

Podstawski, Maximilian; Priesmeier, Christoph

## Article

# Gesamtwirtschaftliche Effekte fiskalischer Unsicherheit

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Podstawski, Maximilian; Priesmeier, Christoph (2018) : Gesamtwirtschaftliche Effekte fiskalischer Unsicherheit, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 98, Iss. 7, pp. 494-497,  
<https://doi.org/10.1007/s10273-018-2321-8>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/213664>

### 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.*

Maximilian Podstawski, Christoph Priesmeier\*

# Gesamtwirtschaftliche Effekte fiskalischer Unsicherheit

Dieser Beitrag betrachtet das Thema solide Staatsfinanzen aus einer innovativen Perspektive und stellt den Einfluss sogenannter fiskalischer (Un-)Sicherheit auf die wirtschaftliche Aktivität ins Zentrum. Auf Grundlage eines neuen Indikators zur Messung von „fiskalischer Unsicherheit“ wird für Deutschland gezeigt, dass eine geringere fiskalische Unsicherheit mit erhöhten Ausrüstungsinvestitionen einhergeht und so spürbar zur gesamtwirtschaftlichen Wachstumsdynamik beitragen kann. Finanzpolitische Richtwerte, die den Grad fiskalischer Stetigkeit ökonomisch sinnvoll erhöhen, können die finanzpolitische Unsicherheit reduzieren und so Investitionsaktivität begünstigen.

Ökonomische Unsicherheit kann erhebliche Auswirkungen auf Konjunktur und wirtschaftliche Dynamik haben, wenn Investitions-, Personal- und Konsumentscheidungen wegen geringer Planbarkeit aufgeschoben oder ausgesetzt werden.<sup>1</sup> Auch das Verhalten des Staates kann die Planbarkeit ökonomischer Entscheidungen beeinflussen. Der Finanzpolitik kommt hierbei, insbesondere wegen ihrer Bedeutung für die Planbarkeit von Investitionsprojekten, potenziell eine bedeutende Rolle zu.<sup>2</sup> Auf Grundlage eines neuen Indikators fiskalischer Unsicherheit in Deutschland untersucht dieser Beitrag, welchen Einfluss finanzpolitische Unsicherheit auf

die Investitionsaktivität und damit die gesamtwirtschaftliche Dynamik in Deutschland hat.<sup>3</sup>

## Definition und ökonomische Wirkungskanäle

In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur beschreibt ökonomische Unsicherheit die Schwierigkeit von Wirtschaftssubjekten, Erwartungen zu bilden. Bei steigender Unsicherheit werden Investitionsprojekte, Personal- und Konsumentscheidungen potenziell aus Mangel an Planbarkeit aufgeschoben und gegebenenfalls nachgeholt, wenn sich die Unsicherheit legt. Unsicherheit kann vielerlei Quellen entstammen: eine schwierige Erwartungsbildung über die gesamtwirtschaftliche Perspektive, Unsicherheit über wirtschaftspolitische Maßnahmen oder über Finanzmarktentwicklungen sind einige Beispiele, die in der jüngeren Literatur Beachtung gefunden haben.<sup>4</sup> Dieser Beitrag untersucht die Entwicklung und ökonomischen Effekte fiskalischer Unsicherheit in Deutschland.<sup>5</sup> Fiskalische Unsicherheit bezieht sich dabei auf die Erwartungsbildung über die zukünftige finanzpolitische Entwicklung bzw. über die Ausrichtung der Finanzpolitik. Sie kann ihren Ursprung z.B. in Unsicherheit über die Entwicklung des Steuer- und Abgabensystems oder die Höhe und Komposition öffentlicher Ausgaben haben. So

\* Der Aufsatz gibt die persönliche Meinung der Autoren wieder und nicht notwendigerweise die des Bundesministeriums der Finanzen.

1 Vgl. N. Bloom: The impact of uncertainty shocks, in: *Econometrica*, 77. Jg. (2009), H. 4, S. 623-685; vgl. K. Jurado, S.C. Ludvigson, S. Ng: Measuring Uncertainty, in: *American Economic Review*, 105. Jg. (2015), H. 4, S. 1177-1216; vgl. S. Baker, N. Bloom, S. Davis: Measuring Economic Policy Uncertainty, in: *The Quarterly Journal of Economics*, 131. Jg. (2016), H. 4, S. 1593-1636.

2 Vgl. A. Carruth, A. Dickerson, A. Henley: What do we know about investment under uncertainty?, in: *Journal of Economic Surveys*, 14. Jg. (2000), H. 2, S. 119-154; vgl. J. Fernández-Villaverde, P. Guerrón-Quintana, K. Kuester, J. Rubio-Ramírez: Fiscal volatility shocks and economic activity, in: *American Economic Review*, 105. Jg. (2015), S. 3352-3384; vgl. E. C. Arbatli, S. J. Davis, A. Ito, N. Miake, I. Saito: Policy Uncertainty in Japan, in: *IMF Working Paper*, 128. Jg. (2017), S. 1-48.

3 Die aktuelle Bedeutung der Investitionsaktivität für die gesamtwirtschaftliche Wachstumsentwicklung in Deutschland wird z.B. von Bach et al. hervorgehoben. Vgl. S. Bach et al.: Wege zu einem höheren Wachstumspfad, in: *DIW Wochenbericht*, 80. Jg. (2013), H. 26, S. 6-17. Schon früh haben Bradford De Long und Summers auf die besondere Rolle von Ausrüstungsinvestitionen aufmerksam gemacht. Vgl. J. Bradford De Long, L. Summers: Equipment Investment and Economic Growth, in: *Quarterly Journal of Economics*, 106. Jg. (1991), H. 2, S. 445-502.

4 Vgl. P. Meinen, O. Röhe: On measuring uncertainty and its impact on investment: cross-country evidence from the euro area, in: *European Economic Review*, 92. Jg. (2017), S. 161-179.

5 Vgl. für eine Studie zu fiskalischer Unsicherheit in den USA J. Fernández-Villaverde, P. Guerrón-Quintana, K. Kuester, J. Rubio-Ramírez, a.a.O.; sowie für eine Studie zu fiskalischer Unsicherheit in Japan E. C. Arbatli, S. J. Davis, A. Ito, N. Miake, I. Saito, a.a.O.

**Dr. Maximilian Podstawski** ist Referent in der Abteilung finanzpolitische und volkswirtschaftliche Grundsatzfragen im Bundesministerium der Finanzen (BMF) in Berlin.

**Dr. Christoph Priesmeier** ist Referent in der Abteilung Leitung, Planung und Strategie im BMF in Berlin.

kann etwa Unsicherheit über die Finanz- und Steuerpolitik dazu führen, dass privatwirtschaftliche Investitionsprojekte aus Mangel an Planbarkeit aufgeschoben oder gar andersorts durchgeführt werden. Dämpfende Effekte fiskalischer Unsicherheit auf das Investitionsverhalten lassen sich über drei Wirkungskanäle ableiten:

1. *Realoptionskanal*: Der Realoptionskanal („wait and see“) beschreibt den Anreiz, angesichts erhöhter (fiskalischer) Unsicherheit Investitionsentscheidungen auszusetzen und abzuwarten, bis sich die Unsicherheit gelegt hat („Optionskauf“ auf die Entscheidung).
2. *Risikoprämienkanal*: (Fiskalische) Unsicherheit wirkt über eine Erhöhung der Risikoprämie, weil Investoren für die gestiegene Unsicherheit kompensiert werden möchten. Dieser Risikoprämienkanal wirkt nachteilig auf Finanzierungsmöglichkeiten und damit auf Investitionen.
3. *Vorsichtersparniskanal*: Erhöhte (fiskalische) Unsicherheit kann auch das Motiv zum Vorsichtssparen stärken und damit negativ auf die Nachfrage nach Investitionsgütern und so auf die Konjunktur wirken.

### Die Messung fiskalischer Unsicherheit in Deutschland – ein neuer Indikator

Fiskalische Unsicherheit ist nicht direkt zu beobachten. In der Literatur zur Analyse von ökonomischer Unsicherheit finden sich aber verschiedene Methoden zur approximativen Messung von Unsicherheit. Auf diesen Verfahren baut der vorliegende Aufsatz auf. Der konstruierte Indikator fiskalischer Unsicherheit setzt sich aus zwei Komponenten zusammen und basiert zu gleichen Teilen auf der Streuung von fiskalischen Prognosen von Wirtschaftsforschungsinstituten, Banken und anderen Organisationen sowie der nachrichtenbasierten Messung fiskalischer Unsicherheit:

*Prognosebasierte fiskalische Unsicherheit*: Diese Komponente basiert auf monatlich aktualisierten Prognosen institutioneller Prognostiker zur Einschätzung der gesamtsstaatlichen Haushaltsentwicklung (Finanzierungssaldo) in Deutschland im jeweils folgenden Jahr.<sup>6</sup> Eine erhöhte Streuung<sup>7</sup> der Vorhersagen innerhalb eines Monats deutet darauf hin, dass die Unsicherheit im Hinblick auf die Projektion der fiskalischen Entwicklung durch die Prognostiker zunimmt. Wir berücksichtigen zudem, dass über das laufende Jahr gesehen die verfügbaren vorausschauenden Informationen

über die Haushaltsentwicklung im Folgejahr immer ausführlicher und zuverlässiger werden und bereinigen für diesen systematischen Effekt. Haushaltssalden hängen außerdem systematisch von der konjunkturellen Entwicklung ab. Um zu verhindern, dass sich in unserem Maß für fiskalische Unsicherheit die Prognose-Unsicherheit über die Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Dynamik abbildet, bereinigen wir es um die Effekte aus Prognoseunsicherheit über die reale BIP- und die Preis-Entwicklung. Somit handelt es sich bei dem hier verwendeten Indikator um ein strukturelles Maß fiskalischer Unsicherheit.

*Nachrichtenbasierte fiskalische Unsicherheit*: Diese Komponente basiert auf der Auswertung der Berichterstattung zweier überregionaler deutscher Tageszeitungen in Bezug auf Artikel, die sich mit fiskalischer Unsicherheit beschäftigen.<sup>8</sup> Hierfür werden die Archive der Frankfurter Allgemeinen Zeitung und des Handelsblatts nach Schlagworten aus den fünf Kategorien Unsicherheit, Wirtschaft, politische Entscheidung, finanzpolitischer Gegenstand und nationaler Bezug durchsucht. Beinhaltet ein Artikel mindestens ein Schlagwort aus jeder der fünf Kategorien wird unterstellt, dass der Artikel sich mit fiskalischer Unsicherheit beschäftigt. Aus der Zählung der Artikel innerhalb eines Monats lässt sich für jede der beiden Tageszeitungen eine monatliche Zeitreihe erstellen. Schließlich werden beide Reihen zu einem Index zusammengefasst.

Abbildung 1 stellt fiskalische Unsicherheit in Deutschland von Mai 1993 bis Dezember 2017 dar. Deutlich sind die beiden Ausschläge zur Finanzkrise und zur darauffolgenden Eurokrise. Diese Ereignisse gingen mit großer Unsicherheit über finanzpolitische Maßnahmen in der Reaktion auf die Krise und deren Auswirkungen einher. Daneben weist der Index auch zu bedeutenden steuer- und sozialpolitischen Reformvorhaben, wie beispielsweise der Steuerreform 2000, der Agenda 2010 und der Unternehmensteuerreform 2008 deutliche Anstiege auf. Zuletzt war eine erhöhte fiskalische Unsicherheit aufgrund internationaler Entwicklungen, wie dem Brexit-Referendum und der Wahl des US-Präsidenten Trump, festzustellen – beides Ereignisse, die angesichts der engen institutionellen wie auch wirtschaftlichen Verflechtung merkliche fiskalische Effekte entfalten könnten.

### Gesamtwirtschaftliche Effekte

Die Analyse des empirischen Zusammenhangs zwischen Investitionsaktivität und fiskalischer Unsicherheit erfolgt auf Grundlage eines strukturellen multivariaten Zeitreihenmo-

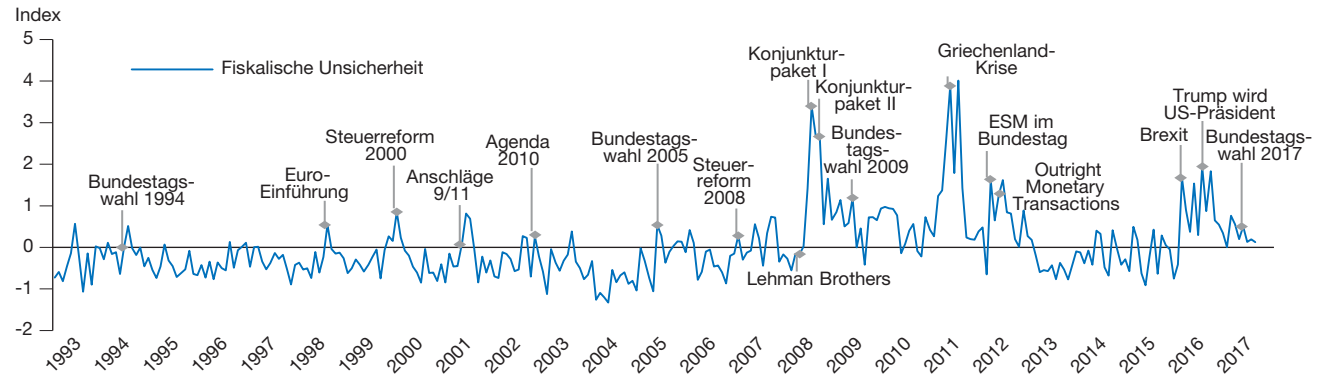
6 Umfragebasierte Angaben, die im Rahmen von Consensus-Forecasts erhoben werden.

7 Zur empirischen Erfassung der Streuung: Interquartilsabstand der jeweiligen Vorhersageverteilung. Dieser hat gegenüber anderen Maßen wie z.B. einer Standardabweichung den Vorteil weniger anfällig gegenüber statistischen Ausreißern zu sein. Vgl. J. Abel, R. Rich, J. Song, J. Tracy: The Measurement and Behavior of Uncertainty: Evidence from the ECB Survey of Professional Forecasters, in: Journal of Applied Econometrics, 31. Jg. (2016), S. 533-550.

8 Die Konstruktion des nachrichtenbasierten Index folgt eng dem Ansatz von Baker et. al. Vgl. S. Baker, N. Bloom, S. Davis: Measuring Economic Policy Uncertainty, in: The Quarterly Journal of Economics, 131. Jg. (2016), H. 4, S. 1593-1636.

Abbildung 1  
Fiskalische Unsicherheit in Deutschland

5/1993 bis 12/2017



Anmerkung: Positive (negative) Werte sind als Ausprägungen oberhalb (unterhalb) des mittleren Niveaus fiskalischer Unsicherheit zu interpretieren. Die übrige Skalierung des Indikators ist ökonomisch nicht interpretierbar. Der Indikator ist um zeitliche Trends bereinigt und bewegt sich dementsprechend um den Mittelwert 0 mit einer Standardabweichung von 0,8.

Quelle: eigene Berechnungen.

dells, das die endogenen Wechselwirkungen zwischen den makroökonomischen Variablen berücksichtigt. Im Rahmen dieses vektorautoregressiven Modells (VAR-Modell) der deutschen Volkswirtschaft für 1993 bis 2017 approximieren wir die Investitionsaktivität mit den Inlandsumsätzen für industriell gefertigte Ausrüstungsgüter. Dies hat den Vorteil, die inländische Verwendung in monatlicher Frequenz abbilden zu können.<sup>9</sup> Neben der Investitionsaktivität und dem vorgestellten Maß fiskalischer Unsicherheit beinhaltet das Modell weitere Variablen, um die Wirkung der Kapazitätsauslastung, des Finanzierungsumfelds, der Wachstumsaussichten und der außenwirtschaftlichen Nachfrage auf die Investitionstätigkeit zu berücksichtigen.<sup>10</sup>

Abbildung 2 zeigt die Reaktion der Investitionsaktivität auf einen Unsicherheits-Schock über einen Horizont von einem Jahr innerhalb von Konfidenzbändern (+/-1 und +/-2 Standardfehler).<sup>11</sup> Das Schätzergebnis verweist darauf, dass

ein Anstieg fiskalischer Unsicherheit die Investitionsaktivität in Deutschland signifikant reduziert. Dieser Effekt ist auch ökonomisch relevant: Ein Anstieg fiskalischer Unsicherheit um eine Standardabweichung führt zu einer Dämpfung der Investitionsaktivität in der Größenordnung von etwa ½ %. Die verzögert einsetzende Reaktion der Investitionsaktivität verweist darauf, dass Unternehmen ihre Investitionspläne nur allmählich anpassen können.

Was bedeutet dieses Ergebnis für die Investitionsdynamik in Deutschland? Die historische Zerlegung der Beiträge aus den ermittelten Schocks zur Entwicklung der Investitionsaktivität über die letzten zehn Jahre (vgl. Abbildung 3) lässt darauf schließen, dass die fiskalische Unsicherheit im Zusammenhang mit der europäischen Staatsschuldenkrise in den Jahren 2011 und 2012 die Investitionsaktivität merklich belastet hat. Dies deutet darauf hin, dass sich die Unsicherheit über mögliche fiskalische Auswirkungen der europäischen Rettungsprogramme auf Investitionsentscheidungen deutscher Unternehmen ausgewirkt hat. Auch die im Zuge der Finanzkrise aufkommende fiskalische Unsicherheit trug der Dekomposition zufolge zum Rückgang der Investitionsaktivität bei. Dabei hatte diese im Vergleich zu anderen makroökonomischen Schocks in dieser Phase aber nur eine untergeordnete Bedeutung. Seit dem Abklingen der akuten Phase der Eurokrise Ende 2012 sind die Beiträge fiskalischer Unsicherheit zur Investitionstätigkeit überwiegend positiv – insbesondere am aktuellen Rand, wo vergleichsweise niedrige fiskalische Unsicherheit die aktuelle Investitionsdynamik stützt.

## Fazit

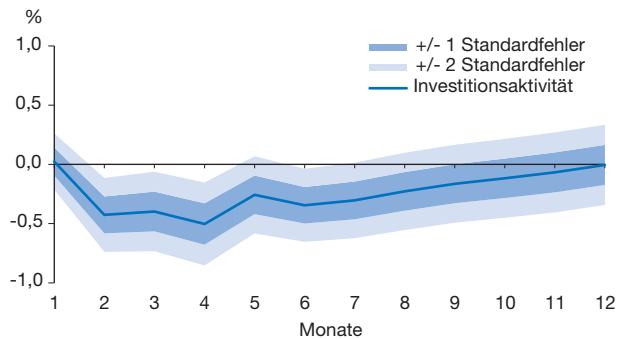
Unsicherheit über die finanzpolitische Entwicklung hat Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Dynamik in einer Volks-

9 Andere, häufig verwendete Maße wie die Industrieproduktion (vgl. P. Meinen, O. Röhe, a. a. O.) beinhalten für das Ausland produzierte Investitionsgüter und sind somit für die vorliegende Analyse weniger geeignet.

10 Folgende endogene Variablen gehen in das Modell ein: Auslandsumsätze industrieller Ausrüstungsgüter, Composite Dax, fiskalische Unsicherheit, Schattenzins, Verbraucherpreisindex, Inlandsumsätze industrieller Ausrüstungsgüter, industrielle Fertigung nicht investiver Güter. Das der Analyse zugrundeliegende Modell enthält vier Verzögerungen auf der Grundlage von Informationskriterien sowie eine Konstante und einen linearen Trend.

11 Die Identifikation des Modells erfolgt über eine Cholesky-Dekomposition auf der Grundlage der oben genannten Reihenfolge der Variablen (vgl. z. B. P. Meinen, O. Röhe, a. a. O.). Sensitivitätsanalysen deuten auf robuste Ergebnisse bezüglich der Reihenfolge der Variablen hin. Die Ergebnisse sind ebenfalls robust gegenüber der Verwendung der einzelnen Komponenten des Maßes fiskalischer Unsicherheit sowie der zusätzlichen Berücksichtigung eines Maßes allgemeiner makroökonomischer Unsicherheit für Deutschland, das dem Ansatz von Jurado et. al. folgt. Vgl. K. Jurado, S. C. Ludvigson, S. Ng, a. a. O.

**Abbildung 2**  
**Reaktion der Investitionsaktivität auf einen**  
**fiskalischen Unsicherheitschock**



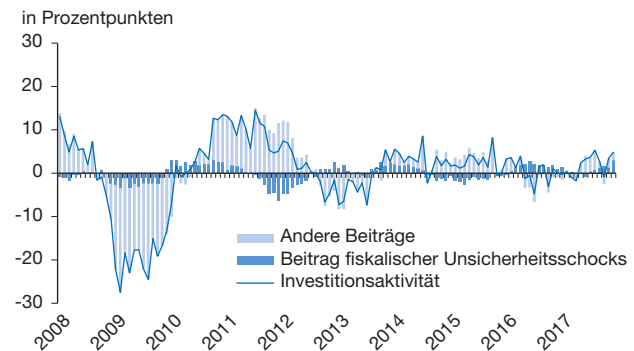
Anmerkung: Investitionsaktivität ist definiert als Inlandsumsätze industrieller Ausrüstungsgüter (hier: Vorjahreswachstumsrate).

Quelle: eigene Berechnungen.

wirtschaft. Der vorliegende Beitrag zeigt dies anhand eines neuen Indikators für fiskalische Unsicherheit für Deutschland. Daraus können wichtige Schlussfolgerungen für eine wachstumsfreundliche Finanzpolitik gezogen werden. Eine wachstumsfreundliche Finanzpolitik sollte eine hohe Planbarkeit für Investitions-, Personal- und Konsumentscheidungen sicherstellen. Dies gilt nicht nur mit Blick auf die Stetigkeit der unmittelbaren steuer- und finanzpolitischen Instrumente. Auch darüber hinaus kann eine Finanzpolitik, die die Handlungsfähigkeit des Staates in Krisen stärkt und die langfristige Leistungsfähigkeit der Sozialsysteme gewährleistet, die Erwartungsbildung von Wirtschaftsakteuren stabilisieren und so über eine stärkere Investitionsaktivität die gesamtwirtschaftliche Wachstumsdynamik begünstigen.<sup>12</sup>

12 Zur Rolle langfristiger Erwartungen in diesem Zusammenhang vgl. z. B. J. M. Keynes: Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, Berlin 2002 (In der Übersetzung von F. Waeger, 9. Aufl.), S. 124-138.

**Abbildung 3**  
**Investitionsaktivität: Beitrag fiskalischer**  
**Unsicherheit**



Anmerkung: Investitionsaktivität: Vorjahreswachstumsrate der Inlandsumsätze industrieller Ausrüstungsgüter in %.

Quelle: eigene Berechnungen.

In diesem Kontext können auch finanzpolitische Richtwerte positive Effekte haben.<sup>13</sup> Dauerhafte Richtwerte, deren Anwendung den Grad fiskalischer Stetigkeit erhöht und als Anker für die Erwartungsbildung fungiert, reduzieren die finanzpolitische Unsicherheit und stimulieren so die Investitionstätigkeit. Ein fiskalischer Richtwert, der diese „Anker-Funktion“ erfüllt, ist durch die deutsche Schuldenregel gegeben, die mit einer strukturellen Neuverschuldung des Bundes in Höhe von 0,35 % des Bruttoinlandsprodukts einen strukturell annähernd ausgeglichenen Haushalt vorsieht und so die langfristige Leistungsfähigkeit des Staates erhöht.<sup>14</sup> Darüber hinaus ermöglicht sie in akuten Krisenverläufen finanzpolitischen Spielraum zur konjunkturellen Stabilisierung und steigert so die Handlungsfähigkeit des Staates.

13 Die aktuelle finanzpolitische Debatte in Deutschland befasst sich prominent mit dem Für und Wider finanzpolitischer Richtwerte, während mögliche Wachstumswirkungen der Finanzpolitik durch die Reduktion fiskalischer Unsicherheit weitgehend unberücksichtigt geblieben sind. Vgl. z. B. H. Adam: Von der Inflationsphobie bis zur „schwarzen Null“, in: Wirtschaftsdienst, 96. Jg. (2016), H. 7, S. 492-500, <https://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2016/7/von-der-inflationsphobie-bis-zur-schwarzen-null/> (5.7.2018).

14 Vgl. E. Baumann, J. Schneider: Die neuen Regeln des Bundes, in: C. Kastrop, G. Meister-Scheufelen, M. Sudhof (Hrsg.): Die neuen Schuldenregeln im Grundgesetz. Zur Fortentwicklung der bundesstaatlichen Finanzbeziehungen, Berlin 2010, S. 89 ff.

#### **Title: Economic Effects of Fiscal Uncertainty in Germany**

**Abstract:** Fiscal uncertainty has potentially far-reaching effects on investment activity and the business cycle. This paper constructs an indicator for fiscal uncertainty in Germany based on (a) the dispersion of professional forecasts for Germany's budget balance and (b) newspaper coverage frequency of fiscal uncertainty. We find that an exogenous increase in fiscal uncertainty affects the business cycle by significantly lowering investment activity in machinery and equipment. Fiscal rules that increase the degree of fiscal steadiness may contribute to a reduction in fiscal uncertainty and thereby stimulate investment.

**JEL Classification:** D81, E22, E32, H30.