

Makroökonomische Signale für den Aktieninvestor: Vorlaufindikatoren, amtliche Statistiken und die Reaktion von Zinsen, Notenbanken und Währungen

Roland Rupprechter¹

Abstract

Diese Arbeit untersucht, welche Informationen Aktieninvestoren aus makroökonomischen Veröffentlichungen gewinnen können — aus umfragebasierten Vorlaufindikatoren (ISM und globale Einkaufsmanagerindizes, ifo, ZEW, Konsumentenstimmung, Tankan) ebenso wie aus amtlichen Statistiken (Arbeitsmarktberichte, offene Stellen, Preis- und Geldmengenaggregate wie M3, Aktivitätsindikatoren). Analysiert wird die doppelte Transmission der Daten: direkt über Gewinnerwartungen und Diskontierungszins auf die Aktienkurse (begünstigend oder belastend) und indirekt über die Reaktionsfunktion der Notenbanken (hawkish oder dovish) auf Zinsen und Währungen. Ein systematischer Vergleich der Regionen USA, Europa und Japan schließt Institutionen, Indikatorlandschaften und Wechselkurskanäle ein.

Die Ereignisstudienliteratur liefert dabei präzise Größenordnungen: Über 60 Prozent der Aktienrisikoprämie entfallen auf wenige Ankündigungstage (Savor und Wilson, 2013), eine unerwartete Leitzinssenkung um 25 Basispunkte hebt US-Aktienkurse im Mittel um rund 1 Prozent (Bernanke und Kuttner, 2005), und dieselbe Arbeitsmarktnachricht wirkt je nach Konjunkturregime entgegengesetzt — steigende Arbeitslosigkeit ist in Expansionen gut und in Rezessionen schlecht für Aktien (Boyd, Hu und Jagannathan, 2005). Die inverse Zinsstruktur bleibt der verlässlichste einzelne Rezessionsindikator (Estrella und Mishkin, 1996, 1998), und in den 24 Stunden vor Fed-Entscheidungen entstand historisch ein Großteil der Aktienmarkttrendite (Lucca und Moench, 2015).

Aus den Befunden wird ein dreistufiges Rahmenwerk für die Anlagepraxis abgeleitet — Überraschung, Konjunkturregime, erwartete Politikreaktion —, zugleich aber dessen Grenzen markiert: Datenrevisionen, Prognosegüte und

¹*R&B Wealth Management, Research; Member Austrian Association for Financial Analysis and Asset Management

Markteffizienz setzen dem makroasierten Timing enge Schranken. Das Papier versteht sich als didaktische Synthese der Literatur, nicht als Anlageempfehlung.

Keywords: Makroindikatoren · Vorlaufindikatoren · Ankündigungseffekte · Geldpolitik · hawkish und dovish · Zinsstruktur · Wechselkurse · Konjunkturregime.

JEL codes: E32, E44, E52, E58, F31, G12, G14.

Nicht-technische Zusammenfassung

Jeden Monat ergießt sich ein Strom volkswirtschaftlicher Zahlen über die Finanzmärkte: Einkaufsmanagerindizes, ifo-Geschäftsklima, ZEW-Erwartungen, Konsumentenstimmung, Arbeitsmarktberichte, Inflationsraten, Geldmengen. Für Aktienkurse sind diese Zahlen aus zwei Gründen wichtig: Sie verändern die Erwartungen an die Unternehmensgewinne, und sie verändern die Erwartungen an die Zinspolitik der Notenbanken. Beides zusammen entscheidet, ob eine Zahl auf die Kurse begünstigend oder belastend wirkt.²

Die Kernfrage dieser Arbeit lautet: Wie liest ein Aktieninvestor diese Zahlen richtig? Die Antwort hat drei Teile. Erstens zählt nicht die Zahl selbst, sondern die Überraschung — die Abweichung vom Konsens der Analystenerwartungen, denn was erwartet wird, ist bereits in den Kursen enthalten. Zweitens hängt die Wirkung vom Konjunkturmilieu ab: In einer laufenden Expansion sind schwache Konjunkturdaten für Aktien oft gute Nachrichten, weil sie Zinssenkungen wahrscheinlicher machen; in einer Rezession sind dieselben Daten schlechte Nachrichten, weil sie Gewinneinbrüche ankündigen. Drittens führt der wichtigste Wirkungskanal über die Notenbanken: Zahlen, die auf Inflationsdruck deuten, machen die Politik falkenhaft (hawkish — steigende Zinsen, belastend); Zahlen, die auf Abkühlung deuten, machen sie taubenhaft (dovish — sinkende Zinsen, begünstigend).

Die Arbeit erklärt die wichtigsten Vorlaufindikatoren und amtlichen Statistiken der USA, Europas und Japans, ihre typische Wirkung auf Aktien, Zinsen und Währungen sowie die Näherungsregeln ihrer Interpretation — etwa die 50-Punkte-Schwelle der Einkaufsmanagerindizes oder die Warnfunktion einer invertierten Zinsstrukturkurve, die Rezessionen historisch verlässlicher angekündigt hat als jeder andere einzelne Indikator.

Ein zentrales Ergebnis der Forschung: Ein großer Teil der gesamten Aktienmarktrendite entsteht an wenigen Tagen rund um wichtige Datenveröffentlichungen und Notenbanksitzungen. Eine durchgehend investierte Position vereinnahmt diese Prämie automatisch; ein zwischenzeitlicher Ausstieg birgt das Risiko, genau diese Tage zu verpassen. Makrodaten eignen sich deshalb weniger für kurzfristiges Rein und Raus als für die Steuerung von Erwartungen, Risikobudget und Schwerpunkten im Portfolio.

Das praktische Fazit: den Kalender kennen, auf Überraschungen statt auf Niveaus achten, das Konjunkturregime bestimmen, die Notenbankreaktion durchdenken — und die Grenzen respektieren. Volkswirtschaftliche Zahlen machen niemanden zum Propheten; sie machen den informierten Investor aber zum besseren Risikomanager.

Ein eigenes Kapitel vergleicht die Regionen: In den USA zählt vor allem der Arbeitsmarkt, weil die Notenbank Fed neben stabilen Preisen auch für Beschäftigung zuständig ist; in Europa

² Die Abbildungen dieser Arbeit sind schematische Darstellungen typischer Zusammenhänge und keine Wiedergabe historischer Datenreihen; Quellenangaben finden sich unter den Abbildungen.

stehen Inflation, ifo und ZEW im Vordergrund; in Japan waren steigende Löhne und Preise nach Jahrzehnten der Deflation zuletzt sogar willkommen. Und weil Zinsunterschiede zwischen den Regionen die Wechselkurse bewegen, gehört die Währung mit ins Bild — der japanische Aktienmarkt etwa läuft traditionell besser, wenn der Yen schwach ist, und ein starker US-Dollar signalisiert entweder amerikanische Stärke oder weltweite Angst.

Inhalt

Nicht-technische Zusammenfassung.....	3
1 Einleitung	7
2 Vom Datenpunkt zum Kurs: die Transmission makroökonomischer Nachrichten	8
2.1 Zwei Bewertungskanäle: Gewinne und Diskontierungszins	8
2.2 Nur die Überraschung zählt: Konsens und Ankündigungseffekte.....	9
2.3 Konjunkturphasenabhängigkeit: wenn schlechte Nachrichten gute Nachrichten sind.....	10
3 Vorlaufindikatoren: Umfragen als Frühwarnsystem	12
3.1 Vorlaufeigenschaft und Zyklusposition.....	12
3.2 Diffusionsindizes: ISM und die globalen Einkaufsmanagerindizes	13
3.3 Die europäische Umfragelandschaft: ifo, ZEW und Verwandte	14
3.4 Konsumentenstimmung und der Tankan: von Michigan bis Tokio.....	15
4 Amtliche Statistiken: Arbeitsmarkt, Preise, Geldmenge und Aktivität	16
4.1 Der Arbeitsmarkt: das wichtigste Datenpaket des Monats	16
4.2 Preise und Geldmenge: CPI, PCE, HICP und M3.....	17
4.3 Aktivitätsdaten, Kalender und das Revisionsproblem.....	18
5 Die Zinsstruktur als aggregierter Frühindikator	20
5.1 Erwartungshypothese und Termprämie	20
5.2 Inversion und Rezessionsprognose	21
5.3 Marktbasierte Stimmungsindikatoren	23
6 Wirkung auf Aktienkurse: begünstigende und belastende Einflüsse und die Reaktionsmatrix.....	24
6.1 Die Evidenz der Ereignisstudien	24
6.2 Die Reaktionsmatrix: Überraschung mal Regime.....	25
7 Der Notenbankkanal: hawkish versus dovish.....	26
7.1 Die Reaktionsfunktion: wie Daten zu Zinsentscheidungen werden.....	26
7.2 Quadranten, Zielkonflikte und Mandate	27
7.3 Politiküberraschungen, Kommunikation und Kalendereffekte	28
8 Fiskalpolitik: Impuls, Defizite und der Zinskanal	30
9 Regionenvergleich: USA, Europa und Japan	31
9.1 Institutionen und Reaktionsfunktionen	31
9.2 Indikatorlandschaften und Marktstruktur.....	32
10 Währungen und Zinsen als Übertragungskanäle.....	33
10.1 Zinsdifferenzen und Wechselkurse	33
10.2 Das Dollar-Smile: die Weltwährung als Regimeanzeiger	34
10.3 Währungen und Aktienmärkte: vom Yen zum Euro.....	35

11 Vom Datenkalender zur Anlageentscheidung: ein Timing-Rahmen und seine Grenzen	36
11.1 Ein dreistufiger Analyserahmen	36
11.2 Die Grenzen: Effizienz, Revisionen und die Timing-Falle	37
12 Fazit und Handlungsempfehlungen	38
Literaturverzeichnis	41

1 Einleitung

Kaum ein Ereignis strukturiert den Handelstag an den Aktienmärkten so verlässlich wie der makroökonomische Datenkalender: Um 14:30 Uhr mitteleuropäischer Zeit stehen die Märkte still, wenn der US-Arbeitsmarktbericht erscheint, und die Veröffentlichungen von ISM-Index, ifo-Geschäftsklima oder Verbraucherpreisen bewegen binnen Sekunden Milliardenwerte. Diese Aufmerksamkeit ist rational begründet: Ein erheblicher Teil der gesamten Aktienrisikoprämie wird an genau diesen Tagen verdient (Savor und Wilson, 2013), und die Preisfindung nach Datenüberraschungen vollzieht sich in Minuten, teils Sekunden (Andersen, Bollerslev, Diebold und Vega, 2003, 2007). Für den Aktieninvestor stellt sich damit eine doppelte Frage: Was sagen die Zahlen über künftige Gewinne — und was sagen sie über die künftige Politik der Notenbanken?³

Die wissenschaftliche Literatur hat beide Kanäle untersucht. Chen, Roll und Ross (1986) etablierten makroökonomische Variablen als systematische Risikofaktoren der Aktienbewertung; Fama (1981) zeigte die enge Verzahnung von Realaktivität, Inflation und Aktienrenditen. Die Ereignisstudienliteratur — Pearce und Roley (1985), McQueen und Roley (1993), Flannery und Protopapadakis (2002), Boyd, Hu und Jagannathan (2005) — dokumentierte, dass die Kursreaktion auf Datenüberraschungen systematisch vom Konjunkturregime abhängt. Den Notenbankkanal quantifizierten Kuttner (2001) und Bernanke und Kuttner (2005) mit Hilfe von Zinsfutures, Gürkaynak, Sack und Swanson (2005) zerlegten Politiküberraschungen in Zins- und Pfadkomponente, und Lucca und Moench (2015) entdeckten die auffällige Kursdrift vor Fed-Sitzungen. Für die Prognosekraft der Zinsstruktur stehen Estrella und Hardouvelis (1991), Estrella und Mishkin (1996, 1998) und Stock und Watson (2003); für die deutschen Umfrageindikatoren Hüfner und Schröder (2002).

Der Beitrag dieser Arbeit liegt in der praxisorientierten Synthese dieser Literatur für den Aktieninvestor: Sie ordnet die wichtigsten Vorlaufindikatoren und amtlichen Statistiken der drei großen Währungsräume, erklärt ihre typische Wirkung auf Aktienkurse (begünstigend oder belastend) und auf die Reaktionsfunktion der Notenbanken (hawkish oder dovish), verfolgt die Übertragung über Zinsen und Wechselkurse und verdichtet die Befunde zu einem dreistufigen Rahmenwerk für Anlageentscheidungen — einschließlich einer nüchternen Diskussion seiner Grenzen. Alle geschilderten Reaktionsmuster sind typische, historisch dokumentierte Regelmäßigkeiten, keine Gesetzmäßigkeiten.

Institutionell speist sich der Kalender aus wenigen Quellen: In den USA veröffentlichen Bureau of Labor Statistics (Arbeitsmarkt, Preise), Bureau of Economic Analysis (BIP, PCE) und Census Bureau (Einzelhandel, Aufträge) zu festen, lange im Voraus bekannten Terminen unter strengem Embargo; im Euroraum übernehmen Eurostat und die nationalen

³ Alle Aussagen dieser Arbeit beschreiben typische, historisch dokumentierte Reaktionsmuster; im Einzelfall können Märkte abweichend reagieren. Die Arbeit stellt keine Anlageempfehlung dar.

Ämter, allen voran Destatis, dieselbe Rolle, ergänzt um die Schnellschätzungen zum Monatsende; in Japan sind Statistikbüro, METI und die Bank of Japan die maßgeblichen Stellen der Veröffentlichung. Die Planbarkeit der Termine ist für die Ereignisforschung ein Glücksfall — und für den Investor die Grundlage, Volatilität zu erwarten statt von ihr überrascht zu werden.

Die Arbeit ist wie folgt gegliedert: Abschnitt 1 (der vorliegende Abschnitt) führt in die Fragestellung ein und ordnet die Literatur. Abschnitt 2 entwickelt den Transmissionsmechanismus von der Datenveröffentlichung über die Überraschung zum Aktienkurs. Abschnitt 3 behandelt die umfragebasierten Vorlaufindikatoren, Abschnitt 4 die amtlichen Statistiken von Arbeitsmarkt über Preise bis zur Geldmenge. Abschnitt 5 widmet sich der Zinsstruktur als aggregiertem Frühindikator. Abschnitt 6 systematisiert die Wirkung der Daten auf Aktienkurse einschließlich ihrer Regimeabhängigkeit, Abschnitt 7 die Wirkung auf die Notenbankpolitik zwischen hawkish und dovish. Abschnitt 8 ergänzt die Fiskalpolitik. Abschnitt 9 vergleicht die Regionen USA, Europa und Japan, Abschnitt 10 verfolgt die Übertragung über Währungen und Zinsen. Abschnitt 11 verdichtet die Befunde zu einem Timing-Rahmen samt seiner Grenzen, und Abschnitt 12 fasst zusammen und leitet Handlungsempfehlungen ab.

2 Vom Datenpunkt zum Kurs: die Transmission makroökonomischer Nachrichten

2.1 Zwei Bewertungskanäle: Gewinne und Diskontierungszins

Die Wirkung volkswirtschaftlicher Daten auf Aktienkurse erklärt sich aus der Barwertlogik der Aktienbewertung: Der Kurs ist der diskontierte Erwartungswert aller künftigen Zahlungsströme,⁴

$$P_0 = \sum E[CF_t] / (1 + r)^t \quad (1)$$

Gleichung (1) zeigt die beiden einzigen Kanäle, über die eine Makrozahl den Kurs P_0 bewegen kann: über die erwarteten Zahlungsströme $E[CF_t]$ im Zähler — die Konjunktur bestimmt Umsätze, Margen und Gewinne — oder über den Diskontierungszins r im Nenner. Jede Dateninterpretation läuft auf die Frage hinaus, welchen der beiden Kanäle die Zahl stärker trifft.

$$r = r_f + ERP \quad (2)$$

Gleichung (2) zerlegt den Diskontierungszins in den risikofreien Zins r_f , den die Notenbankerwartungen und die Zinsstruktur bestimmen, und die Aktienrisikoprämie ERP ,

⁴ Chen, Roll und Ross (1986) identifizieren Industrieproduktion, Inflationsüberraschungen, Zinsstruktur- und Risikoprämienänderungen als systematisch bepreiste Makrofaktoren des US-Aktienmarkts.

die mit Konjunkturangst steigt und mit Zuversicht fällt. Makrodaten wirken auf alle drei Größen zugleich — Zähler, risikofreien Zins und Risikoprämie —, und das Vorzeichen der Summe entscheidet über eine begünstigende oder belastende Wirkung.

Diese Zerlegung erklärt, warum konjunkturstarke Daten nicht automatisch kursstark sind: Ein überraschend kräftiger Arbeitsmarktbericht hebt die Gewinnerwartungen (Zähler positiv), erhöht aber zugleich die erwarteten Leitzinsen (Nenner negativ). Welcher Effekt dominiert, hängt vom Ausgangspunkt ab — im Boom mit Inflationssorgen dominiert der Zinseffekt, in der frühen Erholung der Gewinneffekt. Chen, Roll und Ross (1986) haben gezeigt, dass genau solche Makrogrößen systematische, bepreiste Risikofaktoren des Aktienmarkts sind; Fama (1981) dokumentierte die enge positive Beziehung zwischen Realaktivität und Aktienrenditen sowie die belastende Rolle der Inflation.

Die Zinssensitivität des Aktienmarkts ist dabei keine Konstante, sondern eine Funktion seiner Bewertung und Zusammensetzung: Je höher das Kurs-Gewinn-Verhältnis, desto weiter liegen die bewertungsrelevanten Zahlungsströme in der Zukunft und desto stärker wirkt jede Änderung von r — der Aktienmarkt hat, in der Sprache der Anleihenanalyse, eine Duration, und Wachstumswerte haben die längste. Ein technologielastiger Index wie der Nasdaq reagiert auf Zinsüberraschungen deshalb systematisch heftiger als ein valuelastiger europäischer Index — eine Strukturkonstante, die der Regionenvergleich des Abschnitts 9 aufnimmt.

Auf der Zählerseite wirkt indessen der operative Hebel: Unternehmensgewinne schwanken um ein Vielfaches stärker als das Bruttoinlandsprodukt, weil Fixkosten Umsatzschwankungen in überproportionale Gewinnschwankungen übersetzen. Eine Wachstumsverlangsamung um einen Prozentpunkt kann die Gewinne des Gesamtmarkts um ein Vielfaches davon drücken — weshalb scheinbar kleine Konjunkturüberraschungen große Kursreaktionen rechtfertigen können und der Aktienmarkt als gehebelter Konjunkturindikator gelesen werden muss.

2.2 Nur die Überraschung zählt: Konsens und Ankündigungseffekte

In informationseffizienten Märkten (Fama, 1970) ist der erwartete Teil einer Veröffentlichung bereits im Kurs enthalten; bewegen kann ihn nur der unerwartete Teil. Die Ereignisstudienliteratur standardisiert diesen deshalb als Überraschung:⁵

$$S = (A - E[A]) / \sigma \quad (3)$$

Gleichung (3) definiert die standardisierte Überraschung S als Differenz zwischen veröffentlichtem Wert A und Konsenserwartung $E[A]$, skaliert mit der historischen

⁵ Die Konsensschätzungen werden von Datenanbietern (z. B. Bloomberg, Reuters) vor jeder Veröffentlichung unter Volkswirten erhoben; die Standardisierung mit der historischen Streuung der Prognosefehler macht Überraschungen über Indikatoren hinweg vergleichbar.

Streuung σ der Prognosefehler. Ein ISM-Wert von 52 ist demnach keine gute Nachricht, wenn 54 erwartet wurde — für die Kursreaktion zählt allein das Vorzeichen und die Größe von S .

Die empirische Bedeutung der Ankündigungstage ist beträchtlich: Savor und Wilson (2013) zeigen für 1958 bis 2009, dass US-Aktien an Tagen mit Inflations-, Arbeitsmarkt- oder Zinsankündigungen im Mittel 11,4 Basispunkte Überrendite erzielen, an allen übrigen Tagen nur 1,1 Basispunkte — über 60 Prozent der Aktienrisikoprämie entstehen an diesen wenigen Tagen, bei zehnfach höherer Sharpe Ratio. Flannery und Protopapadakis (2002) identifizieren unter Dutzenden Veröffentlichungen Inflations- und Geldmengenzahlen sowie reale Aktivitätsdaten als bepreiste Risikofaktoren, und Andersen, Bollerslev, Diebold und Vega (2003, 2007) dokumentieren mit Hochfrequenzdaten, dass die Anpassung an Überraschungen in Minuten abgeschlossen ist — der Privatanleger kann der Nachricht nicht hinterherhandeln, wohl aber ihre Einordnung für die Positionierung nutzen.

Ankündigungstermine prägen auch die zweite Dimension des Marktgeschehens, die Volatilität: Optionsmärkte bepreisen das Ereignisrisiko wichtiger Veröffentlichungen sichtbar in der impliziten Volatilität, die vor Terminen ansteigt und nach der Auflösung der Unsicherheit fällt. Für den Investor hat das zwei praktische Seiten: Absicherungen sind fernab der Veröffentlichungstermine günstiger zu erwerben; und eine Deutung der realisierten Kursausschläge um Veröffentlichungen als ungeordnete Marktreaktion verwechselt geplante Unsicherheitsauflösung mit neuer Krise — die Volatilität der Datentage ist der Normalmodus der Preisfindung, nicht seine Störung.

2.3 Konjunkturphasenabhängigkeit: wenn schlechte Nachrichten gute Nachrichten sind

Die vielleicht wichtigste Erkenntnis der Ereignisliteratur ist die Konjunkturphasenabhängigkeit (Regimeabhängigkeit) der Vorzeichen. Boyd, Hu und Jagannathan (2005) zeigen am Beispiel der US-Arbeitslosenzahlen: In Expansionen reagieren Aktien auf steigende Arbeitslosigkeit positiv, in Rezessionen negativ. Die Auflösung des scheinbaren Paradoxons liegt in Gleichung (1): Eine Arbeitsmarktnachricht bündelt Informationen über künftige Zinsen, Risikoprämien und Gewinne. In der Expansion dominiert die Zinsinformation — schwächere Beschäftigung heißt niedrigere Leitzinsen, der Nenner fällt stärker als der Zähler —, in der Rezession dominiert die Gewinninformation, weil weitere Abkühlung die ohnehin fallenden Gewinne trifft und der Zinsspielraum bereits ausgereizt ist.⁶

Für die Praxis folgt die zentrale Leseregel dieser Arbeit: Dieselbe Zahl kann begünstigend oder belastend wirken — erst das Konjunkturregime macht aus dem

⁶ McQueen und Roley (1993) zeigten als Erste formal, dass die Kursreaktion auf identische Makroüberraschungen vom Zustand der Konjunktur abhängt.

Datenpunkt ein Signal. Abbildung 1 fasst den gesamten Transmissionsmechanismus schematisch zusammen: von der Veröffentlichung über die Überraschung in die beiden Bewertungskanäle, moderiert durch das Konjunkturregime und kanalisiert durch die erwartete Notenbankreaktion.

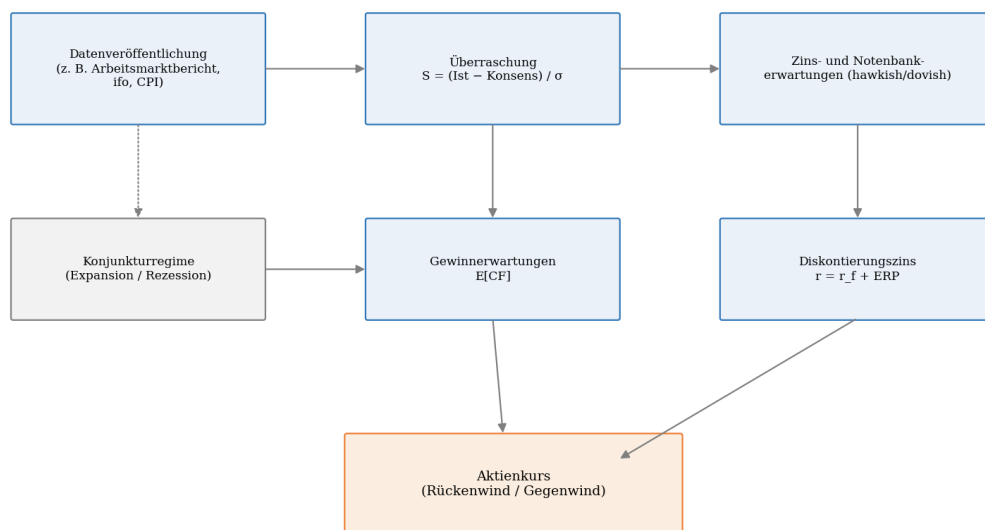


Abbildung 1: Transmissionsmechanismus makroökonomischer Datenüberraschungen auf Aktienkurse (schematische Darstellung).

Quelle: Eigene Darstellung.

Das Schema macht zugleich sichtbar, warum die Notenbankerwartungen der wichtigste einzelne Knoten sind: Sie stehen zwischen fast jeder Makrozahl und dem Diskontierungszins. Abschnitt 7 widmet sich diesem Kanal deshalb ausführlich; zunächst sind die Signalgeber selbst zu ordnen — die Vorlaufindikatoren (Abschnitt 3) und die amtlichen Statistiken (Abschnitt 4). Systematisch gliedern sich die kursrelevanten Größen damit in vier Gruppen: Stimmungs- und Erwartungsindizes (Abschnitt 3), fundamentale Wirtschaftsdaten (Abschnitt 4), Zinsmarkt und Geldpolitik (Abschnitte 5 und 7) sowie börsenspezifische Indikatoren — der Aktienmarkt selbst als Frühindikator und die marktbasierten Stimmungsmaße (Abschnitte 3.1 und 5.3).

Eine letzte Vorbemerkung betrifft die Asymmetrie der Aufmerksamkeit: Märkte gewichten Nachrichten nicht konstant, sondern nach Lage. In Inflationsregimen dominieren Preisdaten die Kursreaktionen, in Wachstumsängsten die Aktivitätsdaten — die Marktreaktion verrät damit selbst, welche Sorge gerade bepreist wird. Die Beobachtung, auf welche Daten der Markt reagiert und welche er ignoriert, macht die aktuellen Risikoschwerpunkte der Investoren unmittelbar sichtbar — eine Metainformation, die oft wertvoller ist als jede einzelne Veröffentlichung.

3 Vorlaufindikatoren: Umfragen als Frühwarnsystem

3.1 Vorlaufeigenschaft und Zyklusposition

Umfragebasierte Indikatoren verdanken ihren Wert einer einfachen Eigenschaft: Sie messen Erwartungen und Dispositionen, bevor diese sich in Produktion, Beschäftigung und Gewinnen niederschlagen. Ein Einkaufsmanager, der Neuaufträge meldet, beschreibt Umsätze, die erst in Monaten gebucht werden; ein Finanzanalyst, der seine Konjunkturerwartung revidiert, nimmt Datenveröffentlichungen vorweg, die erst Quartale später erscheinen. Abbildung 2 ordnet die typische zeitliche Staffelung: Frühindikatoren laufen der Realwirtschaft um etwa sechs bis neun Monate voraus, der Aktienmarkt — selbst ein Frühindikator — um etwa vier bis sechs Monate.⁷

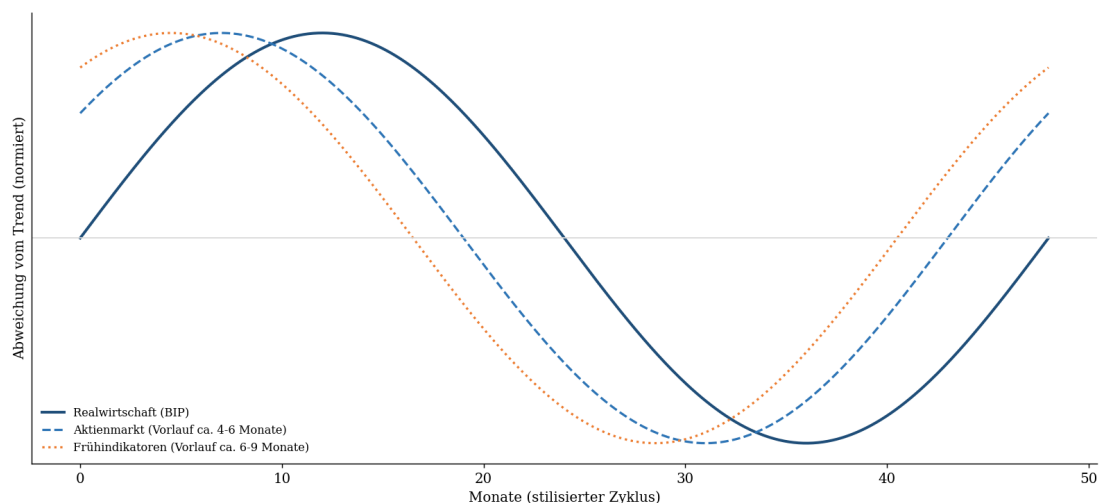


Abbildung 2: Stilisierte Vorlaufeigenschaften: Frühindikatoren, Aktienmarkt und Realwirtschaft im Konjunkturzyklus (schematische Darstellung).

Quelle: Eigene Darstellung.

Aus der Staffelung folgt eine oft übersehene Konsequenz: Weil der Aktienmarkt der Realwirtschaft vorausläuft, ist der Wendepunkt der Kurse regelmäßig früher erreicht als der Wendepunkt der Daten. Ein Abwarten der Bestätigung durch amtliche Statistiken führt typischerweise zu einem Einstieg in eine bereits fortgeschrittene Erholung; die Nutzung von Frühindikatoren setzt an der einzigen Stelle des Kalenders an, an der Daten dem Markt zeitlich noch etwas voraus haben können. Genau deshalb konzentriert sich diese Arbeit zuerst auf die Umfrageindikatoren.

Neben den Einzelumfragen existieren Komposit-Frühindikatoren, die mehrere Reihen bündeln: Der Composite Leading Indicator der OECD kombiniert länderspezifisch Auftragsdaten, Stimmungen, Zinsstruktur und Aktienkurse zu einem

⁷ Aktienkurse zählen selbst zu den klassischen Frühindikatoren der Konjunkturforschung — sie sind Bestandteil der gängigen Leading-Indicator-Komposite von OECD und Conference Board.

amplitudenbereinigten Wendepunktsignal; das Leading Economic Index des Conference Board leistet für die USA Vergleichbares. Ihr Vorteil ist die Robustheit gegenüber dem Rauschen einzelner Reihen, ihr Nachteil die Bekanntheit: Was ein Komposit aus publizierten Reihen aggregiert, enthält kaum Information, die der Markt nicht schon einzeln verarbeitet hätte — sein Wert liegt in der Disziplinierung der eigenen Regimebestimmung, nicht im Informationsvorsprung.

3.2 Diffusionsindizes: ISM und die globalen Einkaufsmanagerindizes

Der Prototyp des Diffusionsindex ist der ISM Manufacturing Index: Einkaufsmanager beantworten, ob Neuaufträge, Produktion, Beschäftigung, Lieferzeiten und Lager höher, gleich oder niedriger ausfallen als im Vormonat; der Index ist der Anteil positiver Antworten plus der halbe Anteil neutraler. Daraus folgt die zentrale Leseregel: 50 Punkte trennen Expansion von Kontraktion — nicht der Abstand zu einem langfristigen Mittel, sondern die Schwelle selbst trägt die Botschaft. Werte über 50 signalisieren wachsende Aktivität (tendenziell begünstigend), Werte unter 50 schrumpfende (tendenziell belastend), und anhaltende Werte unter etwa 45 sind historisch mit Rezessionen assoziiert. Abbildung 3 zeigt die Interpretationszonen schematisch.⁸

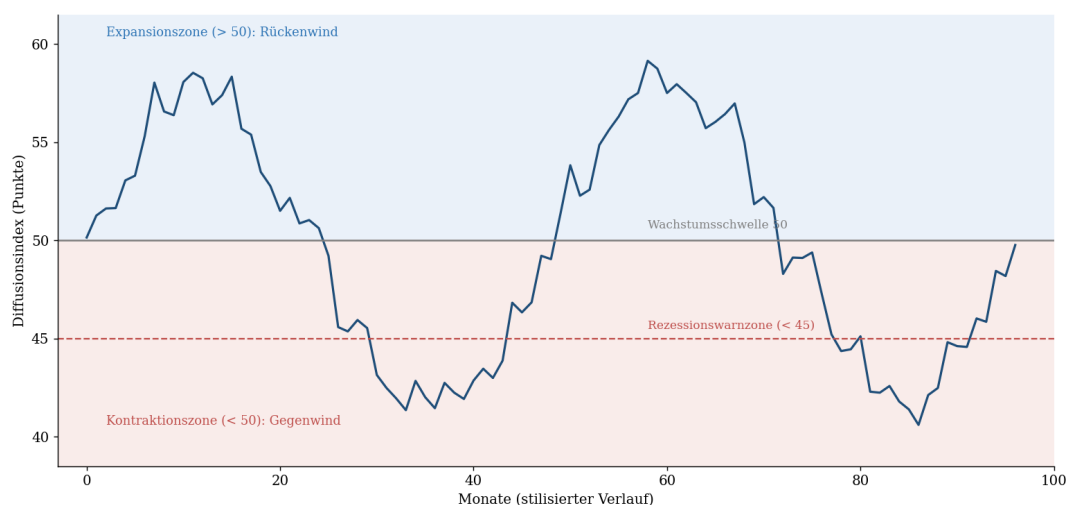


Abbildung 3: Interpretationszonen eines Diffusionsindex am Beispiel eines Einkaufsmanagerindex (schematischer Verlauf).

Quelle: Eigene Darstellung.

Professionelle Leser achten über das Niveau hinaus auf die Komposition: Die Teilkomponente Neuaufträge ist der beste Frühindikator im Index, und das Verhältnis von Neuaufträgen zu Lagerbeständen gilt als verdichtetes Signal für die Produktionsdynamik der Folgemonate. Auch die Richtung zählt: Ein Anstieg von 46 auf 48 ist konjunkturell

⁸ Der ISM Manufacturing PMI wird seit 1948 vom Institute for Supply Management erhoben und ist damit eine der längsten monatlichen Konjunkturmfragen der Welt; das globale PMI-Pendant erheben S&P Global und Partner in über 40 Ländern.

eine bessere Nachricht als ein Rückgang von 56 auf 54, obwohl das Niveau im zweiten Fall höher ist — Märkte handeln die zweite Ableitung. Für den Aktieninvestor sind die PMIs doppelt wertvoll, weil sie weltweit nach derselben Methodik erhoben werden und so den regionalen Vergleich erlauben, den Abschnitt 9 vertieft.⁹

Zwei Differenzierungen erhöhen den Informationswert weiter. Erstens die Sektorteilung: Der Dienstleistungs-PMI deckt den weit größeren Teil moderner Volkswirtschaften ab, der Industrie-PMI bleibt jedoch der zyklischere und für Aktienmärkte oft relevantere Frühindikator, weil Industriegewinne stärker schwanken als Dienstleistungsgewinne. Zweitens die Beschäftigungskomponenten: Sie sind der natürliche Vorbote der Arbeitsmarktberichte und werden von Märkten als Frühschätzung der Payrolls gelesen — eine Kette von der Umfrage zur amtlichen Statistik, die der Datenkalender Woche für Woche abarbeitet.

3.3 Die europäische Umfragelandschaft: ifo, ZEW und Verwandte

Für den Euroraum — und wegen des deutschen Industriegewichts für europäische Aktien insgesamt — sind zwei Umfragen maßgeblich. Das ifo-Geschäftsklima befragt monatlich rund 9.000 Unternehmen nach Lage und Erwartungen; als Unternehmensbefragung gilt es als der verlässlichste Einzelindikator der deutschen Konjunktur. Die ZEW-Konjunkturerwartungen befragen dagegen Finanzanalysten und laufen dem ifo-Index dadurch etwa einen Monat voraus — um den Preis höherer Volatilität und größerer Nähe zur Marktstimmung selbst (Hüfner und Schröder, 2002). Die Kombination beider ist informativer als jeder einzelne: Drehen zuerst die ZEW-, dann die ifo-Erwartungen, verdichtet sich ein Konjunkturwendepunkt.¹⁰

Die Lage-Erwartungs-Differenz des ifo-Index trägt eigenständige Information: Übersteigen die Erwartungen die Lagebeurteilung, preist die Unternehmerschaft eine Besserung — die klassische Konstellation früher Aufschwungsphasen, in denen zyklische Aktien historisch am besten liefen. Ergänzend liefern der Economic Sentiment Indicator der EU-Kommission die breiteste europäische Abdeckung und der Sentix-Index eine wöchentlich nähere Anlegerstimmung. Gemeinsame Botschaft der europäischen Umfragen für den Aktieninvestor: Sie signalisieren Wendepunkte der exportlastigen Industriekonjunktur — und damit von DAX und EURO STOXX — deutlich vor den amtlichen Daten.

Das ifo-Institut verdichtet Lage und Erwartungen zusätzlich zur sogenannten Konjunkturuhr, die vier Phasen unterscheidet: Aufschwung (Lage schlecht, Erwartungen steigend), Boom (beides gut), Abschwung (Lage gut, Erwartungen fallend) und Krise

⁹ Der PMI-Index (Purchasing Managers' Index) ist ein Einkaufsmanagerindex.

¹⁰ Hüfner und Schröder (2002) zeigen mit Granger-Kausalitätstests einen etwa einmonatigen Vorlauf der ZEW-Erwartungen vor den ifo-Erwartungen; beide Indikatoren prognostizieren die deutsche Industrieproduktion signifikant.

(beides schlecht). Der zeitliche Ablauf operationalisiert die Regimebestimmung des Abschnitts 2.3 für den Euroraum: Dieselbe Datenüberraschung ist im Aufschwungsquadranten anders zu lesen als im Abschwungsquadranten — die Umfrage liefert damit nicht nur das Signal, sondern gleich auch den Kontext seiner Interpretation.

3.4 Konsumentenstimmung und der Tankan: von Michigan bis Tokio

Die Konsumentenstimmung ergänzt die Unternehmensumfragen um die Nachfrageseite: Der Michigan-Index und das Conference Board Consumer Confidence in den USA, das GfK-Konsumklima in Deutschland und das Verbrauchervertrauen der EU-Kommission messen Kaufbereitschaft und Einkommenserwartungen der Haushalte. Ihre Prognosekraft für den privaten Verbrauch ist moderat, ihr Signalwert für Wendepunkte jedoch real: Einbrüche der Konsumentenstimmung begleiten praktisch jede Rezession, und die im Michigan-Index enthaltenen Inflationserwartungen der Haushalte werden von der Fed ausdrücklich beobachtet — sie wirken damit unmittelbar auf den hawkish-dovish-Kanal des Abschnitts 7. In Japan schließlich ist der vierteljährliche Tankan der Bank of Japan das Gegenstück zu ISM und ifo; sein Fokus auf die großen Fertigungsunternehmen macht ihn zum natürlichen Frühindikator des exportgetriebenen japanischen Aktienmarkts. Zu den Grenzen der Stimmungsdaten gehört zudem ihre Anfälligkeit für systematische Verzerrungen: Sinkende Rücklaufquoten, die Politisierung von Umfrageantworten entlang von Parteipräferenzen und die wachsende Kluft zwischen berichteter Stimmung und tatsächlichem Ausgabeverhalten haben die Prognosekraft einzelner Konsumbarometer zuletzt geschwächt — ein Grund mehr, Stimmungen stets gegen harte Transaktionsdaten zu prüfen. Tabelle 1 ordnet die wichtigsten Vorlaufindikatoren im Überblick.¹¹

¹¹ Der Tankan der Bank of Japan befragt vierteljährlich rund 10.000 Unternehmen; sein Diffusionsindex ist als Differenz günstig minus ungünstig definiert, sodass die kritische Schwelle hier bei null liegt, nicht bei 50.

Tabelle 1: Wichtige umfragebasierte Vorlaufindikatoren und ihre Interpretation

Indikator	Region / Frequenz	Befragte	Leseregel und typisches Signal
ISM Manufacturing / Services	USA / monatlich	Einkaufsmanager	Schwelle 50; Neuaufträge als Frühkomponente; unter 45 Rezessionswarnung
S&P Global PMI	global / monatlich	Einkaufsmanager	wie ISM; international vergleichbar, auch für Euroraum und Japan
ifo-Geschäftsklima	Deutschland / monatlich	ca. 9.000 Unternehmen	Lage vs. Erwartungen; Erwartungsanstieg = frühes Aufschwungsignal
ZEW-Konjunkturerwartungen	Deutschland / monatlich	Finanzanalysten	ca. 1 Monat Vorlauf vor ifo; volatiler, marktstimmungsnah
Michigan / Conference Board	USA / monatlich	Haushalte	Konsum- und Inflationserwartungen; Einbrüche als Rezessionsbegleiter
GfK-Konsumklima	Deutschland / monatlich	Haushalte	Nachfrageseite des Binnenkonsums
Tankan	Japan / vierteljährlich	ca. 10.000 Unternehmen	Schwelle 0 (Saldo günstig/ungünstig); Fokus Großindustrie und Investitionspläne
OECD Composite Leading Indicator	OECD-Länder / monatlich	Komposit	amplitudenbereinigter Sammelindikator; Wendepunktsignal mit ca. 6-9 Monaten Vorlauf

Quelle: Eigene Zusammenstellung.

Für alle Umfrageindikatoren gilt die Überraschungslogik der Gleichung (3) unverändert: Kursrelevant ist die Abweichung vom Konsens, nicht das Niveau. Ihre besondere Stärke ist die Frühzeitigkeit — veröffentlicht Tage bis Wochen vor den amtlichen Daten desselben Monats, praktisch ohne spätere Revision. Ihre Schwäche ist die Stimmungsnatur: Sie messen Absichten, nicht Transaktionen, und überzeichnen in Phasen allgemeiner Verunsicherung. Die amtlichen Statistiken des nächsten Abschnitts sind das Korrektiv.

4 Amtliche Statistiken: Arbeitsmarkt, Preise, Geldmenge und Aktivität

4.1 Der Arbeitsmarkt: das wichtigste Datenpaket des Monats

Kein Datenpaket bewegt die Märkte so verlässlich wie der US-Arbeitsmarktbericht am ersten Freitag des Monats: Beschäftigungsaufbau außerhalb der Landwirtschaft (Nonfarm Payrolls), Arbeitslosenquote und Stundenlöhne in einer einzigen Veröffentlichung. Seine Marktmacht hat drei Gründe: Er ist früh (der erste umfassende Monatsindikator), er ist breit (Beschäftigung, Einkommen und Lohndruck zugleich) und er trifft beide Mandatshälften der Fed — maximale Beschäftigung und Preisstabilität. Die Stundenlöhne

sind dabei die heimliche Hauptzahl: Sie verbinden den Arbeitsmarkt mit der Inflation und damit mit dem hawkish-dovish-Kanal.¹²

Um den Monatsbericht gruppieren sich ergänzende Reihen: Die wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe sind der frequenteste Konjunkturindikator überhaupt und melden Wendepunkte am Arbeitsmarkt zuerst; die offenen Stellen (JOLTS) messen die Anspannung des Arbeitsmarkts als Verhältnis von Vakanzen zu Arbeitslosen — eine Größe, die die Fed im Inflationszyklus 2021 bis 2023 ausdrücklich als Steuerungsindikator kommunizierte. Für die Regimebestimmung des Abschnitts 2.3 ist der Arbeitsmarkt zugleich Fluch und Segen: Er ist das verlässlichste Abbild des Zyklus, aber er läuft nach — Beschäftigung dreht regelmäßig erst, wenn die Rezession begonnen hat.

Eine professionelle Auswertung des Berichts setzt die Kenntnis seiner Konstruktionsdetails voraus. Die Beschäftigungszahl entstammt der Betriebsbefragung, die Arbeitslosenquote der separaten Haushaltsbefragung — beide können monatelang divergieren. Statistische Modellkomponenten wie das Birth-Death-Modell für Unternehmensgründungen glätten die Erstschätzung, und die jährlichen Benchmark-Revisionen korrigieren ganze Jahre nachträglich um Hunderttausende Stellen. Kursbewegend ist gleichwohl stets die Erstveröffentlichung — ein Paradebeispiel dafür, dass Märkte auf Informationsflüsse reagieren, nicht auf endgültige Wahrheiten.

Für die wöchentlichen Erstanträge hat sich eine eigene Lesedisziplin etabliert: Maßgeblich ist der gleitende Vierwochendurchschnitt, der das Rauschen von Feiertagen und Wettereffekten glättet; ein nachhaltiger Anstieg um mehr als rund ein Fünftel vom Zyklustief gilt als ernstes Abschwungsignal. Als höchstfrequente amtliche Reihe sind die Erstanträge der Ort, an dem Arbeitsmarktwenden zuerst amtlich werden — Wochen vor dem Monatsbericht und Monate vor der Quote.

4.2 Preise und Geldmenge: CPI, PCE, HICP und M3

Die Preisstatistiken sind die Schlüsselgrößen des Notenbankkanals. In den USA erscheint zuerst der Verbraucherpreisindex CPI, das Zielmaß der Fed ist jedoch der PCE-Deflator; maßgeblich für die Politikerwartung ist die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel, ergänzt um immer feinere Schnitte wie die Dienstleistungspreise ohne Wohnkosten. Der Erzeugerpreisindex PPI wirkt als Frühindikator der Pipeline: Was Produzenten heute mehr verlangen, erreicht die Verbraucherpreise mit Verzögerung. Im Euroraum übernimmt der harmonisierte Verbraucherpreisindex HICP diese Rolle gegenüber dem Preisstabilitätsziel der EZB von zwei Prozent. Für Aktien sind Inflationsüberraschungen doppelt toxisch: Sie heben die erwarteten Leitzinsen und drücken — über die Proxy-Logik von Fama (1981) —

¹² Die als Näherungsregel bekannte Sahm-Regel — ein Anstieg des Dreimonatsdurchschnitts der Arbeitslosenquote um 0,5 Prozentpunkte über ihr Zwölfmonatstief signalisiert Rezessionsbeginn — geht auf die Ökonomin Claudia Sahm zurück.

zugleich die erwartete Realaktivität; positive Inflationsüberraschungen zählen daher zu den zuverlässigsten Belastungssignalen überhaupt.¹³

Die Geldmengenaggregate haben eine wechselvolle Geschichte hinter sich: M3 war in der Zwei-Säulen-Strategie der EZB ursprünglich mit einem Referenzwert von viereinhalb Prozent Jahreswachstum verankert und behält dort bis heute eine analytische Rolle; die Fed hat die Veröffentlichung von M3 im Jahr 2006 sogar eingestellt. Praktisch lesen Investoren M2 und M3 heute als langsame Hintergrundgrößen: Kräftiges Geldmengen- und Kreditwachstum begleitet begünstigende Liquiditätsbedingungen für Vermögenspreise, eine schrumpfende Geldmenge — wie nach 2022 — restriktive Finanzierungsbedingungen. Als Timing-Signal im Monatsrhythmus eignen sie wenig, als Regimebeschreibung viel. Die klassische Referenz für den Zusammenhang von Geldmenge, Kreditzyklus und Konjunktur bleibt die Monetärgeschichte von Friedman und Schwartz (1963).

Bei allen Preisreihen entscheidet zudem die Rechenkonvention über die Botschaft: Jahresveränderungsraten schleppen Basiseffekte des Vorjahres mit — ein Energiepreisschub vor zwölf Monaten drückt die aktuelle Jahresrate automatisch, ohne dass sich der laufende Preisdruck geändert hätte. Notenbanken und professionelle Marktteilnehmer lesen deshalb ergänzend annualisierte Drei- und Sechsmonatsraten der Kernindizes, die den aktuellen Trend ohne Basiseffekte zeigen. Eine ausschließliche Betrachtung der Schlagzeilenrate verwechselt regelmäßig Statistik mit Ökonomie — und wird von scheinbaren Wendepunkten überrascht, die die Monatsraten längst angekündigt hatten.

Neben der Geldmenge verdient der Kreditkanal eigene Beobachtung: Die vierteljährlichen Kreditvergabeumfragen der Notenbanken — der Senior Loan Officer Survey der Fed und das Bank Lending Survey der EZB — messen, ob Banken ihre Vergabestandards straffen oder lockern. Straffungen laufen der Realwirtschaft erfahrungsgemäß um mehrere Quartale voraus und sind für bankfinanzierte Volkswirtschaften wie den Euroraum ein besonders gewichtiges Frühsignal — gerade weil die Umfragen seltener im Rampenlicht stehen als die monatlichen Schlagzeilenzahlen.

4.3 Aktivitätsdaten, Kalender und das Revisionsproblem

Die übrigen Aktivitätsdaten füllen den Kalender zwischen Arbeitsmarkt- und Preisberichten: Einzelhandelsumsätze (Konsum), Industrieproduktion und Auftragseingänge (Industrie), Baubeginne und Baugenehmigungen (Zinssensitivität des Wohnungsbaus) sowie als Quartalsgröße das BIP, das wegen seiner Spätheit für Märkte meist nur noch bestätigt, was Frühindikatoren längst signalisiert haben. Tabelle 2 ordnet

¹³ Fama (1981) erklärt die negative Korrelation von Inflation und Aktienrenditen als Stellvertretereffekt: Hohe Inflation geht mit schwacher erwarteter Realaktivität einher (Proxy-Hypothese).

die wichtigsten Veröffentlichungen nach Rhythmus, Publikationsverzögerung und typischer Marktrelevanz.¹⁴

Tabelle 2: Wichtige amtliche Statistiken: Rhythmus, Verzögerung und Marktrelevanz

Veröffentlichung	Frequenz	Verzögerung	Typische Marktrelevanz und Leseschwerpunkt
Arbeitsmarktbericht (NFP, Quote, Löhne)	monatlich	ca. 1 Woche	sehr hoch; Löhne als Inflationssignal, Sahm-Regel als Rezessionsmarker
Erstanträge Arbeitslosenhilfe	wöchentlich	5 Tage	hoch an Wendepunkten; frequentester Frühindikator
JOLTS (offene Stellen)	monatlich	ca. 5 Wochen	Arbeitsmarktanspannung; Vakanzen je Arbeitslosen
CPI / Kern-CPI	monatlich	ca. 2 Wochen	sehr hoch; Kernrate und Dienstleistungspreise für den Notenbankkanal
PCE-Deflator	monatlich	ca. 4 Wochen	Zielmaß der Fed; bestätigt oder korrigiert das CPI-Signal
HICP (Euroraum)	monatlich	Schnellschätzung Monatsende	Zielmaß der EZB; nationale Vorabwerte als Frühsignal
Einzelhandelsumsätze	monatlich	ca. 2 Wochen	Konsumnachfrage; volatil, stark revidiert
Industrieproduktion / Auftragseingänge	monatlich	ca. 5-6 Wochen	Industriezyklus; in Deutschland DAX-relevant
BIP	vierteljährlich	4-8 Wochen	meist nur Bestätigung; Revisionen erheblich
Geldmenge M2/M3, Kreditvergabe	monatlich	ca. 4 Wochen	Liquiditätsregime; träge, kein Timing-Signal

Quelle: Eigene Zusammenstellung.

Zwei Eigenschaften amtlicher Daten verdienen besondere Vorsicht. Erstens die Revisionen: Beschäftigungs- und BIP-Zahlen werden mehrfach und teils drastisch korrigiert; Orphanides (2001) hat gezeigt, dass die Bewertung von Politik und Konjunktur auf Basis revidierter statt Echtzeitdaten systematisch in die Irre führt. Für den Investor heißt das: Die Erstveröffentlichung bewegt den Markt, die Wahrheit steht oft erst in der dritten Schätzung — Zurückhaltung gegenüber einzelnen Datenpunkten ist kein Ausdruck von Vorsicht, sondern von methodischem Verständnis. Zweitens die Saisonbereinigung: Verzerrte Saisonfaktoren — etwa nach der Pandemie — können über Monate hinweg scheinbare Überraschungen erzeugen, die reine Statistikartefakte sind.

Eine moderne Ergänzung des Kalenders sind Nowcasts: Modelle wie GDPNow der Atlanta Fed aggregieren die einlaufenden Monatsdaten laufend zu einer Echtzeitschätzung des laufenden Quartals-BIP. Für den Investor sind sie doppelt nützlich — als verdichteter Zwischenstand der Datenlage und als expliziter Konsensanker, gegen den sich neue Veröffentlichungen als Überraschung im Sinne der Gleichung (3) messen lassen, lange bevor die amtliche BIP-Zahl erscheint.

Im Monatsablauf ergibt sich daraus eine feste Dramaturgie: Die Einkaufsmanagerindizes eröffnen am Monatsanfang, der Arbeitsmarktbericht folgt am

¹⁴ Orphanides (2001) zeigt, dass Politikregeln auf Basis der später revidierten Daten die tatsächliche Entscheidungslage der Notenbanken systematisch verzerren — Echtzeitdaten sind der korrekte Maßstab.

ersten Freitag, die Verbraucherpreise um die Monatsmitte, Einzelhandel und Industrieproduktion danach — und acht Mal im Jahr setzt die FOMC-Sitzung den geldpolitischen Schlusspunkt, zu dem alle aufgelaufenen Daten verarbeitet sind. Die Kenntnis dieser Abfolge zeigt zu jedem Zeitpunkt, welche Information der Markt bereits verarbeitet hat und welche noch aussteht — die halbe Miete jeder Überraschungsanalyse.

5 Die Zinsstruktur als aggregierter Frühindikator

5.1 Erwartungshypothese und Termprämie

Neben den Umfragen existiert ein Frühindikator, den kein Institut erhebt, weil ihn der Markt selbst produziert: die Zinsstrukturkurve. Nach der Erwartungshypothese ist der langfristige Zins im Kern der Durchschnitt der erwarteten kurzfristigen Zinsen zuzüglich einer Termprämie:¹⁵

$$i_n \approx (1/n) \cdot \sum E[i_1(t+k)] + TP_n \quad (4)$$

Gleichung (4): Der n-Jahres-Zins i_n spiegelt die über die Laufzeit erwarteten Einperiodenzinsen zuzüglich der Termprämie TP_n . Eine flache oder inverse Kurve heißt deshalb im Kern: Der Markt erwartet sinkende Leitzinsen — also eine Abkühlung, auf die die Notenbank reagieren muss. Die Zinsstruktur aggregiert damit die Konjunkturerwartungen aller Marktteilnehmer zu einer einzigen, täglich beobachtbaren Zahl.

Die Kurve verdichtet zugleich die Datenflut der Abschnitte 3 und 4: Jede hawkische Inflationsüberraschung hebt das kurze Ende, jede Wachstumsenttäuschung senkt das lange — Form und Verschiebung der Kurve sind das Protokoll der Marktinterpretation aller Makrodaten. Für den Aktieninvestor ist sie damit der natürliche Kontrollindikator: Der Abgleich der eigenen Dateninterpretation mit der Aussage der Kurve zeigt, ob die eigene Einschätzung dem Konsens vorausläuft oder ihm widerspricht.

Eine Einschränkung der jüngeren Vergangenheit gehört dazu: Seit Notenbanken über Anleihekäufe und Bilanzpolitik unmittelbar am langen Ende intervenieren, ist die Termprämie zeitweise gedrückt oder negativ — Form und Niveau der Kurve spiegeln dann nicht mehr allein Zinserwartungen, sondern auch Angebot und Nachfrage nach Duration. Das Inversionssignal ist dadurch nicht nutzlos, aber interpretationsbedürftiger geworden: Eine durch Termprämienverzerrung flache Kurve warnt schwächer als eine durch Zinssenkungserwartungen invertierte. Der professionelle Blick trennt deshalb, wo möglich, Erwartungs- und Prämienkomponente.

¹⁵ Stock und Watson (2003) bestätigen in ihrem breiten Überblick, dass Zinsstruktur-Spreads zu den robustesten Prognosevariablen für Produktion und Rezessionen zählen — mit über Länder und Zeiträume wechselnder, aber selten verschwindender Prognosekraft.

Die Zinsstruktur ist zudem nicht der einzige Marktindikator mit Frühwarnwert: Unternehmensanleihe-Spreads — insbesondere im Hochzinssegment — messen die bepreiste Ausfallwahrscheinlichkeit und weiten sich regelmäßig vor Gewinnrezessionen; konjunktursensitive Rohstoffe wie Kupfer und die relative Stärke zyklischer gegen defensive Sektoren liefern verwandte Signale aus dem Markttinneren. Laufen Kreditmärkte und Aktienmärkte auseinander — engere Spreads bei fallenden Kursen oder umgekehrt —, ist das eine Divergenz, die Beachtung verdient: Kreditinvestoren gelten als die sachlicheren Leser derselben Makrodaten.

5.2 Inversion und Rezessionsprognose

Die praktische Verdichtung ist der Spread zwischen zehnjährigen und dreimonatigen Staatspapieren: Estrella und Mishkin (1996, 1998) zeigen, dass dieser Spread Rezessionen auf Sicht von etwa vier Quartalen verlässlicher prognostiziert als jeder andere einzelne Finanz- oder Makroindikator — einschließlich der Aktienkurse selbst. Abbildung 4 übersetzt ihre publizierten Bezugspunkte in die geschätzte Wahrscheinlichkeitskurve: Bei einem Spread von +1,2 Prozentpunkten liegt die Rezessionswahrscheinlichkeit unter 5 Prozent, bei flacher Kurve um 25 Prozent, bei einer Inversion von $-0,8$ Prozentpunkten bei rund 50 Prozent und jenseits von -2 Prozentpunkten über 80 Prozent.¹⁶

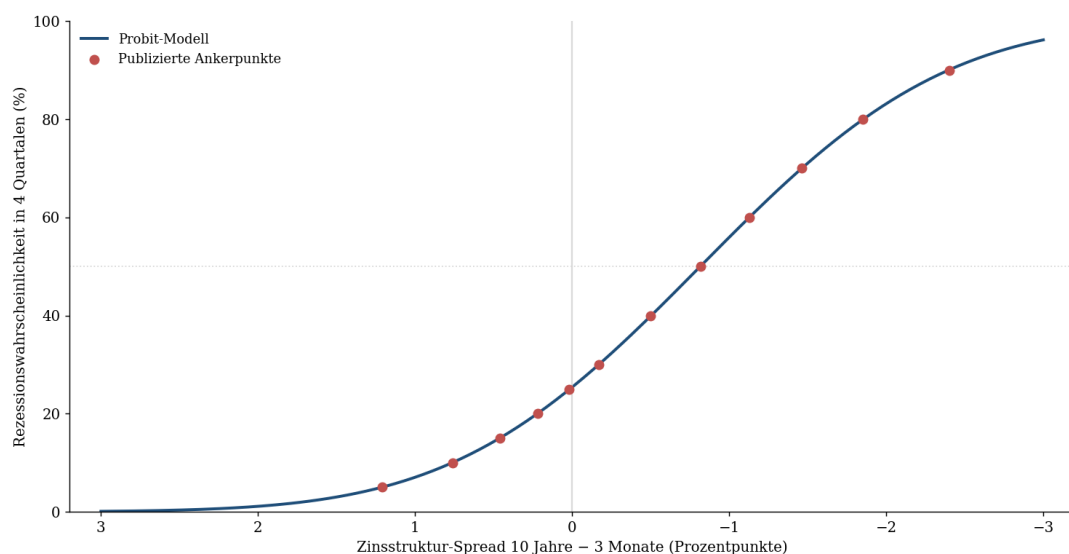


Abbildung 4: Rezessionswahrscheinlichkeit auf Sicht von vier Quartalen als Funktion des Zinsstruktur-Spreads (Probit-Kurve durch die publizierten Ankerpunkte).

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Estrella und Mishkin (1996).

Für die Aktienallokation ist die Inversion kein Verkaufssignal mit fester Vorlaufzeit — zwischen Inversion und Rezessionsbeginn lagen historisch sechs bis achtzehn Monate, in

¹⁶ Estrella und Hardouvelis (1991) etablierten die Prognosekraft des Spreads für reales Wachstum; Estrella und Mishkin (1996, 1998) zeigten seine Überlegenheit gegenüber anderen Indikatoren bei Prognosehorizonten von zwei bis sechs Quartalen.

denen Aktien teils kräftig stiegen. Ihr Wert liegt in der Regimebestimmung: Eine invertierte Kurve verschiebt die Wahrscheinlichkeitsverteilung in Richtung Spätzyklus, in dem die Leseregeln des Abschnitts 2.3 kippen — gute Konjunkturnachrichten verlieren ihre begünstigende Wirkung, weil sie die Notenbank länger restriktiv halten, und defensive Qualität beginnt zyklisches Beta zu schlagen. Die Auswertung der Kurve zeigt damit weniger den Zeitpunkt der nächsten Rezession als die Wirkungsbedingungen der aktuellen Phase.

Die wissenschaftliche Fundierung des Signals ist breit: Harvey (1988) leitete die Prognosekraft der Zinsstruktur theoretisch aus dem Konsumglättungsmotiv her, Bernard und Gerlach (1998) bestätigten sie international für acht Industrieländer — am stärksten in Deutschland, den USA und Kanada, schwächer in Japan —, und Rudebusch und Williams (2009) zeigen, dass das einfache Kurvensignal die Rezessionsprognosen professioneller Prognostiker über Jahrzehnte hinweg schlägt: ein bemerkenswerter Fall, in dem ein einzelner Marktpreis ganze Prognoseinstrumente übertrifft.

Ein Blick auf die aktuellen Kurven macht die Regimebestimmung konkret. Anfang Juli 2026 rentieren zweijährige US-Staatsanleihen bei 4,14 Prozent, zehnjährige bei 4,48 Prozent und dreißigjährige bei 4,98 Prozent; deutsche Bundesanleihen bei 2,58 Prozent, 2,92 Prozent und 3,54 Prozent; japanische Staatsanleihen bei 1,41 Prozent, 2,78 Prozent und 4,04 Prozent. Abbildung 5 stellt die drei Kurven gegenüber.

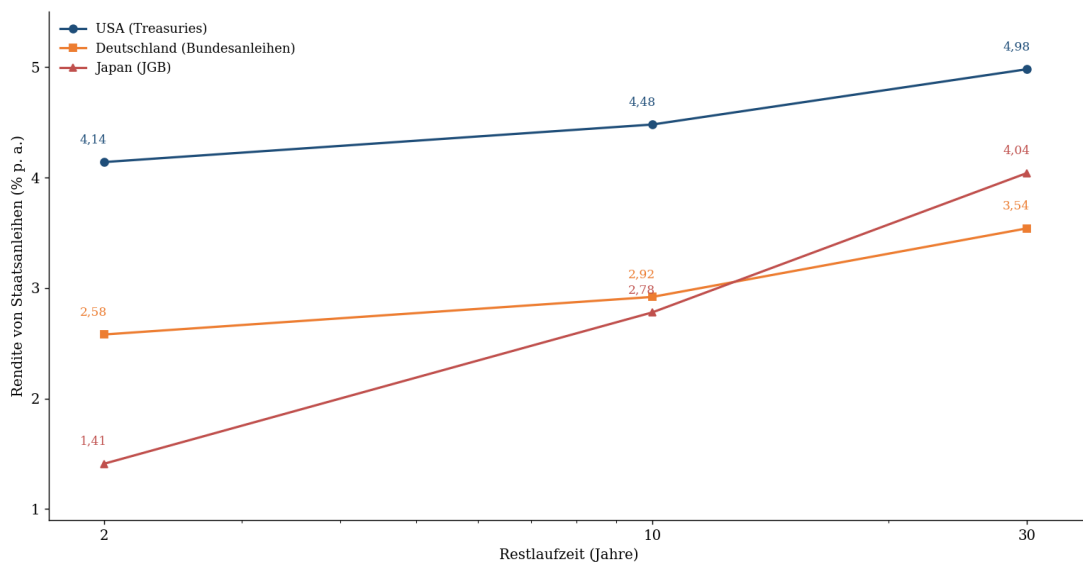


Abbildung 5: Aktuelle Zinsstrukturkurven im Vergleich: USA, Deutschland (als Referenz des Euroraums) und Japan; Renditen von Staatsanleihen mit Restlaufzeiten von 2, 10 und 30 Jahren.

Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung. Datenstand Anfang Juli 2026 (US Treasury/FRED, Deutsche Bundesbank, Trading Economics).

Die Interpretation folgt dem Rahmen dieses Abschnitts. Die US-Kurve ist nach der langen Inversionsphase wieder normal geneigt — zehn gegen zwei Jahre +0,34 Prozentpunkte,

zehn Jahre gegen den Dreimonatssatz (3,71 Prozent) +0,77 Prozentpunkte: Nach der Bezugspunktlogik der Abbildung 4 ist die eingepreiste Rezessionswahrscheinlichkeit damit in den niedrigen zweistelligen Bereich gefallen; das lange Ende von knapp 5 Prozent spiegelt zugleich Termprämie und fiskalische Emissionssorgen — für Aktien ein Umfeld, das weniger die Rezessions- als die Bewertungsfrage betont, weil der Diskontierungszins hoch bleibt. Die deutsche Kurve ist durchgängig normal geneigt und rund einen Prozentpunkt steil (zwei gegen dreißig Jahre) auf deutlich niedrigerem Niveau: Der Markt preist geringere Wachstums- und Inflationserwartungen und eine im Senkungszyklus weiter fortgeschrittene EZB — ein leicht begünstigendes Regime für die Bewertungsseite bei geringem Impuls für die Gewinnseite.

Die auffälligste Kurve ist die japanische: Mit rund 2,6 Prozentpunkten Steilheit zwischen zwei und dreißig Jahren und einem Zehnjahressatz auf dem höchsten Stand seit 1997 preist der Markt die fortgesetzte Normalisierung der Bank of Japan und — am langen Ende — die Emissionssorgen einer expansiven Fiskalpolitik. Für Aktien bedeutet das japanische Kurvenbild zweierlei: begünstigend für Banken und Finanzwerte, belastend für Langduration — und über den Währungschanal des Abschnitts 10 ein strukturelles Aufwertungsrisiko des Yen, sobald sich die Zinsdifferenz zu den USA weiter schließt. Der Dreiländervergleich illustriert damit die Kernbotschaft dieses Abschnitts: Nicht das Zinsniveau, sondern Form und Verschiebung der Kurve tragen die Konjunktur- und Politikinformation — und dieselbe Steilheit kann in Japan etwas völlig anderes bedeuten als in Europa.

5.3 Marktbasierte Stimmungsindikatoren

Die vierte Gruppe kursrelevanter Indikatoren liefert der Markt selbst: Stimmungs- und Positionierungsmaße, die nicht die Konjunktur, sondern die Verfassung der Anleger messen. Das bekannteste ist der Volatilitätsindex VIX, der die aus Optionspreisen implizierte erwartete Schwankungsbreite des S&P 500 misst und als Angstbarometer des Marktes gilt (Whaley, 2000); daneben stehen das Put-Call-Verhältnis als Maß der Absicherungsnachfrage, Bull-Bär-Umfragen unter Privatanlegern und Strategen sowie zusammengesetzte Stimmungsindizes, wie sie Baker und Wurgler (2006) für die akademische Forschung etabliert haben.

Ihre Verwendung ist kontraintuitiv: Stimmungsindikatoren wirken als Kontraindikatoren an den Rändern. Extreme Angst — Volatilitätsspitzen, einseitige Put-Nachfrage, kapitulierende Umfragen — markierte historisch häufiger Böden als Einstiege in weitere Verluste, extreme Sorglosigkeit häufiger Hochpunkte; Baker und Wurgler (2006) zeigen, dass auf hohe Stimmung systematisch niedrige Folgerenditen gerade bei schwer bewertbaren, spekulativen Titeln folgen. Zugleich mahnt die Evidenz zur Bescheidenheit: Brown und Cliff (2004) finden für kurze Horizonte kaum verwertbare Prognosekraft — Stimmung ist ein Regime- und Extremwertsignal, kein Timing-Automat.

In den Prüfraumen des Abschnitts 11 fügen sich die Stimmungsmaße als Ergänzung der zweiten Stufe ein: Sie beantworten nicht, was die Wirtschaft tut, sondern wie viel davon bereits im Kurs steht. Eine hawkische Inflationsüberraschung trifft einen sorglosen Markt härter als einen bereits abgesicherten — die Kombination aus Makroüberraschung und Stimmungsextrem gehört deshalb zu den informativsten Konstellationen, die der Datenkalender kennt.

6 Wirkung auf Aktienkurse: begünstigende und belastende Einflüsse und die Reaktionsmatrix

6.1 Die Evidenz der Ereignisstudien

Vier Jahrzehnte Ereignisforschung lassen sich zu drei robusten Befunden verdichten. Erstens: Nur Überraschungen zählen, und ihre Verarbeitung ist schnell — die Preisanpassung an Makronachrichten vollzieht sich in Minuten, mit dem US-Arbeitsmarktbericht als stärkstem Einzelmover über Aktien-, Renten- und Devisenmärkte hinweg (Andersen et al., 2003, 2007). Zweitens: Geldnahe Nachrichten dominieren. Inflations-, Geldmengen- und Zinsnachrichten zeigen die stabilsten Kurswirkungen (Pearce und Roley, 1985; Flannery und Protopapadakis, 2002) — konsistent mit dem Notenbankkanal als wichtigstem Knoten der Transmission. Drittens: Die Vorzeichen sind regimeabhängig, wie in Abschnitt 2.3 entwickelt (McQueen und Roley, 1993; Boyd, Hu und Jagannathan, 2005).¹⁷

Auf Rentenmärkten wirken die Vorzeichen dagegen regimeunabhängig: Starke Konjunktur- und Inflationsnachrichten treiben Renditen nach oben, schwache nach unten — Anleihen kennen kein Gute-schlechte-Nachrichten-Paradox. Diese Asymmetrie ist für Mischportfolios wertvoll: Sie erklärt, warum die Aktien-Renten-Korrelation im Inflationsregime positiv wird (beide leiden unter hawkischen Überraschungen) und im Deflations- oder Wachstumsregime negativ (Renten profitieren von den Nachrichten, die Aktien belasten) — mit unmittelbaren Folgen für die Diversifikationswirkung von Anleihen.

International bestätigt sich die Hierarchie der Nachrichten: In den Sechs-Märkte-Daten von Andersen et al. (2007) dominieren die US-Veröffentlichungen die Preisfindung auch in europäischen Aktien-, Renten- und Devisenmärkten, während lokale Daten vor allem lokal wirken — mit der bemerkenswerten Ausnahme der deutschen ifo- und Auftragsdaten, die als Frühindikatoren der europäischen Industriekonjunktur eigenständiges Gewicht behalten. Für den global diversifizierten Investor bedeutet das: Der US-Kalender ist Pflichtlektüre, der regionale Kalender Kür mit Selektionswert.

¹⁷ Pearce und Roley (1985) gehören zu den ersten systematischen Ereignisstudien zu Makroankündigungen und fanden bereits, dass vor allem unerwartete Geld- und Inflationsnachrichten Aktienkurse bewegen.

Die Zeitzonen verteilen die Verarbeitung: US-Veröffentlichungen erreichen Europa am Nachmittag und prägen dessen Schlussauktion, während Tokio schläft — Japans Märkte verarbeiten die Weltnachrichten der Nacht in der Eröffnungslücke des Folgetags. Für Investoren mit Orders in mehreren Regionen ist der Datenkalender deshalb immer auch ein Uhrzeitkalender: Bleiben europäische Positionen um 14:30 Uhr MEZ unbeaufsichtigt, ist ein erheblicher Teil der US-Datenwirkung bereits im Kurs enthalten, bevor die Veröffentlichung ausgewertet werden konnte.

6.2 Die Reaktionsmatrix: Überraschung mal Regime

Aus der Verbindung von Überraschungsrichtung und Konjunkturregime ergibt sich die praktische Reaktionsmatrix des Aktieninvestors. Tabelle 3 fasst die typischen Muster zusammen — als historische Regelmäßigkeiten, nicht als Gesetze.¹⁸

Tabelle 3: Typische Aktienmarktreaktion auf Datenüberraschungen nach Konjunkturregime

Überraschung	Expansion (früh/mittel)	Spätzyklus (Inflationssorge)	Rezession / Abschwung
Wachstum positiv (PMI, NFP über Konsens)	begünstigend (Gewinnkanal dominiert)	belastend (Zinskanal dominiert: higher for longer)	begünstigend (Erholungserwartung)
Wachstum negativ	leicht belastend, häufig: bad news is good news (Zinssenkungserwartung)	zweischneidig: Zinshoffnung vs. Gewinnangst	belastend (Gewinnkanal dominiert)
Inflation über Konsens	belastend (hawkish)	stark belastend (hawkish, Bewertungsdruck)	belastend (Stagflationsrisiko)
Inflation unter Konsens	begünstigend (dovish)	stark begünstigend (Zinssenkungserwartung)	begünstigend, sofern kein Deflationsrisiko
Arbeitslosigkeit steigt	eher begünstigend (Boyd et al., 2005)	begünstigend (Entspannung des Lohndrucks)	belastend

Quelle: Eigene Zusammenstellung auf Basis der Daten von McQueen und Roley (1993), Boyd, Hu und Jagannathan (2005) sowie Andersen et al. (2007); typische Muster, keine Gesetzmäßigkeiten.

Unterhalb des Gesamtmarkts wirkt die Matrix auf Stile und Sektoren fort: Hawkische Zinsüberraschungen treffen Segmente mit langen Haltedauern — Growth- und Technologiewerte, Immobilien — überproportional, während Banken von steileren Kurven profitieren; zyklische Sektoren (Industrie, Grundstoffe, zyklischer Konsum) hängen an den Wachstumsüberraschungen, defensive (Basiskonsum, Gesundheit, Versorger) an der Risikoprämie. Datenlesen ist damit nicht nur eine Frage des Ob, sondern des Wo: Dieselbe Überraschung sortiert Gewinner und Verlierer innerhalb des Markts oft stärker, als sie den Gesamtmarkt bewegt.

¹⁸ Growth-Aktien reagieren als Langduration-Titel besonders zinssensitiv, weil ihre Zahlungsströme weiter in der Zukunft liegen — die Duration-Logik der Anleihenanalyse überträgt sich direkt auf den Aktienstil.

Auch die Größenklassen tragen Makroinformation: Nebenwerte (Small- und Mid Caps) hängen stärker an der Binnenkonjunktur und den Finanzierungsbedingungen als die global diversifizierten Schwergewichte der Leitindizes — in frühen Aufschwüngen laufen sie deshalb typischerweise voraus, in Straffungszyklen leiden sie zuerst. Das relative Verhalten von Small Caps gegenüber Large Caps ist damit selbst ein Konjunktursignal aus dem Marktinneren, das die externe Datenlage bestätigen oder ihr widersprechen kann.

Zur zeitlichen Struktur der Wirkung: Der Überraschungseffekt selbst ist in Minuten verarbeitet, doch Makrodaten wirken auf Aktien auch auf mittlere Frist — über die Kette der Gewinnrevisionen. Analysten passen ihre Schätzungen der Datenlage schubweise an, und Phasen breiter Aufwärtsrevisionen sind historisch die freundlichsten für zyklische Aktien. Der Investor unterscheidet deshalb zwei Nutzungsarten derselben Zahl: den Ankündigungseffekt, der dem Schnellsten gehört, und den Regimeeffekt, der über Wochen wirkt und auch dem geduldgigen Anleger offensteht.

7 Der Notenbankkanal: hawkish versus dovish

7.1 Die Reaktionsfunktion: wie Daten zu Zinsentscheidungen werden

Der Übersetzungsschlüssel zwischen Makrodaten und Zinserwartungen ist die Reaktionsfunktion der Notenbank. Ihre standardisierte Form ist die Taylor-Regel (Taylor, 1993):¹⁹

$$i = r^* + \pi + 0,5 \cdot (\pi - \pi^*) + 0,5 \cdot y \quad (5)$$

Gleichung (5): Der Leitzins i folgt dem neutralen Realzins r^* , der Inflation π , der Abweichung der Inflation vom Ziel π^* und der Outputlücke y . Jede Makroveröffentlichung lässt sich als Verschiebung eines dieser Terme lesen: Inflationsüberraschungen und Lohndruck wirken hawkish (Zinspfad nach oben), Wachstums- und Beschäftigungsenttäuschungen dovish (Zinspfad nach unten). Die Regel ist Heuristik, nicht Politik — aber als Erwartungsanker der Märkte wirkt sie real.

Abbildung 6 übersetzt die Reaktionsfunktion in die Quadrantenlogik der Marktkommentare: Inflations- und Beschäftigungslage spannen die Fläche auf, in der sich hawkische und dovische Politik verorten lässt — einschließlich der beiden schwierigen Quadranten, in denen die Zielkonflikte liegen (Stagflation, schwierige Wirtschaftslage) beziehungsweise der Spielraum (Goldilocks, ideale Wirtschaftslage).

¹⁹ Clarida, Galí und Gertler (2000) zeigen, dass sich die US-Geldpolitik seit den 1980er-Jahren gut durch vorausschauende Taylor-Regeln beschreiben lässt — mit deutlich stärkerer Inflationsreaktion als in den 1970er-Jahren.

7.2 Quadranten, Zielkonflikte und Mandate

Die Quadrantenlogik zeigt, warum identische Daten regional unterschiedlich wirken: Ein heißer Arbeitsmarkt ist für die Fed mit Doppelmandat ein eigenständiges hawkishes Signal, für die primär preisstabilitätsorientierte EZB nur mittelbar über die Lohn-Preis-Spirale, und für die jahrzehntelang deflationsgeplagte Bank of Japan war Lohnwachstum zuletzt sogar das ersehnte dovish-Ende: die Voraussetzung, Negativzins und Kurvensteuerung überhaupt verlassen zu können.²⁰

Japans Instrumentarium illustriert zugleich, wie weit Reaktionsfunktionen auseinanderliegen können: Mit der Yield Curve Control fixierte die BoJ jahrelang nicht nur den Leitzins, sondern per unbegrenzter Kaufzusage auch die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen nahe null — Makrodaten konnten das lange Ende der Kurve dort schlicht nicht bewegen, und jede noch so kleine Anpassung des Renditebands wurde zum Weltmarktereignis, weil sie japanisches Kapital aus internationalen Anleihemärkten zurückzurufen drohte. Bei der Auswertung regionaler Daten ist deshalb zuerst zu klären, ob die lokale Notenbank deren Wirkung überhaupt zulässt.

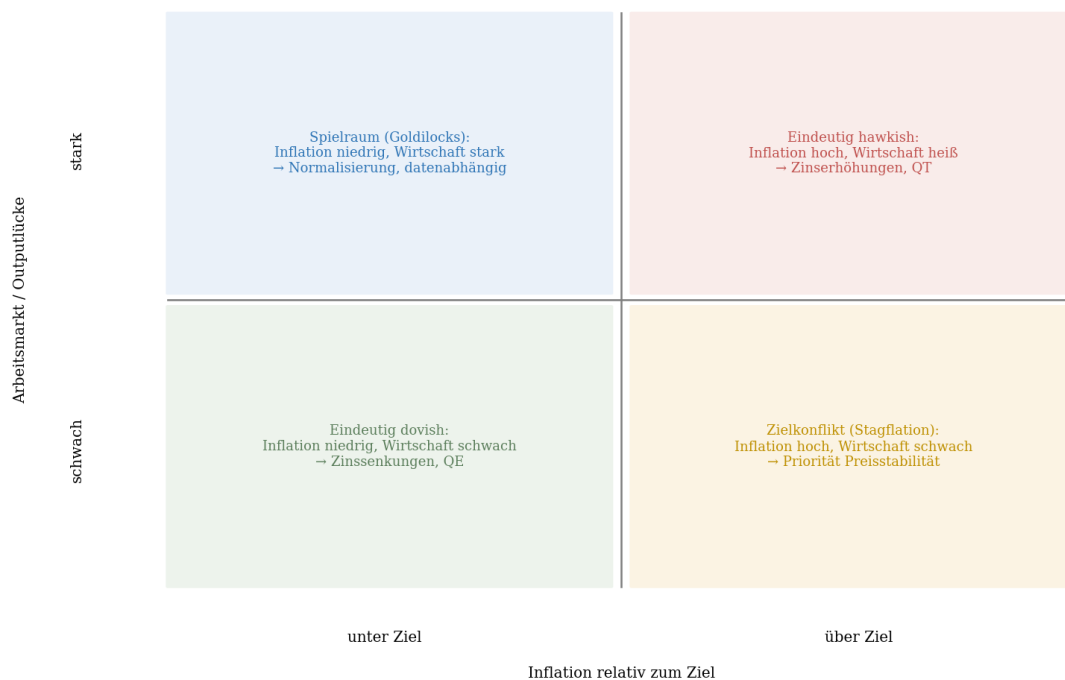


Abbildung 6: Hawkish-dovish-Quadranten der geldpolitischen Reaktionsfunktion (schematische Darstellung).

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an die Logik der Taylor-Regel (Taylor, 1993).

²⁰ Die Fed verfolgt seit 1977 ein Doppelmandat aus Preisstabilität und maximaler Beschäftigung; die EZB ist primär der Preisstabilität verpflichtet, die Bank of Japan kämpfte jahrzehntelang gegen Deflation — dieselben Daten treffen daher auf unterschiedliche Reaktionsfunktionen.

Für den Aktieninvestor ist die Quadrantenposition die wichtigste einzelne Regimebeschreibung: Sie bestimmt, welche Datenüberraschungen die Notenbank bewegen können und in welche Richtung. Im Stagflationsquadranten belastet jede Inflationsüberraschung Aktien und Anleihen zugleich; im Goldilocks-Quadranten prallt dieselbe Zahl beinahe wirkungslos ab, weil die Notenbank Spielraum hat, hindurchzusehen.

Die Achsen der Quadranten sind ihrerseits Schätzgrößen mit Unsicherheit: Der neutrale Realzins r^* und die Outputlücke sind nicht beobachtbar und werden laufend revidiert — ein Kernargument von Orphanides (2001) gegen mechanische Regelbindung und der Grund, warum Notenbanken in Umbruchphasen auf Sicht fahren (data dependence). Für Investoren bedeutet Datenabhängigkeit zweierlei: erhöhte Kursempfindlichkeit gegenüber jeder einzelnen Veröffentlichung — und erhöhte Prämien für Absicherung um die Termine, weil die Reaktionsfunktion selbst zur Unsicherheitsquelle geworden ist.

Die Inflationsseite der Regel lässt sich zudem marktbasiert beobachten: Break-even-Inflationsraten aus inflationsindexierten Anleihen und Inflationsswaps messen die eingepreisten Inflationserwartungen in Echtzeit. Für die Dateninterpretation sind sie das Bindeglied: Eine CPI-Überraschung, die die Break-evens kaum bewegt, gilt dem Markt als Ausreißer; eine, die die mittelfristigen Erwartungen verschiebt, zwingt die Notenbank zur Reaktion — die Entankerung der Erwartungen ist die rote Linie jeder Reaktionsfunktion.

7.3 Politiküberraschungen, Kommunikation und Kalendereffekte

Wie stark der Notenbankkanal wirkt, zeigt die Messung geldpolitischer Überraschungen aus Zinsfutures (Kuttner, 2001): Eine unerwartete Senkung des Fed-Funds-Zielsatzes um 25 Basispunkte hebt den US-Aktienmarkt im Mittel um rund 1 Prozent — erwartete Zinsschritte bewegen dagegen fast nichts (Bernanke und Kuttner, 2005). Der größte Teil der Reaktion läuft dabei nicht über den risikofreien Zins, sondern über die Risikoprämie: Überraschende Lockerung senkt die geforderte Aktienprämie. Gürkaynak, Sack und Swanson (2005) zerlegen die Überraschungen zusätzlich in eine Zielsatz- und eine Pfadkomponente — die Märkte reagieren längst nicht mehr nur auf den aktuellen Schritt, sondern auf die Neuausrichtung des gesamten erwarteten Zinspfads, wie sie Statements, Projektionen (Dot Plot) und Pressekonferenzen transportieren.²¹

Der Sitzungskalender selbst trägt eine Prämie: Lucca und Moench (2015) dokumentieren für 1994 bis 2011 eine durchschnittliche Aktienmarktrendite von 49 Basispunkten in den 24 Stunden vor FOMC-Entscheidungen — rechnerisch rund 80 Prozent der gesamten Jahresrendite jener Periode. Zusammen mit dem Ankündigungsbefund von Savor und Wilson (2013) ergibt sich ein klares Bild: Die Kompensation für Makrorisiko ist auf wenige Kalendertage konzentriert, und eine

²¹ Cieslak und Vissing-Jørgensen (2021) dokumentieren den sogenannten Fed Put: Kursrückgänge zwischen den Sitzungen erhöhen systematisch die Wahrscheinlichkeit nachfolgender Lockerungen — die Reaktionsfunktion enthält den Aktienmarkt selbst.

Abwesenheit vom Markt an diesen Tagen verzichtet auf einen erheblichen Teil der Risikoprämie. Tabelle 4 systematisiert die hawkishen und dovishen Signale über Daten, Sprache und Instrumente hinweg.

Tabelle 4: Hawkishe und dovish Signale: Daten, Sprache und Instrumente

Ebene	Hawkish (restriktiv)	Dovish (expansiv)
Auslösende Daten	Inflations-/Lohnüberraschungen nach oben, heißer Arbeitsmarkt, Inflationserwartungen steigen	Inflationsrückgang, steigende Arbeitslosigkeit, einbrechende Frühindikatoren
Sprache der Statements	upside risks to inflation, further tightening, higher for longer, data-dependent (bei Inflationsfokus)	downside risks to growth, accommodation, patient, ready to act as appropriate
Instrumente	Zinserhöhungen, Bilanzabbau (QT), restriktive Projektionen (Dot Plot höher)	Zinssenkungen, Anleihekäufe (QE), Forward Guidance auf niedrige Zinsen
Typische Aktienwirkung	belastend: Bewertungsdruck über r, Rotation aus Growth in Value/Qualität	begünstigend: Bewertungsausdehnung, Risikoprämie sinkt, Growth profitiert
Typische Zins-/FX-Wirkung	kurzes Ende steigt, Kurve verflacht; Währung wertet auf	kurzes Ende fällt, Kurve versteilert; Währung wertet ab

Quelle: Eigene Zusammenstellung auf Basis der Daten von Kuttner (2001), Bernanke und Kuttner (2005) sowie Gürkaynak, Sack und Swanson (2005).

Zwei Feinheiten der modernen Notenbankkommunikation verdienen Beachtung. Erstens die Reflexivität: Cieslak und Vissing-Jørgensen (2021) zeigen, dass schwache Aktienmärkte selbst dovish Politik auslösen — der Fed Put macht den Aktienmarkt zum Input der Reaktionsfunktion, die er bepreist. Zweitens die Asymmetrie der Interpretation: Dieselbe Formulierung wirkt hawkish oder dovish je nach Erwartung; kursbewegend ist — ganz im Sinne der Gleichung (3) — die Abweichung der Kommunikation vom eingepreisten Pfad, wie ihn Fed-Funds-Futures und Overnight Index Swap OIS-Kurven unmittelbar messbar machen.

Seit der Finanzkrise gehört schließlich die Bilanz zur Signalwelt: Anleihekäufe (QE) wirken über den Portfolio-Rebalancing-Kanal — sie entziehen dem Markt sichere Duration und drängen Anleger in riskantere Aktiva, dovisher Impuls jenseits des Leitzinses —, während der Bilanzabbau (QT) denselben Kanal still in Gegenrichtung bedient. Ankündigungen über Tempo und Endpunkt der Bilanzpolitik sind deshalb vollwertige hawkish-dovish-Signale, auch wenn der Leitzins unverändert bleibt.

Die Sprache selbst ist dabei zur eigenen Signalklasse geworden: Einzelne Vokabeln — der Wegfall eines patient, das Auftauchen eines vigilant, die Formel higher for longer oder das ersehnte pivot — verschieben Zinspfade, ohne dass eine einzige Zahl erscheint. Märkte parsen Statements im Wortlautvergleich zur Vorsitzung, und die Pressekonferenz kann die Wirkung des Statements verstärken oder ins Gegenteil kehren. Für den Investor gilt deshalb: Notenbanktermine sind Datenveröffentlichungen eigener Art — mit Konsens (dem eingepreisten Pfad), Überraschung (der Abweichung in Ton und Projektion) und denselben Leseregeln wie jede Statistik.

8 Fiskalpolitik: Impuls, Defizite und der Zinskanal

Neben der Geldpolitik prägt die Fiskalpolitik das Makroumfeld der Aktienmärkte — mit eigener Datenwelt (Haushaltssalden, Emissionskalender, Steuer- und Ausgabenprogramme) und eigener Wirkungslogik. Kurzfristig wirkt ein expansiver Fiskalimpuls wie eine Wachstumsüberraschung: Er hebt Umsätze und Gewinne (begünstigend über den Zähler der Gleichung (1)), besonders in Sektoren mit direktem Ausgabenbezug — Infrastruktur, Verteidigung, Gesundheit. Mittelbar aber läuft derselbe Impuls über zwei Gegenkanäle: Er verstärkt in ausgelasteter Wirtschaft den Inflationsdruck und damit die hawkishe Neigung der Notenbank, und er erhöht das Emissionsvolumen an Staatsanleihen, was über die Termprämie das lange Zinsende hebt — der klassische Verdrängungskanal in moderner Form.²²

Für den Investor entscheidend ist deshalb der Policy-Mix: Expansive Fiskalpolitik bei lockerer Geldpolitik — die Konstellation der Jahre 2020/21 — ist der stärkste begünstigende Einfluss, den das Makroumfeld hervorbringt; expansive Fiskalpolitik gegen eine straffende Notenbank — die Konstellation 2022/23 — verpufft dagegen teilweise im Zinsanstieg. Die Regionen unterscheiden sich hier strukturell: Die USA fahren chronisch höhere Defizite mit tiefem, globalem Absatzmarkt für Treasuries; der Euroraum diszipliniert seine Mitglieder über Fiskalregeln und kennt als Eigenheit die Spreadrisiken zwischen Mitgliedsstaaten, die eigene Risikoprämiensignale liefern; Japan kombiniert die höchste Schuldenquote der Industrieländer mit heimischer Finanzierung und einer Notenbank als dominantem Gläubiger — ein Arrangement, das lange stabil war, aber die Zinssensitivität des Staatshaushalts zur zentralen Größe jeder BoJ-Normalisierung macht.

Als Datenquellen genügen dem Aktieninvestor wenige Reihen: die Haushaltsprojektionen der unabhängigen Institutionen (CBO, EU-Kommission, IWF Fiscal Monitor), der Emissionskalender der Schuldenagenturen — dessen Überraschungen wie das erhöhte US-Refunding im Sommer 2023 unmittelbar auf Langfristzinsen und Aktienbewertungen durchschlugen — sowie die Ankündigungen großer Programme, deren sektorale Verteilung die Gewinner sortiert.

Jenseits der Konjunktursteuerung wirkt Fiskalpolitik auf Aktien über Steuern und Regulierung: Änderungen der Unternehmenssteuersätze verschieben den Nachsteuergewinn unmittelbar und marktbreit, sektorale Eingriffe — Energiepreisbremsen, Übergewinnsteuern, Subventionsprogramme — sortieren Gewinner und Verlierer innerhalb des Markts. Solche Maßnahmen folgen dem politischen Kalender statt dem Datenkalender und sind entsprechend schwerer zu antizipieren; ihre Ankündigungen gehören gleichwohl in dieselbe Überraschungslogik der Gleichung (3): Kursrelevant ist, was gegenüber dem bereits Eingepreisten neu ist.

²² Als Richtwert gilt der Fiskalimpuls — die Veränderung des konjunkturbereinigten Primärsaldos —, nicht das Defizitniveau: Ein hohes, aber konstantes Defizit stützt das Wachstum nicht zusätzlich.

Messbar wird der politische Nachrichtenstrom über Unsicherheitsindizes: Baker, Bloom und Davis (2016) zeigen mit ihrem zeitungsbasierten Economic Policy Uncertainty Index, dass Schübe wirtschaftspolitischer Unsicherheit — Haushaltsstreits, Handelskonflikte, Wahlen — mit erhöhter Aktienvolatilität und gedämpfter Investitionstätigkeit einhergehen. Für den Investor ergänzt der Index die Datenlektüre um die politische Dimension: Hohe Politikunsicherheit rechtfertigt höhere geforderte Risikoprämien selbst bei unveränderten Konjunkturdaten.

Der strukturelle Ausblick heißt fiskalische Dominanz: Je höher Schuldenstände und Zinslasten, desto enger verflochten sich Fiskal- und Geldpolitik — Zinserhöhungen verteuern den Schuldendienst des eigenen Staats, und der Druck auf die Notenbanken wächst, Haushaltsarithmetik in die Reaktionsfunktion einsickern zu lassen. Für Investoren verschiebt das die Beobachtungsliste: Emissionskalender, Zinslastquoten und die Unabhängigkeitsdebatten der Notenbanken werden zu Makroindikatoren eigener Güte, deren Gewicht in den kommenden Jahren eher zu- als abnehmen dürfte.

9 Regionenvergleich: USA, Europa und Japan

9.1 Institutionen und Reaktionsfunktionen

Der Regionenvergleich beginnt bei den Notenbanken, denn ihre Mandate bestimmen, welche Daten zählen. Die Fed optimiert ein Doppelmandat — der US-Arbeitsmarktbericht ist deshalb dort die wichtigste Monatszahl. Die EZB priorisiert Preisstabilität für zwanzig heterogene Volkswirtschaften — HICP-Schnellschätzungen und Lohnabschlüsse dominieren, während Beschäftigungsdaten geringeres Politikgewicht tragen; als Erbe der Bundesbank behält zudem die monetäre Analyse um M3 eine Rolle. Die Bank of Japan wiederum hat drei Jahrzehnte gegen Deflation gekämpft — mit Nullzins, quantitativer Lockerung und Steuerung der Zinskurve —, weshalb dort die Vorzeichen lange invertiert waren: Inflations- und Lohnanstiege galten als gute Nachrichten, und die Frühjahrslohnrunde (Shunto) wurde zur kursrelevantesten Datenveröffentlichung des japanischen Kalenders. Der Euroraum trägt als Währungsunion ohne Fiskalunion eine zusätzliche Signalquelle: die Renditeabstände zwischen den Mitgliedsstaaten. Weiten sich die Spreads der Peripherie, verschärfen sich die Finanzierungsbedingungen asymmetrisch, und die EZB muss geldpolitische Straffung mit Antifragmentierungsinstrumenten flankieren — für europäische Aktien, insbesondere Banken, sind die Spreads deshalb ein eigenständiger Makroindikator, den es in den USA nicht gibt.²³

Hinzu kommt die Hierarchie der Ausstrahlung: US-Daten und Fed-Überraschungen bewegen alle Märkte — europäische Aktien reagieren auf Fed-Schocks kaum schwächer als

²³ Ehrmann und Fratzscher (2004) zeigen, dass US-Geldpolitiküberraschungen auch europäische Aktienmärkte signifikant bewegen — die US-Daten sind faktisch Welt Daten.

auf EZB-Schocks (Ehrmann und Fratzscher, 2004) —, während die Rückwirkung europäischer und japanischer Daten auf die USA begrenzt bleibt. Der global anlegende Investor liest deshalb den US-Kalender immer mit, gleich wo er investiert ist.

Der Vollständigkeit halber: Der vierte große Block, China, folgt einer eigenen Logik — politisch gesteuerte Kreditzyklen, eingeschränkte Datenverlässlichkeit, Kapitalverkehrskontrollen — und würde eine eigene Abhandlung verdienen; für die hier betrachteten drei Regionen ist er vor allem als globaler Nachfragefaktor präsent, dessen PMI-Werte und Kreditimpulse in den Exporterwartungen Europas und Japans stecken.

Auch die zeitliche Abfolge der Politikzyklen trägt Information: Historisch führt die Fed die Zinswenden an, die EZB folgt mit Verzögerung, die BoJ zuletzt oder gar nicht. Für den Investor eröffnen diese Phasenverschiebungen relative Positionen — divergierende Politik bedeutet divergierende Zinspfade und damit Währungs- und Aktienmarktrends zwischen den Regionen, wie die Dollar-Yen-Episode der Jahre 2022 bis 2024 exemplarisch zeigte. Der Regionenvergleich ist insofern kein statisches Ranking, sondern die Suche nach der größten Politikdivergenz.

9.2 Indikatorlandschaften und Marktstruktur

Tabelle 5 stellt die drei Regionen synoptisch gegenüber — Notenbank, Schlüsseldaten und Marktcharakteristika, aus denen die typischen Reaktionsmuster folgen.²⁴

²⁴ Der Euroraum ist deutlich stärker banken- und exportbasiert als die USA; Japans Aktienmarkt trägt ein hohes Gewicht global tätiger Exporteure, dessen Gewinne unmittelbar am Yen hängen.

Tabelle 5: Synopse der Regionen: Institutionen, Schlüsselindikatoren und Marktstruktur

Merkmal	USA	Euroraum	Japan
Notenbank / Mandat	Fed: Doppelmandat (Preise + Beschäftigung)	EZB: primär Preisstabilität; monetäre Säule (M3)	BoJ: Preisstabilität nach Deflationsjahrzehnten
Wichtigste Datenpakete	Arbeitsmarktbericht, CPI/PCE, ISM, Einzelhandel, JOLTS	HICP-Schnellschätzung, ifo, ZEW, PMI, EZB-Lohnindikatoren	Tankan, Shunto-Lohnrunde, Kern-CPI, Maschinenbauaufträge, Handelsbilanz
Typischer Politikzyklus	aggressiv und datengetrieben in beide Richtungen	gradualistisch, konsensgetrieben, später als die Fed	strukturell expansiv; Normalisierung nur bei Lohn-Preis-Bestätigung
Marktstruktur	kapitalmarktbasiert, hoher Growth-/Tech-Anteil, binnenorientiert	bankbasiert, industrie- und exportlastig, value-geneigt	exportlastig, hohe Yen-Sensitivität, Governance-Reformen als Eigenthema
Bewertungs-/Stilprofil	hohe Bewertung, Langduration (zinssensitiv)	moderate Bewertung, zyklisch (wachstumssensitiv)	moderate Bewertung, währungssensitiv
Empfindlichste Überraschung	Inflations- und Arbeitsmarktdaten	Energiepreise, ifo/PMI, Peripherie-Spreads	Yen-Wechselkurs, US-Zinsen, Lohnraten

Quelle: Eigene Zusammenstellung.

Aus der Synopse folgen drei praktische Leseregeln. Erstens: Gleiche Zahl, anderes Gewicht — ein Inflationsanstieg um einen halben Punkt ist in den USA eine Zinsgeschichte, im Euroraum zusätzlich eine Energie- und Spreadgeschichte, in Japan womöglich eine Erfolgsmeldung. Zweitens: Die europäische Aktienbewertung hängt über die Exportstruktur stärker am globalen Zyklus als an der Euroraum-Binnenkonjunktur — ifo und globale PMIs schlagen für DAX-Zwecke die Euroraum-Einzelhandelsumsätze. Drittens: Japans Aktienmarkt ist ohne die Währungskomponente nicht zu lesen — womit der nächste Abschnitt beginnt.

10 Währungen und Zinsen als Übertragungskanäle

10.1 Zinsdifferenzen und Wechselkurse

Makrodaten wirken auf Währungen über denselben Notenbankkanal wie auf Zinsen: Hawkische Überraschungen heben die erwarteten Zinsen und werten die Währung auf, dovische umgekehrt — im Hochfrequenzfenster um Datenveröffentlichungen ist dieser Zusammenhang bestens dokumentiert (Andersen et al., 2003). Den theoretischen Anker liefert die ungedeckte Zinsparität:²⁵

$$E[\Delta s] = i - i^* \quad (6)$$

²⁵ Meese und Rogoff (1983) zeigten, dass strukturelle Wechselkursmodelle auf Sicht von bis zu einem Jahr kaum besser prognostizieren als ein Random Walk — eine bis heute weitgehend gültige Mahnung.

Gleichung (6): Nach der ungedeckten Zinsparität entspricht die erwartete Abwertung $E[\Delta s]$ der Hochzinswährung der Zinsdifferenz $i - i^*$. Empirisch gilt kurzfristig oft das Gegenteil — Hochzinswährungen werten tendenziell auf (Forward-Premium-Puzzle, Fama, 1984), was die Carry-Strategie begründet und erklärt, warum hawkische Datenüberraschungen die eigene Währung unmittelbar stärken. Dornbusch (1976) ergänzt die Dynamik: Träge Güterpreise zwingen den Wechselkurs zum Überschießen, weshalb Währungen auf Makronachrichten heftiger reagieren als Fundamentaldaten nahelegen.

Für die Datenlektüre heißt das: Jede Zahl, die die Zinsdifferenz zwischen zwei Räumen verschiebt, ist zugleich eine Währungsnachricht. Die Divergenz der Geldpolitik — Fed straff, BoJ locker — trieb etwa 2022 bis 2024 den Dollar-Yen-Kurs auf Mehrjahrzehnthochs, mit unmittelbaren Folgen für die relative Aktienmarktentwicklung beider Länder.

Auf längere Sicht treten reale Größen an die Stelle der nominalen: Maßgeblich für Kapitalströme sind Realzinsdifferenzen, und über Jahrzehnte hinweg erklärt die Kaufkraftparität — Währungen mit chronisch höherer Inflation werten ab — einen erheblichen Teil der Trendbewegungen. Für den Investor heißt das: Kurzfristig handeln Währungen Zinsüberraschungen, langfristig Inflationsdifferenzen; eine Vermengung beider Ebenen führt zu einer Fehlinterpretation der Signale. Meese und Rogoff (1983) setzen die Erwartungslatte zusätzlich tief — für Prognosezwecke bleibt der Devisenmarkt das schwierigste Feld der Makroanalyse.

10.2 Das Dollar-Smile: die Weltwährung als Regimeanzeiger

Für den US-Dollar überlagert ein zweiter Mechanismus die Zinslogik: seine Rolle als sicherer Hafen. Daraus entsteht das Dollar-Smile der Abbildung 7 — der Dollar ist stark, wenn die US-Wirtschaft relativ boomt (Zins- und Wachstumsvorsprung), und ebenfalls stark, wenn die Weltwirtschaft in Risikoaversion kippt (Fluchtbewegung); schwach ist er im mittleren Regime synchronen Weltwachstums bei relativ lockerer Fed.²⁶

²⁶ Das Dollar-Smile-Muster geht auf den Währungsstrategen Stephen Jen zurück; es beschreibt eine empirische Regelmäßigkeit, keine theoretische Notwendigkeit.

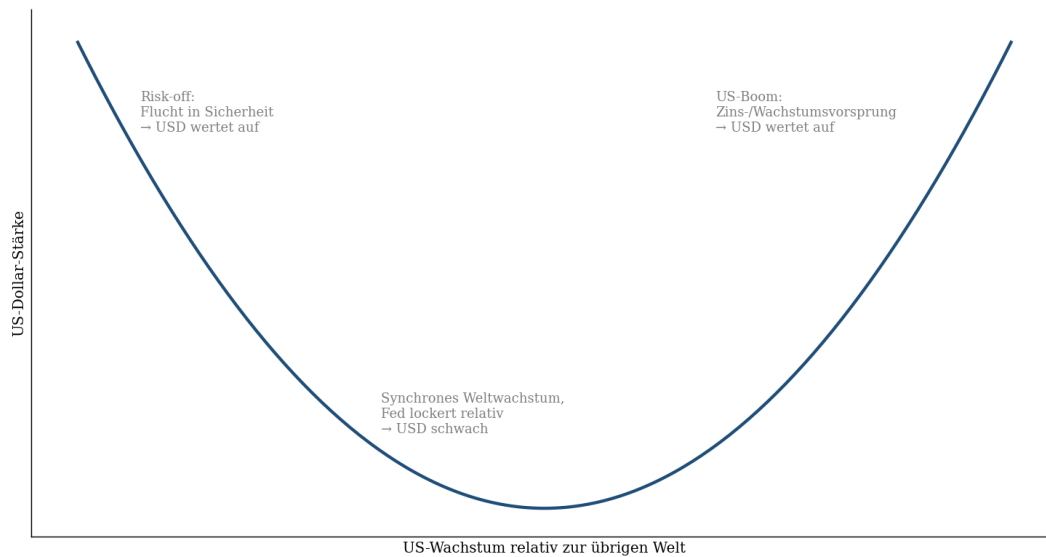


Abbildung 7: Das Dollar-Smile: US-Dollar-Stärke in Abhängigkeit vom relativen US-Wachstum (schematische Darstellung).

Quelle: Eigene Darstellung.

Das Smile erklärt, warum ein starker Dollar für globale Aktienportfolios zweierlei bedeuten kann: Er ist entweder Ausdruck amerikanischer Stärke (begünstigend für US-Aktien, Gegenbelastend für Schwellenländer mit Dollarschulden) oder Ausdruck globaler Risikoaversion (belastend für fast alles außer defensiven Dollaraktiva). Der Dollar ist damit selbst ein Makroindikator — seine Bewegungsrichtung gehört auf dieselbe Beobachtungsliste wie PMI und Zinsstruktur.

Hinzu kommt die Rolle des Dollars als globale Finanzierungswährung: Ein erheblicher Teil der internationalen Kredite und Anleihen ist in Dollar denominiert, sodass Dollarstärke die Finanzierungsbedingungen außerhalb der USA verschärft — am stärksten in Schwellenländern mit Dollarschulden, spürbar aber auch für europäische und japanische Emittenten. Ein steigender Dollar wirkt darüber wie eine globale geldpolitische Straffung, die keine Notenbank beschlossen hat; hawksche Fed-Überraschungen übertragen ihre belastende Wirkung auf diesem Weg in die übrigen Aktienmärkte.

10.3 Währungen und Aktienmärkte: vom Yen zum Euro

Der Einfluss der Währungen auf die Aktienmärkte ist regional höchst unterschiedlich, wie Tabelle 6 zusammenfasst. Am stärksten ist sie in Japan: Ein schwacher Yen hebt die in Yen gerechneten Auslandsgewinne der Exporteure und war historisch einer der verlässlichsten Treiber des Nikkei — weshalb japanische Aktienrallys für ungesicherte Euro- oder Dollarinvestoren regelmäßig zur Enttäuschung wurden: Der Kursgewinn

verpuffte in der Währungsabwertung, was die Absicherungsfrage (Perold und Schulman, 1988) zur Renditefrage macht.²⁷

Tabelle 6: Typische Wirkung der eigenen Währung auf den heimischen Aktienmarkt

Region	Abwertung wirkt typischerweise	Aufwertung wirkt typischerweise	Merkmale für Investoren
USA	mild positiv (Auslandsgewinne der Multinationals)	mild negativ; global aber risk-off-Signal	Dollar-Smile: Stärkegrund entscheidet
Euroraum	positiv für Exporteure (DAX), negativ über Energieimportpreise	belastend für Exportwerte, dovisher Spielraum für die EZB	EUR/USD als Konjunktur- und Zinsdifferenzsignal
Japan	stark positiv (Exporteursgewinne, Nikkei-Korrelation)	stark negativ; zugleich risk-off-Anzeichen (Carry-Auflösung)	Yen-Absicherung über realisierte Rendite entscheidet

Quelle: Eigene Zusammenstellung.

Ein Aspekt verdient besondere Beachtung: Der Yen ist als traditionelle Finanzierungswährung des Carry Trade zugleich ein globaler Risikoindikator. Wertet er abrupt auf, werden weltweit gehebelte Positionen aufgelöst — die Yen-Aufwertung ist dann nicht Ursache, sondern Fieberthermometer eines Risikoabbaus, der auch europäische und amerikanische Aktien erfasst. Der Devisenmarkt liefert damit Echtzeitinformation über das globale Risikoregime, die kein Monatsindikator bieten kann.

Für den Euro-Investor schließlich entscheidet die Währungsfrage über die realisierte Rendite seiner US- und Japan-Positionen: Ungesicherte Dollarbestände gewinnen in Risk-off-Phasen doppelt (Kurs und Währung laufen gegenläufig zum Euro), ungesicherte Yen-Positionen verlieren in bullischen Nikkei-Phasen regelmäßig einen Teil des Kursgewinns an die Abwertung. Die Näherungsregel der Praxis: Aktienrisiken aus Dollarräumen bleiben häufig ungesichert (natürlicher Risk-off-Puffer), Yen-Exposures werden gesichert oder bewusst als Währungsposition geführt — eine Entscheidung, die der Makrokalendar beider Länder laufend neu bewertet.

11 Vom Datenkalender zur Anlageentscheidung: ein Timing-Rahmen und seine Grenzen

11.1 Ein dreistufiger Analyserahmen

Die Erkenntnisse dieser Arbeit lassen sich zu einem dreistufigen Analyserahmen zusammenfassen, den ein Investor an jede wichtige Veröffentlichung anlegen kann. Stufe eins: die Überraschung, also der Abstand des Werts vom Konsens und die Belastbarkeit der Zahl (Revisionsanfälligkeit, Saisoneffekte). Stufe zwei: das Regime — in welcher

²⁷ Perold und Schulman (1988) argumentieren, dass Währungssicherung langfristig nahezu kostenlos ist (free lunch), da Hedging den Erwartungswert kaum, die Varianz aber deutlich senkt.

Zyklusphase trifft die Überraschung den Markt, was sagen Zinsstruktur, PMIs und der hawkish-dovish-Quadrant? Stufe drei: die Politikreaktion — verschiebt die Zahl den erwarteten Notenbankpfad, und ist diese Verschiebung bereits in Futures und Kurve eingepreist? Tabelle 7 führt die Stufen als Entscheidungsmatrix aus.²⁸

Tabelle 7: Dreistufiger Prüfraumen für Datenveröffentlichungen

Prüfstufe	Leitfragen	Instrumente und Referenzgrößen	Typische Konsequenz
1. Überraschung	Abweichung vom Konsens? Datenqualität, Revisionen, Saisonfaktoren?	Konsensschätzungen, Gleichung (3), Revisionshistorie	kleine Überraschung = kein Signal; große = weiter zu Stufe 2
2. Regime	Zyklusphase? Kippen die Vorzeichen (bad news = good news)?	Zinsstruktur (Abb. 4), PMI- Zonen (Abb. 3), Reaktionsmatrix (Tab. 3)	Vorzeichen der Aktienwirkung bestimmen
3. Politikreaktion	Verschiebt sich der erwartete Zinspfad? Schon eingepreist?	Fed-Funds-/OIS-Futures, Quadranten (Abb. 6), Signaltafel (Tab. 4)	Positionierung über Duration, Stile, Sektoren, Währungssicherung

Quelle: Eigene Zusammenstellung.

Wichtig ist die Zielgröße des Rahmens: Er steuert nicht das Ob der Aktienanlage, sondern deren Ausgestaltung — Risikobudget, Stil- und Sektorschwerpunkte, Duration der Beimischungen, Währungssicherung und die Erwartungsbildung für kommende Volatilität um Kalendertermine. Eine Auslegung des Rahmens als Steuerungsgröße der Aktienquote widerspricht der Evidenz der nächsten Stufe.

Ein Durchlauf am Beispiel macht den Rahmen konkret: Erscheint im Spätzyklus — invertierte Kurve, PMI nahe 50, Quadrant hawkish — ein Kern-CPI deutlich über Konsens, dann ist die Überraschung groß und glaubwürdig (Stufe 1), das Regime verstärkt ihre belastende Wirkung (Stufe 2), und der erwartete Zinspfad verschiebt sich messbar nach oben, sofern die Futures das nicht schon vorweggenommen haben (Stufe 3). Die Konsequenz besteht nicht in einer Aktienquote von null, sondern in einer Reihe abgestufter Anpassungen: einer Verkürzung der Duration der Anleihenbeimischung, einer Untergewichtung wachstumsorientierter Titel, einer Stärkung defensiver Qualitätswerte sowie der Prüfung von Absicherungen vor dem nächsten Notenbanktermin — festzuhalten in einem schriftlich fixierten Plan, bevor die Volatilität der Datentage die Regelbindung des Anlegers auf die Probe stellt.

11.2 Die Grenzen: Effizienz, Revisionen und die Timing-Falle

Die Grenzen des makrobasierten Timings sind dieselben, die jede Timing-Strategie binden. Erstens die Geschwindigkeit der Märkte: Die Anpassung an Überraschungen ist in Minuten abgeschlossen (Andersen et al., 2003), und was nach der Anpassung übrig bleibt, ist

²⁸ Der Rahmen operationalisiert die Befunde der Abschnitte 2 bis 10; er ist als Interpretationsdisziplin gedacht, nicht als mechanisches Handelssystem.

informationseffizient bepreist (Fama, 1970). Zweitens die Anforderungen an die Trefferquote: Timing lohnt erst ab etwa 74 Prozent Prognosegenauigkeit (Sharpe, 1975) — eine Schwelle, die auch makrogestützte Prognosen selten erreichen, zumal Wechselkurse (Meese und Rogoff, 1983) und Konjunkturwendepunkte notorisch schwer vorherzusagen sind. Drittens die Datenunsicherheit selbst: Entscheidungen auf Basis von Erstveröffentlichungen beruhen auf Zahlen, die später revidiert werden (Orphanides, 2001).²⁹

Viertens schließlich die Kalenderkonzentration der Prämie: Da ein Großteil der Aktienrendite an Ankündigungs- und Sitzungstagen entsteht (Savor und Wilson, 2013; Lucca und Moench, 2015), ist das Fernbleiben an diesen Tagen besonders teuer — die Makroprämie belohnt das Tragen des Risikos, nicht sein Umgehen. Der ehrliche Schluss lautet daher: Makrodaten machen den Investor nicht zum erfolgreichen Marktzeitpunktwähler, sondern zum besseren Risikomanager — sie kalibrieren Erwartungen, Portfoliostruktur und Verhalten in Stressphasen, während die Kapitalbindung selbst durchgehalten wird.

Darin liegt zugleich der verhaltensökonomische Nutzen des Rahmens: Eine systematische Prüfung der Datenveröffentlichungen anstelle einer unstrukturierten Aufnahme im Nachrichtenstrom ersetzt die Reaktion auf Schlagzeilen durch ein geordnetes Verfahren. Der Kalender wird zum Selbstbindungsinstrument — Analysetermine statt anhaltender Wachsamkeit, vorformulierte Wenn-dann-Regeln statt spontaner Umschichtungen. Nicht die Prognose wird dadurch besser, wohl aber das Verhalten; und das Verhalten, nicht die Prognose, entscheidet über die realisierte Rendite des Privatanlegers.

12 Fazit und Handlungsempfehlungen

Volkswirtschaftliche Daten erreichen den Aktieninvestor über zwei Kanäle — Gewinnerwartungen und Diskontierungszins —; ihre Wirkung wird maßgeblich durch die Reaktionsfunktion der Notenbanken verstärkt. Daraus folgen die Kernregeln dieser Arbeit: Nur die Überraschung gegenüber dem Konsens bewegt Kurse; ihr Vorzeichen für Aktien hängt vom Konjunkturregime ab, sodass schlechte Nachrichten in Expansionen regelmäßig gute Nachrichten sind (Boyd, Hu und Jagannathan, 2005); und geldnahe Zahlen — Inflation, Löhne, Arbeitsmarkttension — tragen das größte Gewicht, weil sie den hawkish-dovish-Pfad der Politik verschieben, dessen Überraschungen allein den Markt um rund ein Prozent je 25 unerwartete Basispunkte bewegen (Bernanke und Kuttner, 2005).³⁰

²⁹ Die Ankündigungsprämie von Savor und Wilson (2013) lässt sich auch als Kompensation lesen: Eine an Datentagen gehaltene Position trägt bewusst Makrorisiko und wird genau dafür vergütet.

³⁰ Diese Arbeit dient ausschließlich Informations- und Ausbildungszwecken; sie stellt keine Anlageempfehlung dar.

Als Frühwarnsystem bewähren sich die Umfrageindikatoren — ISM und PMIs mit der 50er-Schwelle und der Neuauftragskomponente, ifo und ZEW für die europäische Industriekonjunktur, Konsumentenstimmung für die Nachfrageseite, der Tankan für Japan — sowie als aggregierter Marktindikator die Zinsstruktur, deren Inversion Rezessionen verlässlicher ankündigt als jeder andere einzelne Indikator (Estrella und Mishkin, 1996, 1998). Amtliche Statistiken liefern die Bestätigung mit Gewicht auf Arbeitsmarkt und Preisen, sind aber revisionsanfällig; Geldmengen wie M3 beschreiben das Liquiditätsregime, taugen jedoch nicht zum Timing. Regional gilt: US-Daten sind Weltdaten, Europas Aktien hängen am globalen Industriezyklus, Japans Markt ist ohne den Yen nicht zu lesen — und der Dollar ist über sein (schematisches) Smile selbst ein Regimeindikator.

Aus den gewonnenen Erkenntnissen lassen sich sechs Empfehlungen für die Anlagepraxis ableiten. Erstens sind der Veröffentlichungskalender und die Konsensschätzungen zu kennen, da datengetriebene Volatilität insoweit planbar ist. Zweitens sind Überraschungen statt Niveaus zu interpretieren, wobei die Datenqualität — Revisionsanfälligkeit und Saisonfaktoren — zu berücksichtigen ist. Drittens ist vor jeder Interpretation der Vorzeichen das herrschende Regime zu bestimmen, etwa anhand der Zinsstruktur, der PMI-Zonen und der Verortung im Hawkish-dovish-Quadranten. Viertens ist die zu erwartende Notenbankreaktion zu durchdenken und den bereits eingepreisten Pfaden aus Futures und Zinskurve gegenüberzustellen. Fünftens sind die Konsequenzen über die Portfoliostruktur umzusetzen — über Stile, Sektoren, Duration und Währungssicherung —, nicht über die Aktienquote als binäre Größe. Sechstens ist die Investitionsquote grundsätzlich beizubehalten, da die Makroprämie konzentriert an eben jenen Tagen entsteht, die Market-Timing-Strategien zu vermeiden suchen (Savor und Wilson, 2013; Lucca und Moench, 2015).

Die Grenzen der Analyse sind zugleich ihr Forschungsausblick: Die geschilderten Reaktionsmuster sind historische Regelmäßigkeiten mit wechselnder Stärke, keine stabilen Parameter; Echtzeitdatenprobleme (Orphanides, 2001), die Zeitvariation der Ankündigungs- und Sitzungsprämien und die zunehmende Rolle notenbanklicher Kommunikation verdienen fortgesetzte empirische Beobachtung. Was Bestand hat, ist der Rahmen: Überraschung, Regime, Politikreaktion — in dieser Reihenfolge entsteht aus dem monatlichen Zahlenstrom Information, mit der ein Aktieninvestor arbeiten kann.

Am Ende steht eine klare Funktionszuweisung: Volkswirtschaftliche Daten beantworten nicht die Frage, ob investiert werden soll; sie informieren jedoch über das wahrscheinliche Kapitalmarktumfeld, über absehbare Phasen erhöhter Volatilität und über die zweckmäßige Ausrichtung der Portfoliostruktur. Begünstigende und belastende Rahmenbedingungen wechseln mit dem Konjunkturzyklus. Die Fähigkeit, die relevanten Signale — hawkish und dovish, Überraschung und Regime — zu deuten, führt nicht zu einer systematischen Überrendite gegenüber dem Markt; sie reduziert jedoch die Wahrscheinlichkeit gravierender Fehlentscheidungen und schafft damit die Voraussetzung,

über einen hinreichend langen Anlagehorizont jene Prämien zu vereinnahmen, die der Kapitalmarkt dem geduldigen Risikoträger vergütet.

Literaturverzeichnis

- Andersen, T. G., T. Bollerslev, F. X. Diebold und C. Vega (2003): Micro Effects of Macro Announcements: Real-Time Price Discovery in Foreign Exchange, *American Economic Review* 93 (1), 38–62.
- Andersen, T. G., T. Bollerslev, F. X. Diebold und C. Vega (2007): Real-Time Price Discovery in Global Stock, Bond and Foreign Exchange Markets, *Journal of International Economics* 73 (2), 251–277.
- Baker, M., und J. Wurgler (2006): Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns, *Journal of Finance* 61 (4), 1645–1680.
- Baker, S. R., N. Bloom und S. J. Davis (2016): Measuring Economic Policy Uncertainty, *Quarterly Journal of Economics* 131 (4), 1593–1636.
- Bernanke, B. S., und K. N. Kuttner (2005): What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy? *Journal of Finance*, 60(3), 1221–1257.
- Bernard, H., und S. Gerlach (1998): Does the Term Structure Predict Recessions? The International Evidence, *International Journal of Finance and Economics* 3 (3), 195–215.
- Boyd, J. H., J. Hu und R. Jagannathan (2005): The Stock Market's Reaction to Unemployment News: Why Bad News Is Usually Good for Stocks, *Journal of Finance* 60 (2), 649–672.
- Brown, G. W., und M. T. Cliff (2004): Investor Sentiment and the Near-Term Stock Market, *Journal of Empirical Finance* 11 (1), 1–27.
- Chen, N. -F., R. Roll und S. A. Ross (1986): Economic Forces and the Stock Market, *Journal of Business* 59 (3), 383–403.
- Cieslak, A., und A. Vissing-Jørgensen (2021): The Economics of the Fed Put, *Review of Financial Studies* 34 (9), 4045–4089.
- Clarida, R., J. Galí und M. Gertler (2000): Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory, *Quarterly Journal of Economics* 115 (1), 147–180.
- Dornbusch, R. (1976): Expectations and Exchange Rate Dynamics, *Journal of Political Economy* 84 (6), 1161–1176.
- Ehrmann, M., und M. Fratzscher (2004): Taking Stock: Monetary Policy Transmission to Equity Markets, *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(4), 719–737.
- Estrella, A., und G. A. Hardouvelis (1991): The Term Structure as a Predictor of Real Economic Activity, *Journal of Finance* 46 (2), 555–576.
- Estrella, A., und F. S. Mishkin (1996): The Yield Curve as a Predictor of U.S. Recessions, *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance* 2 (7), 1–6.
- Estrella, A., und F. S. Mishkin (1998): Predicting U.S. Recessions: Financial Variables as Leading Indicators, *Review of Economics and Statistics* 80 (1), 45–61.
- Fama, E. F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance* 25 (2), 383–417.

- Fama, E. F. (1981): Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money, *American Economic Review* 71 (4), 545–565.
- Fama, E. F. (1984): Forward and Spot Exchange Rates, *Journal of Monetary Economics* 14 (3), 319–338.
- Flannery, M. J., und A. A. Protopapadakis (2002): Macroeconomic Factors Do Influence Aggregate Stock Returns, *Review of Financial Studies* 15 (3), 751–782.
- Friedman, M., und A. J. Schwartz (1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton: Princeton University Press.
- Gürkaynak, R. S., B. Sack und E. T. Swanson (2005): Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements, *International Journal of Central Banking* 1 (1), 55–93.
- Harvey, C. R. (1988): The Real Term Structure and Consumption Growth, *Journal of Financial Economics* 22 (2), 305–333.
- Hüfner, F. P., und M. Schröder (2002): Prognosegehalt von ifo-Geschäftserwartungen und ZEW-Konjunkturerwartungen: Ein ökonometrischer Vergleich, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 222 (3), 316–336.
- Kuttner, K. N. (2001): Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market, *Journal of Monetary Economics* 47 (3), 523–544.
- Lucca, D. O., und E. Moench (2015): The pre-FOMC Announcement Drift, *Journal of Finance* 70 (1), 329–371.
- McQueen, G., und V. V. Roley (1993): Stock Prices, News, and Business Conditions, *Review of Financial Studies* 6 (3), 683–707.
- Meese, R. A., und K. Rogoff (1983): Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample? *Journal of International Economics*, 14(1–2), 3–24.
- Orphanides, A. (2001): Monetary Policy Rules Based on Real-Time Data, *American Economic Review* 91 (4), 964–985.
- Pearce, D. K., und V. V. Roley (1985): Stock Prices and Economic News, *Journal of Business* 58 (1), 49–67.
- Perold, A. F., und E. C. Schulman (1988): The Free Lunch in Currency Hedging: Implications for Investment Policy and Performance Standards, *Financial Analysts Journal* 44 (3), 45–50.
- Rudebusch, G. D., und J. C. Williams (2009): Forecasting Recessions: The Puzzle of the Enduring Power of the Yield Curve, *Journal of Business and Economic Statistics* 27 (4), 492–503.
- Savor, P., und M. Wilson (2013): How Much Do Investors Care About Macroeconomic Risk? Evidence from Scheduled Economic Announcements, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48 (2), 343–375.
- Sharpe, W. F. (1975): Likely Gains from Market Timing, *Financial Analysts Journal* 31 (2), 60–69.

- Stock, J. H., und M. W. Watson (2003): Forecasting Output and Inflation: The Role of Asset Prices, *Journal of Economic Literature* 41 (3), 788–829.
- Taylor, J. B. (1993): Discretion versus Policy Rules in Practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195–214.
- Whaley, R. E. (2000): The Investor Fear Gauge, *Journal of Portfolio Management* 26 (3), 12–17.