

Auf den Konjunkturzyklus kommt es an

Schlussfolgerungen für Asset- und Sektorallokation

Autoren

Matthieu Walterspiller
Multi-Asset Research Analyst

Benoît Anne
Senior Managing Director

Im Überblick

- **Es ist nicht immer leicht zu erkennen, wo wir im Konjunkturzyklus gerade stehen. Aber es ist wichtig. Unser neues Modell analysiert den Zyklus mit einem Wahrscheinlichkeitsansatz.**
- **Die größte Herausforderung ist, dass Konjunkturdaten von Natur aus unberechenbar sind. Wenn sie sich wie zuletzt widersprechen, halten wir ein Wahrscheinlichkeitsmodell für besonders sinnvoll.**
- **Nach unserem Modell befindet sich die US-Wirtschaft gerade mit 55% Wahrscheinlichkeit in der Expansion – und mit 45% Wahrscheinlichkeit im Abschwung.**
- **Das spricht für eine vielleicht nicht unbedingt extrem gute, aber noch immer positive Wertentwicklung risikobehafteter Anlagen (Aktien und Credits). Auch die Ertrags-erwartungen für Staatsanleihen bleiben ordentlich.**
- **Die Erträge konjunktursensitiver Sektoren scheinen dem Modell zurzeit eher niedrig, zumindest gemessen an ihren hohen Betas.**

So schwierig es ist: Wir müssen wissen, wo wir im Konjunkturzyklus stehen

Der Konjunkturzyklus hat große Auswirkungen auf die Erträge der einzelnen Assetklassen. Und doch ist es nicht leicht zu erkennen, in welcher Phase wir uns gerade befinden. Vielleicht sehen wir den Wald vor lauter Bäumen nicht. Es gibt unzählige Zeitreihen: Die FRED-Datenbank der Federal Reserve Bank of St. Louis enthält über 220.000 Zeitreihen allein für die USA, regionale Daten nicht einmal mitgezählt. Oft sind sie aber sehr kurz und reichen für verlässliche Analysen nicht aus. Außerdem ist die Wirtschaft mehrdimensional und verändert sich langfristig. Der Konjunkturzyklus ist also komplex. Man kann Niveaus und Veränderungen, das Momentum (die Veränderung der Veränderung) und Auslastungsgrade betrachten. Es gibt Angebots- und Nachfragefaktoren sowie Märkte für Güter, Dienstleistungen und Produktionsfaktoren. Angesichts der Vielzahl von Zeitreihen, der oft kurzen Datenhistorie und der recht wenigen Rezessionen in den USA – seit dem Zweiten Weltkrieg nur zwölf – überrascht es nicht, dass manche Frühindikatoren scheinbar noch jede Rezession vorhergesagt haben. Oft wiegt man sich dabei in einem falschen Gefühl der Sicherheit.

Unser Modell nutzt einen Wahrscheinlichkeitsansatz

Zur Analyse des Konjunkturzyklus hat die Multi-Asset Investment Group ein Modell mit einer Reihe von Indikatoren konstruiert.¹ Es soll ermitteln, mit welcher Wahrscheinlichkeit wir uns in welcher Phase befinden. Dabei berücksichtigt es sowohl die natürliche Unsicherheit als auch die Mehrdimensionalität der Wirtschaft.



Dazu teilen wir den Konjunkturzyklus in vier Phasen auf:

- 1. Krise:** In dieser Phase ist die Wirtschaft nach Einschätzung des National Bureau of Economic Research (NBER) am schwächsten. Sie schrumpft, das Momentum ist schwach, die Arbeitslosigkeit steigt.
- 2. Erholung:** Das ist die Zeit der raschen Besserung nach einer Rezession. Das Momentum ist hoch, aber noch gibt es Überkapazitäten.
- 3. Expansion:** Diese Phase ist meist die längste. Die Wirtschaft wächst, das Momentum ist stabil, und die Überkapazitäten nehmen langsam ab.
- 4. Abschwung:** Jetzt verschlechtern sich die Daten wieder. Das Wachstum lässt nach, das Momentum ist negativ. Entweder folgt jetzt eine Krise, oder die Expansion geht nach einer Unterbrechung weiter.

Manche Variablen können in unterschiedlichen Phasen ähnliche Werte annehmen. Erst ihre Kombination liefert Hinweise darauf, wo wir gerade stehen (Abbildung 1).

Abbildung 1: Ausgewählte Variablen unseres Konjunkturzyklusmodells

Kennzahl	Indikator für ...
Industrieproduktion in % z.Vj.	Wachstum
Bauinvestitionen in % z.Vj.	Wachstum
Bestellungen minus Lagerbestände (ISM), gleitender 3-Monats-Durchschnitt	Wachstum (Momentum)
Industrieproduktion in % z.Vj., Veränderung	Wachstum (Momentum)
Beschäftigung ohne Landwirtschaft in % z.Vj.	Arbeitsmarkt
Arbeitslosenquote in % z.Vj.	Arbeitsmarkt
Beschäftigung ohne Landwirtschaft in % z.Vj., Veränderung	Arbeitsmarkt (Momentum)
Arbeitslosenquote in % z.Vj., Veränderung	Arbeitsmarkt (Momentum)
Kapazitätsauslastung in der Industrie ggü. dem Trend	Auslastungsgrad
Beschäftigungslücke	Auslastungsgrad
Kapazitätsauslastung in der Industrie, Veränderung	Auslastungsgrad (Veränderung)
Beschäftigungslücke, Veränderung	Auslastungsgrad (Veränderung)

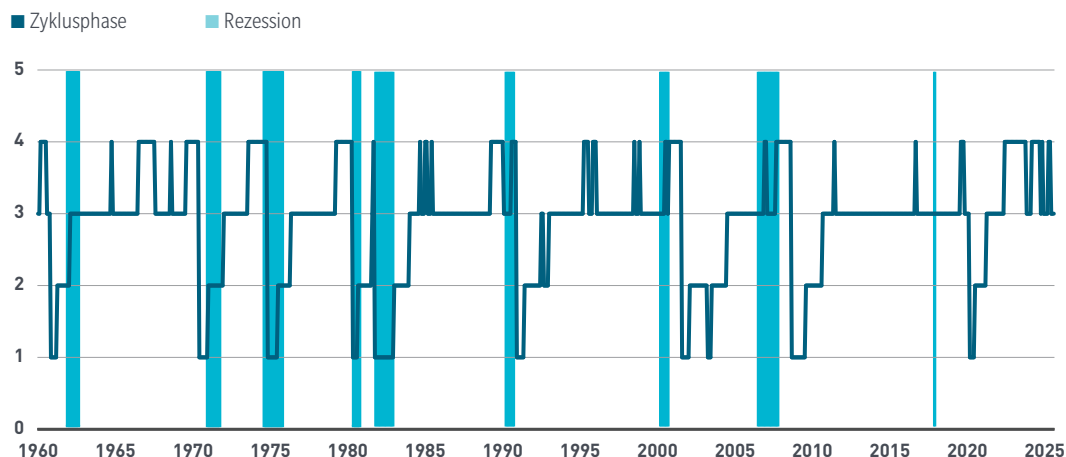
Quelle: Haver Analytics

Sehen wir uns einmal an, wie lange sich die US-Wirtschaft seit 1960 in den einzelnen Zyklusphasen befand. Hierbei gibt es große Unterschiede. Die Expansionsphase ist der Normalfall, mit 63% aller Monate. Krise (7%) und Erholung (9%) sind hingegen recht selten. Im Abschwung, dessen Wahrscheinlichkeit wir zurzeit auf 45% schätzen, befand sich die US-Wirtschaft in 21% der Zeit.

Abbildung 2 zeigt die für unser Konjunkturmodell jeweils wahrscheinlichste Phase und die Rezessionen nach Definition des NBER. Dabei muss man wissen, dass die NBER-Rezessionen nicht in Echtzeit bekannt sind: Im Schnitt werden die Zeiträume erst ein Jahr später veröffentlicht. Auffällig ist, dass die offiziellen Rezessionen in der Regel dann beginnen, wenn das Modell einen Abschwung signalisiert – und nicht etwa eine Krise. Nicht zuletzt deshalb sind Abschwünge nicht zu unterschätzen, auch wenn sie der Expansionsphase nicht ganz unähnlich sind. Abschwünge sind gewissermaßen das Bindeglied zwischen Wachstum und Schrumpfung.



Abbildung 2: Zyklusphasen nach unserem Modell und Rezessionen gemäß NBER



Quellen: Bloomberg, NBER, MFS Research. Monatsdaten bis September 2025.

Weil sich die Makrodaten oft widersprechen, kennen wir die Zyklusphase nicht. Wir wollen diese Unsicherheit abbilden, indem wir mit Wahrscheinlichkeiten arbeiten. Nach unseren Beobachtungen ändert sich das Konjunktursignal im Schnitt alle zehn Monate, sodass das Modell recht stabile Signale liefert. Besonders wichtig ist eine sichere Unterscheidung zwischen Expansion und Abschwung, weil beides oft nah beieinander liegt. Gerade bei leichten Abschwüngen wie 2016 oder 2019, die nicht in einer Krise mündeten, ist das Modell besonders nützlich. Es erfasst nämlich auch die damit einhergehende Unsicherheit.

Das Konjunkturzyklusmodell hilft, die aktuelle Phase zu erkennen – und die weitere Entwicklung zu prognostizieren. Das liegt daran, dass in das Modell auch Frühindikatoren einfließen, etwa Bestellungen minus Lagerbestände nach ISM. Weil der Konjunkturzyklus einem klaren Muster folgt – von der Krise über Erholung und Expansion bis zum Abschwung – und sich regelmäßig wiederholt, lässt die aktuelle Phase auch eine Prognose zu.

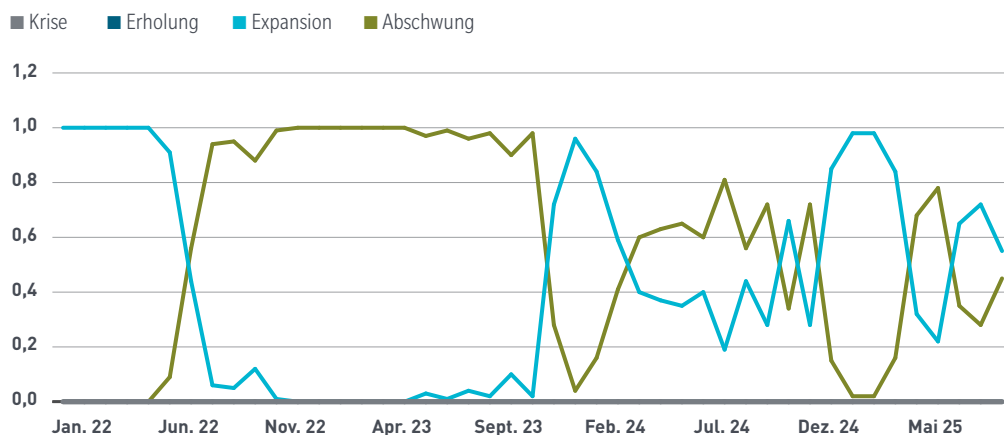
Die Unsicherheit, abgebildet dadurch, dass wir für die aktuelle Phase nur eine Wahrscheinlichkeitsaussage machen, kann auch Auswirkungen auf die künftige Wahrscheinlichkeit haben. Wenn wir uns höchstwahrscheinlich im Abschwung befinden, wird er mit einer höheren Wahrscheinlichkeit anhalten – und mit einer geringeren in einer Krise münden.

Die letzten Jahre nach der Straffung der Geldpolitik in den USA waren außergewöhnlich unsicher. Einerseits waren Wohnimmobilienmarkt und Industriekonjunktur schwach, und die Arbeitslosenquote stieg allmählich, andererseits boomte der private Verbrauch. Für das Modell waren daher sowohl eine Expansion als auch ein Abschwung möglich – ein ungewöhnliches Ergebnis.

Nach gewissen Fortschritten in den ersten drei Monaten des Jahres hat sich die Arbeitsmarktlage wieder verschlechtert. Die Wahrscheinlichkeit, dass wir uns im Abschwung befinden, beträgt nach unserem Modell daher jetzt wieder 45% (Abbildung 3). Längerfristig vertrauen wir unseren Einschätzungen der Phasen zu 95%, wobei das Modell am häufigsten eine Expansion anzeigt.



Abbildung 3: Wahrscheinlichkeiten in den letzten Jahren (in %)

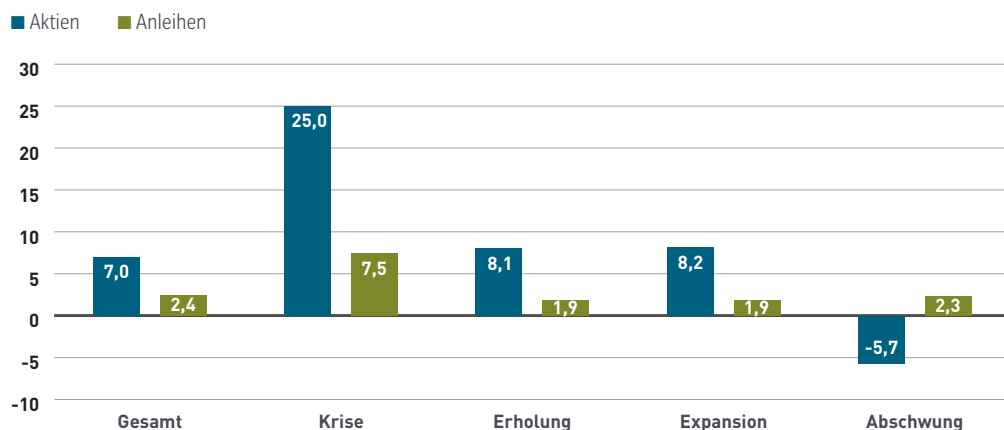


Quelle: MFS. Krise und Erholung (hier nicht gezeigt) hatten während des Gesamtzeitraums eine Wahrscheinlichkeit von 0%.

Konjunkturphasen und Ertragserwartungen

In der Vergangenheit waren die Erträge amerikanischer Aktien in der Expansion im Schnitt leicht überdurchschnittlich, während sie im Abschwung deutlich darunter lagen. Alles in allem ist der Abschwung die einzige Phase mit Verlusten. Auf den ersten Blick scheint es unplausibel, dass ausgerechnet in der Krise die Erträge am höchsten sind. Man darf aber nicht übersehen, dass unser Konjunkturmodell ausschließlich auf Makrodaten beruht, während Finanzmärkte in der Regel viel vorwegnehmen. Deshalb fallen die Verluste im Abschwung an und nicht in der Krise.

Abbildung 4: Realerträge p.a. seit 1960



Quellen: Haver Analytics, MFS Research. Bruttoerträge in US-Dollar. Aktien gemessen am S&P 500 Index. Anleihen gemessen am 10-Year Treasury Note Constant Maturity Total Return Index.

Die Zyklusphase hat nicht nur Auswirkungen auf die erwarteten Durchschnittserträge, sondern auch auf deren Wahrscheinlichkeitsverteilung. Hauptgrund für die schwachen Erträge im Abschwung ist die hohe Wahrscheinlichkeitsdichte am linken Ende. Sie steht für jene Abschwünge, die in eine Krise übergehen.

Ähnlich sind die Ergebnisse bei Credits, deren Spreads sich im Abschwung tendenziell ausweiten.



Staatsanleihen sind meist weniger konjunktursensitiv, auch weil Anleihen generell eine weniger zyklische Assetklasse sind. Nach unserer aktuellen Modelleinschätzung ist es dennoch recht wahrscheinlich, dass wir uns im Abschwung befinden. Das passt zu zwar positiven, aber unterdurchschnittlichen Aktienerträgen.

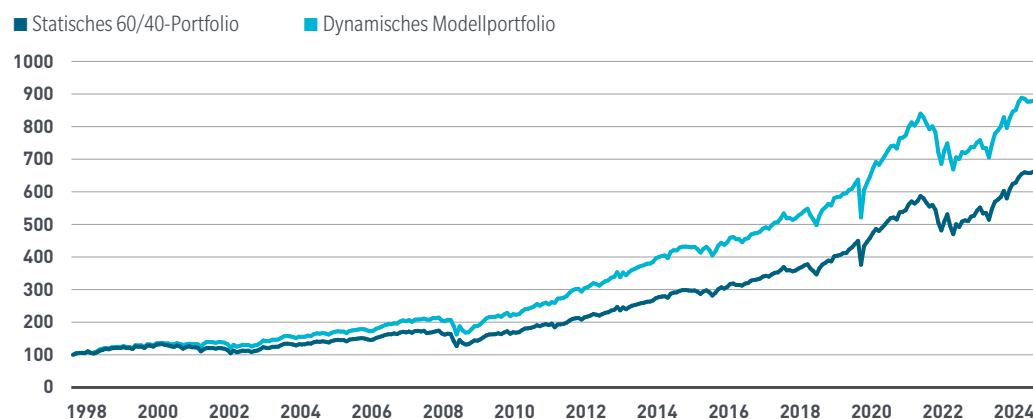
Der Konjunkturindikator sagt auch etwas über die Verteilung der Ertragserwartungen aus, nicht nur über den Durchschnitt. Das zeigt die annualisierte Volatilität in den einzelnen Phasen.

Am niedrigsten ist die Volatilität in der Expansion. Sie nimmt deutlich zu, wenn die Daten unsicherer werden und der Abschwung beginnt. In der Krise sind die Erträge meist ordentlich, allerdings auch am volatilsten.

Asset-Allokation über den Konjunkturzyklus

Wir glauben, dass sich unser Konjunkturmodell gut für die Asset-Allokation eignet. Es hilft unserer Multi-Asset Investment Group bei der Festlegung der Aktienquote und scheint uns auch bei der Aufteilung des Portfolios auf Anleihen und Aktien hilfreich. Um das zu zeigen, haben wir ein statisches 60/40-Portfolio mit einem Portfolio verglichen, dessen Aktien- und Anleihenquoten sich am Konjunkturzyklus orientieren. Im Abschwung haben wir die Anleihenquote, in der Krise und der Expansionsphase die Aktienquote erhöht. Dabei haben wir sichergestellt, dass die Portfoliogewichte im langfristigen Durchschnitt 60/40 betragen. Dazu nutzten wir stichtagsbezogene Daten und schätzten das Zyklusmodell monatlich neu, jeweils mit den dann verfügbaren Daten und unter Berücksichtigung der Publikationsverzögerung. Seit 1998 hätte man mit dem modellbasierten dynamischen Portfolio 113 Basispunkte Mehrertrag p.a. gegenüber einem statischen Portfolio erzielt (8,4% gegenüber 7,3%), und das bei einer ähnlichen Aktienquote und einer ähnlichen Volatilität (annualisiert etwa 10,7%; Abbildung 5).

Abbildung 5: Performance eines statischen und eines dynamischen Beispielportfolios



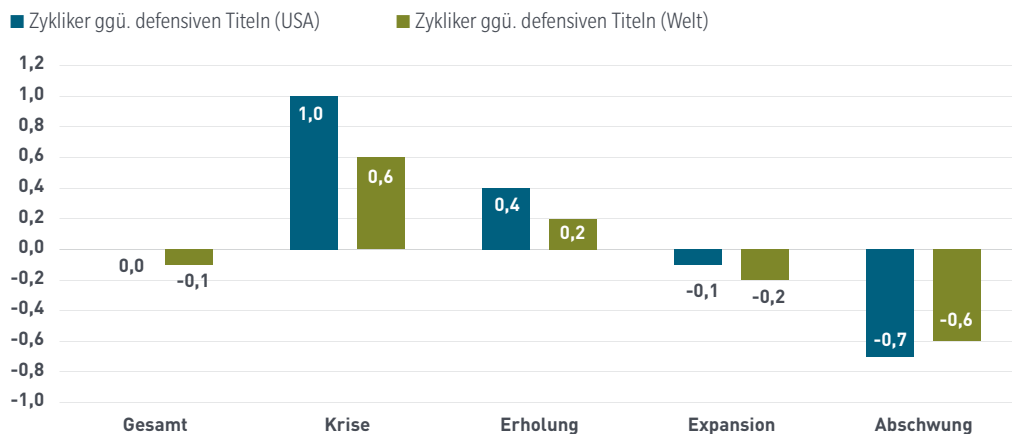
Quellen: Haver Analytics, ALFRED, MFS Research. Aktien gemessen am S&P 500 Index. Anleihen gemessen am 10-Year Treasury Note Constant Maturity Total Return Index. Hinweise auf hypothetische Portfoliowerte und eine hypothetische Wertentwicklung sind keine Versprechen oder Schätzungen der tatsächlichen Anlageperformance; man sollte sich daher nicht auf sie verlassen. Projektionen des Portfoliowerts nur zur Illustration, keine Beratung, Empfehlung oder Performancegarantie. Die Projektionen beruhen auf subjektiven Einschätzungen und Annahmen der (möglichen) zukünftigen Entwicklungen. Die Assetklassengewichte des dynamischen Portfolios werden dann angepasst, wenn sich die Signale des Konjunkturmodells ändern. Weder das 60/40-Portfolio noch das dynamische Portfolio investieren in Kasse. Die Projektionen haben natürliche Grenzen, weil sie nicht auf tatsächlichen Transaktionen, sondern auf Modellen und Datenerhebungen von MFS beruhen. Die Ergebnisse sind weder tatsächliche Ergebnisse, die in der Zukunft erzielt werden können, noch ein Hinweis darauf. Die Performance eines Anlegers kann erheblich von der Prognose abweichen. Die hypothetischen Modelle beruhen auf Daten von Februar 1998 bis Januar 2025.



Konsequenzen für die Sektorallokation

Auf Sektorebene kann der Indikator auch für die Aufteilung auf Zyklischer und defensive Titel genutzt werden. Nach unserem Modell sind Zyklischer nur in der Krise und in der Erholungsphase attraktiv. In der Expansion entsprechen ihre Erträge etwa denen von defensiven Werten, im Abschwung liegen sie dahinter.

Abbildung 6: Relative Entwicklung von Zyklischen und defensiven Titeln nach Konjunkturphasen



Quellen: Datastream, MFS Research. Unsere Zeitreihen für Zyklischer und defensive Werte basieren auf aggregierten Teilindizes von Datastream.

Insgesamt glauben wir, mit dem neuen Konjunkturmodell besser erkennen zu können, in welcher Phase wir uns befinden. Darüber hinaus liefert es Anhaltspunkte dafür, welche Phase als Nächstes folgt. Das Modell hilft bei Asset- und Sektorallokation gleichermaßen. Weil wir die Wahrscheinlichkeit, dass sich die US-Wirtschaft zurzeit im Abschwung befindet, auf 45% schätzen, erwarten wir in nächster Zeit nur mäßige Erträge risikobehafteter Wertpapiere. ▲

¹ Technisch gesehen verwenden wir nicht überwachtes maschinelles Lernen (Unsupervised Learning Model), genauer ein Gaussian Mixture Model (GMM). Dieses Modell interpretiert die zu jedem Zeitpunkt vorliegenden Daten als Resultat nicht direkt beobachtbarer Zustände – in unserem Fall unsere vier Phasen. Der Algorithmus schätzt sowohl die Charakteristika dieser Zustände, insbesondere die Werte der Variablen, als auch die Wahrscheinlichkeit, dass jeder Monat einer der vier Phasen zugeordnet werden kann.



Alle Anlagen gehen mit gewissen Risiken einher, einschließlich des Risikos eines möglichen Kapitalverlusts.

Quelle der Indexdaten: MSCI. MSCI gibt keinerlei Garantien oder Gewährleistungen und übernimmt keinerlei Verantwortung für die hierin enthaltenen MSCI-Daten. Die MSCI-Daten dürfen weder weitergegeben noch als Grundlage für andere Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte genutzt werden. Dieses Dokument wurde von MSCI weder erstellt noch genehmigt oder geprüft. Man kann nicht direkt in einen Index investieren.

Die hier dargestellten Meinungen sind die der MFS Investment Solutions Group, eines Teils der Vertriebspartei von MFS. Sie können von denen der Portfoliomanager und Analysten von MFS abweichen. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung oder Angebot zum Kauf eines Wertpapiers oder als Anlageberatung verstanden werden.

Diversifikation garantiert keine Gewinne und schützt auch nicht vor Verlusten. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse. Prognosen sind keine Garantien.

GLOBALER DISCLAIMER

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsnamen Marken von MFS® und den Tochtergesellschaften von MFS und können in manchen Ländern eingetragen sein.

Herausgegeben von:

USA: MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc. (SIPC-Mitglied); **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. **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. **Für Anleger in Saudi-Arabien, Kuwait, Oman und den Vereinigten Arabischen Emiraten (ohne DIFC und ADGM). In Katar ausschließlich für erfahrene Anleger und vermögende Privatpersonen. In Bahrain nur für erfahrene Institutionen:** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen kein Angebot, keine Einladung oder keinen Vorschlag zur Abgabe eines Angebots, keine Empfehlung zur Beantragung oder eine Meinung oder Beratung zu einem Finanzprodukt, einer Finanzdienstleistung und/oder einer Finanzstrategie dar und sollten auch nicht als solches ausgelegt werden. Obgleich wir davon ausgehen, dass diese Informationen korrekt sind, übernimmt MFS keine Garantie oder Gewährleistung dafür, dass sie frei von Fehlern, Irrtümern oder Auslassungen sind, oder für auf dieser Grundlage erfolgte Handlungen. Die Informationen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. MFS übernimmt keine Haftung für direkte oder indirekte Verluste oder Folgeschäden, die aus der Verwendung dieses Dokuments oder dem Vertrauen darauf entstehen. Dieses Dokument darf (ganz oder in Teilen) ohne die ausdrückliche Zustimmung von MFS International (U.K.) Ltd (MIL UK) nicht vervielfältigt, weiterverbreitet und verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen nur zur Information. Es ist nicht für die Öffentlichkeit bestimmt und sollte nicht öffentlich verteilt oder verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können Aussagen enthalten, die nicht vergangenheitsbezogen, sondern zukunftsgerichtet sind. Hierzu zählen unter anderem Projektionen, Prognosen und Schätzungen des laufenden Ertrags. Diese zukunftsgerichteten Aussagen basieren auf bestimmten Annahmen, von denen einige in anderen einschlägigen Dokumenten oder Materialien beschrieben sind. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. Bitte beachten Sie, dass alle vom Herausgeber (MIL UK) gesendeten Materialien elektronisch aus dem Ausland gesendet wurden.

Südafrika: Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind nicht als öffentliches Wertpapierangebot in Südafrika gedacht, stellen kein solches Angebot dar und sollten daher auch nicht als solches ausgelegt werden. Dieses Dokument ist nicht für die allgemeine öffentliche Verbreitung in Südafrika bestimmt. Dieses Dokument wurde nicht von der Financial Sector Conduct Authority genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen.