

van Roye, Björn

**Article**

## Zum Einfluss der Unsicherheit auf die Konjunktur

IfW-Box, No. 2012.15

**Provided in Cooperation with:**

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

*Suggested Citation:* van Roye, Björn (2012) : Zum Einfluss der Unsicherheit auf die Konjunktur, IfW-Box, No. 2012.15, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/201057>

**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.*

## Zum Einfluss der Unsicherheit auf die Konjunktur

*Björn van Roye*

Von vielen Beobachtern und Prognostikern wird seit Ausbruch der Finanzkrise die allgemeine Unsicherheit über den weiteren Konjunkturverlauf und über die Wirtschaftspolitik als ein dämpfender Faktor für die Konjunktur herangezogen. Auch das Prognose-Zentrum des IfW und die Gemeinschaftsdiagnose haben in der Vergangenheit die Unsicherheit als einen belastenden Faktor benannt (Boysen-Hogrefe et al. 2012; Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2011). Generell muss zwischen zwei Arten der Unsicherheit unterschieden werden, die jedoch eng miteinander in Beziehung stehen: der Stress und die Unsicherheit an den Finanzmärkten, die üblicherweise bei starken Korrekturen infolge einer Finanzkrise entstehen, und eine allgemeine Unsicherheit über den weiteren Konjunkturverlauf und die zukünftige Wirtschaftspolitik.

Steigender Stress und Unsicherheit an den Finanzmärkten dürfte dazu führen, dass Investitionen und Konsum in die Zukunft verschoben werden.<sup>a</sup> Diese Art von Unsicherheit kann sowohl anhand von Volatilitäten an den Finanzmärkten als auch anhand von Risikoaufschlägen und Kreditausfallrisiken einzelner Anlageklassen approximiert werden. Das IfW berechnet seit einiger Zeit einen Finanzmarktstressindikator, der diese Art von Stress und Unsicherheit abbilden soll. Der Indikator fasst die Entwicklung von 23 verschiedenen Finanzmarktvariablen für Deutschland zusammen. Dabei werden zum einen Maße für Risiken im privaten und öffentlichen Sektor aufgenommen (z.B. Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen) und zum anderen Maße zur allgemeinen Unsicherheit an den Finanzmärkten (z.B. die Volatilität von Aktien und des Wechselkurses). Der Indikator gibt nicht nur einen allgemeinen weitgefassten Überblick über den Stress und die Unsicherheit an den Finanzmärkten, sondern liefert auch wichtige Signale für die Konjunktur (van Roye 2011).

Die zweite Art der Unsicherheit beschreibt eine allgemeine Unsicherheit über den weiteren Konjunkturverlauf und die zukünftige Wirtschaftspolitik. Aus theoretischer Sicht kann diese Art von Unsicherheit ebenfalls zu einer Dämpfung der Konjunktur führen.<sup>b</sup> Ein solcher monatlicher Unsicherheitsindikator wurde jüngst von Baker et al. (2012) entwickelt.<sup>c</sup> Dieser besteht aus zwei verschiedenen Komponenten, die die allgemeine Unsicherheit abbilden sollen. Die erste Komponente umfasst die Streuung der Prognosen verschiedener Prognostiker.<sup>d</sup> Eine hohe Streuung der Prognosen deutet auf eine hohe Unsicherheit über den weiteren Konjunkturverlauf hin. Die zweite Komponente fasst die Häufigkeit von Zeitungsartikeln mit ausgewählten politischen Schlagwörtern wie z.B. „Steuern“, „Ausgaben“, „Regulierung“, oder „Zentralbank“ des Handelsblatt und der Frankfurter Allgemeinen Zeitung zusammen.

Der IfW-Finanzmarktstressindikator und der Unsicherheitsindikator von Baker et al. (2012) haben im Zeitverlauf ein sehr vergleichbares Muster (Abbildung 1). Beide Indikatoren weisen im September 2001 (Anschläge auf das World Trade Center), im Februar 2003 (Krieg im Irak), im September 2008 (Kollaps von Lehman Brothers), im Mai 2010 (starke Turbulenzen im Euroraum) und im September 2011 (bisheriger Höhepunkt der Krise im Euroraum) hohe Indikatorwerte aus. Aktuell laufen die beiden Indikatoren jedoch auseinander. Während die politische Unsicherheit über den Fortgang der Schuldenkrise im Euroraum nach wie vor sehr hoch ist, hat sich der Stress an den Finanzmärkten merklich verringert. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sich zwar die Aktienwerte wieder merklich erhöht haben und die allgemeine Volatilität am Aktienmarkt und am Devisenmarkt zurückgegangen ist, eine glaubhafte mittelfristige Strategie für die Überwindung der Schuldenkrise im Euroraum allerdings noch nicht gefunden ist.

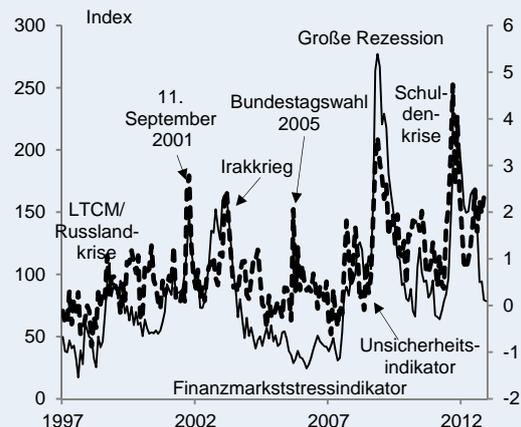
Inwieweit die allgemeine Unsicherheit die Konjunktur dämpft, soll im Folgenden untersucht werden. Dazu wird ein bivariates vektorautoregressives Modell mit einem Schwellenwert (TVAR) geschätzt. Das Modell hat folgende Form

$$Y_t = \Lambda_1 Y_{t-d} + \Lambda_2 Y_{t-d} I[z_{t-1} \geq z^*] + \eta_t$$

$Y_t = [U_t \Delta IP_t]$  steht für den Vektor der endogenen Variablen „Unsicherheit“ und die Veränderung der Industrieproduktion gegenüber dem Vorjahr,  $d$  die Zahl der Verzögerten (in diesem Falle 1,...,4),  $z_{t-1}$  für den Regimeindikator (in diesem Falle der ersten Verzögerten des Unsicherheitsindikators),  $z^*$  für den geschätzten Schwellenwert und  $\eta_t$  für den Fehlerterm. Anhand des TVAR-Modells kann ein nichtlinearer Zusammenhang zwischen der Unsicherheit und der ökonomischen Aktivität abgebildet werden. Das Modell wird über den Zeitraum von 1997 bis 2012 anhand von Monatsdaten geschätzt.

Nach dem Schwellenwerttest werden die Impuls-Antwort-Funktionen in zwei verschiedenen Regimen, einem Regime hoher Unsicherheit und einem Regime niedriger Unsicherheit, berechnet (Abbildung 2).<sup>e</sup> Ein Anstieg des Unsicherheitsindikator in der Höhe einer Standardabweichung führt in dem hohen Unsicherheitsregime zu einer Verringerung der Industrieproduktion von mehr als 3 Prozent, während die Industrieproduktion im niedrigen Unsicherheitsregime nicht signifikant beeinflusst wird.

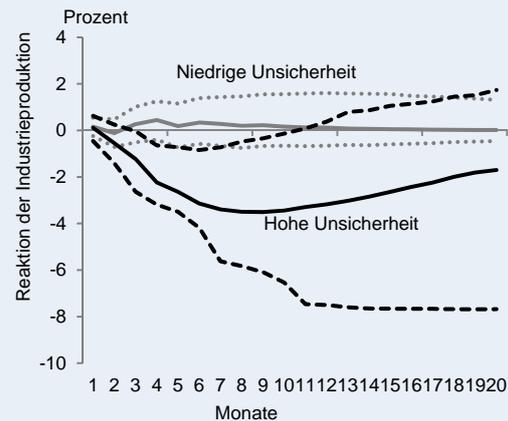
Abbildung 1:  
IfW-Finanzmarktstressindikator und Unsicherheitsindikator 1997–2012



Monatsdaten; LTCM: Long-Term Capital Management (Hedgefonds).

Quelle: Baker et al. (2012); eigene Berechnungen.

Abbildung 2:  
Impuls-Antwort Funktionen nach einem Anstieg der Unsicherheit



Monatsdaten; gestrichelte Linien sind 95-prozentige Konfidenzbänder.

Quelle: Eigene Schätzungen.

Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass eine hohe Unsicherheit über den weiteren Konjunkturverlauf und die zukünftige Wirtschaftspolitik die deutsche Industrieproduktion dämpft. Dies deckt sich mit den Resultaten für andere Länder, wie z.B. für die Vereinigten Staaten (Baker et al. 2012). Vor diesem Hintergrund ist die Einschätzung, dass die hohe Unsicherheit über den Fortgang der Schuldenkrise im Euroraum die Konjunktur weiter belastet, durchaus gerechtfertigt.

<sup>a</sup>Dieses Verhalten wird auch als „wait and see“-Effekt bezeichnet (Bloom 2009). — <sup>b</sup>Vgl. Born und Pfeifer (2011), Baker et al. (2012) und Basu und Bundick (2012). — <sup>c</sup>Der Indikator ist für Deutschland ab 1997 verfügbar und wird fortlaufend aktualisiert. Er kann online unter <http://www.policyuncertainty.com> abgerufen werden. — <sup>d</sup>Hier greifen die Autoren auf die Angaben von *Consensus Economics* zurück. — <sup>e</sup>Dabei wird unterstellt, dass der Schock auf den Unsicherheitsindikator kontemporär Einfluss auf die Veränderung der Industrieproduktion hat, Schocks auf die Industrieproduktion die Unsicherheit kontemporär jedoch nicht beeinflussen (Cholesky-Zerlegung).

## Literatur

- Baker, S.R., N. Bloom und S.J. Davis (2012). Measuring Economic Policy Uncertainty. Via Internet (14. Dezember 2012) <<http://www.policyuncertainty.com/media/BakerBloomDavis.pdf>>.
- Basu, S., und B. Bundick (2012). Uncertainty Shocks in a Model of Effective Demand. NBER Working Papers 18420. National Bureau of Economic Research. Cambridge, Mass.
- Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *Econometrica* 77 (3): 623–685.
- Born, B., und J. Pfeifer (2011). Policy Risk and the Business Cycle. Bonn Econ Discussion Papers bgse06\_2011. University of Bonn.

- Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, B. van Roye und J. Scheide (2012). Deutschland: Konjunkturflaute wird überwunden. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2012. Kieler Diskussionsbeiträge 504/505. IfW, Kiel.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2011). Europäische Schuldenkrise belastet deutsche Konjunktur. Gemeinschaftsdiagnose Herbst. München.
- van Roye, B. (2011). Financial Stress and Economic Activity in Germany and the Euro Area. Kiel Working Paper 1743. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.