Anleihenperspektiven

März 2026

Makro/Mikro

Risikobudgetierung auf breiterer Basis

Autoren

Josh Marston
Head of North American Multi-Sector Portfolio Management
Fixed Income Portfolio Manager

Rob Hall
Fixed Income Institutional Portfolio Manager

Im Überblick

- Um die Marktentwicklung mit der für Investitionen nötigen Genauigkeit einschätzen zu können, muss man aus unserer Sicht die Wirtschaft sowohl aus Makro- als auch aus Mikrosicht analysieren.
- Die Makrosicht hilft, die Auswirkungen von Geld- und Fiskalpolitik, weltpolitischen Ereignissen und Demografie auf die Märkte zu verstehen. Makrodaten sind Vergangenheitsdaten, die revidiert werden können. Sie eignen sich aber nur bedingt, um strukturelle Veränderungen und konjunkturelle Wendepunkte zu erkennen und vorherzusagen.
- Mikrodaten, also Informationen über einzelne Unternehmen, liegen in Echtzeit vor. Sie können helfen, Wendepunkte der Märkte und strukturelle Veränderungen frühzeitig abzuschätzen.
- Wenn sich Makro- und Mikrosicht widersprechen, könnte die Wirtschaft an einem konjunkturellen oder strukturellen Wendepunkt stehen. Das hat Auswirkungen auf die Anlagemöglichkeiten.
- Wir haben ein Konzept entwickelt, das die Makro- und Mikroeinschätzungen unserer Analysten gleichermaßen nutzt. Ziel ist eine umfassendere und detailliertere Marktsicht als Grundlage für unsere Risikobudgetierung.

Einführung

Wer wissen will, wie sich die Wirtschaft entwickelt, sollte neben Makrodaten auch Mikrodaten betrachten. Wir glauben, dass sich konjunkturelle und strukturelle Veränderungen besser erkennen lassen, wenn man sich nicht allein auf volkswirtschaftliche Analysen verlässt. Wer zusätzlich berücksichtigt, was Einzelwertanalysten in ihren Gesprächen mit Unternehmensleitungen erfahren, bezieht Gegenwart und Zukunft mit ein. Wir sehen darin einen wesentlichen Vorteil – und eine sinnvolle Ergänzung der für volkswirtschaftliche Analysen üblicherweise genutzten Vergangenheitsdaten. Gerade an Wendepunkten kann die Kombination aus Top-down- und Bottom-up-Einschätzungen ein differenzierteres Bild liefern. Portfoliomanagern fällt es dann leichter, Risiken einzugehen und sich dabei gegen den Markt zu stellen.

NUR FÜR INSTITUTIONELLE UND PROFESSIONELLE INVESTOREN.

Fundamentaleinschätzungen sind wichtig für die Risikobudgetierung

Ein aktiver Manager wie MFS benötigt als Ausgangspunkt für den Investmentprozess ein Risikobudget. Man muss wissen, wie hoch das Gesamtrisiko des Portfolios sein soll. Unsere Risikobudgets hängen davon ab, wie wir die drei wichtigen Anleihenmarktfaktoren Fundamentaldaten, Markttechnik und Bewertung sehen. Wir erstellen eine Markteinschätzung, die neben Fundamentalprognosen auch mögliche Entwicklungen von Angebot und Nachfrage und die Bewertung berücksichtigt. Auf dieser Basis können wir das gewünschte Kredit- und Zinsrisiko des Portfolios planen. Danach bestimmen wir in einem iterativen Prozess Asset-Allokation und Positionierungen. In diesem Whitepaper beschreiben wir, wie wir zu unserem Fundamentalausblick kommen und Konjunktur- und Unternehmenseinschätzungen miteinander verbinden:

- **Makro (Top-down):** Wir analysieren reales Wirtschaftswachstum und Inflation, Geld- und Fiskalpolitik, langfristige Trends sowie Extremrisiken. Damit wollen wir das Makro- und Marktumfeld und seine Entwicklung erfassen.
- **Mikro (Bottom-up):** Vor allem aufgrund der Einschätzungen von Gegenwart und Zukunft, die wir in unseren Gesprächen mit Geschäftsleitungen hören, beurteilen wir Arbeitsmarktlage und Beschäftigungsaussichten, Investitionen, Umsatzwachstum und Gewinnmargen. Indem wir Unternehmenszahlen brachenübergreifend aggregieren, erhalten wir Anhaltspunkte für die Wirtschaftslage und mögliche Entwicklungen.

Fundamentale Makro- und Mikroeinschätzungen im Vergleich

Makrodaten sind traditionell wichtig für Investoren, die die Konjunktur einschätzen wollen. Weil die Zahlen regelmäßig erhoben werden, liegen oft lange Zeitreihen über mehrere Konjunkturzyklen vor. Man kann daher Muster und Signale erkennen, mit denen sich Rezessionen und andere Entwicklungen vielleicht prognostizieren lassen. Was vergangen ist, ist nur ein Vorspiel – oft stimmt das tatsächlich.

Wenn etwa „harte“ Vergangenheitsdaten saisonbereinigt werden, unterstellt man dabei oft, dass sich Muster wiederholen. Das führt zu bisweilen großen Revisionen. Ergänzt werden die harten Daten um sogenannte weiche Daten, also Umfrageergebnisse. Hier geht es um Meinungen, die naturgemäß stark von der aktuellen Marktstimmung beeinflusst sein können. Langfristig sind Umfragedaten oft eng mit der Konjunktur korreliert, was große kurzfristige Abweichungen nicht ausschließt.

Eine wesentliche Schwäche von Makrodaten ist allerdings, dass sie sich auf die Vergangenheit beziehen. Weil man nicht nach vorn, sondern zurückschaut, kann man konjunkturelle Wendepunkte leicht übersehen. In den letzten 20 Jahren gab es unzählige Beispiele dafür, dass die Wirtschaft nicht altbekannten Mustern folgte. Das lag zum einen an neuen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen – wie Quantitative Easing und Quantitative Tightening sowie extrem großen Konjunkturpaketen –, zum anderen an strukturellen Veränderungen von Arbeitsmarkt und Konsumverhalten. Die Wirtschaft reagiert heute anders auf Geld- und Fiskalpolitik.

Mikrosignale haben da einen wichtigen Vorteil: Sie sind aktueller. Wenn die Geschäftsleitungen der Unternehmen Gegenwart und Zukunft beurteilen, füllen sie die wesentliche Lücke der Konjunkturdaten. Eine Bottom-up-Perspektive kann die Makrosicht gut ergänzen, wenn die Konjunktur schon vor den Daten reagiert oder strukturelle Veränderungen stattfinden. Mikrosignale, die im Widerspruch zum Konjunkturbild stehen, wecken Zweifel an der klassischen Makroanalyse und verlangen nach intensiveren Untersuchungen. Allerdings können Mikrodaten genauso verzerrt sein wie Makrodaten, denn die Geschäftsleitungen verfolgen viele Ziele. Eigeninteressen, Politik und vieles andere können ihre Äußerungen beeinflussen. Das muss man wissen, wenn man die richtigen Schlüsse ziehen will.

Das Makro-Mikro-Forum

2017 haben wir unser Makro-Mikro-Forum eingerichtet, um Top-down- und Bottom-up-Einschätzungen der Fundamentaldaten leichter zu integrieren und die Risikobudgetierung zu verbessern. Wir wollten:

- die Erkenntnisse unserer Credit-Analysten für unterschiedliche Branchen und Unternehmen systematisch nutzen,
- durch die Kombination von Makro- und Mikroperspektiven zu einer fundierten Fundamentaleinschätzung kommen und
- unsere Makro- und Markteinschätzungen genauer prüfen, wenn sich das Wirtschaftsumfeld ändert.

Das Forum ist gewissermaßen die Neuauflage eines alten Wettbewerbs: Unsere wichtigsten Top-down-Experten, der Chefvolkswirt und der Chefstratege, treten vierteljährlich gegen die Analysten für nordamerikanische Investmentgrade- und High-Yield-Anleihen an. Manchmal bestätigen sie, manchmal widerlegen sie die Top-down-Einschätzung.

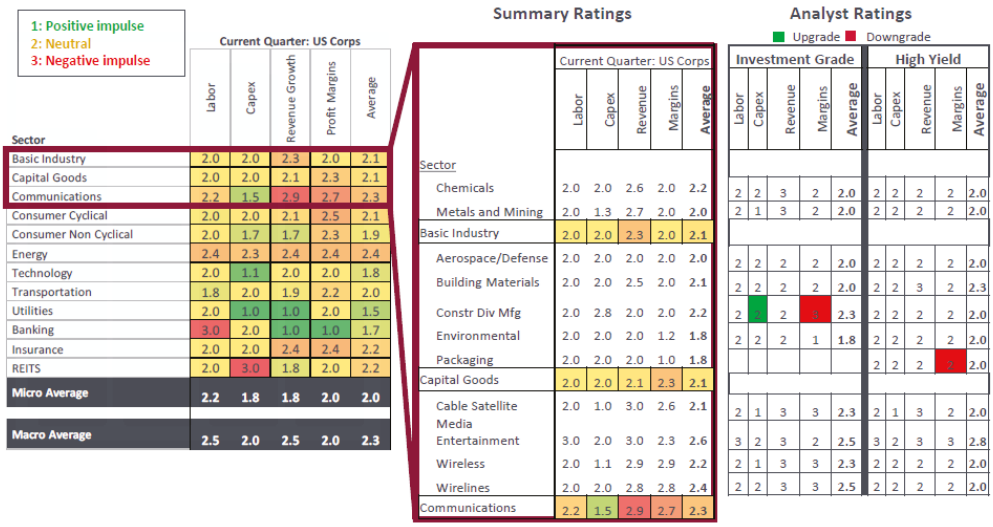
Makro-Mikro-Mechanik

Vor der Sitzung des Makro-Mikro-Forums werden alle Teilnehmer um ihre Einschätzung von vier Faktoren in den von ihnen beobachteten Branchen und Sektoren gebeten: Beschäftigung, Investitionen, Umsatzwachstum und Gewinnmargen. Alle schreiben auf, ob der „Normalzustand", gemessen etwa am Durchschnitt über einen Marktzyklus, ihrer Ansicht nach übertroffen, unterschritten oder erreicht wird. Dabei steht 1 für eine überdurchschnittliche, 2 für eine durchschnittliche und 3 für eine unterdurchschnittliche Entwicklung.

Die Branchenpunktzahlen der Investmentgrade- und High-Yield-Analysten werden aggregiert, gewichtet mit dem Anteil der jeweiligen Branche an der Marktkapitalisierung des Investmentgrade- und des High-Yield-Index. Die Sektorscores stehen also für den kapitalisierungsgewichteten Durchschnitt der Unternehmen aus diesem Sektor. Aus den Sektorscores werden dann, ebenfalls kapitalisierungsgewichtet, gesamtwirtschaftliche Scores errechnet.

Unsere Makrokollegen nutzen ein ähnliches Bewertungssystem, um ihre Einschätzungen zusammenzufassen. Dadurch lassen sich die Ergebnisse leicht vergleichen.

Die folgende Abbildung zeigt den Bewertungsprozess. Korrekturen der Makroscores durch die Analysten sind farbig hervorgehoben.



Quelle: MFS Research. Diese Abbildung dient nur zur Illustration. Sie liefert keine Hinweise auf eine Strategie oder ein Produkt von MFS.

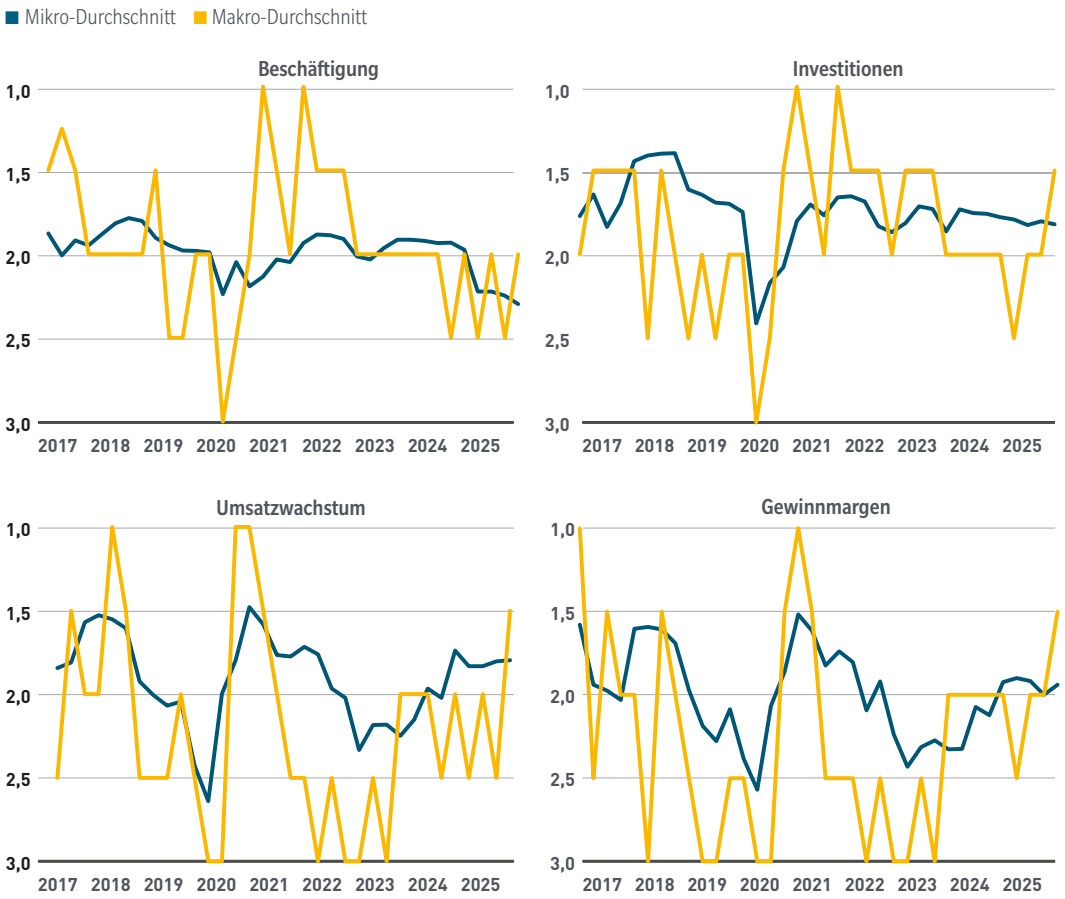
Die Sitzung des Makro-Mikro-Forums beginnt damit, dass das Top-down-Team seine Interpretation der Arbeitsmarkt-, Investitions- und Umsatz- und Gewinnwachstumsentwicklung zusammenfasst. Es folgt eine offene Diskussion, in der die Analysten ihre Einschätzungen der vier Faktoren für ihre jeweiligen Branchen vorlegen.

Dabei stellt der Moderator den Analysten Fragen, um ihre Markteinschätzungen zu prüfen. Es kann um konjunkturelle Veränderungen oder längerfristige strukturelle Entwicklungen gehen, die sich aus den Konjunkturdaten vielleicht nicht erkennen lassen und die eine klassische Makroanalyse daher leicht übersieht.

Fallstudie: Andere Fundamentaleinschätzung durch die Kombination von Bottom-up- und Top-down-Perspektiven

Die folgende Abbildung zeigt Zeitreihen für Makro- und Mikroscores. Man sieht, dass die Makro- und Mikroeinschätzungen der vier Faktoren Beschäftigung, Investitionen, Umsatzwachstum und Gewinnmargen zwar meist gleich sind, bisweilen aber auch stark voneinander abweichen.

Makro- und Mikro-Zeitreihen



Quelle: MFS Research. Diese Abbildung dient nur zur Illustration. Sie liefert keine Hinweise auf eine Strategie oder ein Produkt von MFS.

Fallstudie: 2022 und 2023

Die folgende Fallstudie zeigt das Zusammenspiel von Bottom-up- und Top-down-Einschätzungen der Fundamentaldaten. In diesem Beispiel führt die zusätzliche Berücksichtigung von Mikrodaten zu einem anderen Portfoliorisiko. Aufgrund unserer differenzierten Analyse schätzten wir die Fundamentaldaten anders ein als der Markt und gingen zusätzliche Risiken ein.

2022 setzte sich die starke Konjunkturerholung nach Corona fort, die 2021 begonnen hatte. Die Inflation legte überraschend deutlich zu. Sie stieg auf ein 40-Jahres-Hoch, was die Fed zu einer drastischen Straffung der Geldpolitik veranlasste. Da man am Markt allgemein mit zu starken und schnellen Zinserhöhungen und letztlich einer Rezession rechnete, fielen die Langfristrenditen kräftig. Im weiteren Jahresverlauf verschlechterten sich die Konjunkturdaten, sodass man am Markt zumeist eine Rezession noch vor dem Jahresende erwartete. In den ersten Monaten des Jahres 2023 hielt die schlechte Stimmung an; Höhepunkt war die Regionalbankenkrise, die mit einem Run auf die Silicon Valley Bank begann und schließlich zum Zusammenbruch der Credit Suisse führte. Die Renditen waren volatil wie nie, und die Spreads weiteten sich aufgrund der zunehmenden Rezessionssorgen kräftig aus.

In dieser turbulenten Zeit standen viele der klassischen Rezessionsindikatoren auf Rot. Wir waren hingegen sehr viel optimistischer. Zwar rechneten auch wir mit weniger Wachstum, erwarteten aber einen eher geringen Abschwung und waren für Credits daher weiter zuversichtlich. Unsere Positionierung gegen den Marktkonsens hatte viel mit den Erkenntnissen aus unseren Unternehmensbesuchen zu tun. Wir registrierten, dass der Konsum noch immer stabil war. Uns schienen die Verbraucher weiter willens und fähig, Geld auszugeben – was die Wirtschaft stützen würde. In ihren Gesprächen mit Unternehmen erfuhren unsere Analysten, dass viele Firmen trotz schwächerer Umsätze Entlassungen scheuten. Sie kannten den Arbeitskräftemangel nach Corona nur zu gut und verzichteten daher trotz der zeitweise schwächeren Nachfrage auf einen Stellenabbau. Die Arbeitseinkommen waren daher stabiler als erwartet. Außerdem hatten sich Hausbesitzer und Unternehmen vor Beginn der Zinserhöhungen der Fed günstige Kredite gesichert. Wir glaubten, dass dies die Folgen steigender Zinsen eine Zeit lang abfedern würde. Tatsächlich blieb der Wohnimmobilienmarkt stabil und reagierte kaum auf steigende Zinsen. Verbraucherkreditinstitute vergaben auch weiter Kredite, sodass die Kaufkraft der Verbraucher ebenfalls stieg. Außerdem erfuhren wir, dass viele Geschäftsleitungen die Konjunktur zuversichtlich einschätzten und annahmen, steigende Kosten an die Verbraucher weitergeben zu können. Das würde die Margen stabilisieren. Aus Mikrosicht wurden daher ein deutlich stärkeres Umsatzwachstum und sehr viel höhere Margen erwartet als aus Makrosicht. Nach den Bottom-up-Daten hatte sich die Wirtschaft strukturell verändert, sodass sie der strafferen Geldpolitik sehr viel mehr entgegenzusetzen hatte. Sie würde auf steigende Zinsen also anders reagieren als früher, sodass die Straffung das Wachstum weniger bremsen würde.

Unsere optimistischere Konjunktureinschätzung – auf Basis der Mikroanalyse – führte zusammen mit den sehr hohen Spreads, die eigentlich fast sicher eine Rezession anzeigten, zu einer interessanten Anlagechance. Außerdem glaubten wir, dass die Fed ihre Zinssenkungen bald beenden würde. Hinzu kamen Anzeichen für eine Stabilisierung der Renditen auf einem Niveau, das die höchsten Anleihenerträge seit zehn Jahren ermöglichte. Wir glaubten daher, dass sich die für Anleihen zuletzt ungünstige Markttechnik deutlich bessern würde. Daher bauten wir in der zweiten Jahreshälfte 2022 ausgewählte Positionen in Investmentgrade- und High-Yield-Unternehmensanleihen auf. Als Anfang 2023 die Bankenkrise die Kurse fallen ließ, wiederholten wir das in noch größerem Umfang. Außerdem ergänzten wir unser Portfolio um Anleihen von Verbraucherkredit- und anderen Finanzinstituten, die der Markt alle gleichermaßen abgestraft hatte.

Ende 2023 und Anfang 2024 hatten sich die Credit Spreads wieder deutlich verengt. Zeigten sie zunächst noch eine Rezession an, waren sie jetzt wieder so eng wie zuletzt vor der internationalen Finanzkrise. Es kam zu starken Kursgewinnen, und wir verdienten viel Alpha.

Wenn sich Makro- und Mikroanalysen widersprechen, geben wir aber nicht immer der Mikroanalyse den Vorzug. In der internationalen Finanzkrise war der Wohnimmobilienmarkt schon stark eingebrochen, mit bereits ersten Folgen für das Finanzsystem. Erst dann erkannten viele Unternehmen, dass die Krise wohl auch ihnen schaden würde. Und auch in den ersten Coronatagen lagen Anleger besser, wenn sie sich an der Geld- und Fiskalpolitik statt an den Unternehmenszahlen orientierten. Diese Beispiele zeigen, wie wichtig es ist, Top-down- und Bottom-up-Einschätzungen zusammenzuführen.

Fazit

Für unsere Risikobudgetierung haben wir das Makro-Mikro-Forum eingerichtet, um mit einem wiederholbaren systematischen Prozess Bottom-up- und Top-down-Analysen zu kombinieren. Ziel ist, Wendepunkte besser zu erkennen. Meist stimmen Makro- und Mikroperspektive überein, wenn auch mit kleineren Abweichungen. Dann macht uns das Forum in unseren Einschätzungen noch sicherer.

In Zeiten des Wandels können die Unterschiede aber zunehmen. Dann helfen sie uns, potenzielle Veränderungen zu erkennen und die Portfoliorisiken daran anzupassen. In der Fallstudie für 2022/2023 führten die Bottom-up-Analysen zu einem wesentlich optimistischeren Konjunkturbild, obwohl die Credit Spreads eine Rezession anzeigten. Deshalb sowie wegen einer positiveren Einschätzung der Markttechnik und der günstigen Bewertungen trafen wir bessere Anlageentscheidungen und investierten in unterbewertete Risikotitel.

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. 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. 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 Angaben 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 übermittelt 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.

Massachusetts Financial Services, Inc.®