

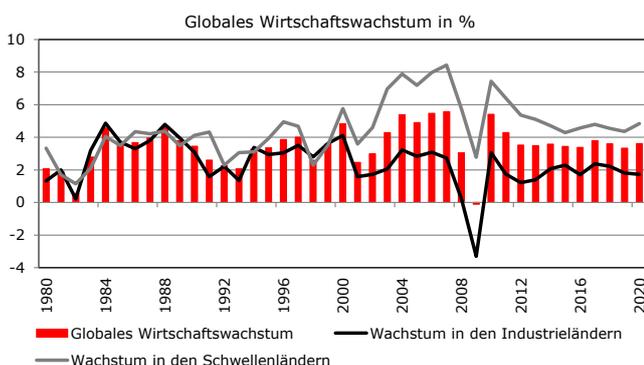


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

11. April 2019

Frühlingserwachen oder Fehlstart?

In den vergangenen 12 Monaten haben sich die konjunkturellen Rahmenbedingungen für die Weltwirtschaft kontinuierlich verschlechtert. Hierfür verantwortlich waren vor allem die anhaltenden politischen Unsicherheiten, wie der Handelskonflikt zwischen den USA und China und ein möglicherweise unregelmäßiger Brexit. Hinzukamen Krisen in Schwellenländern wie Argentinien und der Türkei oder auch die Probleme der deutschen Automobilindustrie. Aufgrund dieser Entwicklungen wurden die Wachstumsprognosen für die meisten Länder und Regionen deutlich nach unten revidiert. Prognostizierte der Internationale Währungsfonds im April 2018 noch ein globales Wirtschaftswachstum von 3,9 Prozent für die Jahre 2018 und 2019, wurde im vergangenen Jahr tatsächlich nur ein Zuwachs von 3,6 Prozent erreicht. Für 2019 hat der IWF seine Prognose in dieser Woche zum vierten Mal in Folge auf nun 3,3 Prozent nach unten revidiert. Dies wäre zwar das geringste Wachstum seit dem Jahr 2009, verglichen mit der Krise 2008/2009 wäre dies aber auch kein Beinbruch.



Diese sehr deutliche Prognoseanpassung ist nicht schön, aber auch keine wirkliche Überraschung. Wir hatten

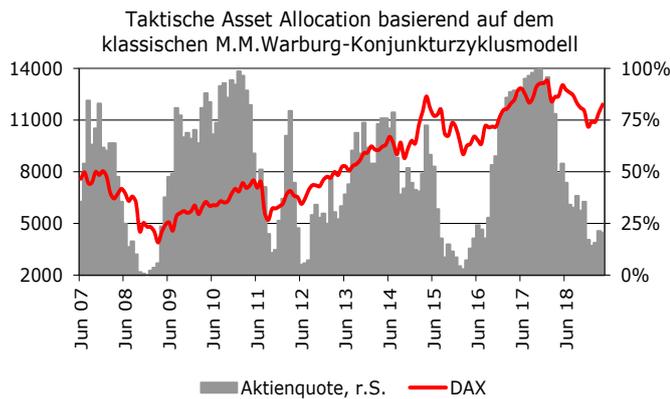
bereits im Dezember 2018 mit 3,4 Prozent ein ähnlich enttäuschendes Konjunkturjahr 2019 vorhergesagt. Von daher haben die Aussagen des IWF am Kapitalmarkt auch keine Spuren hinterlassen, denn das geringere Wachstumsprofil wurde bereits im vierten Quartal 2018 in die Kurse „eingebaut“. Viel entscheidender ist der Blick nach vorne. Geht es nach der Börse, ist das Schlimmste mittlerweile überstanden: Die fulminante Kurserholung seit Jahresbeginn signalisiert, dass die Aktienmärkte nur von einer konjunkturellen Delle, aber nicht von einer nachhaltigen Abschwächung oder gar einer Rezession ausgehen.

Allerdings sind mit dieser Einschätzung noch einige Fragezeichen verbunden. Zwar haben sich die Aktienkurse rasant erholt, nicht aber die Konjunkturdaten. Jedoch gehen viele Marktteilnehmer davon aus, dass es im Laufe der nächsten Monate zu einer Verbesserung der wirtschaftlichen Lage kommen wird. Dies wird zum einen an der Geldpolitik festgemacht, nachdem die US-Notenbank seit Jahresbeginn eine monetäre Vollbremsung vollzogen und signalisiert hat, dass es in diesem Jahr nicht zu weiteren Zinserhöhungen kommen wird („Don't fight the Fed!“). Zum anderen besteht die Hoffnung, dass China dank einer expansiveren Geld- und Fiskalpolitik und eines erwarteten Handelsabkommens mit den USA seiner Funktion als globaler Wachstumsmotor weiterhin gerecht werden wird.

Bei allen verbleibenden Abwärtsrisiken für die globale Konjunktur lässt sich immerhin feststellen, dass es bei einigen Frühindikatoren zuletzt zu einer positiveren Entwicklung gekommen ist als in den Monaten zuvor. Diese so genannten „green shoots“ lassen sich auch in

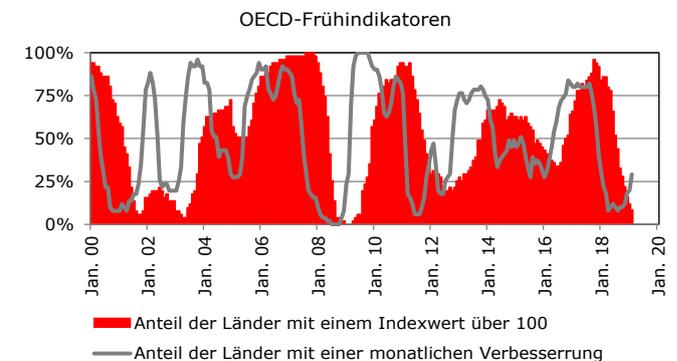
Konjunktur und Strategie

unseren Konjunkturmodellen entdecken, die eine Vielzahl von Frühindikatoren und Finanzmarktdaten tagtäglich auswerten und uns damit die weitere Richtung der wirtschaftlichen Entwicklung signalisieren. Im Vergleich zu den Ergebnissen in den Monaten Januar und Februar hat sich die Dynamik einiger Daten verbessert. Dies liegt zum einen an einigen Finanzmarktdaten, zum anderen an besseren Frühindikatoren aus China und anderen Schwellenländern.



Die aus unserer Sicht wichtigsten globalen Frühindikatoren sind die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) aus dem verarbeitenden Gewerbe und dem Dienstleistungssektor sowie die OECD-Frühindikatoren. Im März ist der globale Einkaufsmanagerindex mit 52,8 Punkten auf den höchsten Stand seit November 2018 gestiegen. Werte über 50 Punkte signalisieren eine zunehmende Geschäftstätigkeit, Werte unter 50 Punkte eine abnehmende Aktivität. Der Anstieg war auf die bessere Entwicklung des Dienstleistungssektors zurückzuführen, während sich das verarbeitende Gewerbe unverändert schwach zeigte. Wie auch bei anderen Frühindikatoren zeigt sich bei den Einkaufsmanagern eine große Diskrepanz zwischen der Stimmung bei den Dienstleistern, die nach wie vor sehr gut ist, und bei den Unternehmen aus der Industrie. Im verarbeitenden Gewerbe macht sich die Abschwächung der internationalen Handelsströme weiterhin sehr negativ bemerkbar. Aber nicht nur zwischen der Industrie und den Dienstleistungsunternehmen gibt es große Unterschiede in der Geschäftsentwicklung, auch regional lässt sich ein sehr heterogenes Bild erkennen. So ist die Erholung der PMIs vor allem auf die USA und China zurückzuführen. Die besseren Daten aus China könnten ein Indiz dafür sein, dass die konjunkturstützenden Maßnahmen der Regierung und der Notenbank bereits erste Wirkung zeigen. Erschwert wird die Interpretation jedoch dadurch, dass aufgrund des chinesischen Neujahrsfestes im Februar die Wirtschaftsdaten in der Zeit zwischen Januar und März mit

Vorsicht zu interpretieren sind. Da sich aber nicht nur in China sondern auch in vielen anderen Schwellenländern die Einkaufsmanagerindizes zuletzt verbessert haben, spricht einiges dafür, dass es sich bei der jüngst positiven Entwicklung nicht nur um eine Eintagsfliege handelt. In Japan und in der Eurozone sind die Daten hingegen nach wie vor deutlich schwächer als im Rest der Welt. Dies liegt vor allem am verarbeitenden Gewerbe, das in Deutschland, Frankreich und Italien bereits in oder zumindest fast in einer Rezession steckt. Ob die Erholung des globalen PMIs wirklich nachhaltig ist, wird sich erst in den nächsten Monaten beurteilen lassen. Da sich die Zahl der Neuaufträge und der Auftragsbestände weiter abgeschwächt hat, ist die These einer erfolgten Bodenbildung noch keineswegs sicher.



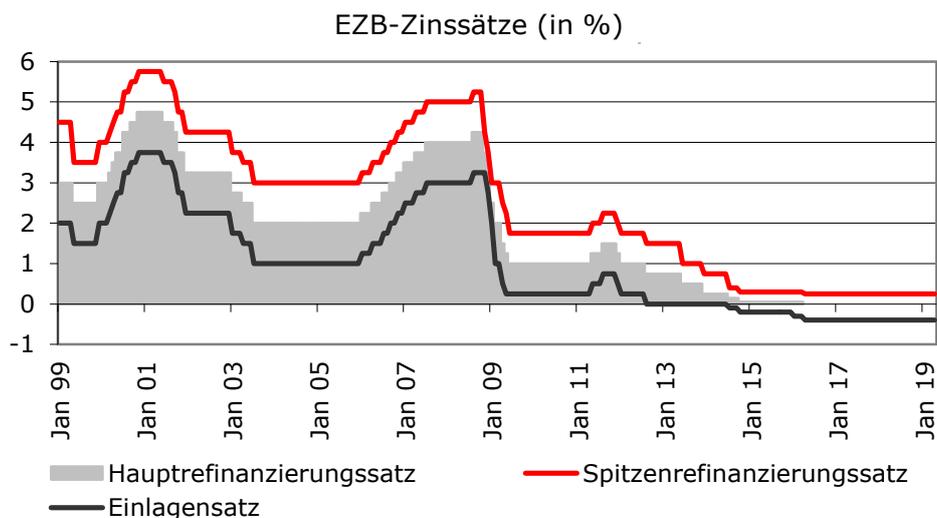
Ähnlich sieht dies bei den OECD-Frühindikatoren aus. Die seit Anfang letzten Jahres zu beobachtende Abschwächung hat zuletzt an Dynamik verloren. Dennoch ging es auch im Februar weiter abwärts, und mittlerweile weisen nur noch vier Länder ein Indexniveau von mehr als 100 Punkten auf, das dem langjährigen Trendwachstum entspricht. Dies ist die geringste Anzahl von Ländern seit der Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008/2009 und zeigt, dass der wirtschaftliche Abschwung dieses Mal wesentlich mehr Länder erfasst hat, als es in den konjunkturell schwachen Zeiten 2012 und Anfang 2016 der Fall gewesen ist. Positiv festzuhalten bleibt jedoch die Tatsache, dass sich der Index jüngst für mehr als 25 Prozent der Länder auf Monatsbasis verbessert hat. Dies ist eine wichtige Voraussetzung dafür, dass der Indikator tatsächlich seinen unteren Wendepunkt erreicht hat. Alles in allem zeigen die Daten also eine Stabilisierung und zum Teil auch eine Verbesserung der ökonomischen Rahmenbedingungen an. Die Aktienmärkte haben dies längst vorweggenommen. Nun muss sich zeigen, ob und wie nachhaltig diese Entwicklung ist. Nur dann kann die Hausse an den Börsen weitergehen.

Wochenausblick für die Zeit vom 15. April bis 19. April 2019

	Nov	Dez	Jan	Feb	Mrz	Apr	Veröffentlichung
D: ZEW Konjunkturerwartungen	-24,1	-17,5	-15,0	-13,4	-3,6	4,0	16. April
D: ZEW Lageeinschätzung	58,2	45,3	27,6	15,0	11,1	15,0	16. April
D: Produzentenpreise, m/m	0,1%	-0,4%	0,4%	-0,1%	0,2%		18. April
D: Produzentenpreise, y/y	3,3%	2,7%	2,6%	2,6	2,7%		18. April
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	51,8	51,5	49,7	47,6	44,1	43,8	18. April
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	53,3	51,8	53,0	55,3	55,4	56,2	18. April
E-19: ZEW Konjunkturerwartungen	-22,0	-21,0	-20,9	-16,6	-2,5	5,0	16. April
E-19: Handelsbilanz in Mrd. Euro	18,8	17,0	1,5	8,0			17. April
E-19: Konsumentenpreise, m/m – final	-0,2%	0,0%	-1,0%	0,3%	0,3%		17. April
E-19: Konsumentenpreise, y/y – final	1,9%	1,5%	1,4%	1,5%	1,4%		17. April
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. – Flash	51,8	51,4	50,5	49,3	47,5	47,0	18. April
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. – Flash	53,4	51,2	51,2	52,8	53,3	54,0	18. April

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Keine Überraschungen bei EZB-Sitzung



Wie erwartet lässt die EZB ihre Leitzinsen unverändert: Der Hauptrefinanzierungssatz, der Spitzenrefinanzierungssatz und der Einlagensatz bleiben bei 0,00 Prozent, 0,25 Prozent und minus 0,40 Prozent. Damit wird Mario Draghi wahrscheinlich der erste EZB-Präsident sein, der in seiner im Oktober endenden 8-jährigen Amtszeit die Leitzinsen nie erhöht hat. Auch sonst gab es kaum Überraschungen. Weiterhin sorgt sich die EZB um die wirtschaftliche Entwicklung und sieht „downside risks“, schätzt die wirtschaftliche Situation aber nicht schlechter ein als im Vormonat. Im März hatte die EZB aufgrund der schwächeren wirtschaftlichen Entwicklung bereits angekündigt, die Zinsen mindestens bis Ende 2019 unverändert zu lassen. Zuvor war noch vom Sommer 2019 die Rede. Eine weitere Reaktion war die

Ankündigung von September 2019 bis März 2021 eine neue Serie von Langfristkrediten (TLTROs) an Banken zu vergeben. Nähere Details soll es dazu jedoch erst in der Mai-Sitzung geben. Des Weiteren zeigt sich die EZB den Forderungen von Banken ggü. offen, die über die Belastung durch Strafzinsen klagen. So soll geprüft werden, ob die Begleiterscheinungen des negativen Einlagesatzes abgemildert werden können. Mehr Informationen soll es erst auf den nächsten Sitzungen geben. Eine Möglichkeit bestünde etwa darin, in Anlehnung an die Zentralbanken Japans und der Schweiz, einen Staffelfinanzierungssatz einzuführen, nach dem Einlagen erst ab einem zu bestimmenden Betrag mit einem Strafzins versehen werden.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	11.04.2019 14:14	04.04.2019 -1 Woche	08.03.2019 -1 Monat	10.01.2019 -3 Monate	10.04.2018 -12 Monate	31.12.2018 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	26157	-0,9%	2,8%	9,0%	7,2%	12,1%
S&P 500	2888	0,3%	5,3%	11,2%	8,7%	15,2%
Nasdaq	7964	0,9%	7,5%	14,0%	12,3%	20,0%
DAX	11939	-0,4%	4,2%	9,3%	-3,7%	13,1%
MDAX	25245	-0,9%	3,9%	11,2%	-2,2%	16,9%
TecDAX	2745	-0,8%	4,5%	8,5%	6,9%	12,0%
EuroStoxx 50	3438	-0,1%	4,7%	11,8%	0,0%	14,5%
Stoxx 50	3166	-0,2%	4,5%	11,8%	4,1%	14,7%
SMI (Swiss Market Index)	9593	0,3%	3,5%	9,0%	9,6%	13,8%
FTSE 100	7430	0,4%	4,6%	7,0%	2,2%	10,4%
Nikkei 225	21711	-0,1%	3,3%	7,7%	-0,4%	8,5%
Brasilien BOVESPA	95953	-0,4%	0,6%	2,3%	13,5%	9,2%
Russland RTS	1253	2,7%	6,2%	9,7%	14,9%	17,5%
Indien BSE 30	38607	-0,2%	5,3%	6,9%	14,0%	7,0%
China Shanghai Composite	3190	-1,7%	7,4%	25,8%	0,0%	27,9%
MSCI Welt (in €)	2148	-0,1%	4,4%	12,4%	12,8%	15,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	1096	1,0%	6,0%	12,4%	2,4%	15,4%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	165,89	37	150	168	684	235
Bobl-Future	133,06	13	62	32	210	54
Schatz-Future	111,94	0	11	0	7	0
3 Monats Euribor	-0,31	0	0	0	2	0
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,32	-1	-3	-10	-37	0
3 Monats \$ Libor	2,60	1	1	-19	26	-20
Fed Funds Future, Dez 2019	2,26	2	-10	-17	-21	0
10-jährige US Treasuries	2,49	-2	-14	-24	-31	-20
10-jährige Bunds	-0,02	-2	-10	-22	-54	-27
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,06	0	-3	-8	-9	-6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,31	6	11	-8	-32	-7
US Treas 10Y Performance	595,59	0,4%	1,3%	2,6%	5,4%	2,6%
Bund 10Y Performance	647,85	0,3%	1,0%	2,8%	6,9%	3,3%
REX Performance Index	492,11	0,1%	0,3%	0,6%	2,4%	0,9%
IBOXX AA, €	0,47	-3	-14	-45	-37	-41
IBOXX BBB, €	1,40	-4	-27	-71	-3	-66
ML US High Yield	6,62	-5	-34	-72	19	-139
JPM EMBI+, Index	839	-0,2%	1,6%	3,7%	2,5%	5,9%
Wandelanleihen Exane 25	7251	0,0%	2,1%	4,4%	-1,3%	5,2%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	425,30	-0,5%	2,6%	3,5%	-3,4%	3,9%
MG Base Metal Index	317,15	-0,6%	1,0%	7,6%	-9,7%	7,6%
Rohöl Brent	71,08	1,9%	8,0%	15,6%	0,0%	33,8%
Gold	1298,82	0,8%	0,0%	0,7%	-3,0%	1,4%
Silber	15,26	1,1%	-0,7%	-2,6%	-8,1%	-1,6%
Aluminium	1838,75	-1,8%	-0,3%	-0,1%	-16,7%	-1,3%
Kupfer	6448,50	0,2%	0,4%	9,2%	-6,7%	8,4%
Eisenerz	92,60	0,1%	8,7%	25,2%	41,8%	33,8%
Frachtraten Baltic Dry Index	734	5,0%	13,1%	-38,3%	-24,6%	-42,3%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1261	0,4%	0,3%	-2,4%	-8,9%	-1,7%
EUR/ GBP	0,8613	0,4%	-0,2%	-4,5%	-1,1%	-4,0%
EUR/ JPY	125,27	0,2%	0,4%	0,5%	-5,3%	-0,5%
EUR/ CHF	1,1298	0,8%	-0,2%	0,2%	-4,2%	0,3%
USD/ CNY	6,7155	-0,1%	-0,1%	-1,1%	6,9%	-2,3%
USD/ JPY	111,02	-0,6%	-0,1%	2,4%	3,6%	1,3%
USD/ GBP	0,7651	0,1%	-0,4%	-2,2%	8,4%	-2,6%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.