

Die ökonomische Interpretation der US-Konjunkturindikatoren und ihre Bedeutung für die Finanzmärkte

Jedem Beobachter der schweizerischen Finanzmärkte ist bewusst, dass die Kursbildung an unseren Obligationen- und Aktienbörsen stark durch die Entwicklung der entsprechenden Märkte in den USA sowie durch den Dollarwechsellkurs bestimmt wird. Man kann sogar die Behauptung vertreten, dass die Entwicklung der Finanzmärkte weltweit in wesentlichem Ausmass durch die Kursgestaltung in den USA gegeben ist. Der Verlauf der Preise an den amerikanischen Finanzmärkten, insbesondere am Obligationen- und Geldmarkt, wird im weiteren hauptsächlich durch die periodisch publizierte Konjunkturnachrichten und Inflationsdaten bestimmt. Diese haben besonders rasche Auswirkungen im Geld- und Kapitalmarkt, von wo Impulse auf den Aktienmarkt übergehen. Zinssätze sind ja entscheidende Bestimmungsgründe der Aktienkursentwicklung. Der Verlauf der Zinssätze ist zudem ein wichtiger Faktor für die internationalen Kapitalströme, da eine Aenderung der Renditen in einer Währung deren Attraktivität im Vergleich zu entsprechenden Anlagen in einer anderen Währung beeinflusst. Dadurch wird die Entwicklung der Zinsen in den USA zu einer wichtigen Determinanten des Dollarwechsellkurses.

Die Tatsache, dass die Kursentwicklung am amerikanischen Geld- und Kapitalmarkt hauptsächlich durch die von verschiedenen Regierungsstellen veröffentlichten Konjunktur- und Inflationsindikatoren bestimmt wird, sowie die kurz skizzierten Zusammenhänge zwischen der Kursbildung in den verschiedenen Finanzmärkten bilden die Motivation für diesen Artikel, in dem die wichtigsten

dieser Indikatoren beschrieben werden. Im weiteren wird die Relevanz jedes Indikators für die amerikanischen Finanzmärkte beurteilt. Bei einigen Indikatoren sollte man auch auf deren einzelne Komponenten achten. Welche Teilgrössen wichtig und warum gerade diese von Bedeutung sind, wird in dieser Arbeit ebenfalls erläutert. Wichtigere Indikatoren werden ausführlicher erläutert als weniger wichtige. Für die wichtigen Zahlen werden ausserdem die Erhebungsmethode und Möglichkeiten der Prognose besprochen.

Die meisten Indikatoren geben eine Information über das Wirtschaftswachstum oder die Inflation. Die Bedeutung eines Indikators ist somit gegeben durch dessen Beitrag zum Wachstum des Sozialproduktes bzw. des Preisniveaus. Die ökonomische Ueberlegung zum Zusammenhang zwischen den Indikatoren und dem Zinsniveau ist, dass mit zunehmender Inflation bzw. zunehmendem Wirtschaftswachstum das Zinsniveau steigt respektive bei sinkender Inflationsrate und sich verlangsamendem Wachstum das Zinsniveau sinkt. Je höher die Inflationsrate ist, desto höher muss nämlich die Kompensation des Anlegers für den Geldwertverlust sein, den er erleidet. Wenn andererseits das Wachstum hoch ist, nimmt ebenfalls der Inflationsdruck zu. Gleichzeitig führt hohes Wachstum zu einer rasch steigenden Kreditnachfrage mit dem Zweck, das zunehmende Volumen von Konsumausgaben und Investitionen zu finanzieren. Dadurch nimmt die Nachfrage auf dem Geld- und Kapitalmarkt zu und die Emittenten bieten bei der Kreditaufnahme in Konkurrenz um die Anleger das

Zinsniveau in die Höhe. Das Federal Reserve stellt bei der Bestimmung des geldpolitischen Kurses die selben Ueberlegungen an.

Sehr wichtig für die Reaktion der Finanzmärkte auf die Publikation von Indikatoren ist die entsprechende Markterwartung. Weicht die publizierte Zahl nur wenig von den Erwartungen ab, ist die Marktreaktion meist gering. Im Falle von einer starken Abweichung von der Erwartung, d.h. im Falle einer Ueberraschung, kann die Reaktion der Märkte in einer kurzen Zeitspanne sehr stark sein. Die Markterwartung wird berechnet aus dem Durchschnitt der Prognosen der Oekonomen der wichtigsten Wertpapierfirmen in den USA und ist auf verschiedenen Informationssystemen abrufbar.

Mit wenigen Ausnahmen werden die Indikatoren einmal im Monat publiziert. Im folgenden werden daher die wichtigen Indikatoren in derjenigen Reihenfolge besprochen, wie sie im Laufe eines Monats veröffentlicht werden.

1. Autoverkäufe (ten day auto sales)

Die Autoverkäufe sind wichtig, weil sie die ersten Informationen über die Stärke bzw. Schwäche der Wirtschaft, insbesondere über die Konsumentenstimmung, in einem Monat geben. Sie sind eine Komponente der Detailhandelsumsätze, die etwas später veröffentlicht werden. Die Detailhandelsumsätze wiederum messen einen Teil der Konsumausgaben, welche die wichtigste Komponente des Sozialproduktes sind.

Die Autoverkäufe werden für jede der drei 10-Tages-Perioden des Monats separat veröffentlicht, und zwar meist drei Arbeitstage nach dem Ende einer 10-Tage-Periode. Es handelt sich dabei um die Zahl der verkauften Neuwagen und nicht um deren Dollarwert. In die Detailhandelsumsätze geht jedoch der Dollarwert ein. Ausserdem werden bei der Berechnung der Detailhandelsumsätze auch die Verkäufe von Gebrauchtwagen, Lastwagen und Ersatzteilen mitgezählt, während in diese Zahl (ten day auto sales) nur die Verkäufe von Neuwagen eingehen. Daher muss der Zusammenhang zwi-

schen den Autoverkäufen (ten day auto sales) und der Autokomponente in den Detailhandelsumsätzen nicht immer gross sein. Die Zahl der Autoverkäufe wird saisonbereinigt publiziert.

Der Autoabsatz in den USA ist deshalb sehr wichtig, weil er zinssensitiv ist, möglicherweise weil Autos in den USA häufig auf Kredit gekauft werden. Die Zahl der verkauften Autos ist nach einer Phase steigender Zinsen einer der ersten Indikatoren, die den Beginn einer Rezession anzeigen. Dieser Zusammenhang macht die Autoverkäufe natürlich zu einem besonders wertvollen Indikator. Ausserdem ist der Anteil der Autoindustrie an der Industrieproduktion und somit auch am Sozialprodukt der Vereinigten Staaten recht gross. Hohe Autoverkäufe haben steigende Zinsen zur Folge, weil sie ein starkes Wachstum des Bruttosozialproduktes anzeigen (analog im umgekehrten Fall).

2. Arbeitsmarktstatistik

Unter der Arbeitsmarktstatistik versteht man die Arbeitslosenrate (unemployment rate), die Zahl der Neuanstellungen (non-farm payroll employment), die wöchentliche Arbeitszeit (average workweek) und der durchschnittliche Stundenlohn (average hourly earnings). Die Arbeitsmarktstatistik ist sehr wertvoll, weil sie im Laufe eines Monats die erste vollständige Information über den Stand der Wirtschaft gibt. Eine über den Erwartungen liegende Arbeitslosenrate, eine unter den Erwartungen liegende Zahl von Neuanstellungen und eine sinkende wöchentliche Arbeitszeit signalisieren eine Abschwächung der Wirtschaft (starke Wirtschaft im umgekehrten Fall). Ein hoher Lohnanstieg ist ein Zeichen für lohninduzierte Inflation.

Die Arbeitsmarktstatistik ist auch deshalb sehr wichtig, weil damit eine Reihe weiterer Konjunkturindikatoren recht gut prognostiziert werden kann. So kann mit der wöchentlichen Arbeitszeit und der Zahl der Neuanstellungen in der Industrie (Teilkomponente der Zahl der Neuanstellungen) die Industrieproduktion für den entsprechenden Monat sehr zuverlässig vorausgesagt werden. Auch die

Lohnkomponente des persönlichen Einkommens kann mit der Zahl der Beschäftigten, der wöchentlichen Arbeitszeit und den Lohnangaben gut geschätzt werden. Damit kann man den mutmasslichen Trend der Detailhandelsumsätze und der Konsumausgaben abschätzen. Der hohe Informationsgehalt der Arbeitsmarktstatistik macht sie für die Finanzmärkte besonders wichtig, und entsprechend stark sind die Kursreaktionen, falls die publizierten Zahlen von den Erwartungen abweichen. Diese Daten werden normalerweise am ersten Freitag eines Monats für den unmittelbar vorangehenden Monat veröffentlicht. Sie werden saisonbereinigt.

Die Arbeitslosenrate und die Zahl der Neuanstellungen werden durch Umfragen bei ausgewählten Haushalten respektive Firmen und durch Hochrechnen auf das ganze Land berechnet. Die Arbeitslosenrate wird durch die Haushaltumfrage ermittelt, die weniger zuverlässig ist als die Umfrage bei Firmen, welche zur Berechnung der Zahl der Neuanstellungen dient. Daher ist die Zahl der Neuanstellungen auch die wichtigere Zahl als die Arbeitslosenrate. Im allgemeinen ist die Qualität der Statistik aber sehr gut, was bedeutet, dass nachträgliche Korrekturen der Zahlen meist gering ausfallen.

Da die Arbeitsmarktstatistik für die Finanzmärkte so wichtig ist, würde man diese Daten gerne möglichst genau prognostizieren. Informationen über die Lage am Arbeitsmarkt vor der Publikation der Arbeitsmarktstatistik liefern die Daten über die Neuanmeldungen bei der Arbeitslosenversicherung (initial claims for unemployment) und die Zahl der Bezüger von Arbeitslosenunterstützung (state benefits). Diese beiden Datenreihen werden jeden Donnerstag für eine Wochenperiode veröffentlicht. Ein steigender Trend dieser beiden Zahlen deutet auf eine Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt und somit auf eine höhere Arbeitslosenrate, eine tiefe Zahl von Neuanstellungen und eine tiefe wöchentliche Arbeitszeit hin. Dennoch ist die Prognose der Arbeitsmarktstatistik im allgemeinen sehr schwierig.

3. Umfrage der Einkaufsleiter (purchasing manager's survey)

Jeden Monat führt die National Association of Purchasing Management bei ihren Mitgliedern eine Umfrage über die Tendenz in Produktion, Beschäftigung, Bestellungseingang, Lagerhaltung und Preisentwicklung durch. Die Ergebnisse der Umfrage werden am ersten Montag des folgenden Monats veröffentlicht, d.h. häufig am Montag nach der Publikation der Arbeitsmarktstatistik. Der Wert dieser Zahlen liegt darin, dass sie Informationen über die Wirtschaftstätigkeit und die Preisentwicklung liefern, bevor entsprechende offizielle Zahlen verfügbar sind. Aus den genannten Teilindices wird ein Gesamtindex konstruiert, der jeweils im Zentrum der Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer steht. Er sollte genau verfolgt werden.

Die Mitglieder der Vereinigung werden gefragt, ob die Aktivität bzw. die Preise höher, gleich oder niedriger gewesen sei als im Vormonat. Die publizierte Zahl gibt an, welcher Prozentsatz der Antwortenden eine höhere Aktivität bzw. höhere Preise festgestellt hat. Ein Satz unter 50% wirkt somit zinssenkend, da die Mehrheit der Antwortenden eine Abschwächung der Aktivitäten sieht, während ein Satz über 50% für die Obligationenmärkte negativ ist, da in diesem Fall auf eine starke Wirtschaft bzw. höhere Preise geschlossen werden muss.

4. Detailhandelsumsätze (retail sales)

Die Detailhandelsumsätze informieren über die Stärke oder Schwäche der Konsumtätigkeit. Man schenkt diesem Indikator Beachtung, da der Konsum die wichtigste Komponente des Sozialproduktes ist. Aus hohen Detailhandelsumsätzen schliesst man auf starke Konsumausgaben und somit auf ein starkes Wirtschaftswachstum. Positiv von den Erwartungen abweichende Detailhandelsumsätze führen somit zu höheren Zinsen. Die Daten werden durch eine Stichprobe im Detailhandel erhoben. Die Zahl wird saisonbereinigt. Die für die Gesamtheit der Konsumausgaben wichtigen Dienstleistun-

gen sind in dieser Zahl natürlich nicht enthalten. Leider hat diese Datenreihe den Nachteil, dass sie später oft stark revidiert wird.

Stark beachtet werden jeweils die Detailhandelsumsätze ohne Autoverkäufe. Ein Grund dafür ist, dass die Autoverkäufe häufig durch Rabattprogramme der grossen Autofirmen vorübergehend stark ansteigen und nach dem Ende dieser Programme ebenso stark zurückfallen. Die Detailhandelsumsätze sind in einer solchen Periode durch diese Rabattprogramme verzerrt, so dass die Autoverkäufe ausgeschlossen werden müssen, um den richtigen Eindruck über den Trend der Detailhandelsumsätze zu erhalten.

Die Prognose der Detailhandelsumsätze ist schwierig. Die etwas früher veröffentlichten (und oben erwähnten) Autoverkäufe bieten eine gewisse Hilfe, wenn sie nicht durch Rabattprogramme beeinflusst sind. Allerdings machen die Autoverkäufe nur 20% der Detailhandelsumsätze aus. Die ebenfalls zu einem früheren Zeitpunkt im Monat publizierten Umsätze der Warenhausketten tragen zusätzliche 10 bis 15% zum Detailhandelsumsatz bei und können beschränkt zur Prognose verwendet werden. Am hilfreichsten für die Prognose scheint das Einkommen zu sein. Es ist jedoch zu dieser Zeit des Monats noch nicht bekannt. Deshalb verwendet man die Beschäftigtenzahlen und die Arbeitszeit aus der Arbeitsmarktstatistik, um die Einkommensentwicklung zu schätzen. Bei der Prognose müssen Spezialfaktoren berücksichtigt werden, wie unübliches Wetter (besonders heisses oder kaltes Wetter bedeutet niedrigere Verkaufszahlen) und unübliche Verteilung der Feiertage (z.B. Ostern in einem anderen Monat als üblich).

5. Handelsbilanz (merchandise trade deficit)

Zwischen dem 10. und dem 15. Tag des Monats wird jeweils das Handelsbilanzdefizit der USA veröffentlicht, und zwar für den Monat vor zwei Monaten. Die Handelsbilanz ist eine Komponente des Bruttosozialproduktes. Je niedriger das Handelsbilanzdefizit bzw. je höher der Handelsbilanz-

überschuss, umso höher ist das Wachstum des Bruttosozialproduktes in dieser Periode, da viel exportiert wurde bzw. Importe durch Inlandproduktion ersetzt wurden. Niedrige Handelsbilanzdefizite bzw. hohe Ueberschüsse haben somit höhere Zinsen zur Folge, da mit hohem Sozialprodukt die Kreditnachfrage steigt und der Inflationsdruck zunimmt. In den vergangenen Jahren mit starken Dollarkursfluktuationen haben jedoch niedriger als erwartet ausgefallene Handelsbilanzdefizite meistens zu niedrigeren Zinsen geführt. Die Ueberlegung der Marktteilnehmer bestand in diesen Fällen darin, dass in einer solchen Situation der Dollar erstarken würde, was den amerikanischen Kapitalmarkt für Ausländer attraktiver macht. Durch die Nachfrage der Ausländer nach amerikanischen Wertpapieren, die dann auf Währungsgewinne spekulieren, sinken die Zinsen. Mit höher als erwarteten Handelsbilanzdefiziten sind die Zinsen jeweils gestiegen.

In den vergangenen zwei bis drei Jahren reagierten die Märkte besonders stark auf die Handelsbilanzzahl, weshalb ihre zuverlässige Prognose wertvoll wäre. Wie alle wichtigen Zahlen ist sie jedoch schwierig vorherzusagen (sonst wäre sie auch nicht wichtig). Hilfreich für die Prognose der Importe als Teil des Handelsbilanzdefizites sind die Zolleinnahmen, die einige Zeit vor der Handelsbilanzzahl veröffentlicht werden. Es muss jedoch berücksichtigt werden, dass die Zolleinnahmen saisonbeeinflusst sind, während das Handelsbilanzdefizit in saisonbereinigter Form publiziert wird. Beschränkt verwendbar zur Prognose des US-Handelsbilanzdefizites über einen längeren Zeitraum sind auch die Handelsbilanzzahlen von Japan und Deutschland, die vor den amerikanischen Zahlen veröffentlicht werden. Dabei muss beachtet werden, dass die Exporte aus Japan oder Deutschland etwa ein bis zwei Monate später in den amerikanischen Zahlen erscheinen. Der kurzfristige Zusammenhang zwischen den japanischen bzw. deutschen Exporten und den amerikanischen Importen ist erfahrungsgemäss nicht sehr gross. Für die Prognose der Oelimporte als bedeutsame Teilkomponente der Importe ist die Veränderung des Oelpreises von Monat zu Monat zusammen mit den Oelimportzahlen des

“American Petroleum Institute” gut geeignet. Relativ einfach sind die amerikanischen Exporte vorauszusagen, da sie nicht volatil sind. Ueberraschungen treten jeweils bei den Importen auf.

6. Produzentenpreisindex (producer price index)

Der Produzentenpreisindex misst die durchschnittliche Veränderung der Preise, welche die Produzenten beim Verkauf ihrer Produkte erzielen. Es existieren drei Indices, gegliedert nach Stufen im Produktionsprozess, nämlich ein Index für Rohwaren, einer für Zwischenprodukte und einer für Endprodukte. Der am meisten beachtete Index ist derjenige für Endprodukte, die nicht mehr weiterverarbeitet werden. Der Produzentenpreisindex ist ein Inflationsindikator. Ein Anstieg der Wachstumsrate führt zu höheren Nominalzinsen, so dass die Anleger für die Geldentwertung kompensiert werden. Zudem muss in diesem Fall mit einer strafferen Geldpolitik des Federal Reserve System's gerechnet werden. Da Energie- und Nahrungsmittelpreise zwei volatile Komponenten des Indexes sind, werden sie häufig ausgeschlossen, um den Trend in der Produzentenpreis-inflation zu erkennen. Bei der Publikation dieses Indikators wird folglich dem Produzentenpreisindex ohne Nahrungsmittel und Energie grosse Beachtung geschenkt.

Der Produzentenpreisindex ist ein Güterpreisindex, der im Gegensatz zum Konsumentenpreisindex keine Preise für Dienstleistungen enthält. Der Konsumentenpreisindex besteht zu etwa 50% aus Preisen für Dienstleistungen. Daher wird der Produzentenpreisindex stärker vom Dollarwechselkurs beeinflusst als der Konsumentenpreisindex. Ein starker Dollar reduziert nämlich die Nachfrage nach amerikanischen Gütern und übt einen dämpfenden Einfluss auf deren Preise in Dollar aus, so dass der Anstieg des Produzentenpreisindex durch einen steigenden Dollar reduziert wird. Ein schwacher Dollar hat dann den umgekehrten Effekt auf den Produzentenpreisindex. Dienstleistungen werden kaum importiert und exportiert, so dass der Einfluss des Wechselkurses auf den Konsumentenpreis-

index mit seinem grossen Anteil an Dienstleistungen geringer ist.

Der Produzentenpreisindex wird aus einer grossen Zahl von Gütern und Preiskotierungen berechnet. Er wird durch Umfragen bei Firmen ermittelt, die auf freiwilliger Basis Angaben machen. Die Veröffentlichung erfolgt üblicherweise am zweiten Freitag des der Erhebung folgenden Monats.

7. Industrieproduktion (industrial production)

Bei der Industrieproduktion handelt es sich um einen Index der physischen Produktion in Fabriken, Minen und Elektrizitätswerken. Diese Datenreihe gibt den Stand der Wirtschaftsaktivität im Industriesektor, nicht jedoch im Dienstleistungssektor wider. Der Index wird durch das Board of Governors des Federal Reserve System's berechnet und etwa Mitte des Monats für den Vormonat publiziert. Ein über den Erwartungen liegender Anstieg der Industrieproduktion löst einen Anstieg der Zinsen aus, da in diesem Fall die Kapazitätsauslastung steigt, der Inflationsdruck zunimmt und das Federal Reserve die Geldpolitik straffen könnte. Das Federal Reserve System achtet in seinen Politikentscheiden sehr stark auf diese Zahl, da es sie selbst berechnet und noch viele Detailinformationen besitzt, die nicht veröffentlicht werden.

In vielen Bereichen der Industrie kann die Produktion nicht direkt gemessen werden, sondern muss mit Angaben wie Arbeitszeit und Elektrizitätsverbrauch geschätzt werden. Da dazu u.a. die Daten aus der weiter oben erwähnten Arbeitsmarktstatistik Verwendung finden, kann diese zur Prognose der Industrieproduktion sehr gut benutzt werden. Diese Zahl ist daher relativ einfach vorherzusagen und löst selten Ueberraschungen und grosse Preisbewegungen aus.

8. Kapazitätsauslastung (capacity utilization)

Die Kapazitätsauslastung misst das Ausmass der Auslastung des Kapitalstocks bei der Produktion

von Gütern. Der Auslastungsgrad steigt im Wirtschaftsaufschwung und sinkt im Abschwung. Dieser Indikator ist wichtig, weil erfahrungsgemäss die Inflation steigt, sobald die Kapazitätsauslastung in die Region von 82% gelangt. Der Grund ist, dass die Nachfrage nach Gütern die Produktionsmöglichkeiten der Industrie zu überschreiten beginnt. In einer solchen Situation steigen dann die Preise. Die Zinssätze reagieren also mit einem Anstieg, wenn die Kapazitätsauslastung in die Region um 82% gerät und weiter steigt. Ausserdem kann das Federal Reserve mit einer Straffung der Geldpolitik reagieren.

Die Zahl wird berechnet, indem der oben besprochene Produktionsindex des Federal Reserve durch einen Kapazitätsindex dividiert wird. Der Kapazitätsindex wird durch das maximal mögliche Produktionsniveau unter realistischen Voraussetzungen für die Produktion bestimmt und um das Wachstum der Produktionsgrenzen angepasst. Die Kapazitätsauslastung wird am selben Tag wie die Industrieproduktion oder am Tag danach publiziert. Sie bewegt sich parallel zur Industrieproduktion.

9. Persönliches Einkommen, persönliche Konsumausgaben (personal income, personal consumption expenditure)

Das persönliche Einkommen umfasst das Einkommen von Personen aus allen Quellen, nämlich Löhnen und Gehältern, Zinsen, Dividenden und Mieteinkommen sowie Einkommen aus Altersvorsorge und Arbeitslosenversicherung. Der Indikator informiert über die Veränderung der Kaufkraft der Konsumenten. Die Zahl ist nicht um die Inflation bereinigt. Sie wird zwischen dem 17. und 20. Tag des Monats veröffentlicht und zeitweise durch Subventionszahlungen an die Landwirtschaft verzerrt.

Gleichzeitig mit dem persönlichen Einkommen werden die persönlichen Konsumausgaben (personal consumption expenditure) publiziert. Die persönlichen Konsumausgaben geben das Wachstum des Konsums an, der etwa zwei Drittel des Sozialproduktes ausmacht und dessen wichtigste Kompo-

nente ist. Die persönlichen Konsumausgaben kann man mit den Detailhandelsumsätzen, die etwas früher im Monat veröffentlicht werden, prognostizieren. Ein hohes Wachstum der persönlichen Konsumausgaben wie auch des persönlichen Einkommens führt zu höheren Zinsen. Niedriges Wachstum hat die gegenteilige Wirkung.

Die Marktreaktion auf diese beiden Daten ist normalerweise auch dann nicht sehr gross, wenn die publizierten Zahlen von den Erwartungen abweichen, weil die Informationen aus andern Publikationen (Detailhandelsumsätze, Arbeitszeit und Stundenlöhne aus der Arbeitsmarktstatistik) ungefähr bekannt sind.

10. Neubeginne von Hausbauten (housing starts)

Die Neubeginne von Hausbauten sind ein sehr wichtiger Indikator, da seit dem Ende des letzten Krieges beinahe alle Konjunkturrückschläge durch eine starke Abschwächung des Hausbaus signalisiert wurden. Wie die Autoverkäufe ist nämlich auch der Bausektor stark vom Zinsniveau abhängig. Eine restriktive Geldpolitik des Federal Reserve hat daher zuerst Auswirkungen in diesen beiden Sektoren der Wirtschaft. Ein Rückgang der Neubeginne von Hausbauten zeigt folglich an, dass die restriktive Geldpolitik des Federal Reserve wirkt und eine Konjunkturabschwächung oder gar Rezession begonnen hat. Ein Anstieg der Neubeginne von Hausbauten verlangt natürlich die gegenteilige Interpretation. Die Zahlen können von Monat zu Monat sehr volatil sein, da sie stark vom Wetter beeinflusst sind. Sie sind zwar saisonbereinigt, aber wenn das Wetter in einem Monat vom saisonüblichen Wetter abweicht, wirkt es sich auch in den saisonbereinigten Daten aus. Daher sollte dieser Indikator über einen Zeitraum von zwei oder drei Monaten gemittelt werden. Die monatlichen Zahlen sind auf eine Jahresrate hochgerechnet.

Gleichzeitig mit den Neubeginnen von Hausbauten wird die Zahl der im gleichen Monat erteilten Neubewilligungen von Hausbauten publiziert. Das Niveau dieser Bewilligungen ist ein guter Indikator

für die Neubeginne von Hausbauten im folgenden Monat. Normalerweise liegen die Neubeginne von Hausbauten etwa 10% über den im Vormonat erteilten Bewilligungen, weil viele Häuser ohne Bewilligung gebaut werden.

Da der Hausbau ein so guter Indikator für das zukünftige Wirtschaftswachstum ist, wird die Zahl der Neubewilligungen von Hausbauten zur Berechnung des Indexes der vorauslaufenden Indikatoren verwendet. Eine Prognose dieser Zahlen ist schwierig. Die Veröffentlichung erfolgt zwischen dem 15. und dem 20. Tag des Monats. Ein Anhaltspunkt für die Prognose des Hausbaus liefert die Veränderung der Beschäftigung im Bausektor aus der bereits besprochenen Arbeitsmarktstatistik.

11. Bruttosozialprodukt und Deflator (gross national product)

Das Bruttosozialprodukt fasst alle ökonomischen Indikatoren zu einem einzigen und zentralen Indikator der Wirtschaftstätigkeit zusammen. Die Zahlen über das Sozialprodukt und den Deflator werden einmal im Quartal für das Vorquartal berechnet. Es werden insgesamt dreimal Zahlen veröffentlicht: die vorläufige Schätzung, die erste Revision und die endgültige Revision. Die vorläufige Schätzung wird im ersten Monat des folgenden Quartals veröffentlicht, die erste Revision im zweiten und die endgültige Revision im dritten Monat. Die Revisionen können bedeutend sein. Es werden das nominelle Bruttosozialprodukt, das reale Bruttosozialprodukt und der Deflator publiziert. Die Wachstumsrate des nominellen Bruttosozialproduktes setzt sich aus den Wachstumsraten des realen Bruttosozialproduktes und des Deflators zusammen. Die Märkte beachten weniger die Wachstumsrate des nominellen Bruttosozialproduktes als die Wachstumsraten des realen Bruttosozialproduktes und des Deflators.

Das reale Sozialprodukt besteht aus folgenden vier Hauptkomponenten: Konsum, Investitionen, Staatsausgaben und Exporte abzüglich Importe. Die Investitionen bestehen aus vier Komponenten, die

wegen ihrer Unterschiedlichkeit noch erwähnt werden müssen: Käufe von dauerhaften Gütern von Firmen, Bauausgaben, aufgeteilt in Wohnungsbau und gewerblichen Bau, und schliesslich die Lagerinvestitionen. Alle andern auf monatlicher Basis veröffentlichten Konjunkturindikatoren liefern im Prinzip Informationen über eine dieser Komponenten des Bruttosozialproduktes und dienen folglich dazu, das Wirtschaftswachstum, ausgedrückt durch die Wachstumsrate des Bruttosozialproduktes, vor der Publikation des Bruttosozialproduktes bereits möglichst genau zu schätzen.

Ein starkes Wachstum des realen Bruttosozialproduktes führt zu einem Zinsanstieg im Geld- und Kapitalmarkt, weil es eine grössere Kapitalnachfrage bewirkt, eine Straffung der Geldpolitik zur Folge haben kann und den Inflationsdruck erhöht. Die Wachstumsrate des realen Sozialproduktes ist zwar die wichtigste Information über die Stärke der Wirtschaftstätigkeit, da sie aber erst im folgenden Quartal veröffentlicht wird und der Veröffentlichung seiner Komponenten folgt, handelt es sich häufig um veraltete Information, die weitgehend bekannt ist. Ausserdem interessieren sich die Märkte im neuen Quartal bereits nicht mehr für das vorhergehende sondern für das laufende Quartal. Diese Zahlen werden aber häufig von weniger gut informierten Marktteilnehmern stark beachtet.

Mit dem Bruttosozialprodukt wird dessen Deflator publiziert, der als Inflationsindikator dient. Es werden zwei Zahlen veröffentlicht: der implizite Deflator und der Deflator mit fixen Gewichten. Der implizite Deflator berücksichtigt nicht nur Preisänderungen, sondern auch Veränderungen in der Zusammensetzung des Sozialproduktes. Die Gewichte zur Berechnung des impliziten Deflators werden folglich laufend verändert und der Veränderung in der Zusammensetzung des Sozialproduktes angepasst. Das bedeutet, dass der Deflator Inflation ausweisen kann, auch wenn sich kein Preis geändert hat, ganz einfach weil sich die Zusammensetzung des Sozialproduktes zugunsten von teureren Gütern verschoben hat. Der Deflator mit fixen Gewichten hingegen misst Preisänderungen allein und benutzt zur Gewichtung der einzelnen Preise die Zusammen-

setzung des Sozialproduktes in einer Basisperiode. Ein starker Anstieg des Deflators ist ein Inflationssignal, das einen Zinsanstieg bewirkt. Der Deflator mit festen Gewichten sollte stärker beachtet werden, da er weniger volatil ist.

12. Konsumentenpreisindex (consumer price index)

Der Konsumentenpreisindex misst die durchschnittliche Aenderung der Preise, die durch einen städtischen Konsumenten bezahlt werden. Die Preise werden mit fixen Anteilen am Korb für Güter und Dienstleistungen gewichtet. Die fixen Anteile am Güterkorb werden nur nach längeren Perioden neu berechnet. Es werden sieben Güterkategorien unterschieden: Nahrungsmittel und Getränke (Anteil am Güterkorb ca. 20%), Wohnen (ca. 40%), Bekleidung (ca. 5%), Transport (ca. 20%), Gesundheit (ca. 6%), Unterhaltung (ca. 4%) und übrige (ca. 5%). Ein über den Erwartungen liegender Anstieg des Indexes hat einen Zinsanstieg zur Folge. Wichtig ist immer auch die Inflation ohne Nahrungsmittel und Energie, da diese beiden Kategorien volatil sind. Der Ausschluss dieser beiden Gütergruppen gibt einen besseren Eindruck über den Inflationstrend.

Der Konsumentenpreisindex wird monatlich zu Beginn der zweiten Hälfte des Monats publiziert. Es werden zwei Indices berechnet: der Index für Lohnempfänger und der Index für alle städtischen Konsumenten. Der zweite Index ist viel breiter und deckt etwa 80% der Bevölkerung ab. Dieser Index wird vor allem beachtet. Der Index für Lohnempfänger ist jedoch auch von einer gewissen Bedeutung, weil er häufig zur Indexierung von Arbeitsverträgen und der Leistungen der Sozialversicherung Verwendung findet. Die Konsumentenpreis-inflation kann sich natürlich vom Wachstum des Deflators des Sozialproduktes unterscheiden, da den beiden Indices nicht der selbe Güterkorb zugrunde liegt. Der Deflator misst nicht nur die Inflation der Konsumgüter, sondern auch die Preissteigerungen einer Reihe anderer Güter, die Bestand-

teil des Bruttosozialproduktes sind.

Der Konsumentenpreisindex findet eine starke Beachtung in den Märkten. Er wird monatlich berechnet und publiziert. Die Konsumgüterinflation ist ökonomisch gesehen wichtiger als die Inflationsrate des Bruttosozialproduktes, da der Konsument am Ende der Produktionskette steht und die Kontrolle der Preise, die er bezahlen muss, somit das Ziel der Geldpolitik sein muss.

13. Aufträge für dauerhafte Güter (durable goods orders)

Der Auftragseingang für dauerhafte Güter liefert sehr wertvolle Information über die Stärke der Wirtschaft in den kommenden Monaten. Ein hoher Auftragseingang bewirkt steigende Zinsen, da er eine in der Zukunft zunehmende Produktion voraussagt. Der Indikator hat aber gewisse Schwächen. Insbesondere werden die publizierten Zahlen im folgenden Monat oft stark revidiert, was bedeutet, dass die Erstpublikation von beschränkter Zuverlässigkeit ist. Ausserdem ist die Zahl recht volatil, so dass der Durchschnitt über die letzten zwei oder drei Monate gebildet werden muss, damit man sich ein realistisches Bild über die Entwicklung des Auftragseingangs in der Industrie bilden kann. Ursache der Volatilität dieser Zahl sind die Verteidigungsaufträge und zum Teil auch die Flugzeugbestellungen, die von Monat zu Monat stark schwanken können. Man kann sich somit ein besseres Bild über den Trend der Auftragsentwicklung bilden, indem man diese beiden volatilen Komponenten ausschliesst.

Ebenso wichtig wie der Bestellungseingang ist die Veränderung des Auftragsbestandes (unfilled orders), der zum gleichen Zeitpunkt publiziert wird. Ein steigender Auftragsbestand bedeutet, dass der Auftragseingang die Produktion übersteigt (und umgekehrt) und die Produktion in Zukunft ausgeweitet wird (analog im umgekehrten Fall). Diese Zahlen werden zwischen dem 20. und dem 25. Tag des Monats veröffentlicht. Sie werden durch eine Umfrage bei 5000 Firmen aus einem

Total von 70000 Firmen erhoben. Unter dauerhaften Gütern versteht man Güter mit einer Lebensdauer von mindestens drei Jahren. Die Bestellung muss rechtlich bindend sein, um mitgezählt zu werden.

Von besonderem Interesse ist eine Teilkomponente des Auftragseinganges, nämlich die Aufträge für Kapitalgüter ohne Verteidigungsgüter (nondefense capital goods). Diese Teilkomponente informiert über die Stärke der Investitionen, die eine wichtige Komponente des Sozialproduktes sind.

14. Index der vorauslaufenden Indikatoren (leading indicators)

Der Index der vorauslaufenden Indikatoren setzt sich aus 11 ökonomischen Datenreihen zusammen, welche jede für sich die zukünftige Wirtschaftsentwicklung antizipieren kann. Durch Bilden eines Indexes wird die Information aller dieser Zahlen in einer einzigen Grösse zusammengefasst, wodurch die Aussage über die zukünftige Konjunkturwicklung zuverlässiger werden sollte. Ein Anstieg des Indexes signalisiert eine Beschleunigung der Wirtschaftsaktivitäten in der Zukunft und hat höhere Zinsen zur Folge. Der Index der vorauslaufenden Indikatoren setzt sich aus folgenden 11 Komponenten zusammen:

- durchschnittliche wöchentliche Arbeitszeit der Produktionsarbeiter in der Industrie
- Durchschnitt der wöchentlichen Neuanmeldungen bei der staatlichen Arbeitslosenversicherung
- Bestellungseingang für Konsumgüter, real
- Index der Lieferfristen
- Vertragsabschlüsse und Bestellungen für Fabrikneubauten und Einrichtungen, real
- Index der Baubewilligungen
- Veränderungen der sensitiven Rohwarenpreise
- Aktienindex
- Geldmengenaggregat M2, real
- Veränderung des Auftragsbestandes für

dauerhafte Güter

- Index des Konsumentenvertrauens der University of Michigan

Diese Datenreihen decken eine Reihe unterschiedlicher Sektoren der Wirtschaft ab, wie Beschäftigung, Konsum, Investitionen, Lagerhaltung, Preise, Geld und Kredit. Dadurch sollten diese Datenreihen als Gruppe eine bessere Information über die zukünftige Wirtschaftsentwicklung liefern als jede dieser Zahlen einzeln.

Der Index wird normalerweise am letzten Tag des Monats oder zu Beginn des neuen Monats publiziert. Revisionen ein Monat später sind möglich. Einige der Teilkomponenten sind zum Zeitpunkt der Publikation bereits bekannt und können zur Prognose verwendet werden (z.B. wöchentliche Arbeitszeit, Neuanmeldungen bei der Arbeitslosenversicherung, Aktienindex).

Gleichzeitig mit dem Index der vorauslaufenden Indikatoren werden die Indices der gleichlaufenden und nachlaufenden Indikatoren veröffentlicht. Diese beiden Indices laufen parallel mit der Wirtschaftsentwicklung bzw. folgen ihr. Sie können das Bild bestätigen, das der Index der vorauslaufenden Indikatoren vermittelt. Insbesondere das Verhältnis zwischen den Indices der gleichlaufenden und nachlaufenden Indikatoren ist nützlich zur Beurteilung des Standes der Wirtschaft. Die Ueberlegung dazu ist, dass nahe dem Höchst im Konjunkturaufschwung die gleichlaufenden Indikatoren kaum mehr ansteigen im Gegensatz zu den nachlaufenden Indikatoren, die weiterhin stark steigen. Das Verhältnis von gleichlaufenden zu nachlaufenden Indikatoren nimmt somit ab. Aehnlich verhält es sich nahe dem Tiefst im Konjunkturabschwung: Die gleichlaufenden Indikatoren sinken nur noch wenig, während die nachlaufenden Indikatoren weiterhin rasch fallen. Das Verhältnis zwischen gleichlaufenden und nachlaufenden Indikatoren steigt somit und signalisiert den Beginn eines Aufschwungs.

15. Auftragseingänge und Lagerhaltung in der Industrie (factory orders and manufacturing inventories)

Auftragseingang und Lagerhaltung in der Industrie geben eine gute Information über die zukünftige Produktion. Der Auftragseingang sinkt etwa 8 bis 12 Monate vor Beginn einer Rezession und steigt kurz vor Beginn eines Aufschwunges. Der gesamte Auftragseingang setzt sich zusammen aus dem Auftragseingang für nicht dauerhafte Güter und demjenigen für dauerhafte Güter. Letztere Zahl wird zwischen dem 20. und 25. Tag publiziert und ist bereits besprochen worden. Das Total der Auftragseingänge wird etwa eine Woche später veröffentlicht und enthält eine revidierte Zahl für die dauerhaften Güter. Starke Auftragseingänge und sinkende Lagerhaltung führen zu steigenden Zinsen, da in diesem Fall auf in der Zukunft steigende Produktion geschlossen werden muss.

Die Lagerhaltung in der Industrie ist wichtig, weil sie etwa die Hälfte der gesamten Lagerhaltung ausmacht (ohne Lager bei Grossisten und Detailhandel). Die Lagerinvestitionen, d.h. die Veränderung der Lagerhaltung, ist eine wichtige Komponente des Sozialproduktes. Gleichzeitig mit diesen beiden Zahlen werden auch die Verkäufe der Industrie publiziert.

Mit dieser Zahl und der Lagerhaltung in der Industrie kann das Verhältnis zwischen Lager und Verkäufen berechnet werden. Diese Verhältniszahl ist zwar im allgemeinen ein nachlaufender Indikator der Wirtschaftstätigkeit. Nach dem Beginn einer Abschwächung nämlich, wenn die Verkäufe zu sinken beginnen, steigt diese Verhältniszahl, weil die Produktion nicht schnell genug angepasst und somit auf Lager produziert wird. Umgekehrt beim Beginn eines Aufschwunges: Die Verkäufe beginnen zu steigen und die Produktion kann nicht schnell genug angepasst werden. Es wird ab Lager verkauft und die Verhältniszahl sinkt. Der Wert der Verhältniszahl "Lagerhaltung zu Verkäufen" liegt aber darin, dass sie gut zur Prognose der Lagerinvestitionen der Industrie als Komponente des Bruttosozialproduktes verwendet werden kann. Eine hohe Ver-

hältniszahl hat abnehmende Lagerinvestitionen zur Folge und umgekehrt.

16. Lagerhaltung und Verkäufe (business inventories and sales)

Diese beiden Datenreihen sind aus dem selben Grund von Interesse wie die Lagerhaltung und die Verkäufe der Industrie. Sie umfassen Lagerhaltung und Verkäufe insgesamt und nicht nur in der Industrie wie die oben besprochene Zahl. Daher sind diese Zahlen etwas aussagekräftiger, jedoch werden sie etwas später publiziert. Sie werden Mitte Monat für den Monat zwei Monate früher veröffentlicht.

Zusammenfassung

Die Beachtung der beschriebenen Konjunktur- und Inflationsindikatoren gibt dem Beobachter ein sehr gutes Gefühl für den Trend im amerikanischen Geld- und Kapitalmarkt. Mit ein wenig Erfahrung kann man auch beurteilen, welche Indikatoren zu einem gegebenen Zeitpunkt wichtiger und welche weniger wichtig sind. Dies hängt davon ab, welche Probleme zu diesem Zeitpunkt im Brennpunkt des Interesses der Finanzmarktteilnehmer stehen. 1987 lag das Hauptinteresse z.B. bei den Handelsungleichgewichten und dem Wertzerfall des Dollars. Entsprechend aufmerksam wurden die monatlichen Publikationen des Handelsbilanzdefizites der USA verfolgt. Später, nämlich nach dem Börsenkrach, als man eine Rezession erwartete, standen die Daten über die Konsum- und Investitionsnachfrage im Zentrum des Interesses, weil man davon ausging, dass sich die Verunsicherung als Folge des Börsenkrachs zuerst in einem Rückgang des Konsums und der Investitionstätigkeit auswirken würde. Als sich herausgestellt hatte, dass sich in den USA das Wirtschaftswachstum in ungebremsster Stärke fortsetzen würde, konzentrierte sich das Interesse auf die Wirtschaftsindikatoren allgemein, jedoch besonders auf die Arbeitsmarktstatistik als

dem ersten umfassenden Indikator des Monats. Nach der Straffung der Geldpolitik des Federal Reserve Systems und der im Augenblick absehbaren Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit könnte sich das Hauptinteresse der Marktteilnehmer in Zukunft auf die Inflationsindikatoren richten. Durch die hohe Kapazitätsauslastung der Industrie und die niedrige Arbeitslosenrate könnte sich nämlich in naher Zukunft der Inflationsdruck verstärken.

Auch die "wichtigen" Indikatoren haben somit nicht immer eine Bedeutung für die Finanzmärkte. Unter Umständen werden sie über Monate oder Jahre nicht beachtet, dann nämlich wenn für die Finanzmärkte Probleme im Zentrum stehen, welche mit diesen Indikatoren nicht beurteilt werden können. Ein gutes Beispiel dafür ist die Geldmengenstatistik, die seit einigen Jahren kaum mehr verfolgt wird, Ende der siebziger und anfangs der achtziger Jahre jedoch die meistbeachtete Datenreihe war. Die Tatsache, dass Indikatoren nicht immer eine Bedeutung haben für die Finanzmärkte, ist auch der Grund dafür, weshalb statistische Untersuchungen über den Einfluss von Konjunktur- und Inflationsindikatoren auf die Finanzmärkte z.T. nur schwache Zusammenhänge gefunden haben: statistische Untersuchungen werden nämlich über längere Perioden durchgeführt, die auch Zeiten miteinschließen, in denen ein Indikator keine Bedeutung für die Finanzmärkte hat. Für einen Ueberblick über die statistischen Untersuchungen zur Bedeutung der Indikatoren für die Finanzmärkte siehe G.A. HARDOUVELIS.

Literatur

HARDOUVELIS, G.A. (1988): "Stock Prices: Nominal vs. Real Shocks", Finanzmarkt und Portfolio Management, Nr. 3, pp. 10-18.