



Übung zur Empirischen Wirtschaftsforschung

VI. Die Taylor Regel

6.1 Einführung

6.2 Die Taylor Regel

6.3 Die Taylor Regel für die US-Geldpolitik

6.4 Strukturbruchtest

6.5 Die Taylor Regel für die Geldpolitik im Euroraum

6.1 Einführung

Nach den vorherigen Übungen, die sich hauptsächlich mit realen Güterströmen beschäftigt haben, sollen im Rahmen dieser Übung monetäre Aspekte einer Volkswirtschaft untersucht werden.

Verantwortlich für die Geld- und Währungspolitik innerhalb eines Währungsraumes sind die Zentralbanken. Sie legen die Geldpolitik fest, versorgen die Wirtschaft mit Zahlungsmitteln, sichern die Funktionalität des Zahlungssystems und sind darüber hinaus verantwortlich für die Emission von Banknoten, Devisenmarkttransaktionen und die Verwaltung der Devisenreserven eines Landes.

Zentrales Instrumentarium der Zentralbanken ist der Mindestbietungssatz für Hauptfinanzierungsgeschäfte, den umfangreichsten aller Offenmarktgeschäfte. Dieser Satz bestimmt indirekt den Zinssatz, zu dem sich Geschäftsbanken Geld von der Zentralbank leihen können und mit einem Gewinnaufschlag an Unternehmen und private Haushalte weitergeben.

Wegen

$$Y = C(Y^P) + I(r) + G + Ex - Im \quad (1)$$

beeinflusst dieser von der Zentralbank festgelegte Satz das Niveau des BIP (Y), da die Investitionen negativ vom Zinssatz der Geschäftsbanken (r) abhängen. Sinkende Investitionen lassen ceteris paribus das Niveau des BIP sinken, was wiederum über einen rückläufigen Konsum rückwirkende Effekte auf das Inlandsprodukt nach sich zieht (Multiplikatoreffekt).

Da im Euroraum das Prinzip der wirtschaftspolitischen Gewaltentrennung vorherrscht, liegt die primäre Aufgabe der EZB in der Preisniveaustabilität. Erst wenn diese erreicht wird ist es der EZB erlaubt, ihre Geldpolitik zur Förderung der Realwirtschaft einzusetzen.

Im Gegensatz dazu strebt die amerikanische Zentralbank (FED = Federal Reserve Bank) neben dem Ziel stabiler Preise auch einen hohen Beschäftigungsstand und moderate langfristige Zinsen an.

6.2 Die Taylor Regel

Die Aufgabe der FED liegt darin, das richtige Ziel für den Geldmarktzinssatz zu finden. Dabei muss sie den Trade-off zwischen Inflation und Wirtschaftswachstum berücksichtigen. Der Geldmarktzinssatz muss daher steigen, wenn die Inflationsrate zunimmt und sinken, wenn die realwirtschaftliche Aktivität nachlässt.

Um die Reaktion der FED auf Änderungsraten der realwirtschaftlichen Entwicklung und der Inflation genau zu quantifizieren und somit einen zielführenden Zinssatz abzuleiten, schlägt John B. Taylor im Jahr 1993 folgende Regel vor:

$$i_t = r^* + \pi_t + \beta_1(\pi_t - \pi^*) + \beta_2 y_t^g \quad (2)$$

Mit

- i_t : Anzustrebender nominaler Kurzfristzins
- r^* : Gleichgewichtiger realer Zinssatz
- $\pi_t - \pi^*$: Differenz zwischen aktueller (π_t) und anzustrebender (π^*) Inflationsrate (Inflationslücke)
- y_t^g : Unterschied zwischen aktueller (y_t) und potentieller (y_t^p) Wachstumsrate (Produktionslücke)

Dabei nimmt Taylor an, dass der gleichgewichtige reale Zinssatz sowie die anzustrebende Zielinflationsrate bei 2% liegen und das potentielle Wachstum des BIP 2,2% p.a. beträgt. Ferner nimmt Taylor an, dass sowohl die Produktionslücke als auch die Inflationslücke (Differenz aus aktueller und anzustrebender Inflation) mit $\beta_1 = \beta_2 = 0,5$ gewichtet werden sollen.

Funktionalität der Regel:

- Im Gleichgewicht: ($\pi_t = \pi^*$) und ($y_t = y_t^p$): $i_t = r^* + \pi_t$
- In der Rezession: ($\pi_t < \pi^*$) und ($y_t < y_t^p$): Der Zins sinkt
- In der Boomphase: ($\pi_t > \pi^*$) und ($y_t > y_t^p$): Der Zins steigt an

6.3 Die Taylor Regel für die US-Geldpolitik

Zunächst soll der empirische Erklärungsgehalt der originären Taylor Regel mit den Koeffizienten $\beta_1 = \beta_2 = 0,5$ überprüft werden. Da die US-amerikanische Geldpolitik einem diskretionären System unterliegt, die Ableitung des Zinssatzes somit nicht durch vorgegebene Mechanismen, sondern vielmehr durch Entscheidungen von Fall zu Fall erfolgt, empfiehlt sich eine Einschränkung des Samples auf die Präsidentschaftszeit Alan Greenspans (1987.4 bis 2005.4).

Folgende Daten sind im Workfile `Uebung6_FED.wf1` enthalten:

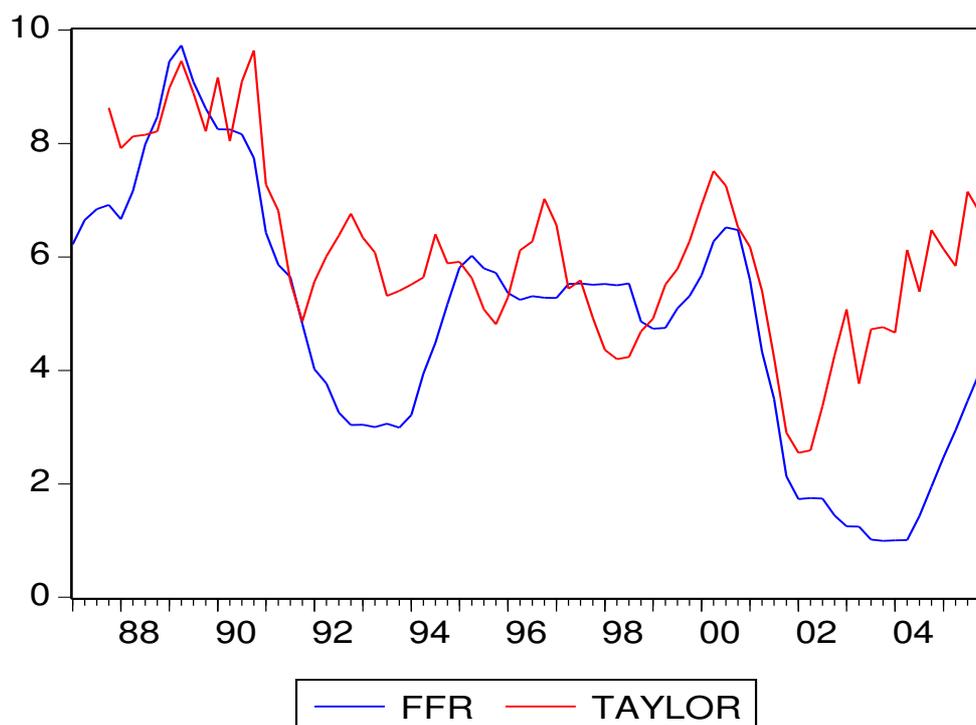
dcpi Wachstumsrate des US-amerikanischen Konsumentenpreisindex gegenüber dem Vorjahresquartal

ffr Leitzins der FED (Federal Funds Rate)

gdpgap Produktionslücke

Über den Befehl `genr taylor=dcpi+2+0.5*(dcpi-2)+0.5*gdpgap` kann die Taylor-Vorgabe für Alan Greenspan für jede Periode betrachtet werden.

Mit dem Befehl `plot ffr taylor` kann die Taylor-Empfehlung der tatsächlichen Geldpolitik Greenspans gegenübergestellt werden. Es entsteht das folgende Schaubild:



Bis auf die Zeiträume von 1992-1995 und von 2001-2005 ist eine gute Beschreibung des Taylor- Zinses für den Leitzins auszumachen.

Wird für eine Schätzung der Taylor Regel im ökonomischen Modell (2) der Term $r^* + \pi_t$ durch β_0 ersetzt, so kommt man auf das folgende empirische Modell:

$$i_t = \beta_0 + \beta_1(\pi_t - \pi^*) + \beta_2 y_t^g + \varepsilon_t \quad (3)$$

Wir erhalten den folgenden Output:

```

=====
Dependent Variable: FFR
Method: Least Squares
Date:05/17/11 Time: 19:40
Sample (adjusted): 1987:4 2005:4
Included observations:73 after adjustments
=====

```

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.628986	0.308479	8.522417	0.0000
DCPI-2	1.557768	0.173816	8.962155	0.0000
GDPGAP	0.528078	0.133982	3.941422	0.0002

```

=====
R-squared          0.542763 Mean dependent var    4.791507
Adjusted R-squared 0.529699 S.D. dependent var    2.259651
S.E. of regression 1.549635 Akaike info criterion 3.754143
Sum squared resid  168.0958 Schwarz criterion    3.848272
Log likelihood     -134.0262 F-statistic          41.54670
Durbin-Watson stat 0.235385 Prob(F-statistic)    0.000000
=====

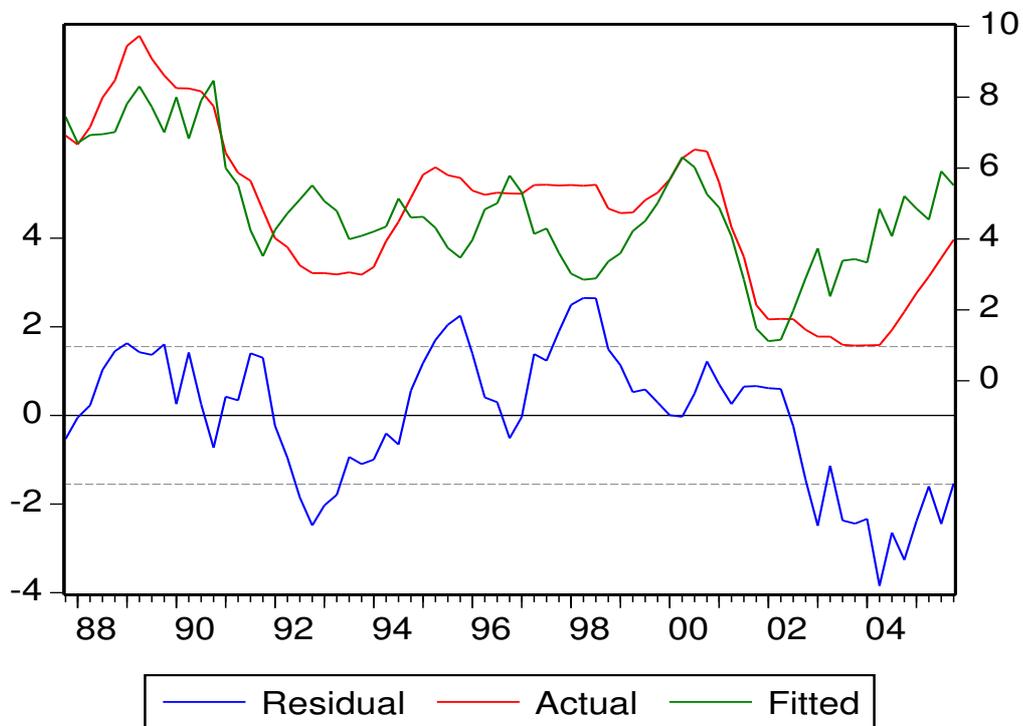
```

Insgesamt liefert die Taylor-Regel mit einem R^2 von knapp 55% eine passable Anpassung an die Daten. Sowohl die Produktionslücke (t -Statistic von 3,94), als auch die Inflationslücke (t -Statistic von 8,96) sind stark signifikant.

Der Koeffizient der Inflationslücke liegt mit 1,55 deutlich über der taylorschen Vorgabe von 0,5. Ein Wald-Test (View - Coefficient Tests - Wald) $H_0: \beta_0 = 0,5$ (Eingabe $c(2)=0,5$) liefert einen p-Wert von 0,000, so dass die Nullhypothese zu jedem Signifikanzniveau abgelehnt werden muss.

Der Koeffizient der Produktionslücke hingegen entspricht fast exakt dem Taylor-Koeffizienten. Die Nullhypothese, dass der wahre Koeffizient 0,5 beträgt kann im Rahmen eines Wald-Tests nicht verworfen werden ($p=0,83$).

Ein Blick auf die Residuen zeigt jedoch, dass es Ende 2002 zu einer längeren Phase stark negativer Abweichungen kommt, welche die empirische Standardabweichung deutlich übertreffen:



Darüber hinaus liegen ab diesem Zeitpunkt die gefitteten Werte deutlich über der Geldpolitik von Alan Greenspan. Gegenüber der Taylor-Empfehlung war der tatsächliche festgelegte Leitzins stark expansiv.

Im Folgenden soll nun das Sample eingeschränkt werden, um zu überprüfen, ob sich der Erklärungsgehalt des Modells verbessert, wenn die starken Abweichungen ab Ende 2002 ausgeblendet werden.

Die Schätzung über den Zeitraum 1987.4 bis 2002.3 ergibt das folgende Ergebnis:

```

=====
Dependent Variable: FFR
Method: Least Squares
Date: 05/17/11   Time: 20:13
Sample (adjusted): 1987:4 2002:3
Included observations: 60 after adjustments
=====

```

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.365651	0.255253	13.18552	0.0000
DCPI-2	1.392278	0.135755	10.25580	0.0000
GDPGAP	0.478678	0.103517	4.624159	0.0000

```

=====
R-squared          0.655276      Mean dependent var 5.426278
Adjusted R-squared 0.643180      S.D. dependent var 1.927723
S.E. of regression 1.151514      Akaike info criter 3.168738
Sum squared resid  75.58107      Schwarz criterion  3.273456
Log likelihood      -92.06215      F-statistic         54.17478
Durbin-Watson stat  0.300689      Prob(F-statistic)  0.000000
=====

```

Sowohl der Standardfehler, als auch das Bestimmtheitsmaß konnten durch die Einschränkung des Samples deutlich verbessert werden. Aufgrund dieser Tatsache liegt die Vermutung nahe, dass sich Ende 2002 ein Strukturbruch im Modell ereignet hat.

6.4 Strukturbruchttest

Strukturbruch bedeutet, dass sich die Struktur (die Koeffizienten, die Standardabweichung) des Modells über die Zeit (oder im Querschnitt z.B. mit der Unternehmensgröße) ändert:

- Manchmal gibt es einen a priori bekannten Zeitpunkt, an dem sich das Modell möglicherweise geändert hat (deutsche Vereinigung, Ölpreisschock, Euro)
- Manchmal ändern sich die Koeffizienten langsam über die Zeit (Änderung der Konsum- oder Zahlungsgewohnheiten)

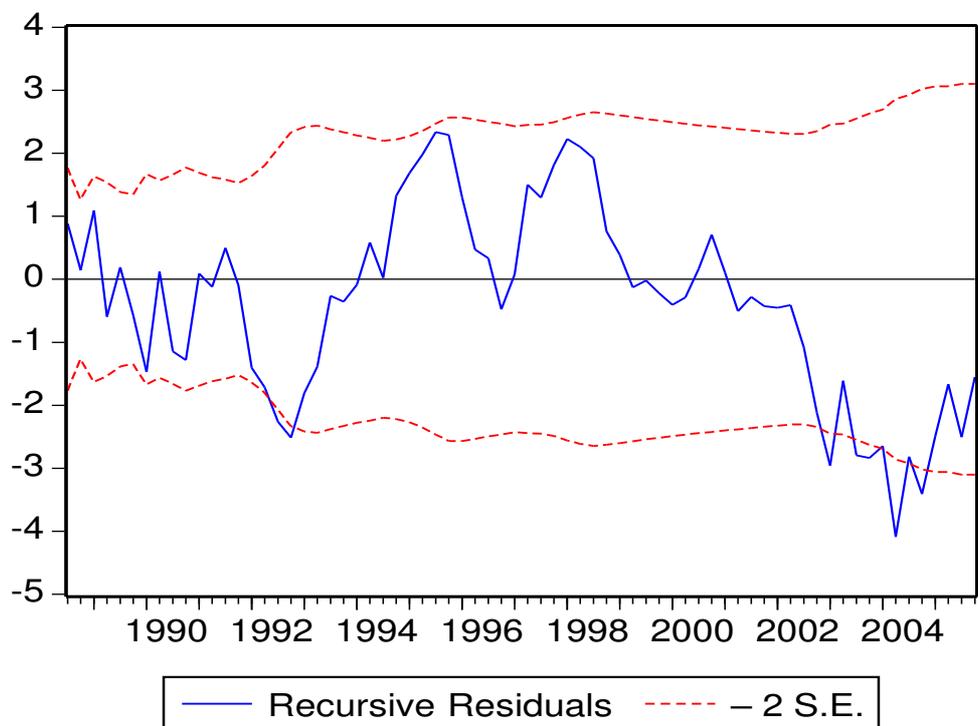
Die Schätzung über einen Strukturbruch hinweg impliziert eine Fehlspezifikation des Modells.

Um einem Strukturbruch auf adäquate Weise begegnen zu können, muss der Zeitpunkt bekannt sein. Ist der Zeitpunkt des Strukturbruchs a priori nicht bekannt, können mit Hilfe von rekursiven Schätzungen strukturelle Veränderungen in der Modellgleichung untersucht werden.

Vorgehensweise:

- Schätze die Modellgleichung für ein kurzes Sample am Anfang des Beobachtungszeitraums.
- Berechne aus der Gleichung eine Vorhersage für die nächste Periode.
- Bestimme den Vorhersagefehler (das sogenannte rekursive Residuum)
- Verlängere das Sample um eine Periode
- ... usw.
- Man kann sich die Koeffizienten der rekursiven Schätzungen und deren Entwicklung ansehen.
- Erlaubt eventuell die Eingrenzung der Ursache für einen Strukturbruch.

Bei der Taylor Regel (View - Stability tests - Recursive-Estimates - Recursive Residuals):



Anhand des Tests lässt sich der Zeitpunkt des Strukturbruchs auf das dritte Quartal 2002 datieren, da zu diesem Zeitpunkt die rekursiven Residuen das 95%-Konfidenzband verlassen.

Chow Test

Um bei Zeitreihendaten zu testen ob zu einem bestimmten Zeitpunkt ein Strukturbruch vorliegt, ist der Chow-Test das gebräuchlichste Testverfahren:

- Es erfolgt eine Schätzung des Modells für die Zeit vor und nach dem Strukturbruch sowie für die gesamte Zeitperiode.
- Der Zeitraum wird in zwei Teilperioden geteilt, in denen jeweils separat die Summe der Fehlerquadrate berechnet wird.
- Ist die Summe der Fehlerquadrate für den gesamten Zeitraum signifikant höher als die Summe der Fehlerquadrate der beiden Teilperioden, so liegt ein Strukturbruch vor.

Chow-Vorhersage Test

Dieser Test liefert auch sinnvolle Ergebnisse, wenn der Strukturbruch noch nicht lange zurück liegt.

- Schätzung des Modells für die Periode bis zum Strukturbruch.
- Basierend auf dieser Schätzgleichung wird eine Vorhersage für die Zeitperiode nach dem Strukturbruch berechnet.
- Abweichung signifikant größer? (F-Test oder χ^2 -Test)

Wird der Chow Breakpoint Test für das dritte Quartal in 2002 durchgeführt (View - Stability Test - Chow-Breakpoint-Test) ergibt sich folgender Output:

```
=====
Chow Breakpoint Test: 2002:3
=====
F-statistic          17.35321      Prob. F(3,71)          0.000000
Loglikelihood ratio  42.34917      Prob. Chi-Square(3)   0.000000
=====
```

Die Hypothese auf Strukturkonstanz muss hier verworfen werden, da der Prob-Wert der F-Statistik kleiner als die Irrtumswahrscheinlichkeit $\alpha=0,05$ ist.

Somit lässt sich sagen, dass Alan Greenspan ab dem Q3 2002 seinen bis dato verfolgten Kurs, der sich recht gut durch die Taylor Regel mit einem $R^2=0,65$ beschrieben lies, verlässt. Bereits im ersten Schaubild wurde dies durch den „Spread“ zwischen Taylor und FFR ersichtlich. Wie bei den Residuen auch erkennbar ist, werden diese durchweg negativ. Bei konsequenter Verfolgung der Taylor Regel hätte der Leitzins in jeder Periode deutlich höher angesetzt werden müssen.

6.5 Die Taylor Regel für den Euroraum

Von besonderem Interesse ist auch der Vergleich zwischen den von der Taylor Regel empfohlenen Zinssätzen und dem von der EZB festgelegten Leitzins sowie der Erklärungsgehalt der Taylor Regel für den europäischen Währungsraum. Hierfür muss zunächst das potentielle Wachstum des Bruttoinlandproduktes abgeleitet werden. Als Zielinflationrate kann das von der EZB ausgegebene Inflationsziel von 2% p.a. angesetzt werden. Zudem sollen Taylors Annahmen bezüglich des gleichgewichtigen realen Zinssatzes gelten.

Im Folgenden sollen die Koeffizienten der Taylor-Regel für den europäischen Währungsraum empirisch geschätzt und die Güte dieser angepassten Taylor-Regel für die Eurozone analysiert werden.

Im Datensatz `Uebung6_EZB.wf1` sind die folgenden Variablen vorhanden

dhvpi Wachstum des harmonisierten Verbraucherpreisindex
im Vergleich zum Vorjahresquartal

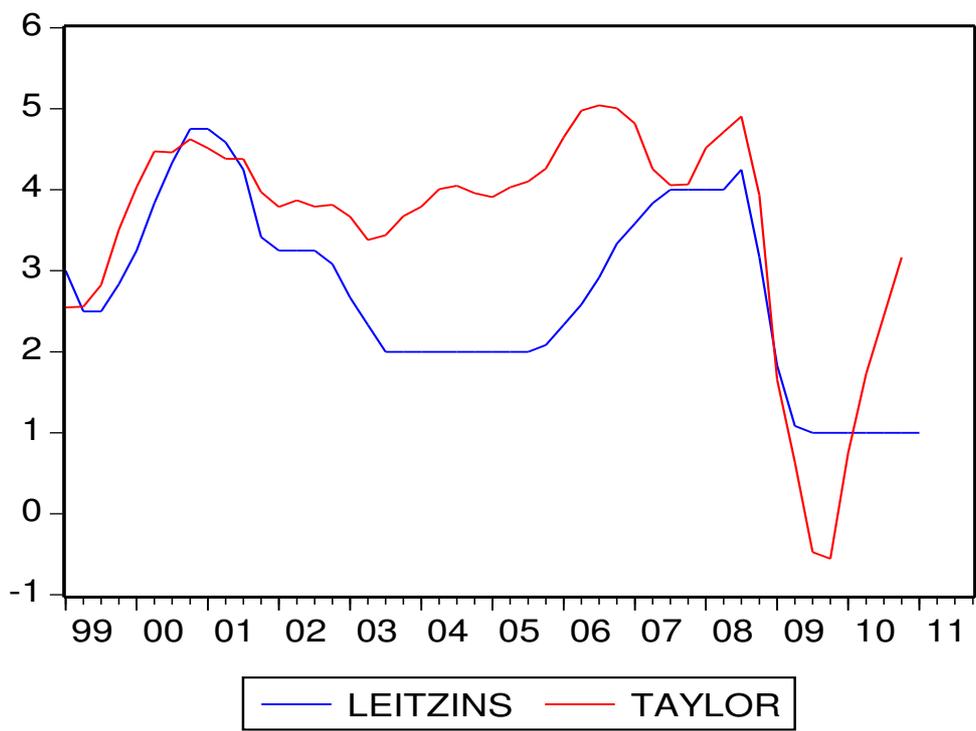
gdp Bruttoinlandsprodukt in der Eurozone

gdpgap Outputlücke in der Eurozone

leitzins Zinssatz der EZB für Hauptrefinanzierungsgeschäfte

Da innerhalb der Eurozone eine regelgebundene Währungspolitik verfolgt wird und sich diese nahezu ausschließlich am Ziel der Preisniveaustabilität orientiert, soll die Taylor-Regel über den gesamten Existenzzeitraum der europäischen Zentralbank seit ihrer Geschäftsaufnahme am 01.01.1999 untersucht werden.

Wird der Leitzins und der Taylor-Zins geplottet, entsteht das folgende Schaubild:



Im Schaubild ist deutlich zu erkennen, dass die EZB seit 2001 bis zur Finanzkrise eine expansivere Geldpolitik verfolgte als dies der Taylor-Zins empfohlen hätte.

Mit dem Befehl `ls leitzins c dhvpi-2 gdpgap` erhält man in EViews den folgenden Output:

```

=====
Dependent Variable: LEITZINS
Method: Least Squares
Date: 05/16/11   Time: 20:04
Sample (adjusted): 1999:1 2010:4
Included observations: 48 after adjustments
=====

```

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.002404	0.125344	23.95337	0.0000
DHVPI-2	0.902247	0.182274	4.949957	0.0000
GDPGAP	0.279336	0.057429	4.863991	0.0000

```

=====
R-squared          0.477608    Mean dependent var 2.767361
Adjusted R-squared 0.454390    S.D. dependent var 1.109139
S.E. of regression 0.819270    Akaike info criteri2.499655
Sum squared resid  30.20413    Schwarz criterion  2.616605
Log likelihood     -56.99171    F-statistic        20.57108
Durbin-Watson stat 0.146421    Prob(F-statistic) 0.000000
=====

```

Sowohl der Koeffizient der Outputlücke (0,28), als auch derjenige der Inflationslücke (0,90) sind signifikant. Mit einem Bestimmtheitsmaß von 47,76% ist der Erklärungsgehalt nicht sehr hoch, wobei der Standardfehler mit 0,82 allerdings geringer ist als bei der FED-Schätzung.

Insgesamt ist der Taylor-Zins mit Vorsicht zu interpretieren, da es sich insbesondere bei der Produktionslücke um eine nicht beobachtbare Variable handelt. Dennoch lässt sich anhand des Taylor-Zinses ein recht intuitiver und guter Benchmark für einen Leitzins bestimmen, der mit einem inflationsfreien Wachstum zu vereinbaren ist.

Am aktuellen Rand wird sowohl in den USA als auch im Eurogebiet von Seiten des Taylor-Zinses eine weitaus restriktivere Geldpolitik empfohlen. Während in den USA die FFR derzeit bei fast 0% liegt und der Leitzins der EZB bei 1%, würde gemäß Taylor zur Optimierung der Geldpolitik in den USA und im Eurogebiet ein Leitzins um die 4% empfohlen.

Angesichts einer hohen Arbeitslosenquote und einer schleppenden Erholung des Wirtschaftswachstums ist es in den USA allerdings nicht verwunderlich, dass weiterhin eine stark expansive Geldpolitik verfolgt wird. In Europa ist der Inflationsdruck bisher noch nicht so hoch und angesichts der Schuldenprobleme von vor allem Griechenland, wird der Leitzins vorerst wohl nur moderat angehoben werden.

