Administration Ltd. (Sept. 1980);
- 9) Nikkei Index (Dez. 1989);
- 10) Griechische Bankaktien -- Datastream Banken-Index für Griechenland (Sept. 1999);
- 11) NASDAQ Composite (Feb. 2000);
- 12) Miami Hauspreise (Feb. 2007, FHFA Index);
- 13) Chinesische A-Aktien -- China A-DS Market Index berechnet von Datastream (Okt. 2007);
- 14) US-Öl -- Preis für Öl der Sorte West Texas Intermediate (USD/Barrel), 40-degree API, f.o.b. Cushing Oklahoma (Juni 2008, GFD);
- 15) Bitcoin -- USD/Bitcoin an der Bitstamp-Börse, von Thomson Reuters (Nov. 2013, Daten bis Juli 2011 von Bloomberg).

„S&P 500“, „FANG Plus“ und „Gold“ sind auf den gleichen Anfangswert wie das „Mania Template“ indexiert (d.h. In Monat -36), die Daten wurden von Refinitiv Datastream bezogen.

Anhang 8: Methodik der IIS Capital Market Assumptions (Abb. 6 & Anhang 3)

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

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

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

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

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

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

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

Kontakt

Invesco Asset Management Deutschland GmbH

An der Welle 5
60322 Frankfurt am Main
Deutschland

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

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

Rotenturmstraße 16-18
1010 Wien
Österreich

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

Invesco Asset Management (Schweiz) AG

Talacker 34
8001 Zürich
Schweiz

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

Wichtige Hinweise

Dieses Marketingdokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und Finanzberater in Deutschland, Österreich und an qualifizierte Anleger in der Schweiz. Eine Weitergabe an Dritte, insbesondere an Privatkunden, ist nicht gestattet. Dieses Marketingdokument stellt keine Empfehlung dar, in eine bestimmte Anlageklasse, Finanzinstrument oder Strategie, zu investieren. Das Dokument unterliegt nicht den regulatorischen Anforderungen, welche die Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen sowie das Verbot des Handels vor der Veröffentlichung der Anlageempfehlung/Anlagestrategieempfehlung vorschreiben. Diese Information dient ausschließlich der Veranschaulichung und ist keine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten. Stand aller Daten: 30.09.2020, sofern nicht anders angegeben.

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

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

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

EMEA7725/2020