

# Vor FOMC-Ergebnis: Wie schnell steigen die Zinsen?

## Description

Passend zur heutigen FOMC-Sitzung der Fed befasst sich ein Blogger namens Ben S. Bernanke mit der Taylor-Regel. Sie galt den bedeutenden Zentralbanken der Welt zumindest bis zur Finanzkrise 2008 als wichtiger Baustein bei der Entwicklung der Geldpolitik.

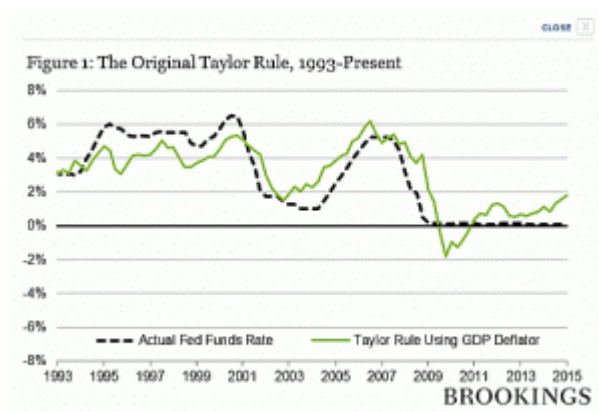
Die Regel geht auf einen Aufsatz von John Taylor aus dem Jahre 1993 zurück, in dem er eine Formel angibt, die die Entwicklung der Leitzinsen in den USA recht gut nachzeichnet. Taylor versteht seine Regel auch als eine Richtschnur für die künftige Geldpolitik, das Setzen der Leitzinsen, wies aber seinerzeit deutlich darauf hin, dass eine solch einfaches Konstrukt lediglich eine grobe Richtschnur sein könne. Denn sie könne nicht alle Faktoren berücksichtigen, die die Verantwortlichen für die Geldpolitik in Betracht ziehen müssen.

Die Regel selbst ist trivial. Die Federal Funds Rate  $r$  ergibt sich dabei aus der Inflationsrate  $p$  (in Gestalt des BIP-Deflators) und der prozentualen Abweichung  $y$  des realen BIP von einer Zielgröße nach folgender Formel:

$$r = p + 0,5y + 0,5*(p - 2) + 2.$$

Die „2“ steht dabei für die 2% jährliche Preissteigerung, die den Zentralbanken als Zielgröße für die Geldwertstabilität gilt. Als Zielgröße für die Entwicklung des realen BIP gilt allgemein der Potenzial-Output, also das BIP, das erreicht wird, wenn Kapital und Arbeit vollbeschäftigt sind.

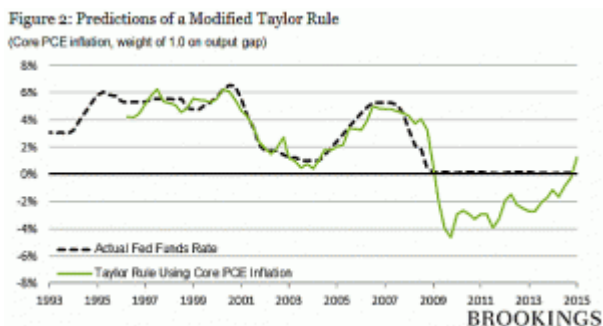
Damit sagt die Taylor-Regel voraus, dass die Federal Funds Rate um 0,5% steigt, wenn die Inflation bezogen auf das Preissteigerungsziel um 1% steigt oder wenn das BIP relativ zum Potenzial um 1% steigt. Anders herum: Wenn die Inflationsrate ihrer Zielgröße entspricht und die Output-Lücke Null ist, sollte die Federal Funds Rate bei 2% liegen. Das entspricht etwa ihrem historischen Durchschnitt. Das Ergebnis der originalen Regel sieht so aus:



Taylor hat kürzlich die Fed-Politik kritisiert, weil das FOMC die Federal Funds Rate zwischen 2001 und 2006 und nach 2011 unter dem Wert gehalten hat, der sich aus der Taylor-Regel ergibt. Er sagte, schon recht kleine Abweichungen von seiner Regel könnten enorme Kosten nach sich ziehen und verwies in diesem Zusammenhang auf das Entstehen der Hauspreisblase und anderer Exzesse des Finanzsystems. Zudem hätte das FOMC bereits im Jahre 2011 mit der Anhebung der Leitzinsen beginnen müssen. Er macht die ultralockere, nach seiner Regel unzulässige Geldpolitik zu einem bedeutenden Teil für die enttäuschende wirtschaftliche Erholung verantwortlich.

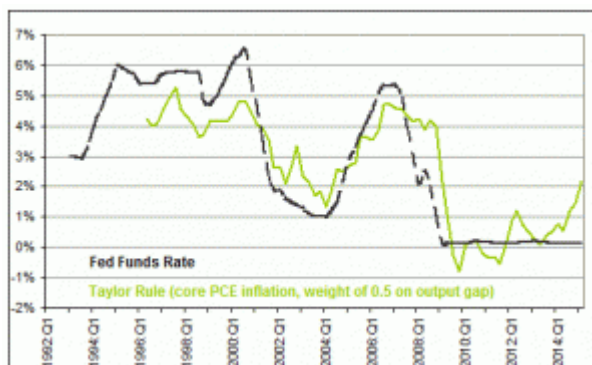
Das kann unser Neu-Blogger Bernanke natürlich nicht auf sich sitzen lassen – schließlich war er zwischen Februar 2006 und Januar 2014 Vorsitzender der Fed und damit verantwortlich für die Phasen der Geldpolitik, die Taylor kritisiert. Andererseits war die Federal Funds Rate zwischen 1994/1995 und 2000 durchgängig zu hoch im Vergleich zur Taylor Regel. Das hinderte aber Aktien nicht daran, die Tech-Blase aufzupumpen, die dann im Jahre 2000 implodierte. Scheint so, als wäre die Taylor Regel für diesen Zeitraum nicht in der Lage gewesen, die Leitzinsen korrekt nach zu zeichnen, bzw. Hinweise für die Geldpolitik zu geben, die einen Exzess des Finanzsystems damals verhindert hätten.

Bernanke schlägt eine modifizierte Taylor-Regel vor. Einerseits möchte er als Inflationsmass den PCE-Deflator nehmen, weil das FOMC die PCE Inflation als Zielgröße verfolgt, und zwar diejenige unter Ausschluss der volatilen Preise für Energie und Nahrungsmittel. Diese sei besser geeignet zur Bestimmung mittelfristiger Inflationstrends und wird hierfür auch gegenwärtig von der Fed favorisiert. Andererseits sieht er den Multiplikator für die Output-Lücke eher bei eins als bei den 0,5 der originalen Taylor Regel und beruft sich dabei auf jüngere Untersuchungen und [Äußerungen der gegenwärtigen Fed-Chefin Yellen](#).



Damit ergibt sich, oh Wunder, dieses Bild: Die Geldpolitik der 1990er Jahre entspricht auf einmal besser dieser modifizierten Taylor Regel und auch danach passt es sehr viel besser. Was bleibt, ist eine zu niedrige Fed Funds Rate zwischen 2008 und früh in 2009, sowie eine zu hohe zwischen Anfang 2009 und früh in 2015 (weil sie nicht negativ werden kann). Aktuell kommt die modifizierte Taylor Regel zu einer „richtigen“ Fed Funds Rate von gut einem Prozent, nach der Original-Version wären es fast 2%.

Lässt man den Multiplikator für die Output-Lücke bei 0,5 (wie im Original), so ergibt sich folgendes Bild. Für die Zeit vor der Finanzkrise ergibt sich ein ähnliche Aussage hinsichtlich der Abweichungen der Fed Funds Rate von der Taylor-Regel. Zwischen dem dritten Quartal 2007 und dem dritten Quartal 2009 war die Fed Funds Rate zu niedrig, bis Q4/2011 war sie zu hoch (weil sie nicht negativ werden kann), danach ist sie mit Ausnahme der ersten Jahreshälfte 2013 wieder zu niedrig. Aktuell signalisiert die so gestaltete Regel eine „richtige“ Fed Funds Rate von fast 2,2%.



Die erste Modifikation der Taylor-Regel erscheint mir plausibel (PCE Deflator ohne Nahrungsmittel und Energie). Ob der Multiplikator für die Output-Lücke eher bei 0,5 oder eher bei eins liegen sollte, weiß ich nicht. Auch wenn wir dem folgen, was die Fed bevorzugt (also eins), ergibt sich, dass die „richtige“ Fed Funds Rate aktuell mindestens bei einem Prozent liegt – also weit über dem Bereich zwischen Null und 0,25%, den die Fed momentan vorgibt.

Nun bietet auch die Output-Lücke Spielraum für unterschiedliche Bestimmungs-Ansätze, aber es bleibt dennoch die Erkenntnis, dass diejenigen, die sich in Theorie und Praxis mit der Geldpolitik befassen, davon ausgehen, dass die Zinsen in den USA alsbald steigen müssten. Nach [Markterwartungen](#) (basierend auf den Preisen für 30-Tage Fed Funds Futures) liegt aktuell aber erst im Dezember die Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung bei über 50%.

Ganz aktuell ergibt die erste Schätzung des US-BIP für das erste Quartal einen Zuwachs von 0,2%, die Erwartungen lagen bei einem Prozent. Der BIP-Deflator ist mit -0,1% sogar in den negativen Bereich gerutscht, hier waren +0,5% erwartet worden.

[Die ersten beiden Charts sind dem Artikel "[The Taylor Rule: A benchmark for monetary policy?](#)" von Ben S. Bernanke entnommen]

Zwischen der geldpolitisch viel beachteten Taylor Regel und den Markterwartungen klafft gegenwärtig eine deutliche Lücke – die Taylor Regel ruft nach steigenden Zinsen. Diese Lücke könnte sich mit einer schwächeren BIP-Entwicklung in den nächsten Quartalen jedoch rasch abbauen. Ich vermute, dass die [Erwartungen hinsichtlich BIP-Entwicklung in den USA unrealistisch optimistisch sind](#). Daher würde es mich nicht wundern, wenn der Zinszyklus erst zum Jahresende oder sogar erst in 2016 startet.

Wandern die Erwartungen hinsichtlich des Termins der ersten Zinserhöhungen nach hinten, dürfte das auch den Dollar weiter schwächen. Umso mehr verfestigt sich der Eindruck, dass [Euro/Dollar kürzlich einen Tiefpunkt markiert hat](#). Dies dürfte tendenziell US-Aktien stützen und bei Euro-Aktien zunächst zu (weiteren) Gewinnmitnahmen führen.