

<http://blog.de.erste-am.com/2017/07/24/quo-vadis-federal-reserve-teil-1/>

Quo Vadis, Federal Reserve? - Teil 1

Gerold Permoser



© (c) iStock

Derzeit ist die US Notenbank in einer Zinserhöhungsphase und es stellt sich die Frage, wie weit werden die Zinsen noch steigen bzw. wann ist ein Ausmaß erreicht, bei dem Gefahr für die Konjunktur besteht und vorsorglich von Aktien in weniger konjunktursensible Anlageklassen umgeschichtet werden sollte.

Rezessionen sind Gift für die Märkte. Um das mit zwei Zahlen zu illustrieren: der durchschnittliche Ertrag von US Aktien, gemessen am S&P 500, lag seit 1950 in einer Rezession bei -8,6% p.a. In Phasen der wirtschaftlichen Expansion hingegen konnten sich Anleger hingegen über 13,9% p.a. freuen. Getrieben von Bevölkerungswachstum und Produktivitätsfortschritten war in den vergangenen Jahrzehnten die Expansion der natürliche Zustand der Wirtschaft. Um das wieder am Beispiel der USA, für die die besten Daten verfügbar sind, festzumachen, expandierte die Wirtschaft in 698 der 809 Monate seit 1950. Das heißt, die Wirtschaft war 14% der Zeit in der Rezession. Die Expansion ist damit „statistisch“ der natürliche Zustand der Wirtschaft, der aus drei Gründen in eine Rezession umschlagen kann:

- Wirtschaftliche Ungleichgewichte, die eine Krise auslösen, wie es etwa 2008 der Fall war
- Externe Schocks wie etwa die beiden Ölkrisen in den 70er Jahren
- Zinserhöhungen der US-Notenbank, die solange weitergehen, bis sie die Wirtschaft regelrecht „abwürgen“

Damit stellt sich die Frage, ob man diesen Punkt erreicht hat bzw. demnächst erreichen wird?

Die Taylor Regel

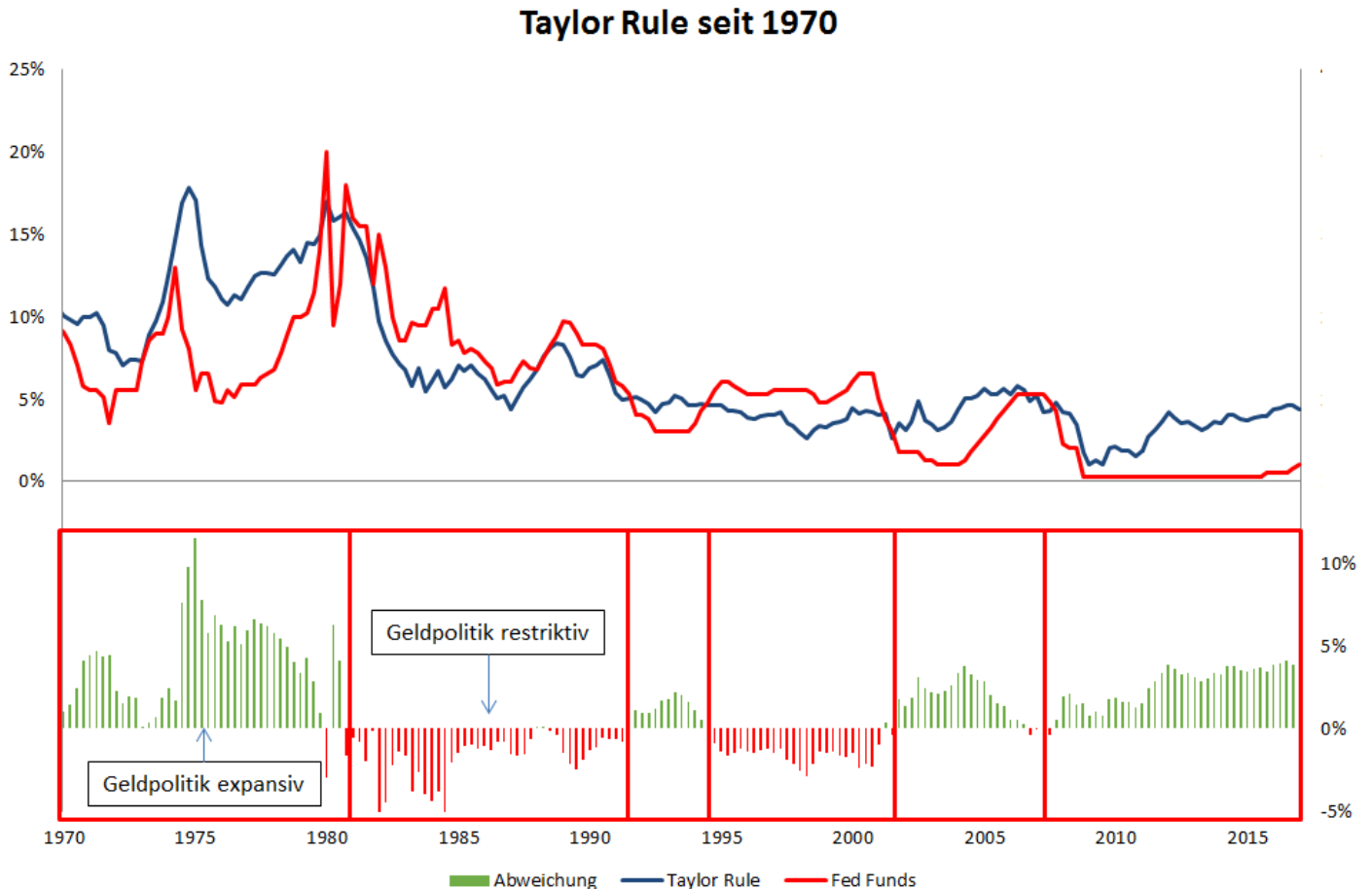
Ein zumindest oberflächlich einfaches Tool für die Analyse dieser Fragestellung ist die Taylor Regel, die nach dem bekannten US-Ökonom John B. Taylor benannt wurde. Taylor werden aktuell Chancen nachgesagt, der nächste Fed-Vorsitzende zu werden (<https://www.bloomberg.com/graphics/2017-who-will-be-the-next-fed-chair/>). Bevor wir zur Analyse schreiten können, möchte ich kurz die Funktionsweise der Taylor Rule erklären. Das Konzept stammt ursprünglich aus den 90er Jahren und wird in verschiedenen Formen verwendet.

Das attraktive an der Taylor Rule war (und ist), dass sie auch für alle diejenigen, die Formeln nicht sehr schätzen, sehr intuitiv ist:

Die US-Notenbank soll den Zins so festlegen, dass er langfristig dem Wert entspricht, bei dem das von der US-Notenbank verfolgte Inflationsziel eingehalten wird und Vollbeschäftigung herrscht. Wenn die tatsächliche Inflation allerdings über- oder unter dem von der Fed gewünschten Niveau liegt, soll die US-Notenbank mit höheren oder niedrigeren Leitzinsen darauf reagieren. Selbiges gilt für Abweichungen vom langfristig erwartbaren Bruttoinlandsprodukt, dem sogenannten Produktionspotenzial. Wenn die Wirtschaft in der Rezession steckt, dann sollte die Notenbank die Zinsen unter den langfristig neutralen Satz senken. Wenn die Wirtschaft überhitzt, dann müssen die Leitzinsen darüber liegen.

Die folgende Grafik gibt einen Überblick, wie die Taylor Rule in den letzten ca. 50 Jahren funktioniert hätte.

Taylor Rule im Praxistest - die Historie seit 1970



Quelle: Erste Asset Management

Als die Taylor Rule in den 90er Jahren populär wurde, waren es vor allem Grafiken wie die obige, die zu ihrer Beliebtheit beitrugen. Die Taylor Rule war sehr einfach in der Lage, die Geldpolitik der Jahre zuvor abzubilden.

- In den 70er Jahren waren die Leitzinsen in den USA deutlich zu niedrig. Die expansive Geldpolitik hatte hohe Inflationsraten und vor allem auch steigende Inflationserwartungen zur Folge.
- Zu Beginn der 1980er Jahre schwenkte die US-Notenbank unter ihrem damaligen Präsidenten Paul Volcker um und fuhr einen harten Kurs. Die Zinsen wurden über das von der Taylor Rule induzierte Niveau hinaus erhöht, was letztendlich dazu führte, dass die Inflationsraten fielen und auch die Inflationserwartungen wieder unter Kontrolle gebracht werden konnten.
- Ab etwa 1985 konnte die Fed dann zu einer, den Notwendigkeiten des Konjunkturzyklus angemessenen, Feinsteuerung der Geldpolitik übergehen. Das Inflationsgespenst war wieder sicher in seiner Flasche verwahrt. Entsprechend war die Geldpolitik vor der Rezession 1990 restriktiv, wurde danach expansiver, bis 1994 die geldpolitischen Zügel am Ende der 1990er Jahre wieder straffer gezogen wurden.
- Mit der Rezession 2001 begann dann als Reaktion auf das Platzen der DotCom Blase bzw. die Terroranschläge vom 11. September eine Phase der extrem lockeren Geldpolitik. Für viele Ökonomen gelten die niedrigen Zinsen in dieser Phase auch als einer der Gründe für die Exzesse am Immobilienmarkt, die 2008 in der Finanzkrise mündeten.
- Die Phase nach 2008 war aus Sicht der Taylor Rule besonders locker. Wenn man davon ausgeht, dass die Geldpolitik vor 2008 schon zu locker war und damit zu einer Überhitzung der Immobilienpreise geführt hat, verspräche das nichts

Gutes für die Zukunft.

Heißt das, dass eine Krise unmittelbar bevorsteht oder steckt etwas anderes hinter dieser Entwicklung? Antworten darauf in Teil II der Quo Vadis Fed Triologie!

Wichtige rechtliche Hinweise:

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemitteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH, RINGTURM Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. Unsere Kommunikationssprachen sind Deutsch und Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idGF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Der vereinfachte Prospekt der ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. wird entsprechend den Bestimmungen des ImmoInvFG 2003 idjF erstellt und im „Amtsblatt zur Wiener Zeitung“ veröffentlicht. Für die von der ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H., Erste Asset Management GmbH, RINGTURM Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. und ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, der vereinfachte Prospekt sowie die Wesentliche Anlegerinformation/KID sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at abrufbar und stehen dem interessierten Anleger kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts bzw. des vereinfachten Prospekts, die Sprachen, in denen die Wesentliche Anlegerinformation/KID erhältlich ist sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente sind auf der Homepage www.erste-am.com bzw. www.ersteimmobilien.at ersichtlich.

Diese Unterlage dient als zusätzliche Information für unsere Anleger und basiert auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Personen zum Redaktionsschluss. Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Bedürfnisse unserer Anleger hinsichtlich des Ertrags, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu.

Da es sich hierbei um einen Blog handelt, werden die in den jeweiligen Einträgen angegebenen Daten und Fakten sowie Hinweise nicht aktualisiert. Diese entsprechen dem Redaktionsstand zum oben angeführten Datum. Die jeweils aktuellen Daten und Hinweise in Bezug auf Fonds entnehmen Sie bitte den Angaben unter dem Menüpunkt „Fondssuche“ auf www.erste-am.at.



Gerold Permoser

Gerold Permoser ist seit Anfang April 2013 Veranlagungschef (Chief Investment Officer) der Erste Asset Management. In dieser Funktion verantwortet er die gesamten Asset Management Aktivitäten und Anlagestrategien aller Investmentfonds der Erste Asset Management Gruppe in Österreich, Deutschland, Kroatien, Rumänien, der Slowakei, Tschechien und Ungarn. Vor seinem Eintritt im Unternehmen übte er diese Funktion bei Macquarie Investmentmanagement Austria KAG aus. Permoser verfügt über Erfahrung im Veranlagungsbereich seit 1997.

Er begann seine Karriere als Fixed-Income Analyst in der Creditanstalt in Wien. Im Jahr 2000 wechselte er in das Fondsmanagement der Innovest KAG. Dort konnte er maßgebliche Akzente im Investmentbereich setzen und avancierte dann zum CIO (Leiter der Asset Allocation und des Research). Gerold Permoser studierte an der Universität Innsbruck und ist CFA-Charterholder. Er trägt an der Universität Wien und bei verschiedenen Post-Graduate Ausbildungen für Analysten und Portfoliomanager vor (z. B: bei der Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften, VÖIG).