

<https://blog.de.erste-am.com/2017/07/28/quo-vadis-federal-reserve-teil-2/>

Quo Vadis, Federal Reserve? - Teil 2

Gerold Permoser



© (c) iStock

Taylor Rule - Präzise Formel, schwammige Inputs

Seit 2008 scheinen die Leitzinsen in den USA, gemessen an einer Taylor Regel, deutlich zu niedrig zu sein. Nachdem einige Ökonomen der lockeren Geldpolitik und Alan Greenspan Mitschuld an der großen Finanzkrise 2008 geben, stellt sich die Frage, ob uns ein Déjà-vu bevorsteht.

So einfach und elegant die Taylor Rule auch ist, um die Wirkungsweise bzw. Treiber der Geldpolitik der US-Notenbank zu analysieren, so sehr muss man sich der Limitationen bewusst sein. Die prägnante Formel der Taylor Rule steht leider in Widerspruch zu der Schwierigkeit, einige der zentralen Parameter zu bestimmen. Aber der Reihe nach. Kritik an der Taylor Regel setzt an vielen Ebenen an:

- **Selbst wenn die Taylor Rule das optimale Verhalten der US-Notenbank beschriebe, macht es Sinn, sich geldpolitisch an eine fixe Regel zu binden?** Geprägt durch die monetaristische Schule der 60er und 70er war es lange Konsensus in den Zentralbanken, dass vor allem eine stabile und berechenbare Geldpolitik, implementiert durch das sogenannte *Inflation Targeting*, langfristig zu einem optimalen Ergebnis führt. In diesem Ansatz ist das vorrangige Ziel der Geldpolitik die Erreichung eines Inflationsziels. Nach der Krise 2008, der keine Phase hoher Inflation vorausgegangen war, wird diese Auffassung massiv hinterfragt. Es wird gefordert, dass sich Zentralbanken beim Setzen der Leitzinsen nicht nur an der Inflation, sondern auch an makroökonomischen Ungleichgewichten orientieren. Eine umfassende Herangehensweise berücksichtigt zum Beispiel auch auf die Gefahr von Blasenbildungen auf den Aktien- und Immobilienmärkten, ein auffällig hohes Kreditwachstum oder ein hohes Leistungsbilanzdefizit.
- **Hängt die Inflation überhaupt noch an der nationalen Geldpolitik oder treiben Einflussfaktoren außerhalb der Kontrolle der Zentralbank(en) die Entwicklung des Preisniveaus?** Bei kleineren offenen Volkswirtschaften wie Österreich war diese Frage immer schon ein Thema. Inzwischen stellt sich die Frage aber auch bei großen Volkswirtschaften wie den USA. Die Globalisierung hat zu einer Auslagerung der Produktion in Länder mit niedrigeren Produktionskosten geführt. Der Import von billigen Industrieprodukten drückt auf die Preise und der „flexibilisierte“ Arbeitsmarkt auf die Lohnkosten. Beides drückt die Inflation, selbst bei relativ gutem Wirtschaftswachstum. Der Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und Inflation ist damit nicht stabil. Die Taylor-Regel geht allerdings von

„starren“ Zusammenhängen aus.

Beide Argumente wurden im Nachgang zur Finanzkrise des Jahres 2008 sehr häufig diskutiert. Seit damals ist auch klar, dass sich zu niedrige Zinsen nicht unbedingt in zu hohen Inflationsraten, sondern auch in einem destabilisierenden Anstieg der Asset Preise (z.B. den Immobilienpreisen in Spanien und den USA) sowie der Verschuldung widerspiegeln können. In dem Fall wäre der ganze der Taylor Regel zugrundeliegende Zugang zur Geldpolitik falsch.

Neben diesen strukturellen Kritikpunkten gibt es aber auch noch einige ganz praktische. Viele Inputs für die Taylor Regel sind nicht beobacht- und damit messbar, sondern müssen definiert bzw. geschätzt werden.

- **Welche Inflationsrate zählt?** Der Deflator des BIP, d.h. die Veränderung der Preise aller im Inland produzierten Güter und Dienstleistungen? Die Veränderung der Konsumentenpreise? Die sogenannte Kernrate der Konsumentenpreise, d.h. ohne die schwankungsfreudigeren und von der Zentralbank kaum steuerbaren Komponenten Energie und Lebensmittel? Oder die Veränderung der Preise des persönlichen Konsums? In den USA wissen wir, dass die Notenbank die Preisstabilität mit der Kernrate der persönlichen Konsumausgaben (*Core Personal Consumption Expenditure [CPCE]*) definiert. In der Eurozone greift die Notenbank in ihrer Definition von Preisstabilität hingegen auf ein anderes Konzept, die Veränderung der harmonisierten Konsumentenpreise, zurück.
- **Innerhalb welchen Zeitraums soll das Inflationsziel erfüllt werden?** Ein Jahr, fünf Jahre, zehn Jahre? Da es weder möglich ist, Abweichungen der tatsächlichen Inflation vom Inflationsziel innerhalb eines Jahres zu korrigieren, noch auf ein bestimmtes Datum in der Zukunft zu fixieren, beschränken sich die Zentralbanken auf einen „mittelfristigen Horizont“. Immerhin: seit der Einführung des Euro beträgt die durchschnittliche Inflation 1,7% p.a.. Das entspricht dem Zentralbankziel einer Inflation von maximal knapp unter 2%. In den USA betrug die Kerninflation im selben Zeitraum ebenfalls 1,7% p.a. Wählt man diesen Zeitraum hätte die Zentralbank das Inflationsziel von 2% im Durchschnitt verfehlt, die Geldpolitik wäre sogar zu straff gewesen.
- **Wie hoch und vor allem wie stabil ist der neutrale Zins?** Der neutrale Zins ist de facto nicht beobachtbar. Ursprünglich wurde dieser in den 90er Jahren für die USA mit real 3% angenommen. Geht man von einem Inflationsziel der Fed von 2% aus, sollte der neutrale (nominale) Zins damit bei 5% liegen. Inzwischen geht die US Notenbank aber von einem deutlich niedrigeren Wert aus. Und dieser Wert ist auch nicht stabil. Vor vier Jahre wurde von den Mitgliedern der US-Notenbank der langfristig nominelle Leitzinssatz (eine Möglichkeit den neutralen Zinssatz zu schätzen) bei 4% gesehen (<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtab120130619.pdf>). Aktuell liegt diese Zahl bei 3%. Die regionale Notenbank von San Francisco rechnet sogar mit einem Wert von nur 0% für den inflationsbereinigten, d.h. realen neutralen Zinssatz (https://www.google.at/search?q=laubach+williams&rlz=1C1GCEA_enAT752AT752&og=laubach+williams&aqs=chrome..69j57.6661j0j9&sourceid=chrome&ie=UTF-8). Inklusive des Inflationsziels von 2% läge der neutrale nominelle Leitzins damit bei 2%. Da der neutrale Zinssatz in den Modellen meist als r^* bezeichnet wird, sprechen Ökonomen im Zusammenhang mit der zum Teil heftig geführten Diskussion von *R-Star Wars*.
- **Wie hoch ist die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung?** Auch die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke ist nicht beobachtbar. Für die meisten von Ihnen ist das wahrscheinlich auch sehr einfach nachvollziehbar. Was ist ihr persönliches Produktionspotential? Und wann liegt man drunter oder drüber? Ich könnte die Frage zumindest für mich nicht so einfach beantworten. Der IMF schätzt für die USA für das Jahr 2017 einen Output Gap von 0%, die OECD geht von -0,8% aus, das *Congressional Budget Office*, eine Behörde, die den US-Kongress bei der Budgeterstellung unterstützt, von -0,8% im März 2017 und die San Francisco Fed rechnet mit +1,1% im März 2017.

Damit kann man, aus meiner Sicht, Entwarnung geben: Die von der klassischen Taylor Regel ausgewiesene extrem lockere Geldpolitik ist in dieser Form sicherlich überzeichnet und einer Änderung der zentralen Inputparameter dahinter geschuldet. Die Wirtschaft hat sich verändert und entsprechend muss man auch sein Rüstzeug zur Analyse der wirtschaftlichen Zusammenhänge anpassen.

Ist die Taylor Rule damit obsolet geworden? Und was heißt das letztendlich für die Einschätzung der zukünftigen Zinsentwicklung? Das wird im dritten Teil der Quo Vadis Fed Reihe beantwortet.

Wichtige rechtliche Hinweise:

Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für künftige Entwicklungen.

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).