

## Big Mac(ro): Konjunkturregime

### Paradigmenwechsel am Markt

#### Autor



Benoit Anne  
Managing Director  
Investment Solutions Group

Wir rechnen mit einem Paradigmenwechsel am Markt. Das derzeitige Konjunkturregime, die „Angst vor der Fed“, dürfte bald enden. Wir glauben, dass dann nicht mehr Liquidität das wichtigste Thema sein wird, sondern Wachstum. Die Angst vor der Fed war für Anleihen das denkbar schlechteste Szenario. Ein Regimewechsel dürfte der Assetklasse nützen. Man sollte deshalb eine höhere Anleihenquote in Betracht ziehen.

**Die Angst vor der Fed ist vorbei.** Begonnen hatte das Konjunkturregime Ende 2021, als klar wurde, dass die Zinsen bald erhöht werden. Weltweit hatte das gravierende Folgen: Wegen der steigenden Zinsen gaben viele Assetklassen so viel nach wie seit Jahrzehnten nicht mehr, die Credit Spreads weiteten sich aus, und risikobehaftete Titel einschließlich Aktien verloren kräftig (Abbildung 1, oben rechts).<sup>1</sup>

Abbildung 1: Vier Anleihenmarktregime



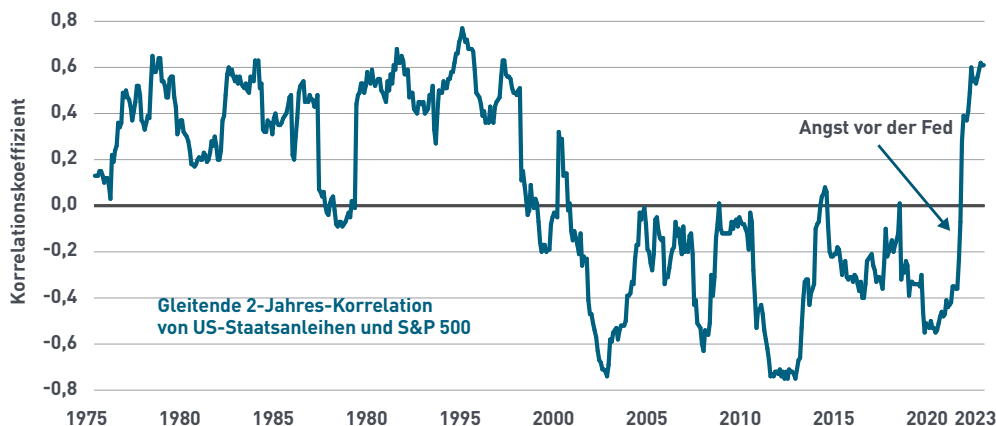
Quelle: MFS. Nur zur Illustration.

Außerdem wurde die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien positiv, sodass Anleihen ein Portfolio nicht mehr wirklich diversifizierten (Abbildung 2). Doch jetzt dürften die



Tage gezählt sein, als die Angst vor der Fed die Märkte bestimmte – vor allem, weil die Straffung der Geldpolitik zu Ende geht. Daher glauben wir, dass sich die Korrelation wieder normalisiert und bald wieder so hoch sein wird wie in den letzten 20 Jahren. Dafür spricht, dass die kurzfristige Korrelation, die in der Regel schneller reagiert, bereits gefallen ist; die gleitende 60-Tages-Korrelation zwischen Aktien und Anleihen ist schon negativ.<sup>2</sup> Die mittelfristige Zweijahreskorrelation dürfte noch dieses Jahr folgen.

### Abbildung 2: Angst vor der Fed sorgte für die höchste Korrelation zwischen Anleihen und Aktien seit Jahrzehnten



Quelle: Bloomberg. Monatsdaten bis Mai 2023. Gleitende 2-Jahres-Korrelation der Monatserträge des US-Staatsanleihenindex und des S&P 500.

**Wohl bessere Marktstimmung:** Weil die Zinserhöhungen wohl bald enden, besteht nur noch wenig Anlass zur Angst vor der Fed. Manche Anleger glauben, dass auf die Zinspause im Juni – als die Fed den Leitzins nicht erhöhte – ein abschließender Zinsschritt im Juli folgt, andere halten den Erhöhungszyklus schon jetzt für beendet. Wie auch immer: Die Fed wird die Märkte weltweit nicht mehr so stark beeinflussen. Zurzeit wird erwartet, dass der Leitzins im August 2023 mit 5,42% sein Maximum erreicht, was 17 Basispunkte mehr wären als heute. Es ist also fast noch ein Zinsschritt um 25 Basispunkte in den Kursen enthalten (Abbildung 3). Das Ende der Zinserhöhungen dürfte der Marktstimmung nützen, aber auch zu einer gewissen Normalisierung der Zinsvolatilität führen – da der Hauptgrund für die jüngste Volatilität, die massiven Zinserhöhungen, dann wegfällt. Einstweilen bleibt die Zinsvolatilität aber hoch. Der MOVE Index liegt bei 124 und damit deutlich über dem Fünfjahresdurchschnitt von 77. Wir glauben aber, dass er in nächster Zeit fällt.<sup>3</sup>



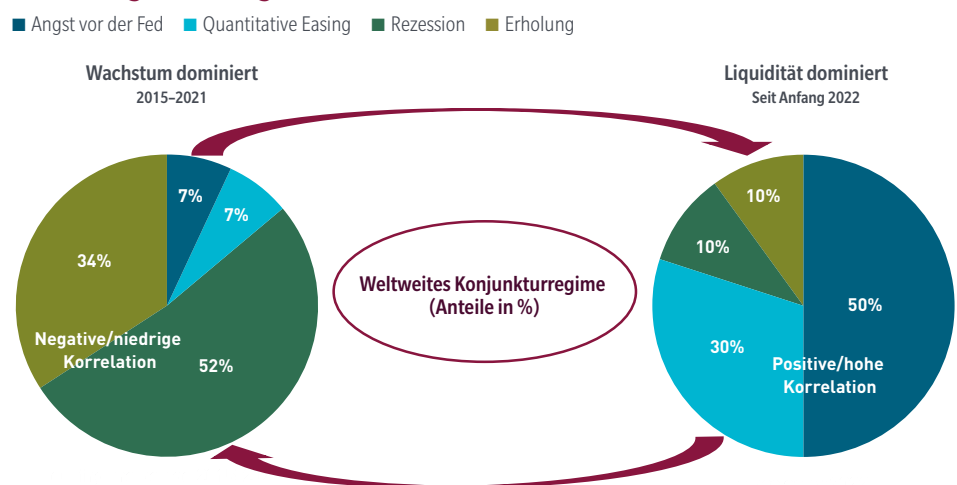
Abbildung 3: Erwartetes Zinsmaximum auf Basis der Federal Fund Futures



Quelle: Bloomberg. Tagesdaten vom 1. März 2022 bis zum 2. Juni 2023. Oberer Wert der Leitzinsspanne. Implizite Leitzinsen auf Basis der monatlich fälligen Federal Funds Futures von Mai 2023 bis Dezember 2024, korrigiert um 125 Basispunkte, um den oberen Wert der Leitzinsspanne zu zeigen.

**Wachstum dürfte Liquidität als wichtigstes Thema verdrängen.** Seit 2022 hieß das Konjunkturregime in 50% der Zeit Angst vor der Fed (Abbildung 4). In diesem Regime ist Liquidität das marktbestimmende Thema; die Investoren fürchten vor allem die Folgen einer nachlassenden Notenbankliquidität. Wir glauben aber, dass in nächster Zeit vor allem das Wachstum die Märkte bestimmen wird und die Investoren dann in erster Linie Angst vor einer Rezession haben. Es gibt zwei Regime, in denen das Wachstum entscheidend ist: Abschwung/Rezession und Erholung (Abbildung 1). Im ersten Regime fallen die Zinsen, und die Spreads weiten sich aus, da ein höheres Rezessionsrisiko in den Kursen berücksichtigt ist. Das zweite Regime, die Erholung, zeichnet sich durch steigende Zinsen und einen Spreadrückgang aus. Kurzfristig scheint das denkbar, vor allem, wenn die USA einer Rezession entgehen. Das entscheidende Risiko ist aber, dass die Notenbank auf längere Zeit restriktiv bleibt. Dann würde die Angst vor der Fed anhalten und fast zwangsläufig zu einer schwereren Rezession führen.

Abbildung 4: Paradigmenwechsel am Markt



**Nur zur Illustration.** Auf Basis von Monatsdaten von Januar 2015 bis April 2023. US-Zehnjahresrendite und US-Investmentgrade-Spreads: Bloomberg. „Angst vor der Fed“: Rückgang der US-Zehnjahresrendite um mindestens 10 Bp., Anstieg der Investmentgrade-Spreads um mindestens 5 Bp. (im jeweiligen Monat). „Quantitative Easing“: Zinsrückgang um mindestens 10 Bp., Spreadrückgang um mindestens 5 Bp. „Rezession“: Zinsrückgang um mindestens 10 Bp., Spreadausweitung um mindestens 5 Bp. „Erholung“: Zinsanstieg um mindestens 10 Bp., Spreadrückgang um mindestens 5 Bp. Anteile der jeweiligen Regime: Anzahl der Monate mit einem bestimmten Regime dividiert durch die Anzahl der Monate im Berichtszeitraum. Der untere Pfeil deutet den von uns erwarteten Regimewechsel an, von Liquiditäts- zu wachstumsgetriebenen Märkten.



**Der Konjunkturzyklus dürfte bald zu Ende gehen.** Wir halten es für wahrscheinlich, dass die USA in absehbarer Zeit in die Rezession fallen. Wegen der Stabilität der US-Wirtschaft rechnen Marktbeobachter aber immer später damit. Rezessionsprognosen sind eher Kunsthandwerk als Wissenschaft, aber es ist durchaus plausibel, dass die Rezession im 4. Quartal dieses Jahres beginnt. Frühindikatoren lassen vermuten, dass sie mild sein wird, da es keine offensichtlichen systemischen Finanzprobleme gibt. Unsicher bleibt aber der Wachstumsausblick im Basisszenario; die Konjunktur kann positiv wie negativ überraschen. Eine weiche Landung – ein Abschwung, der so mild ausfällt, dass er nicht zur Rezession wird – lässt sich nicht ausschließen. Es könnte aber auch zu einer schweren Rezession kommen, wenn große Finanzexzesse ans Licht kommen, etwa bei nicht börsennotierten Titeln, oder die Finanzstabilität weiter nachlässt.

**Nach unseren Analysen entwickelt sich die Wirtschaft langsam in Richtung Rezession.** Noch immer liegen die wachstumsrelevanten Frühindikatoren stark auseinander. Die deutlichsten Hinweise auf eine Rezession enthalten die sogenannten weichen Daten, vor allem die Geschäftsklimaindizes, das Verbrauchervertrauen und die Kreditbedingungen. Die Gewinnmargen der Unternehmen sind aber noch immer hoch, und der Arbeitsmarkt bleibt stabil. Das zeigt sich etwa an den wenigen Erstanträgen auf Arbeitslosengeld (Abbildung 5). Noch signalisiert unser Konjunkturindikator (BCI) aber nur einen deutlichen Abschwung, keine unmittelbar bevorstehende Rezession (Abbildung 6). Rezessionen gingen meist BCIs von etwa -1 statt von -0,47 voraus.

**Abbildung 5: Rezessionsrisiken abschätzen**

Rezessionsrisikoindikator	Aktuell	Vor 6 Monaten
NY Fed Empire State Manuf. Survey	-2,47	-0,24
Senior Loan Officer Opinion Survey	-2,10	-1,39
Konsumklima (University of Michigan)	-1,97	-2,20
NFIB Small Business Optimism Index	-1,83	-1,40
Frühindikatorenindex (Conference Board)	-1,79	-0,98
Auftragseingänge (ISM)	-1,67	-1,14
Baubeginne	-1,12	-0,52
Baugenehmigungen	-1,07	-0,59
Philadelphia Fed Business Outlook	-1,03	-1,32
Lohnstückkosten	-0,98	-1,19
ISM-Index (Verarbeitendes Gewerbe)	-0,98	-0,65
ISM-Index (Dienstleistungen)	-0,76	-0,12
Investitionsausblick	-0,75	-0,39
Unternehmensgewinne (Veränderung)	-0,24	0,15
National Assoc. Home Builders Market Index	-0,12	-1,07
Gewinnmarge (Veränderung)	-0,08	-0,14
Vergütungen in % des BIP (Veränderung)	-0,01	0,55
Investitionen in % des BIP	0,18	-0,19
Outputlücke in % des Produktionspotenzials	0,23	0,06
Konsumklima (Conference Board)	0,25	0,22
Verkäufe neuer Immobilien	0,46	-0,85
Erstanträge auf Arbeitslosengeld	0,50	0,57
Energiepreisentwicklung	0,90	-1,18
Gewinnmarge	1,12	1,35

Hohes Rezessionsrisiko ↑

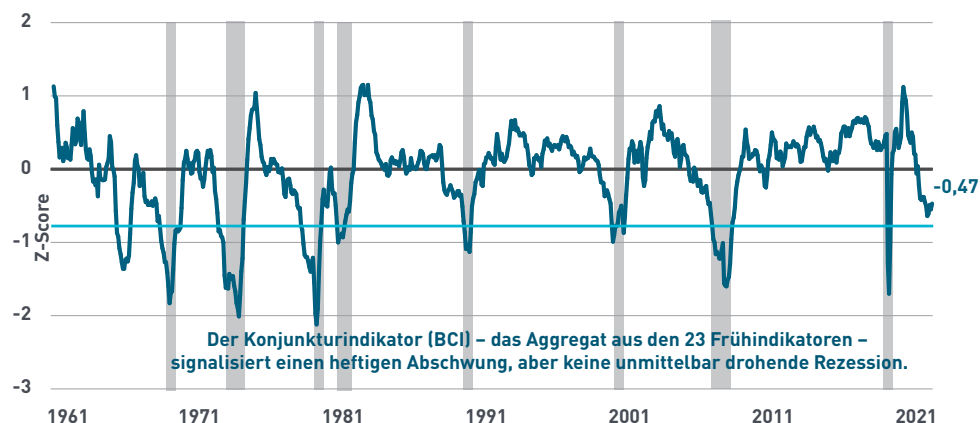
↓

Niedriges Rezessionsrisiko

Quelle: Bloomberg. Auf Basis der Z-Scores seit Januar 1960 bzw. seit Beginn der Erhebungen (falls später). Aktuellste Monatswerte. Vollständige Informationen zu den Datenquellen siehe Anmerkung.



Abbildung 6: Keine unmittelbar drohende Rezession



Quelle: Bloomberg. Monatsdaten von Januar 1962 bis April 2023. Der BCI fasst die Z-Scores der 23 Variablen zusammen.<sup>4</sup> Rezessionen nach Definition des National Bureau of Economic Research (NBER) sind grau unterlegt. Ein Z-Score ist die Abweichung der aktuellen Daten vom Mittelwert gemessen in Standardabweichungen. Die horizontale Linie steht für einen Z-Score von 0,85, also eine erhebliche Abweichung vom Mittelwert.

**Der absehbare Paradigmenwechsel dürfte gut für Anleihen sein.** Angst vor der Fed ist das für Anleihen ungünstigste Szenario. In diesem Szenario steigen Zinsen wie Spreads, was den Erträgen doppelt schadet. Deshalb haben die meisten internationalen Anleihenmarktsegmente 2022 zweistellig verloren. In Regimen, in denen das Wachstum entscheidend ist, gleichen sich Zins- und Spreadbewegungen hingegen tendenziell aus, was die Erträge stabilisiert. Abbildung 7 zeigt für US-Investmentgrade-Anleihen, dass auf Einjahressicht dann nur bei erheblichen Marktbewegungen Verluste drohen – im Regime Abschwung/Rezession etwa nur dann, wenn Zinsen und Spreads zusammen um mindestens 90 Basispunkte steigen. Das wäre etwa bei einer Spreadausweitung um 120 Basispunkte und einem Zinsrückgang um 30 Basispunkte der Fall. Zwar sind derart große Veränderungen nicht auszuschließen, doch würden sie wohl mit einer erheblichen Rezession einhergehen. Alles in allem halten wir Anleihenverluste nach dem jüngsten Zinsanstieg für unwahrscheinlicher – denn die laufenden Erträge sind jetzt höher, was Verlustrisiken insgesamt begrenzt.



Abbildung 7: Erwarteter 1-Jahres-Ertrag amerikanischer Investmentgrade-Anleihen bei unterschiedlichen Zins- und Spreadentwicklungen (%)

		Spreadänderung in den nächsten 12 Monaten (Bp.)												
		-150	-120	-90	-60	-30	0	30	60	90	120	150	180	210
Zinsänderung in den nächsten 12 Monaten (Bp.)	150	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79	-15,93	-18,07	-20,21
	120	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79	-15,93	-18,07
	90	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79	-15,93
	60	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65	-13,79
	30	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50	-11,65
	0	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36	-9,50
	-30	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22	-7,36
	-60	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08	-5,22
	-90	22,63	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94	-3,08
	-120	24,77	22,63	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21	-0,94
	-150	26,91	24,77	22,63	20,48	18,34	16,20	14,06	11,92	9,77	7,63	5,49	3,35	1,21

Quelle: Bloomberg. Angaben für den Bloomberg US Aggregate Corporate Index, auf Basis der laufenden Rendite und der Duration am 1. Juni 2023. Erwartete 1-Jahres-Erträge = aktuelle Rendite zzgl. Spread- und Zinsänderung (netto) x Duration. Hinweise auf künftige erwartete Erträge und die künftige Performance sind keine Versprechen oder Schätzungen der tatsächlichen Performance, die ein Anleger erzielen kann; man sollte sich nicht auf solche Angaben verlassen. Prognosen nur zur Illustration. Sie sollten nicht als Beratung, Empfehlung oder Performancegarantie aufgefasst werden. Prognosen auf Basis subjektiver Schätzungen und Annahmen, die noch nicht eingetreten sind und möglicherweise auch nicht eintreten werden. Die Projektionen unterliegen Einschränkungen, da sie nicht auf tatsächlichen Transaktionen, sondern auf von MFS konstruierten Modellen und zusammengestellten Daten beruhen. Die Angaben sind kein Hinweis auf tatsächliche Ergebnisse, die in der Zukunft erreicht werden können. Die Performance individueller Investoren kann stark von diesen Angaben abweichen.

Alles in allem glauben wir, dass die Zeit jetzt reif für eine höhere Anleihenquote ist, da wir mit diesem für Anleihen günstigen Paradigmenwechsel rechnen. ▲



### Anmerkungen

- <sup>1</sup> Das Vier-Quadranten-Diagramm zeigt vier mögliche Konjunkturregime für Anleihen auf Basis von Zins- und Spread-änderungen: Angst vor der Fed, Abschwung/Rezession, Quantitative Easing und Erholung. Im Regime Angst vor der Fed steigen beispielsweise sowohl Zinsen als auch Spreads. Im Regime Abschwung/Rezession weiten sich die Spreads aus, aber die Zinsen fallen.
- <sup>2</sup> Quelle: Bloomberg. Die kurzfristige Korrelation ist berechnet als gleitende 60-Tages-Korrelation der Tageserträge des US-Staatsanleihenindex und des S&P 500. Am 2. Juni 2023 betrug der Korrelationskoeffizient 0,48.
- <sup>3</sup> Quelle: Bloomberg. Der ICE BofA Move Index ist ein nach der Lautzeitenstruktur gewichteter Index der normalisierten impliziten Volatilität 1-monatiger Staatsanleiheoptionen. Es handelt sich um den gewichteten Durchschnitt der Volatilitäten von CT2, CT5, CT10 und CT30 (aktuelle 2-, 5-, 10- und 30-jährige Staatsanleihen). Stand 2. Juni 2023.
- <sup>4</sup> Der Konjunkturindikator (BCI) berücksichtigt folgende Variablen: Erstanträge auf Arbeitslosengeld (Department of Labor), Baugenehmigungen (US Census Bureau), Philadelphia Fed Business Outlook Survey Diffusion Index, Verkäufe neuer Immobilien (US Census Bureau), Konsumklimaindex (University of Michigan), Konsumklimaindex (Conference Board), Investitionsausblick (auf Basis der Capex-Expectations-Indizes der Fed-Niederlassungen in New York, Richmond, Dallas, Kansas City und Philadelphia), Auftragseingänge (Institute for Supply Management), Unternehmensgewinne (Margenveränderungen/Wachstum, Bureau of Economic Analysis), Höhe der Gewinnmarge (Bureau of Economic Analysis), Outputlücke (Congressional Budget Office), Verbraucherpreisindex (Bureau of Labor Statistics), Empire State Manufacturing Survey (New York Fed), National Association of Home Builders Market Index (NAHB), NFIB Small Business Optimism Index (NFIB), Baubeginne (US Census Bureau), Senior Loan Officer Opinion Survey, Nettoanteil inländischer Banken, die ihre Vergabestandards für Unternehmenskredite (C&I Loans) für kleine Unternehmen verschärfen (Fed), ISM-Index, Verarbeitendes Gewerbe (Institute for Supply Management), ISM-Index, Dienstleistungen (Institute for Supply Management), Investitionen in % des BIP, durch Interpolation in Monatsdaten umgewandelt (Bureau of Economic Analysis), Vergütung in % des BIP, 12-Monats-Veränderung (Bureau of Economic Analysis), Lohnstückkosten (Bureau of Labor Statistics).

Quelle: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“). Bloomberg oder seine Lizenzgeber besitzen alle geistigen Eigentumsrechte an den Bloomberg-Indizes. Bloomberg hat dieses Dokument weder bestätigt noch genehmigt, garantiert weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information, gibt keine explizite oder implizite Garantie im Zusammenhang mit den daraus gezogenen Schlüssen und schließt im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang jedwede Haftung oder Verantwortung für Schäden aus, die im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen.

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien.

Sofern nicht anders angegeben, sind die hierin enthaltenen Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsbezeichnungen Handelsmarken von MFS® und seinen Tochtergesellschaften. In manchen Ländern sind sie außerdem eingetragene Warenzeichen.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc.; **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. In Kanada wurde diese Publikation weder von der Finanzmarktaufsicht noch von einer ähnlichen Regulierungsbehörde überprüft.

**Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in**

**Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg. Tel.: +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen.