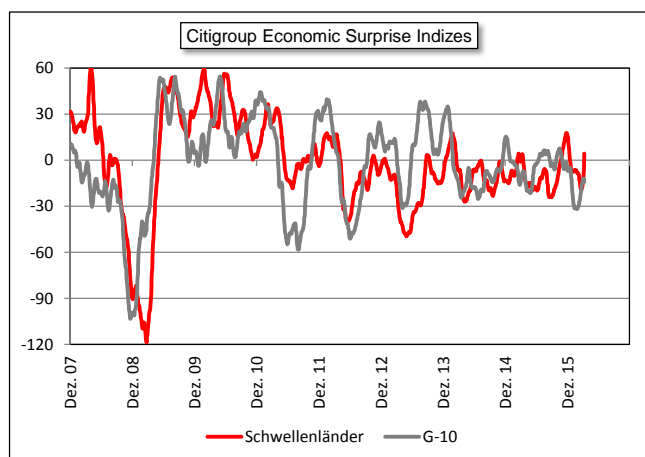


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Tiefpunkt im 1. Quartal durchschritten?

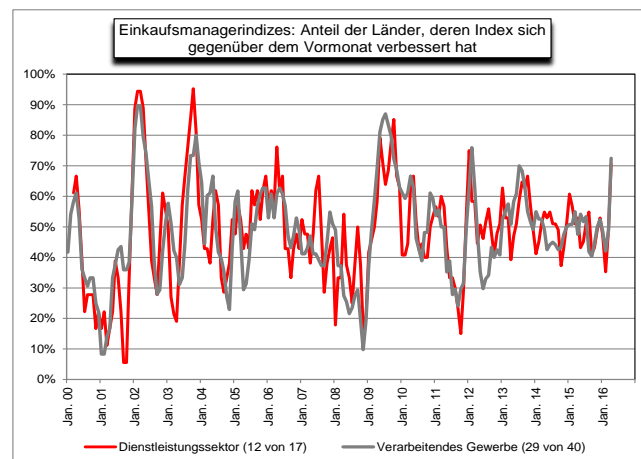
Für die meisten Anleger ist der Start in das Jahr 2016 unbefriedigend ausgefallen – vor allem dann, wenn man in der persönlichen Anlagestrategie auf Aktien gesetzt hat. Das Ungemach deutete sich bereits am ersten Handelstag im Januar an, als die chinesische Börse um 7% einbrach und den Euro Stoxx 50 (-3,1%) sowie den DAX (-4,3%) an diesem Tag mit in die Tiefe riss. Bis Mitte Februar setzten sich die Kursverluste fort, da schlechte Wirtschaftsdaten und der anhaltende Verfall des Ölpreises die Befürchtung aufkommen ließ, dass die Weltwirtschaft auf eine neue Rezession zusteuern könnte. Insbesondere in den beiden größten Volkswirtschaften der Welt, in den USA und in China, gab es eine Vielzahl von enttäuschenden Konjunkturdaten, aber auch Japan und Europa konnten sich von diesem Trend nicht abkoppeln. Die von der Citigroup ermittelten „Economic Surprise“ Indizes erreichten zu dieser Zeit temporäre Tiefstände, und viele Aktienbörsen verzeichneten den schlechtesten Jahresbeginn seit vielen Jahrzehnten.



In den vergangenen Wochen konnten die Aktienmärkte ihre zuvor erlittenen Verluste zumindest teilweise wieder wettmachen. Während das erste Quartal in Europa und in Japan dennoch mit einem deutlichen Minus endete, schafften die US-Börsen ein bemerkenswertes Comeback, und viele US-amerikanische Aktien lagen Ende März sogar leicht über ihren Niveaus von Ende 2015. Noch besser schlugen sich die meisten Schwellenländerbörsen: Von wenigen Ausnahmen wie China, Indien oder Singapur abgesehen, stiegen die Kurse in den ersten drei Monaten – in einigen Fällen sogar prozentual zweistellig – an.

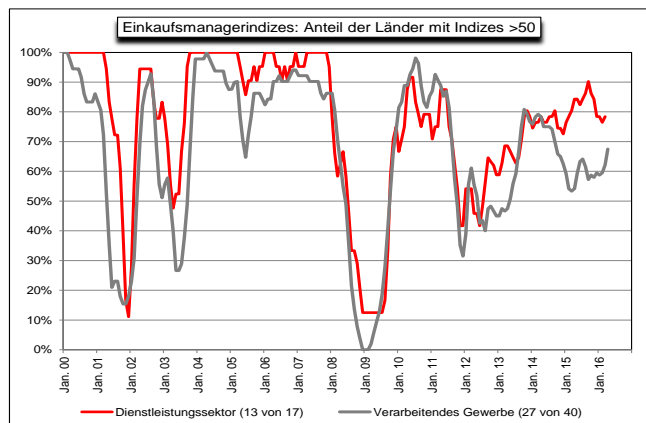
Die Kurserholung der vergangenen Wochen ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass sich viele Konjunkturdaten zuletzt stabilisiert haben. Allerdings ist das Bild keineswegs eindeutig: Während der im Januar und Februar zu beobachtende Abwärtstrend gestoppt zu sein scheint, gibt es bislang noch wenig belastbare Hinweise, die für eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung sprechen. Positive Signale gab es in jüngster Zeit insbesondere von einigen Frühindikatoren, wie beispielsweise von den globalen Einkaufsmanagerindizes. So ist der von J.P.Morgan ermittelte globale Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Ge-

werbe im März auf 50,5 von zuvor 50,0 und der Index für die Dienstleistungsunternehmen von 50,9 auf 51,4 Punkte angestiegen. Trotz dieser Verbesserung liegen die Werte dennoch immer noch auf dem niedrigsten Niveau seit Frühjahr 2013. Zu einer positiveren Sichtweise gelangt man jedoch, wenn man sich etwas genauer mit den Details der einzelnen PMIs (Purchasing Managers Index) beschäftigt. Von den 17 internationalen Datenreihen für den Dienstleistungssektor haben sich im März immerhin zwölf gegenüber dem Vormonat verbessert (71%). Im Februar schafften dies nur vier (24%), im Januar neun (53%) und im Dezember 2015 nur fünf Zeitreihen (29%). Gleichzeitig weisen 13 der 17 Einkaufsmanagerindizes einen Wert von mehr als 50 Punkten auf (76%), der ein Wachstum des Sektors signalisiert. Gegenüber den vergangenen drei Monaten stellt dies keine wesentliche Veränderung dar. Für das verarbeitende Gewerbe gibt es rund 40 verschiedene internationale Einkaufsmanagerindizes. Im März haben sich 29 gegenüber dem Vormonate verbessert (73%). In den Vormonaten lag dieser prozentuale Anteil dagegen nur bei Werten zwischen 30% und 50%. Gleichzeitig ist der Anteil der Indizes, der über der 50-Punkte-Marke liegt, von rund 60% auf fast 70% angestiegen.



Die Wahrscheinlichkeit, dass die Verfassung der Weltwirtschaft im 1. Quartal 2016 ihren Tiefpunkt erreicht haben könnte, schätzen wir aufgrund dieser Entwicklungen als vergleichsweise hoch ein. Jedoch gilt auch hier die alte Binsenweisheit, dass ein einzelner Monat noch nicht unbedingt einen neuen Trend definiert. Von daher kommt den nächsten Daten, die Anfang Mai veröffentlicht werden, eine besondere Bedeutung zu, um die Frage beantworten zu können, ob der untere Wendepunkt beim globalen Konjunkturzyklus erreicht ist. Dann wird sich auch zeigen, ob die zuletzt positiven Entwicklungen in den USA und in China mehr als eine Eintagsfliege waren. In China ist der „offizielle“ Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe im März auf 50,2 Punkte angestiegen, womit er das erste Mal seit Juli letzten Jahres wieder ein Wachstum des Sektors signalisiert. Der für die Kapitalmärkte gleichermaßen bedeutende „private“ PMI von Caixin erreichte mit 49,7 Punkten das beste Ergebnis seit Februar 2015. Gleichzeitig signalisieren die beiden Einkaufsmanagerindizes für den Dienstleistungssektor mit Werten von 53,8 bzw.

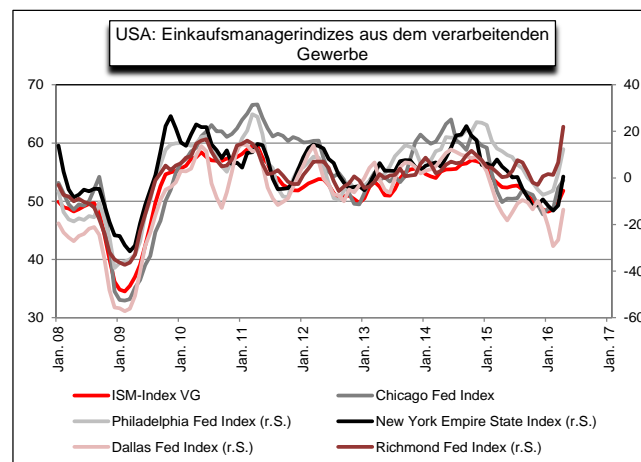
52,2 Punkten, dass dieser Bereich der chinesischen Wirtschaft vergleichsweise solide wächst.



Blickt man auf die US-amerikanischen Einkaufsmanagerindizes, so scheint der Tiefpunkt der wirtschaftlichen Entwicklung in der Industrie schon Ende 2015 erreicht worden zu sein. So lag der viel beachtete ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe im Dezember 2015 bei 48,0 Punkten. Seitdem hat er sich schrittweise bis zuletzt auf 51,8 Punkten erholt. Diese Entwicklung des nationalen PMIs spiegelt sich auch in allen regionalen Einkaufsmanagerindizes wider: Seien es die bedeutsameren Regionen wie Philadelphia, New York, Chicago, Dallas, Richmond und Kansas oder die weniger im Fokus stehenden Indizes aus Austin, Houston, Milwaukee oder Southeast Michigan: Alle haben sich in den vergangenen zwei bis drei Monaten verbessert.

Die Gründe für die größere Zuversicht der US-Unternehmen sind leicht ausgemacht: Zum einen haben die Firmen Fortschritte bei der Reduzierung ihrer hohen Lagerbestände gemacht. Dieses Phänomen lässt sich vor allem erkennen, wenn die jährliche Veränderung der Lagerbestände in Relation zur Umsatztätigkeit gesetzt wird. Im Sommer des vergangenen Jahres lagen die Lagerbestände um 2,5% über ihrem Vorjahreswert, während die Umsätze um über 3% gesunken waren. Zuletzt hat sich der Anstieg der Lager auf 1,8% abgeschwächt, während die Umsätze nur noch um rund 1% rückläufig waren. Dies zeigt, dass die Lücke zwischen den beiden Variablen deutlich geringer ist, ganz geschlossen hat sie sich allerdings noch nicht. Der andere Aspekt, der den US-Unternehmen nun zu Gute kommt, ist die verbesserte Auftragslage. Für neun US-Einkaufsmanagerindizes werten wir die Subkomponente „Auftragseingang“ aus. Im März 2016 haben sich alle neun Subindexkomponenten verbessert und das zum Teil deutlich. Das letzte Mal, dass eine solche 100%-Quote erreicht wurde, war im Sommer 2009. Ausschlaggebend für die bessere Auftragslage dürften sowohl der etwas höhere Ölpreis als auch die Abschwächung des US-Dollar sein. Gegenüber einem Korb von Währungen der wichtigsten Handelspartner verzeichnete der US-Dollar im Sommer letzten Jahres eine Aufwertung von rund 20%. Mittlerweile liegt die US-Währung auf demselben Niveau wie vor einem Jahr, der Gegenwind vom Wechselkurs hat also massiv nachgelassen. Und weil die US-Notenbank signalisiert hat, die Zinsen in der nächsten Zeit nur moderat zu erhöhen, ist eine erneute deutliche Aufwertung des Greenback unserer Ansicht nach unwahrscheinlich. Dass diese Aussage der

Federal Reserve auf einer Ende Februar auf dem G20-Gipfel in Shanghai getroffenen Absprache der internationalen Notenbanken beruht („Shanghai-Akkord“), halten wir jedoch für einen Mythos.



Ein stabiler und nicht weiter aufwertender US-Dollar wird unseres Erachtens die Chancen auf eine moderate Erholung der Weltwirtschaft in den kommenden Monaten vergrößern. Vor allem die Schwellenländer werden hiervon profitieren, weil sich die Wahrscheinlichkeit steigender Zinsen und weiterer Kapitalabflüsse verringert. Sichtbar wird dies heute schon an der chinesischen Währung, deren Abwertung im Sommer letzten Jahres und auch zu Beginn des Jahres 2016 einige Schockwellen an den internationalen Kapitalmärkten ausgelöst hatte. Zuletzt hat der Yuan gegenüber dem US-Dollar aber wieder etwas aufgewertet und damit wohl auch zu einer Beruhigung der globalen Aktienmärkte beigetragen. Die moderaten Aussagen der Präsidentin der US-amerikanischen Notenbank zur zukünftigen Geldpolitik haben von daher durchaus das Zeug, also sogenannter „Yellen-Put“ in die Geschichtsbücher einzugehen.

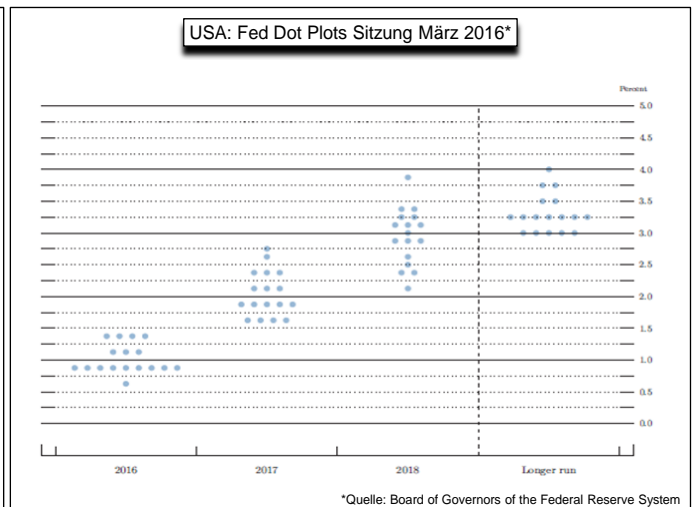
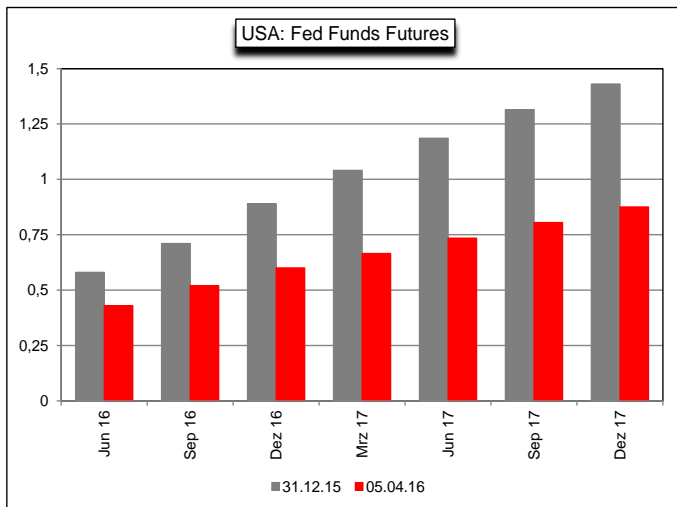
Ob sich die Erholung an den internationalen Aktienmärkten fortsetzt, wird in den nächsten Wochen vor allem vom Verlauf der US-Berichtssaison abhängen. Die Unternehmensanalysten haben ihre Gewinnprognosen für fast alle Sektoren bis zuletzt weiter reduziert. Für den S&P 500 wird für das erste Quartal mittlerweile ein Gewinnrückgang von mehr als 8% gegenüber dem Vorjahr prognostiziert. Dies liegt vor allem an den deutlich reduzierten Ertragsersparungen für die Unternehmen aus dem Energiesektor. Aber selbst wenn man diese Branche aus der Betrachtung ausklammert, bleibt es bei einem erwarteten Gewinnrückgang von mehr als 2% für den S&P 500 ex. Energy. Da die Analysten die Stabilisierung bei den Makro-Daten sowie die zwischenzeitliche Erholung des Ölpreises und anderer Rohstoffpreise in ihren Schätzungen bislang aber noch nicht berücksichtigt haben, könnte es durchaus einige positive Überraschungen geben, wenn die Firmen ihre Bilanzen für das 1. Quartal vorlegen. Sollten diese dagegen ausbleiben, werden die Börsen wohl wieder den Rückwärtsgang einlegen. Denn der S&P 500 ist mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 16,6 auf Basis der erwarteten Gewinne für die nächsten 12 Monate bzw. mit einem Shiller-KGV von 25,6 vergleichsweise teuer, sodass hier kein Spielraum für Enttäuschungen vorhanden ist.

Wochenausblick für die Zeit vom 11. bis 15. April 2016

| | Nov | Dez | Jan | Feb | Mrz | Apr | Veröffentlichung |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|------------------|
| D: Inflationsrate, m/m | 0,1% | -0,1% | -0,8% | 0,4% | 0,8% | | 12. April |
| D: Inflationsrate, y/y | 0,4% | 0,3% | 0,5% | 0,0% | 0,3% | | 12. April |
| E-19: Industrieproduktion, m/m | -0,2% | -0,5% | 2,1% | -0,3% | | | 13. April |
| E-19: Industrieproduktion, y/y | 2,0% | 0,4% | 3,0% | 1,6% | | | 13. April |
| E-19: Inflationsrate m/m | -0,1% | 0,0% | -1,4% | 0,2% | 1,1% | | 14. April |
| E-19: Inflationsrate y/y | 0,1% | 0,2% | 0,3% | -0,2% | -0,1% | | 14. April |

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Wann kommt der nächste Zinsschritt?



Aus dem am Mittwoch veröffentlichten Protokoll der Sitzung der US-Notenbank Fed vom 15. und 16. März geht hervor, dass sich die Mitglieder des für Zinsentscheidungen zuständigen Federal Open Market Committee (FOMC) uneins über den künftigen geldpolitischen Kurs sind. Während der Markt, gemessen an den Fed Funds Futures (linke Abbildung), bis Ende 2016 lediglich eine Zinserhöhung und bis Ende 2017 eine weitere erwartet, zeigen die sogenannten Fed Dot Plots (rechte Abbildung), dass die Meinungen der FOMC-Mitglieder über die zukünftigen Zinsschritte durchaus verschieden sind. Für Ende 2017 geht die Mehrheit der Fed-Mitglieder von einem Leitzins von 1,875% aus (insgesamt 6 Zinserhöhungen, bisherige Prognose: 2,375%), für Ende 2018 von 3,0% (bisher: 3,3%). Laut FOMC-Protokoll ist die Ent-

scheidung gegen eine Zinsanhebung im März nicht einstimmig gefallen, sie sei allerdings von den meisten Teilnehmern befürwortet worden. Auch über eine mögliche Anhebung im April gab es Uneinigkeit. Ausschlaggebend für die vorsichtigere Haltung des FOMC waren zum einen größere globale Konjunkturrisiken und zum anderen die Entwicklung an den Finanzmärkten in den letzten Monaten. Insgesamt haben die FOMC-Mitglieder ihre Zinserwartungen im Vergleich zur Sitzung vom Dezember 2015 von vier Erhöhungen in diesem Jahr auf nur noch zwei nach unten geschraubt. Aus Sicht der Anleger kommt eine Fortsetzung der Zinswende frühestens im Juni in Betracht. Hier liegt die eingepreiste Wahrscheinlichkeit bei knapp 22 Prozent.

| | Stand 07.04.2016 16:35 | Veränderung zum | | | |
|--------------------------------|------------------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------|
| | | 31.03.2016 -1 Woche | 04.03.2016 -1 Monat | 06.01.2016 -3 Monate | 31.12.2015 YTD |
| Aktienmärkte | | | | | |
| Dow Jones | 17561 | -0,7% | 3,3% | 3,9% | 0,8% |
| S&P 500 | 2051 | -0,4% | 2,5% | 3,0% | 0,3% |
| Nasdaq | 4921 | 1,0% | 4,3% | 1,8% | -1,7% |
| DAX | 9552 | -4,2% | -2,8% | -6,5% | -11,1% |
| MDAX | 19923 | -2,3% | 0,7% | -0,3% | -4,1% |
| TecDAX | 1627 | 0,0% | -1,6% | -9,0% | -11,2% |
| EuroStoxx 50 | 2881 | -4,1% | -5,1% | -8,2% | -11,8% |
| Stoxx 50 | 2730 | -2,1% | -4,5% | -9,4% | -11,9% |
| SMI (Swiss Market Index) | 7777 | -0,4% | -2,6% | -9,7% | -11,8% |
| Nikkei 225 | 15750 | -6,0% | -7,4% | -13,4% | -17,3% |
| Brasilien BOVESPA | 48558 | -3,0% | -1,1% | 16,2% | 12,0% |
| Russland RTS | 856 | -2,3% | 4,6% | 16,2% | 13,1% |
| Indien BSE 30 | 24685 | -2,6% | 0,2% | -2,8% | -5,5% |
| China Shanghai Composite | 3010 | 0,2% | 4,7% | -10,5% | -15,0% |
| MSCI Welt (in €) | 1635 | -0,6% | -1,9% | -4,0% | -5,8% |
| MSCI Emerging Markets (in €) | 811 | -2,9% | -1,0% | 0,9% | -2,2% |
| Zinsen und Rentenmärkte | | | | | |
| Bund-Future | 164,33 | 101 | -54 | 464 | 641 |
| Bobl-Future | 131,42 | 32 | -158 | 19 | 75 |
| Schatz-Future | 111,85 | 6 | -5 | 24 | 33 |
| 3 Monats Euribor | -0,25 | 0 | -3 | -11 | -12 |
| 3M Euribor Future, Dez 2016 | -0,30 | 0 | 6 | -6 | 0 |
| 3 Monats \$ Libor | 0,63 | 0 | -1 | 1 | 1 |
| Fed Funds Future, Dez 2016 | 0,53 | -1 | -8 | -28 | 0 |
| 10-jährige US Treasuries | 1,71 | -7 | -17 | -46 | -56 |
| 10-jährige Bunds | 0,09 | -6 | -15 | -42 | -54 |
| 10-jährige JGB | -0,05 | -1 | 0 | -31 | -31 |
| US Treas 10Y Performance | 593,20 | 0,3% | 1,3% | 4,2% | 5,1% |
| Bund 10Y Performance | 612,03 | 0,4% | 1,2% | 4,5% | 5,7% |
| REX Performance Index | 484,59 | 0,2% | 0,2% | 1,7% | 2,2% |
| Hypothekenzinsen USA | 3,71 | 0 | 7 | -30 | -30 |
| IBOXX AA, € | 0,75 | -7 | -25 | -46 | -54 |
| IBOXX BBB, € | 1,78 | -7 | -38 | -44 | -49 |
| ML US High Yield | 8,56 | -2 | -24 | -40 | -33 |
| JPM EMBI+, Index | 746 | -0,1% | 2,0% | 5,6% | 5,9% |
| Wandelanleihen Exane 25 | 6614 | 0,0% | 0,5% | -3,4% | -5,0% |
| Rohstoffmärkte | | | | | |
| CRB Index | 379,42 | -2,2% | 0,2% | 1,7% | 0,0% |
| MG Base Metal Index | 235,02 | -0,6% | -4,0% | 4,4% | 1,2% |
| Rohöl Brent | 37,33 | -6,1% | 1,1% | 2,9% | 2,2% |
| Gold | 1240,01 | 0,5% | -2,4% | 13,8% | 16,7% |
| Silber | 15,19 | -1,7% | -3,4% | 8,7% | 9,7% |
| Aluminium | 1494,25 | -1,1% | -6,9% | 1,7% | -0,4% |
| Kupfer | 4804,50 | -1,6% | -4,6% | 4,0% | 2,1% |
| Eisenerz | 55,30 | 0,9% | 5,7% | 29,2% | 26,3% |
| Frachtraten Baltic Dry Index | 500 | 16,6% | 43,3% | 7,1% | 4,6% |
| Devisenmärkte | | | | | |
| EUR/ USD | 1,1368 | -0,1% | 3,6% | 5,8% | 4,4% |
| EUR/ GBP | 0,8066 | 1,7% | 4,2% | 9,6% | 9,4% |
| EUR/ JPY | 122,81 | -4,0% | -1,6% | -3,4% | -6,3% |
| EUR/ CHF | 1,0856 | -0,7% | -0,4% | 0,1% | 0,2% |
| USD/ CNY | 6,4667 | 0,2% | -0,8% | -1,4% | -0,4% |
| USD/ JPY | 109,80 | -2,5% | -3,5% | -7,3% | -8,7% |

Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com
 Martin Hasse +49 40 3282-2411 mhasse@mmwarburg.com
 Dr. Rebekka Haller +49 40 3282-2452 rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.