



# Konjunktur und Strategie

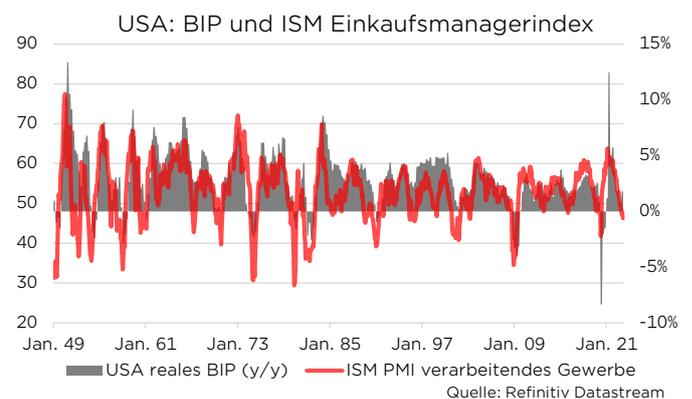
13. Juli 2023

## Konjunkturprognose: Wie verlässlich sind Einkaufsmanagerindizes?

Dadurch, dass die deutsche Wirtschaft zuletzt in eine technische Rezession abgedriftet ist und sich die Wirtschaftsdynamik in den USA abgeschwächt hat, sind dunkle Wolken am Konjunkturhimmel aufgezogen, und die Mehrzahl der Volkswirte blickt eher pessimistisch in die Zukunft. Um abschätzen zu können, ob beziehungsweise wie stark die Bruttowertschöpfung schrumpft und wie lange die Rezession anhält, werden gerne Einkaufsmanagerindizes (engl. PMI, Purchasing Manager Indices) analysiert. Sie fungieren dabei als Gradmesser für die konjunkturelle Verfassung einer Volkswirtschaft. Die Logik ist trivial: Sofern die befragten Unternehmensvertreter/-innen mit den eigenen Geschäften zufrieden sind beziehungsweise optimistisch in die Zukunft blicken, muss auch die Gesamtwirtschaft prosperieren. Natürlich ließe sich auch mit den amtlichen Statistiken zum Bruttoinlandsprodukt die Position einer Volkswirtschaft im Konjunkturzyklus feststellen, jedoch sind diese typischerweise nur quartalsweise und Erstschätzungen erst einen Monat nach Ende der Berichtsperiode verfügbar. Einkaufsmanagerindizes werden hingegen monatlich und bereits mit dem Ablauf der Berichtsperiode veröffentlicht. Sie erlauben also eine deutlich schnellere Einordnung der Wirtschaft in den Konjunkturzyklus.

Aber wie belastbar sind die Ergebnisse? Auch wenn Einkaufsmanagerindizes weit verbreitet sind und in jeden Baukasten eines Volkswirtes gehören, muss daraus nicht zwangsläufig eine hohe Prognosequalität folgen. Aus diesem Grund haben wir nachgerechnet und analysiert, wie präzise Einkaufsmanagerindizes in der Vergangenheit die tatsächliche Wirtschaftsentwicklung abgebildet

haben. Außerdem werfen wir die Frage auf, ob sie gar einen zeitlichen Vorlauf aufgewiesen und wirtschaftliche Kontraktionsphasen antizipiert haben.



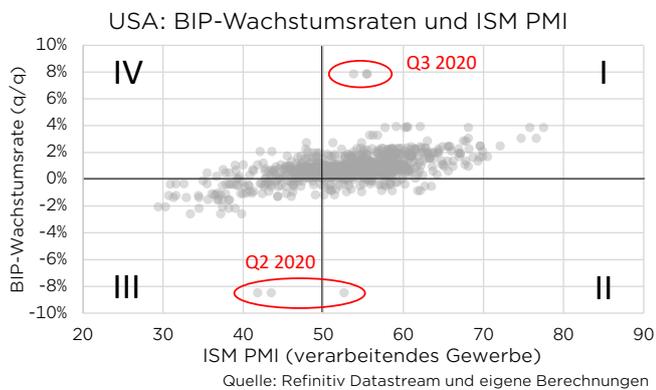
Aufgrund der langen Datenverfügbarkeit sowie großen Popularität unter Kapitalmarktteilnehmer/-innen analysieren wir den ISM Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe in den USA. Dieser setzt sich wiederum aus fünf Subkomponenten zusammen: Auftragseingänge, Produktion, Beschäftigung, Lieferzeiten der Zulieferer und Einkaufsbestände. Ein erster Blick auf den Verlauf des Einkaufsmanagerindex sowie den Jahresveränderungsraten des amerikanischen realen Bruttoinlandsprodukts seit 1949 zeigt bereits einen hohen Gleichlauf und deutet auf eine robuste Prognosequalität hin.

## Die 50er-Marke als Expansionsschwelle?

Bei dem ISM Einkaufsmanagerindex handelt es sich um einen sogenannten Diffusionsindex, der zwischen null und 100 fluktuiert. Dabei fungiert die 50er-Marke als Grenzwert zwischen wirtschaftlicher Kontraktion und Expansion: Liegt der Einkaufsmanagerindex über (unter) 50 Zähler, sprechen Analysten von einer wachsenden (schrumpfenden) Wirtschaftsentwicklung. Demnach würde in einer Idealwelt der Einkaufsmanagerindex nur

# Konjunktur und Strategie

unter der 50er-Marke liegen, sofern die Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts ein negatives Vorzeichen aufzeigt. Aber war das in der Realität zu beobachten?

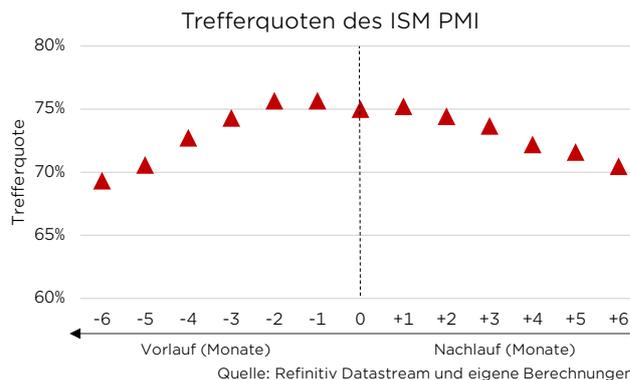


Natürlich verhält es sich in der Realität anders als in der Idealwelt. Dass es zu „Fehlsignalen“ in der Vergangenheit gekommen ist, zeigt die obige Abbildung sehr anschaulich. Wäre der ISM Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe unfehlbar, dann lägen alle Punkte entweder im ersten (ISM PMI über 50 und positive BIP-Wachstumsrate) oder dritten Quadranten (ISM PMI unter 50 und negative BIP-Wachstumsrate). Das empirische Ergebnis kann sich aber sehen lassen: Die Trefferquote des ISM Einkaufsmanagerindex liegt bei 75 Prozent. In drei von vier Fällen lag der Index also entweder über der 50er-Marke, sofern die BIP-Wachstumsrate gleichzeitig ein positives Vorzeichen aufwies, oder unter der 50er-Marke, wenn das BIP durch ein negatives Wachstum gekennzeichnet war. Gerade im aktuellen konjunkturellen Umfeld ist der dritte Quadrant – also die Fähigkeit, ein negatives BIP-Wachstum durch einen Indexwert unterhalb der 50er-Marke zu identifizieren – von besonderem Interesse. In dieser Betrachtung erzielt der ISM Einkaufsmanagerindex immerhin eine Trefferquote von 66 Prozent.

## Verfügt der PMI über einen zeitlichen Vorlauf?

Bei den bisherigen Auswertungen handelt es sich um eine simultane Betrachtung. Für Analysten wäre es natürlich hilfreicher, wenn der Einkaufsmanagerindex einen zeitlichen Vorlauf aufweist und das Vorzeichen der künftigen BIP-Wachstumsraten vorwegnimmt. In der folgenden Abbildung haben wir dazu die Trefferquoten in Abhängigkeit vom zeitlichen Vor- und Nachlauf abgetragen. Bei einem Blick auf die Verteilung der Trefferquoten fällt zunächst auf, dass der ISM Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe durchaus einen gewissen Vorlauf aufweist. So steigt die Trefferquote bei einem

Vorlauf von einen und zwei Monaten an, jedoch beläuft sich die Verbesserung auf lediglich einen Prozentpunkt. Ein signifikanter Mehrwehrt ist das leider nicht. Dafür wird aber ersichtlich, dass der Einkaufsmanagerindex bei einem Vor- oder Nachlauf von mehr als drei Monaten eine deutlich schlechtere Trefferquote erzielt. Der Rückgang geht vor allem auf die geringere Präzision zurück, Perioden mit einem negativen BIP-Wachstum (vgl. dritter Quadrant) zu identifizieren.



Hat sich die Prognosequalität des Index womöglich im Verlauf des Betrachtungszeitraums verbessert oder verschlechtert? Für einen Strukturbruch haben wir keine Anhaltspunkte gefunden: So unterschieden sich die Trefferquoten für die erste Hälfte nur minimal von denen aus der zweiten Hälfte.

Lassen sich die Trefferquoten über eine Anpassung des Schwellenwerts optimieren? Liegt die „tatsächliche“ Grenze zwischen wirtschaftlicher Kontraktion und Expansion nicht bei 50, sondern ober- oder unterhalb? In einer reinen In-Sample Optimierung wird die maximale Trefferquote von rund 89 Prozent bei einem Grenzwert von 42 erzielt (simultane Betrachtung). Wie ist das zu erklären? Da seit 1949 erheblich mehr Perioden mit einem positiven BIP-Wachstum auftraten, ist der optimale Grenzwert tiefer, um möglichst viele Wachstumsphasen korrekt zu identifizieren. Auf der anderen Seite werden bei einem Grenzwert von 42 lediglich 40 Prozent aller negativen BIP-Wachstumsphasen durch einen Indexwert unterhalb des Grenzwerts erkannt. Aufgrund des Zielkonflikts zwischen der Trefferquote für das Erkennen von negativen und positiven BIP-Wachstumsphasen ergibt eine Optimierung des Grenzwerts daher nur bedingt Sinn.

## Unser Fazit

Der ISM Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe weist einen hohen Gleichlauf mit der Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts auf und verdient zurecht die hohe Beachtung von Analysten. Die 50er-

Marke als Grenzwert zwischen wirtschaftlicher Kontraktion und Expansion erwies in der Vergangenheit ebenfalls gute Dienste, war allerdings nicht unfehlbar und erzeugte durchaus Fehlsignale. Die Fehlbarkeit lässt sich zum einen damit erklären, dass für den ISM nur ein Bruchteil aller US-Unternehmen befragt werden und die Antworten durch emotionale Einflüsse verzerrt sein können. Zum anderen wird ausschließlich das verarbeitende Gewerbe erfasst, das in den letzten Jahren gegenüber dem Dienstleistungssektor an Bedeutung für die gesamtwirtschaftliche Bruttowertschöpfung verloren hat. Gibt es präzisere Einkaufsmanagerindizes? Neben dem ISM Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe existieren beispielsweise noch der ISM Index für den Dienstleistungssektor sowie der Einkaufsmanagerindex von S&P. Aufgrund der deutlich kürzeren Historie der

Alternativen ist ein Vergleich aber nur wenig aussagekräftig.

Wie sieht die Lage am aktuellen Rand aus? Seit November 2022 liegt der ISM Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe unterhalb der 50er-Marke und deutet mit einem Indexstand von zuletzt 46 auf eine negative Wirtschaftsentwicklung hin. In der Tat hat sich die wirtschaftliche Dynamik in den USA in der letzten Zeit abgeschwächt, jedoch verzeichnet das reale Bruttoinlandsprodukt nach wie vor positive Wachstumsraten. Einkaufsmanagerindizes sollten also nie isoliert betrachtet werden und stattdessen immer im Kontext mit anderen ökonomischen Indikatoren bewertet werden.

## Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	13.07.2023 14:25	06.07.2023 -1 Woche	12.06.2023 -1 Monat	12.04.2023 -3 Monate	12.07.2022 -12 Monate	30.12.2022 YTD
Dow Jones	34347	1,3%	0,8%	2,1%	10,9%	3,6%
S&P 500	4524	2,6%	4,3%	10,6%	18,5%	17,8%
Nasdaq	13919	1,8%	3,4%	16,7%	23,6%	33,0%
Russell 2000	1933	4,9%	3,2%	9,0%	11,9%	9,8%
DAX	16120	3,8%	0,1%	2,7%	24,9%	15,8%
MDAX	28124	5,3%	3,0%	2,9%	9,2%	12,0%
TecDAX	3216	4,1%	-0,4%	-2,8%	8,9%	10,1%
EuroStoxx 50	4397	4,1%	1,9%	1,4%	26,1%	15,9%
Stoxx 50	3962	2,4%	-0,3%	-1,0%	12,8%	8,5%
SMI (Swiss Market Index)	11055	0,6%	-2,2%	-1,6%	-0,1%	3,0%
FTSE 100	7439	2,2%	-1,7%	-4,9%	3,2%	-0,2%
Nikkei 225	32419	-1,1%	0,0%	15,4%	23,1%	24,2%
Brasilien BOVESPA	117666	0,2%	0,3%	10,1%	19,7%	7,2%
Russland RTS	1011	4,1%	-2,1%	3,6%	-11,5%	4,1%
Indien BSE 30	65559	-0,3%	4,5%	8,6%	21,7%	7,8%
China CSI 300	3898	1,4%	1,4%	-4,9%	-9,6%	0,7%
MSCI Welt	2987	2,1%	2,8%	6,9%	17,0%	14,8%
MSCI Welt SRI	2948	1,8%	2,9%	-0,2%	20,0%	19,2%
MSCI Emerging Markets	1006	2,1%	0,2%	1,2%	4,0%	5,1%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	131,95	76	-225	-320	-2106	-98
Bobl-Future	115,67	99	-105	-189	-1063	-8
Schatz-Future	104,93	28	-53	-62	-497	-50
3 Monats Euribor	3,66	25	51	76	372	177
3M Euribor Future, Dez 2023	4,00	-5	25	36	254	39
3 Monats \$ Libor	5,57	3	2	32	309	81
Fed Funds Future, Dez 2023	5,32	-12	19	90	238	67
10-jährige US Treasuries	3,82	-22	8	41	86	-1
10-jährige Bunds	2,46	-17	8	10	137	-11
10-jährige Staatsanl. Japan	0,47	8	4	6	27	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,98	-5	0	-3	19	-63
US Treas 10Y Performance	591,17	1,5%	-0,8%	-2,9%	-3,9%	1,9%
Bund 10Y Performance	534,79	0,7%	-1,2%	-1,0%	-9,7%	1,8%
REX Performance Index	432,28	0,5%	-0,8%	-1,0%	-6,8%	-0,1%
IBOXX A.A. €	3,78	-10	16	21	157	18
IBOXX BBB, €	4,65	-11	14	14	123	-5
ML US High Yield	8,47	-37	-18	-2	-11	-51
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	4,8%	0,0%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
S&P Commodity Spot Index	559,22	2,8%	6,0%	-6,4%	-15,0%	-8,3%
MG Base Metal Index	382,98	0,6%	-0,1%	-5,5%	1,9%	-8,4%
Roböl Brent	80,17	4,8%	11,6%	-8,2%	-19,5%	-5,6%
Gold	1959,49	2,6%	0,2%	-2,4%	13,1%	7,9%
Silber	24,07	5,9%	0,4%	-4,5%	26,0%	1,3%
Aluminium	2195,00	5,3%	0,4%	-4,0%	-6,6%	-6,6%
Kupfer	8488,75	2,9%	2,5%	-4,8%	15,7%	1,5%
Eisenerz	110,61	-1,5%	-0,5%	-8,2%	0,8%	-0,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	1088	9,6%	3,0%	-25,6%	-46,0%	-28,2%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1177	2,6%	3,8%	2,3%	11,3%	4,8%
EUR/ GBP	0,8552	-0,1%	-0,5%	-2,9%	1,2%	-3,6%
EUR/ JPY	154,71	-1,2%	3,1%	5,9%	12,7%	10,0%
EUR/ CHF	0,9638	-1,2%	-1,2%	-2,2%	-2,5%	-2,1%
USD/ CNY	7,1625	-1,3%	0,2%	4,1%	6,5%	3,8%
USD/ JPY	138,51	-3,9%	-0,8%	4,0%	1,2%	5,6%
USD/ GBP	0,7653	-2,8%	-4,3%	-4,6%	-9,0%	-7,9%

Quelle: Refinitiv Datastream

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

Simon Landt  
+49 40 3282-2401  
mlandt@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.