

Schmidt, Sandra

**Article**

## Wie Finanzmarktexperten die Geldpolitik der EZB wahrnehmen

ZEW Wachstums- und Konjunkturanalysen

**Provided in Cooperation with:**

ZEW - Leibniz Centre for European Economic Research

*Suggested Citation:* Schmidt, Sandra (2010) : Wie Finanzmarktexperten die Geldpolitik der EZB wahrnehmen, ZEW Wachstums- und Konjunkturanalysen, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim, Vol. 13, Iss. 3, pp. 6-7

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/126023>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Wie Finanzmarktexperten die Geldpolitik der EZB wahrnehmen

*Eine effektive Kommunikation von Zentralbanken mit den Akteuren an Finanzmärkten soll sicher stellen, dass die Finanzmärkte die Zinspolitik der Zentralbanken nachvollziehen können. Dennoch sind Zinsprognosen nicht immer korrekt. Dieser Artikel geht auf zwei Ursachen von Unsicherheit ein, die dazu führen können, dass Finanzmarktexperten künftige Zinsentscheidungen der Europäischen Zentralbank nicht vollständig korrekt antizipieren.*

Für Zentralbanken ist es von Bedeutung, dass ihre Zinsentscheidungen keine Überraschung für die Marktteilnehmer bedeuten. Dazu gehört, dass die Marktteilnehmer die Zinspolitik der Zentralbank verstehen und nachvollziehen können, welche Verbindung zwischen der Zinsentscheidung und makroökonomischen Variablen wie zum Beispiel Inflation und Output besteht. Jedoch ist die Zentralbankkommunikation nicht immer effektiv.

Fehler bei der Prognose von Zinsentscheidungen können dabei im Wesentlichen zwei Ursachen haben. Erstens kann es sein, dass Finanzmarktteilnehmer zwar die geldpolitische Strategie der Zentralbank verstehen, jedoch künftige Zinsentscheidungen falsch voraussagen, da sie falsche Annahmen über Inflation und Wachstum treffen. Zweitens kann es sein, dass Finanzmarktexperten die von der Zentralbank angewendete Zinsregel, also deren Reaktion auf makroökonomische Veränderungen, nicht kennen. Für diesen Fall kann die Kommunikation verbessert werden, da Marktteilnehmer die Zinsentscheidung nicht deshalb falsch vorhersagen, weil sie falsche Informationen über die künftige wirtschaftliche Entwicklung besitzen.

Dieser Beitrag (vergleiche Schmidt und Nautz 2010) untersucht die Kommunikationspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB), die Uneinigkeit unter Finanzmarktexperten über künftige Zinsentscheidungen und die Ursachen unzutreffender Zinsprognosen. Zudem wird überprüft, ob die Kommunikation der EZB im März 2003, die die geldpolitische Strategie klarer definierte, die Wahrnehmung der geldpolitischen Strategie unter den Finanzmarktexperten deutlich verbessert hat. Außerdem wird

untersucht, ob sich die Finanzkrise in den Prognosemodellen der Experten niederschlägt.

## Erwartungsdaten aus dem ZEW-Finanzmarkttest

Für die Untersuchung werden individuelle Erwartungsdaten aus dem „ZEW-Finanzmarkttest“ zu kurzfristigen Zinsen, Inflation und Konjunktur verwendet. Der ZEW-Finanzmarkttest ist eine Umfrage unter Experten aus dem Finanzsektor, die seit Dezember 1991 monatlich ihre Erwartungen über die qualitative Entwicklung makroökonomischer Variablen auf Sicht von sechs Monaten abgeben. Diese Finanzmarktexperten haben im Allgemeinen einen akademischen, ökonomischen Hintergrund. Sie wissen also um volkswirtschaftliche Zusammenhänge und beobachten zudem das aktuelle Geschehen in der Wirtschaft. Durch diese Kombination sollten sie eine breite Basis für die Prognose makroökonomischer Variablen besitzen. Die Finanzmarktexperten werden üblicherweise in den ersten beiden Wochen eines Monats gefragt, ob sie erwarten, dass beispielsweise die kurzfristigen Zinsen sinken, konstant bleiben oder steigen. Mit kurzfristigen Zinsen ist der 3-monatige Interbankenzinssatz gemeint, also der 3-Monats-Euribor für die Eurozone. Für die vorliegende Studie sind außerdem die Erwartungen zur jährlichen Inflationsrate und zur Konjunktur in der Eurozone relevant.

Bei der Analyse der Daten sollte die Heterogenität der Teilnehmer beachtet werden. Dies wird in existierenden Studien, die sich auf Umfragedaten beziehen, auf unterschiedliche Art und Weise

gehandhabt. Unter anderem werden Teilnehmer in Gruppen eingeteilt – zum Beispiel nach geographischer Herkunft, Erfahrung oder Branchenzugehörigkeit. Bisherige Ergebnisse zeigen, dass es in der Tat wichtig ist, für Heterogenität in Umfragedaten zu kontrollieren. So variieren Prognosen beispielsweise je nach Erfahrung oder Branchenzugehörigkeit. Ein weiterer, verfeinerter Ansatz zur Modellierung von Heterogenität wurde vor kurzem von Rangvid et al. (2009) verwendet. Diese Autoren schätzen ein Random-Coefficient-Modell für Paneldaten. Dies bedeutet, dass die empirische Schätzung nicht nur Mittelwerte von Schätzparametern über alle Umfrageteilnehmer liefert, sondern zusätzlich ein Maß für ihre Streuung über die Teilnehmer der Umfrage.

## Die Taylorregel

Jedoch legt der Großteil der Literatur, die Zinsvorhersagen evaluieren, den Zinsvorhersagen kein theoretisches Modell zur Erklärung der Prognosen zugrunde. Eine Ausnahme hiervon ist eine Studie von Berger et al. (2009). Sie untersuchen Zinsprognosen von professionellen Konjunkturbeobachtern, die Prognosen zu den Leitzinsänderungen der Europäischen Zentralbank (EZB) abgeben. Zu diesem Zweck zerlegen sie Zinsprognosefehler, die als die Differenz des prognostizierten Werts abzüglich des realisierten Zinses definiert sind, in einen systematischen und einen unsystematischen Teil. Der systematische Teil wird von Variablen erklärt, die in Zusammenhang mit einer Taylorregel relevant sind. Der Taylorregel zufolge legen Zentralbanken die Leitzinsen  $i$  in Abhängigkeit von Inflation  $\pi$  und Konjunktur  $y$  fest. Die Taylorregel geht davon aus, dass die Zentralbank die Zinsen eher erhöht, wenn Inflation und Wirtschaftsleistung ansteigen. Die Taylorregel wurde in der bestehenden Literatur vielfach als gültige Regel zur Erklärung von Leitzinsentscheidungen bestätigt.

Die Ergebnisse von Berger et al. zeigen, dass der systematische, auf der Taylorregel basierende Teil für die Erklärung der Zinsprognosefehler relevant ist. Darüber hinaus finden die Autoren der Studie, dass die Prognosefähigkeit davon abhängig ist, ob der entsprechende Konjunkturbeobachter aus einem Finanzzentrum wie Frankfurt oder London stammt oder nicht.

Die vorliegende Arbeit baut auf der Studie von Berger et al. (2009) auf und will Zinsprognosefehler über eine Taylorregel erklären. Sie zieht im Gegensatz zu Berger et al. nicht nur Erwartungsdaten für Zinsen als die zu erklärende Variable heran, sondern ebenso Erwartungsdaten für Inflation und Konjunktur als erklärende Variablen. Für die Erklärung der Zinsprognosefehler wird zunächst angenommen, dass die Zentralbank die Zinsen entsprechend einer Taylorregel setzt. Da sich die Umfragedaten aus dem ZEW-Finanzmarkttest auf die erwartete Veränderung einer Variablen auf Sicht von sechs Monaten beziehen, wird die Taylorregel auf Basis von Veränderungen über sechs Monate  $\Delta_6$  definiert:

$$\Delta_6 i_t = \alpha \Delta_6 \pi_t + \beta \Delta_6 y_t. \quad (1)$$

Für einen Finanzmarktexperten  $j$  wird angenommen, dass er seine Zinsprognosen ebenfalls auf Grundlage einer Taylorregel erstellt. Somit hängt seine erwartete Zinsänderung  $\Delta_6 i_{jt}^e$  von seinen erwarteten Änderungen bei Inflation  $\Delta_6 \pi_{jt}^e$  und Output  $\Delta_6 y_{jt}^e$  ab:

$$\Delta_6 i_{jt}^e = \alpha_j \Delta_6 \pi_{jt}^e + \beta_j \Delta_6 y_{jt}^e \quad (2)$$

Man erhält die Zinsprognosefehler  $\Delta_6 i_{jt}^{e*}$  des Experten  $j$ , indem man von der tatsächlichen Zinsänderung (Gl. 1) die erwartete (Gl. 2) subtrahiert:

$$\Delta_6 i_{jt}^{e*} = \alpha_j \Delta_6 \pi_t + \beta_j \Delta_6 y_t - (\alpha_j \Delta_6 \pi_{jt}^e + \beta_j \Delta_6 y_{jt}^e) \quad (3)$$

Weiter muss beachtet werden, dass die Erwartungsdaten qualitativ sind, und die realisierten Variablen zunächst quantitativ. Studien, die mit den aggregierten Salden der Umfrage arbeiten, quantifizieren daher häufig die aggregierten Salden. Da hier mit den individuellen, qualitativen Zinserwartungen

gearbeitet wird (betreffende Variable steigt (=1), bleibt konstant (=0), sinkt (=−1)), wird die tatsächlich realisierte Zinsänderung, die quantitativ ist, mit Hilfe von im Finanzmarkttest abgefragten Schwellenwerten in eine qualitative Variable umgeformt. Die Schwellenwerte geben an, wie hoch eine Veränderung mindestens sein muss, damit ein Experte von der Kategorie „konstant bleiben“ zu „steigen“ oder „sinken“ übergeht. Über diese Umrechnung werden die erwarteten und die realisierten Zinsänderungen vergleichbar und es lassen sich qualitative Zinsprognosefehler ableiten.

### Schätzung und Ergebnisse

Diese qualitativen Zinsprognosefehler werden im ökonometrischen Teil in einem Panel Random Coefficient Ordered Logit Model auf die erklärenden Variablen (Gleichung 3) regressiert. Der Ordered Logit Ansatz berücksichtigt die qualitative Natur der endogenen Variablen, der Random Coefficient Ansatz ermöglicht die Schätzung der Mittelwerte ( $\bar{\alpha}, \bar{\beta}$ ) der individuellen Parameterwerte der Taylorregel der Finanzmarktexperten ( $\alpha_j, \beta_j$ ) sowie der Streuung von  $\alpha_j, \beta_j$  über deren Standardabweichungen  $\sigma_\alpha, \sigma_\beta$ . Die befragten Experten nehmen die „tatsächlichen“ Parameter  $\alpha, \beta$  der EZB dann systematisch falsch wahr, wenn die Mittelwerte  $\bar{\alpha}, \bar{\beta}$  signifikant unterschiedlich von den geschätzten Werten für  $\alpha, \beta$  sind. Es wird ebenfalls getestet, ob sich das Verhältnis von  $\bar{\alpha}, \bar{\beta}$  und  $\alpha, \beta$  nach der EZB-Kommunikation im März 2003 geändert hat.

In Bezug auf ihre geldpolitischen Strategie machte die EZB zwei Bekanntgaben. Im Oktober 1998 erklärte sie, dass die geldpolitische Strategie drei Bestandteile haben würde. Preisstabilität würde mit Inflationsraten von unter 2 v.H. erreicht werden. Darüber hinaus würde die Entwicklung der Geldmenge eine wichtige Rolle für die Einschätzung von Preisrisiken einnehmen und der Ausblick für Preisstabilität würde sich auf eine Bandbreite von Variablen stützen. Im März 2003 bestätigte die EZB diese Strategie ausdrücklich. Allerdings spezifizierte sie klarer, dass die gewünschte Inflationsrate im Bereich von 2 v.H. liegt. Die empirischen Ergebnisse

zeigen, dass das Gewicht der Inflation der Zentralbank in der Taylorregel positiv ist. Dieses Ergebnis ist im Einklang mit der Strategie der EZB, die Preisstabilität an die erste Stelle zu setzen. Jedoch nimmt der Parameter für die Konjunktur überraschenderweise einen negativen Wert an.

Den Ergebnissen zufolge nehmen die Finanzmarktexperten die Taylorregel der Europäischen Zentralbank nicht völlig korrekt wahr. Sie geben dem Inflationsparameter ein größeres Gewicht als die EZB. Jedoch hat sich die Wahrnehmung der Finanzmarktexperten hinsichtlich der Gewichtung der Inflation der Zentralbank im Zeitablauf verbessert. So können die Finanzmarktexperten seit der Kommunikation der EZB im März 2003, in der sie die geldpolitische Strategie klarer dargelegt hat, die Reaktion der EZB auf Inflation besser einschätzen als in der Vorperiode. In der Finanzkrise hat sich die Wahrnehmung weiter verbessert. Hierzu hat vermutlich die ausführliche, zusätzliche Kommunikation der EZB in dieser insgesamt sehr unsicheren Zeit beigetragen. Die Uneinigkeit der Experten hinsichtlich der Reaktion der EZB auf Inflationsrisiken hat sich im Laufe der Zeit kaum verändert. Der Outputparameter nimmt bei den Experten zunächst negative Werte an, er wird jedoch nach Ausbruch der Finanzkrise positiv. Gleichzeitig steigt die Uneinigkeit der befragten Experten über die Reaktion der EZB auf Konjunkturschwankungen seit Ausbruch der Krise deutlich an.

Die vorliegende Arbeit hat gezeigt, dass nicht nur falsche Annahmen über makroökonomische Entwicklungen bewirken, dass Finanzmarktexperten Fehler bei Zinsprognosen machen. Zusätzlich führt die Einschätzung, wie Zentralbanken auf gegebene Veränderungen reagieren, zu einer fehlerhaften Einschätzung von Zinsentscheidungen auf Seiten der Finanzmarktexperten.

Sandra Schmidt, [schmidt@zew.de](mailto:schmidt@zew.de)

#### Literatur:

- Berger, H., M. Ehrmann und M. Fratzscher (2009): Forecasting ECB monetary policy: Accuracy is a matter of geography, *European Economic Review*, 53(8), 1028-1041.  
 Rangvid, J., M. Schmelming und A. Schrimpf (2009): Higher-order beliefs among professional stock market forecasters: Some first empirical tests, ZEW Discussion Paper, No. 09-042.  
 Schmidt, S. und D. Nautz (2010): Why do financial market experts misperceive future monetary policy decisions?, ZEW Discussion Paper, No. 10-045.