https://blog.de.erste-am.com/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

Quelle: EAM

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 ökonometrischen 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.

Quelle: EAM/Bloomberg

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

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 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 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 ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage 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.

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 enthaltenen 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).