

<https://blog.de.erste-am.com/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, Feinststeuerung 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 Trilogie!

#### Wichtige rechtliche Hinweise:

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

### Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemittelteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idGF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH 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“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com) ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage [www.erste-am.com/investor-rights](http://www.erste-am.com/investor-rights) abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

**Hinweis:** Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter [www.erste-am.com](http://www.erste-am.com).

**Wichtig:** Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

**Bitte beachten Sie:** Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltene Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.



## 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).