

<http://blog.de.erste-am.com/2017/08/01/quo-vadis-federal-reserve-teil-3/>

## Quo Vadis, Federal Reserve? - Teil 3

Gerold Permoser



© (c) iStock

### Making sense of it all

Um es vorweg zu sagen, meiner Meinung nach ist die Taylor Regel immer noch ein sinnvolles Instrument, um die zukünftige Geldpolitik der US-Notenbank einzuschätzen. Allerdings darf man sie nicht einfach sklavisch anwenden, sondern sollte sie als Heuristik verstehen, die einem hilft, die Gedanken zu ordnen.

Um ein Gefühl dafür zu geben, wo der laut Taylor Regel „richtige“ Leitzins derzeit liegen soll, möchte ich in einem ersten Schritt eine Bandbreite des Taylor-Zinssatzes ableiten. Danach werde ich meine persönliche Meinung und Einschätzung einbringen und basierend darauf einige Schlüsse für die weitere Entwicklung der Geldpolitik ziehen.

Die Inputs liegen beim nominalen, neutralen Satz in einer Bandbreite von 2% bis 5%. Die Inflationslücke liegt derzeit bei minus 0,6 Prozentpunkte. Sie ergibt sich aus einem Inflationsziel der US-Notenbank von 2% und dem aktuellen Wert des CPCE Deflators von 1,4%. Bei der Produktionslücke liegen die Werte in der Bandbreite von -0,8% bis 1,1%. Daraus folgt ein Taylor Zins von 1,3% bis 5,25%.

### Abschätzung des Taylor Zinses

Neutraler Satz	Inflationslücke	Produktionslücke	Taylor Zins
5%	-0,6 Prozentpunkte	1,1%	5,25%
5%	-0,6 Prozentpunkte	-0,8%	4,3%
2%	-0,6 Prozentpunkte	1,1%	2,25%
2%	-0,6 Prozentpunkte	-0,8%	1,3%

Quelle: EAM

Daraus folgen für mich zwei Erkenntnisse:

- Die große Variation der Ergebnisse ist vor allem der Unklarheit über die tatsächliche Höhe der neutralen Rate gewidmet. Diese ist im Vergleich zur ebenfalls nicht beobachtbaren Produktionslücke noch einmal schwieriger zu bestimmen und in vielen Fällen eine Glaubens- und keine Wissensfrage. Für mich heißt das, dass man sich sehr genau anschauen muss, wer die Entscheidungsträger bei der Fed sind bzw. sein werden.
- Das untere Ende der Bandbreite der obigen „Schätzungen“ liegt bei einem Leitzins von 1,3%. Dieser Wert liegt knapp aber doch über der aktuellen Bandbreite für die Fed Funds Target Rate von 1% bis 1,25%. Selbst im „optimistischen“ Fall liegen die Leitzinsen damit unter dem von der Taylor Regel indizierten Niveau. Das spricht für mich auf jeden Fall für weitere Zinserhöhungen.

Aber jetzt zu meiner persönlichen Einschätzung der Inputs für die Taylor Regel.

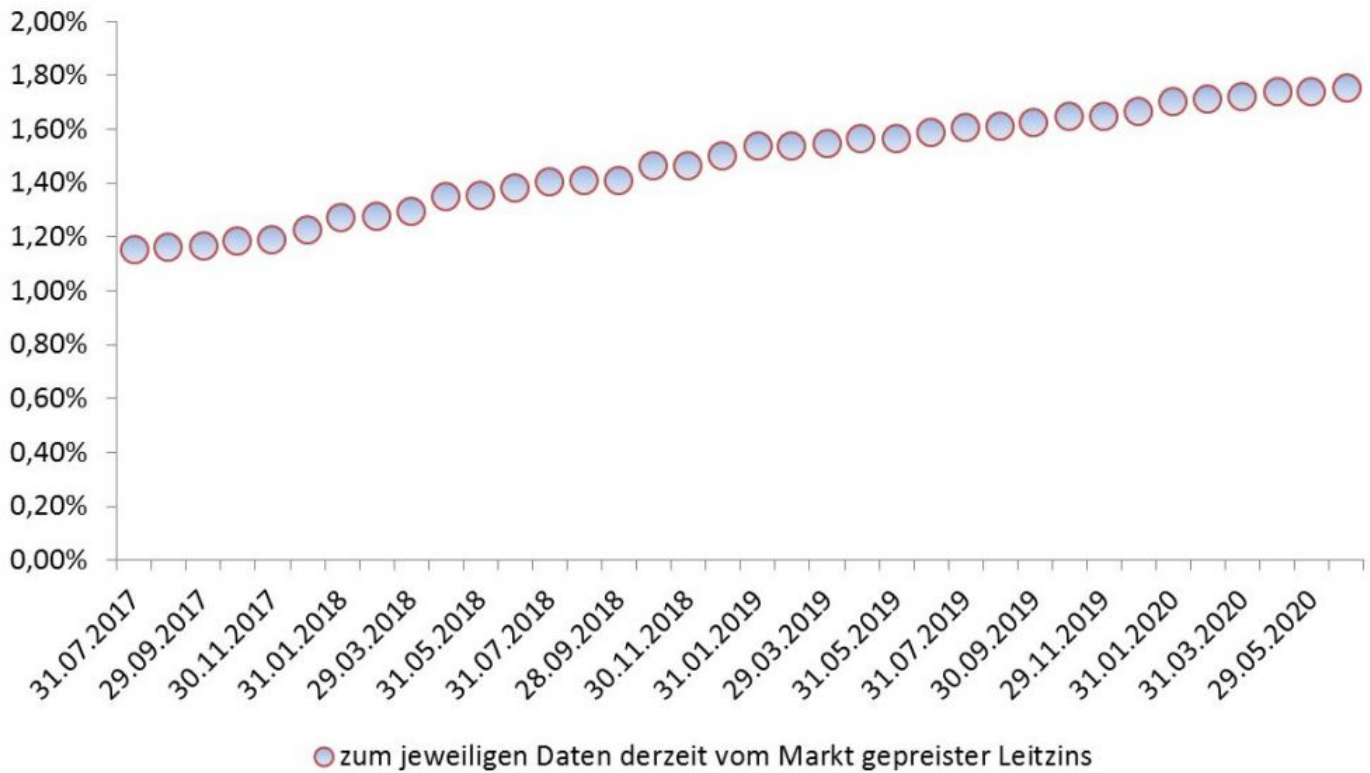
- Ich gehe davon aus, dass der neutrale Satz am unteren Ende der Bandbreite von 2% bis 5% angesiedelt ist. Niedrigere Produktivität, geringeres Bevölkerungswachstum und eine höhere Bereitschaft Konsum heute für Konsum morgen aufzugeben, sprechen für niedrigere Zinsen. Alles das beschreibt aus meiner Sicht das aktuelle wirtschaftliche Geschehen und unterscheidet sich von der Situation in den 90er Jahren.
- Bei der Einschätzung der Produktionslücke gehe ich davon aus, dass diese eher am oberen als am unteren Ende der angegebenen Bandbreite liegt. Im Zuge der Finanzkrise wurde die Qualifikation vieler Menschen aber auch viele Geschäftsmodelle und die damit verbundenen Investitionen für immer entwertet. Entsprechend besteht aus meiner Sicht das Risiko von ökonomischen Modellen, die in der Zeit vor 2008 kalibriert wurden, darin, dass sie die Kapazitätsauslastung unterschätzen. Das passt meines Erachtens zum US-Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenrate liegt derzeit bei 4,4% und damit bei den Tiefstständen von vor der Krise.
- Die aktuelle Inflationslücke liegt bei minus 0,6 Prozentpunkten.

In Summe spricht das dafür, dass der aktuelle Leitzins bei 1,65% liegen sollte (0% neutraler Realzins; 1,4% aktuelle Inflation; minus 0,6 Prozentpunkte Inflationslücke; plus 1,1% Produktionslücke).

## Schlussfolgerungen

- Die Fed Fund Futures, ein Derivativkontrakt, aus dem man die Markterwartung für die zukünftige Höhe der Leitzinsen ablesen kann, zeigen, dass der Markt die Leitzinsen Mitte 2020 bei 1,75% erwartet. Ein Taylor Zins von 1,65% entspricht damit in etwa den derzeit im Markt gepreisten Erwartungen für die Fed Funds Rate für 2020. Hier bliebe aber wenig Spielraum für ein Anziehen der Inflation oder ein Weiterwachsen der Wirtschaft mit der aktuellen Geschwindigkeit.

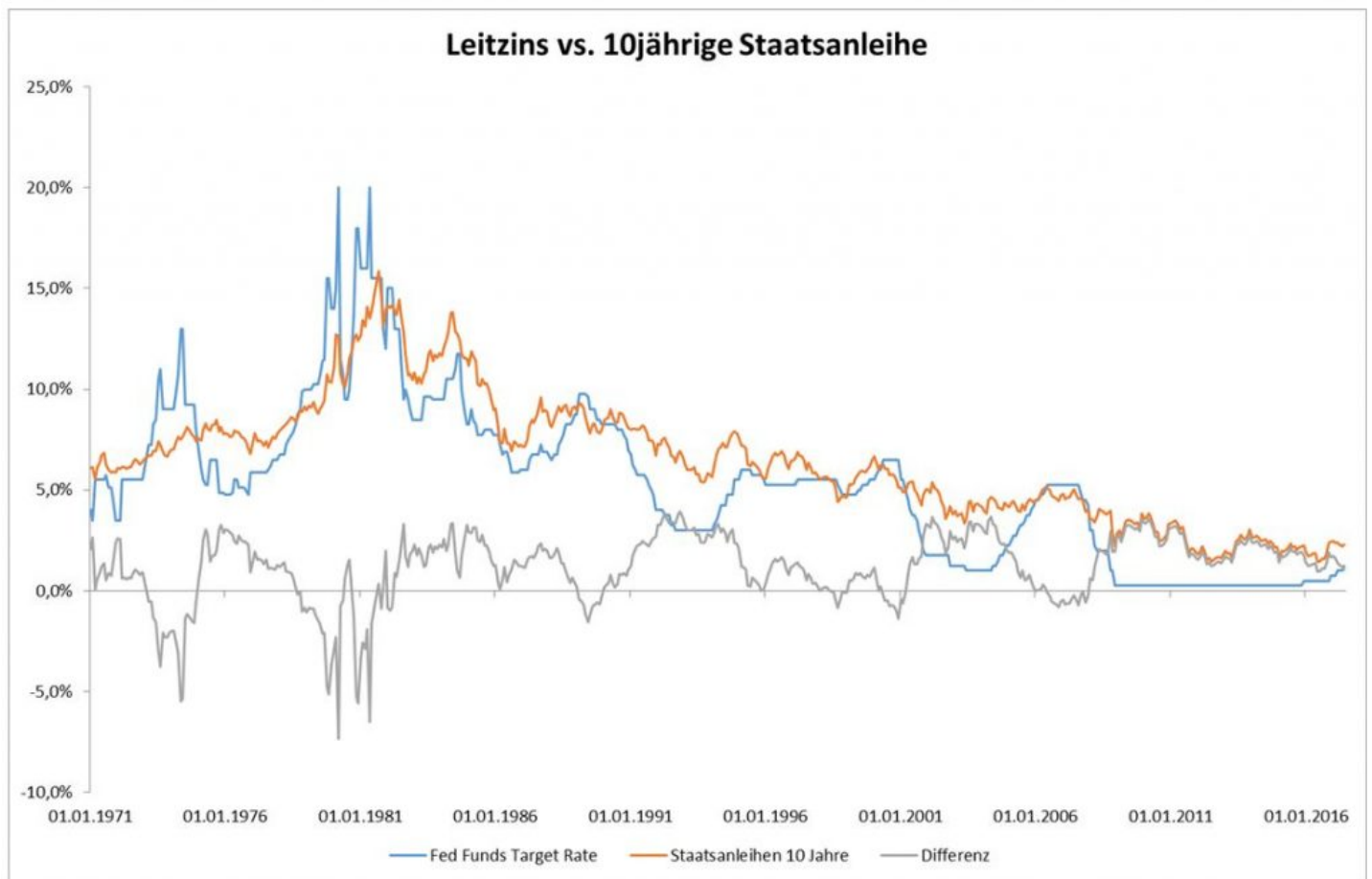
## In den Fed Fund Futures gepreister Leitzins



Quelle: EAM/Bloomberg

Hinweis: Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

- Sollte die Inflation in 12 Monaten bei 1,9% liegen, was der derzeitigen Markterwartung entspricht, wäre der Taylor Zins rein rechnerisch um 0,75% höher (die Inflation geht sowohl in den „Nominalzins“ als auch in die Inflationslücke ein). Das erklärt auch, warum der Markt Inflationszahlen derzeit so große Beachtung schenkt. Steigt die Inflation an, wird die Fed unter Druck kommen, die Zinsen schneller und drastischer zu erhöhen als derzeit im Markt gepreist.
- Geht man von einem Taylor Zins von 1,65% und einem Aufschlag für 10jährige US-Staatsanleihen von 1,2% aus, was dem durchschnittlichen Wert seit 1970 entspricht, sollte die 10jährige Rendite bei 2,85% liegen. Dieser Wert liegt ca. 60 Prozentpunkte über dem aktuellen Wert.



Quelle: EAM

- Wenn der nominale neutrale Zins tatsächlich bei 2% liegt, dann werden unorthodoxe Maßnahmen der Geldpolitik kein einmaliges Ereignis gewesen sein, sondern weiterhin eine wichtige Rolle spielen. Denn die nächste Rezession kommt bestimmt. Die Fed könnte dann die Leitzinsen um deutlich weniger senken als in der Vergangenheit üblich.

Ironie des Schicksals, dass ausgerechnet der Namensgeber der Taylor Regel den vorangegangenen Überlegungen einen Strich durch die Rechnung machen könnte. Von John Taylor ist bekannt, dass er nicht davon ausgeht, dass der neutrale Zinssatz in den letzten Jahren deutlich gesunken ist. Konsequenterweise hält er die aktuellen Leitzinsen für zu tief. Sollte John Taylor tatsächlich der nächste Vorsitzende der Fed werden, ist daher davon auszugehen, dass die Fed die Zinsen wohl stärker erhöhen wird, als vom Markt und auch von mir erwartet.

#### 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 idgF 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 Funds (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](http://www.erste-am.com) bzw. [www.ersteimmobilien.at](http://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](http://www.erste-am.com) bzw. [www.ersteimmobilien.at](http://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](http://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).