

IfW-Box 2011.16

Zu den Auswirkungen der gestiegenen Unsicherheit auf die Konjunktur in den Vereinigten Staaten

Nils Jannsen

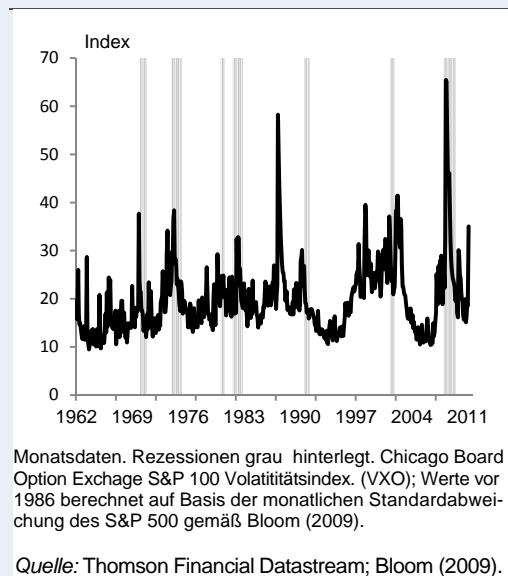
Vor dem Hintergrund der langwierigen politischen Auseinandersetzung über die Anhebung der Schuldenobergrenze, der schwelenden Schuldenkrise im Euroraum und schlechter als erwartet ausgefallenen Konjunkturindikatoren ist die Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten offenbar spürbar gestiegen. Die Verunsicherung kann einen erheblichen Belastungsfaktor für die Konjunktur darstellen. So hat beispielsweise die sprunghaft gestiegene Unsicherheit zu Beginn der Finanzkrise wohl dazu beigetragen, dass zahlreiche Unternehmen und private Haushalte Investitionen zunächst zurückgestellt haben und es so zu einem regelrechten Einbruch bei den privaten Investitionen kam. Einige Beobachter befürchten, dass der im August zu beobachtende Anstieg der Unsicherheit in den Vereinigten Staaten erneut eine Rezession auslösen könnte (Bloom 2011). Im Folgenden soll mithilfe eines VAR-Modells untersucht werden, wie sich dieser Anstieg auf die Konjunktur in den Vereinigten Staaten auswirken wird.

Die Unsicherheit von Wirtschaftssubjekten ist nicht beobachtbar und muss deshalb geschätzt werden. Ein häufig verwendetes Maß ist die Volatilität an den Wertpapiermärkten.^a Bloom (2009) hat gezeigt, dass ein Anstieg der Volatilität des S&P 500 in den folgenden sechs Monaten zu einem rapiden Rückgang der Produktion führt, gefolgt von einem starken Anstieg, der seinen Hochpunkt etwa ein Jahr nach dem Anstieg der Unsicherheit erreicht. Langfristig ergeben sich keine Veränderungen für das Produktionsniveau. Um die Auswirkungen der aktuell gestiegenen Unsicherheit auf die Konjunktur zu untersuchen, schätzen wir ein vektorautoregressives Modell, in dem wir die Finanzmarktvolatilität als Unsicherheitsmaß verwenden. Die Finanzmarktvolatilität steigt für gewöhnlich im Verlauf von Rezessionen, hat aber auch schon Ausschläge in Expansionsphasen verzeichnet (Abbildung 1). Während der Finanzkrise erreichte sie einen Höchststand; in den vergangenen Monaten zog sie wieder spürbar an.

Das vektorautoregressive Modell, das wir in Anlehnung an Bloom (2009) schätzen, enthält 8 Variablen: den S&P 500 Wertpapierindex, das Unsicherheitsmaß, die Federal Funds Rate, Löhne, Verbraucherpreise, die durchschnittliche wöchentliche Arbeitszeit, die Zahl der Beschäftigten und das Bruttoinlandsprodukt. Wir weichen von Bloom (2009) ab, indem wir statt der Produktion im verarbeitenden Gewerbe das Bruttoinlandsprodukt verwenden, da wir an den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen eines Anstiegs der Unsicherheit interessiert sind. Ferner verwenden wir für die Arbeitsmarktdaten Angaben, welche die Entwicklung im gesamten privatwirtschaftlichen Sektor widerspiegeln und nicht nur im verarbeitenden Gewerbe. Schließlich schätzen wir das Modell mit Ausnahme des Unsicherheitsmaßes und der Federal Funds Rate in ersten Differenzen und nicht in Abweichung vom Trend. Als Schätzzeitraum verwenden wir 1962 bis 2011.^b

Zunächst untersuchen wir die Auswirkungen eines Unsicherheitsschocks, der so identifiziert wird, dass er mit Ausnahme des S&P 500 alle anderen Variablen kontemporär beeinflussen kann, diese ihn aber nicht. Im ersten Quartal nach einem Schock (in Höhe einer Standardabweichung) geht die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts zurück (Abbildung 2). In den folgenden Quartalen ist sie höher als sie ohne den Schock wäre; die Auswirkungen laufen nach rund zwei Jahren aus. Die Konfidenzintervalle zeigen, dass die Auswirkungen eines Schocks mit erheblicher Unsicherheit behaftet sind. Gemäß dem 66-Prozent-Konfidenzintervall laufen die signifikanten Effekte im fünften Quartal nach dem Schock aus, gemäß des 90-

Abbildung 1:
Finanzmarktunsicherheit in den Vereinigten Staaten
1962–2011

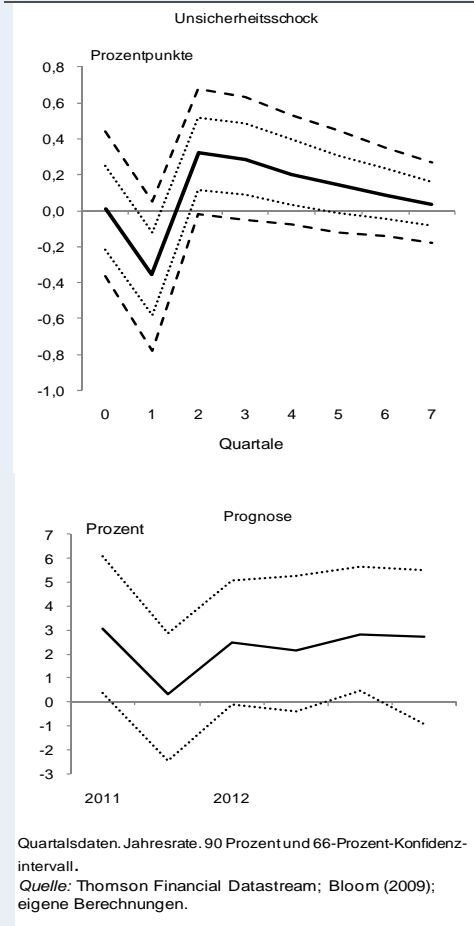


Prozent-Konfidenzintervalls sind allenfalls die Auswirkungen in den ersten beiden Quartalen nach dem Schock statistisch signifikant von null verschieden. Alles in allem deuten die Ergebnisse darauf hin, dass ein Unsicherheitsschock zu einem kurzfristigen Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität führt, gefolgt von einem leichten Anstieg.

Um abzuschätzen, welchen Einfluss der Anstieg der Unsicherheit im August dieses Jahres auf die Konjunktur im weiteren Verlauf dieses und im nächsten Jahr hat, erstellen wir eine Prognose für die Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts auf Basis des geschätzten Modells. Zwar ist das Modell eher für Simulationen geeignet als für Prognosen, dennoch kann die Modellprognose Aufschluss darüber geben, welches Profil die Auswirkungen des Anstiegs der Unsicherheit auf die Konjunktur hat. Für die Prognose unterstellen wir, dass die Unsicherheit im September auf dem im August erreichten Niveau bleibt.^c Die Prognose deutet darauf hin, dass der Anstieg der Unsicherheit im vierten Quartal seine stärksten negativen Auswirkungen auf die Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts hat. Anders als in der Simulation kommt es in der Prognose nicht zu stärkeren Anstieg in den Folgequartalen.

^aAllerdings ist die Verwendung der Aktienkursvolatilität als Proxy für Unsicherheit umstritten, da sie auch andere Einflussfaktoren wie z.B. eine Veränderung in der Risikowahrnehmung oder Spekulationsmotive abbildet. Alternativ werden auch Unsicherheitsmaße auf Basis von Unternehmensbefragungen oder auf Basis von Befragungen von Prognostikern vorgeschlagen. — ^bDa die Untersuchung für das Bruttoinlandsprodukt erfolgt, verwenden wir Quartalsdaten statt Monatsdaten. — ^cFür den Quartalsdurchschnitt ergibt sich dann ein Wert von 35 für den in Abbildung 1 beschriebenen Volatilitätsindex. Die Auswirkungen eines Unsicherheitsschocks in Abbildung 2 beziehen sich auf einen Anstieg des Volatilitätsindex um rund 4 Punkte.

Abbildung 2:
Finanzmarktunsicherheit in den Vereinigten Staaten 1962–2011



Literatur

Bloom, N. (2009). The Impact of Uncertainty Shocks. *Econometrica* 77 (3): 623–685.

Bloom, N. (2011). The Uncertainty Shock From the Debt Disaster Will Cause a Double-Dip Recession. Via Internet (24. August 2011) <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6846>>.