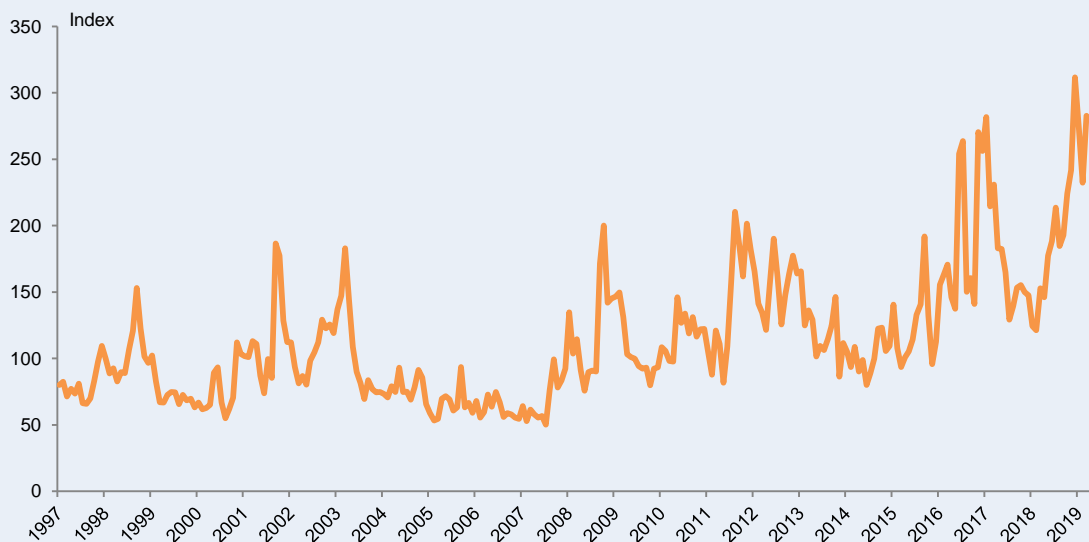


## Zu den Auswirkungen des jüngsten Anstiegs der globalen wirtschaftspolitischen Unsicherheit

*Martin Ademmer, Joscha Beckmann und Nils Jannsen*

Seit Beginn des Jahres 2018 ist die globale wirtschaftspolitische Unsicherheit deutlich gestiegen. Dazu beigetragen haben nicht zuletzt die zunehmende Sorge vor einer Eskalation der internationalen Handelskonflikte und die ungeklärte Situation über den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union. Auch in der Vergangenheit kam es immer wieder zu merklichen Unsicherheitsschüben. Ein so hohes Niveau wie zum Jahreswechsel 2019 wurde für die globale wirtschaftspolitische Unsicherheit zuvor allerdings noch nicht verzeichnet (Abbildung 1). Zwar ist bislang in einzelnen Studien gezeigt worden, dass ein Anstieg der wirtschaftspolitischen Unsicherheit in einem Land die Konjunktur belasten kann (Baker et al. 2016). Demgegenüber ist bislang noch nicht untersucht worden, wie sich ein Anstieg der globalen Unsicherheit auf die Weltwirtschaft auswirkt. Im Folgenden soll dies anhand eines globalen Modells geschehen.

Abbildung 1:  
Globale wirtschaftspolitische Unsicherheit 1997–2019



Monatsdaten.

Quelle: [policyuncertainty.com](http://policyuncertainty.com)

Insgesamt besteht in der Literatur weitgehend Einigkeit darüber, dass höhere Unsicherheit die Konjunktur bremsen kann. Ein wichtiger Wirkungskanal über den Unsicherheit die Konjunktur dämpfen kann ist, dass ein Anstieg der Unsicherheit Unternehmen dazu veranlassen kann, ihre Investitionsvorhaben aufzuschieben oder sogar zu streichen (Bloom 2009; Meinen und Röhe 2017). Dabei gibt es unterschiedliche Formen von Unsicherheit, die mit verschiedenen Indikatoren abgebildet werden und die jeweils andere Auswirkungen haben können. Neben der wirtschaftspolitischen Unsicherheit zählen dazu beispielsweise Finanzmarktunsicherheit und die makroökonomische Unsicherheit. Finanzmarktunsicherheit wird typischerweise mittels der Aktienkursvolatilität gemessen (Bloom 2009; Bonciani und Ricci 2018). Für die makroökonomische Unsicherheit wird die Prognoseunsicherheit bezüglich makroökonomischer Variablen herangezogen (Jurado et al. 2015; Rossi und Sekhposyan 2015). Wirtschaftspolitische Unsicherheit wird typischerweise anhand bestimmter Schlagwörter in Tageszeitungen abgeschätzt. Der Indikator von Baker et al. (2016) ermittelt die Häufigkeit, mit der Kombinationen von Schlagwörtern, die in Zusammenhang mit wirtschaftspolitischer Unsicherheit stehen, in ausgewählten Zeitungen erscheinen. Je häufiger diese Kombinationen von Schlagwörtern (z.B. Wirtschaft und Unsicherheit) vorkommen, desto höher fällt der Wert des Indikators aus. Für unsere Analyse ziehen wir den entsprechenden globalen

Indikator heran, der die Unsicherheit in 20 Volkswirtschaften, gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt, zusammenfasst.

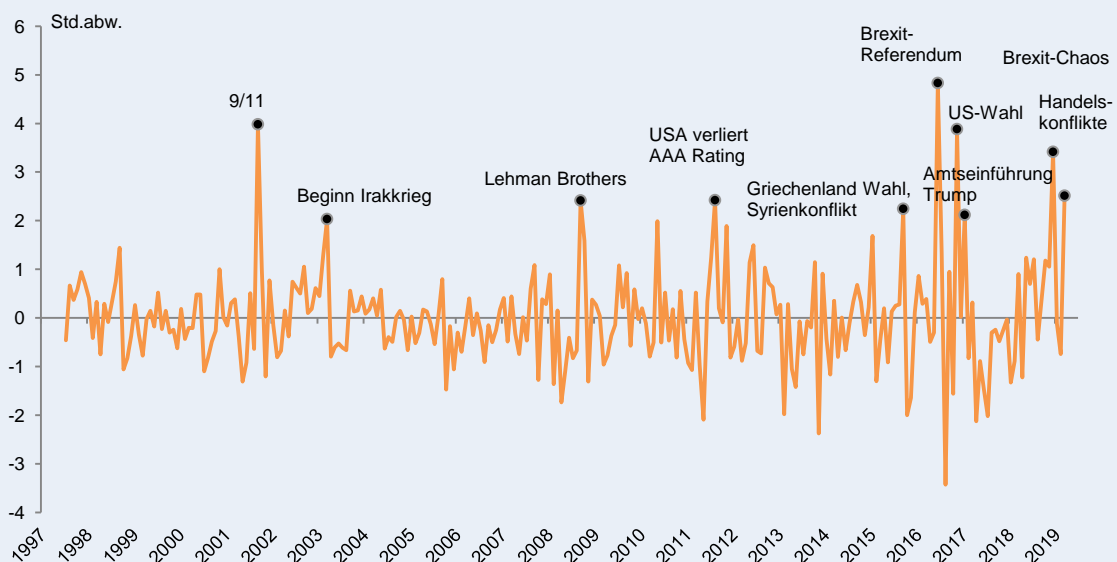
Die verschiedenen Indikatoren zur Unsicherheit weisen zwar zum Zeitpunkt bedeutsamer Ereignisse nicht selten gleichzeitige Ausschläge auf. Allerdings ist die Korrelation insbesondere des Indikators für die wirtschaftspolitische Unsicherheit mit Indikatoren für die Finanzmarktunsicherheit oder makroökonomischer Unsicherheit für die Vereinigten Staaten (Born et al. 2018) oder den Euroraum (Meinen und Röhe 2017) vergleichsweise gering.<sup>a</sup> Dies spricht für eine eigenständige Bedeutung der wirtschaftspolitischen Unsicherheit für den Konjunkturverlauf. Es erscheint zudem plausibel, dass ein Anstieg der wirtschaftspolitischen Unsicherheit eher die Ursache für einen Anstieg der Finanzmarktunsicherheit (Baker et al. 2019) oder der makroökonomischen Unsicherheit ist als umgekehrt.

Die Auswirkungen eines Anstiegs der globalen wirtschaftspolitischen Unsicherheit auf verschiedene globale makroökonomische Größen werden mittels eines strukturellen vektor-autoregressiven (SVAR) Modells abgeschätzt. In dem Modell werden exogene, d.h. nicht von anderen Variablen getriebene, Veränderungen der globalen Unsicherheit (Unsicherheitschocks) identifiziert, wodurch eine kausale Interpretation der Auswirkungen ermöglicht wird. Das SVAR-Modell wird in monatlicher Frequenz für den Zeitraum von Januar 1997 bis März 2019 geschätzt.<sup>b</sup> Es beinhaltet neben dem Indikator für globale wirtschaftspolitische Unsicherheit den Aktienindex MSCI World (logarithmiert), den sogenannten Schattenzins für die Vereinigten Staaten als Proxy für das internationale geldpolitische Umfeld in Zeiten der Nullzinspolitik, sowie die vom IfW auf Basis von mehr als 40 Ländern berechneten Indizes für die globale Industrieproduktion und die globalen Konsumentenpreise (beide logarithmiert).<sup>d</sup> Es werden sechs Verzögerungen der Variablen in das Modell aufgenommen; die Ergebnisse sind robust für alternative Spezifikationen des Modells.

Die Identifikation der Unsicherheitschocks erfolgt mithilfe der sogenannten Choleski-Zerlegung der Varianz-Kovarianz-Matrix der Residuen, die in der Literatur zu den Auswirkungen von Unsicherheit das Standard-Verfahren darstellt (Bloom 2009; Jurado et al. 2015; Baker et al. 2016; Born et al. 2018). Die Annahme ist hierbei, dass manche Variablen nicht contemporär, d.h. in derselben Periode, auf bestimmte Schocks reagieren. Im Einklang mit Jurado et al. (2015) und Born et al. (2018) unterstellen wir, dass die Unsicherheitsvariable und die Aktienpreise contemporär auf die anderen makroökonomischen Variablen reagieren, diese jedoch nur verzögert auf die Unsicherheitsvariable und die Aktienpreise. Wir ordnen daher im Rahmen der Choleski-Zerlegung die Politikunsicherheit als vorletzte und die Aktienpreise als letzte Variable in unserem Modell. Eine alternative Anordnung mit der Politikunsicherheit als erster Variable, die unter anderem von Baker et al. (2016) verwendet wird, führt zu sehr ähnlichen Ergebnissen.

Abbildung 2:

Globale Unsicherheitschocks 1997–2019



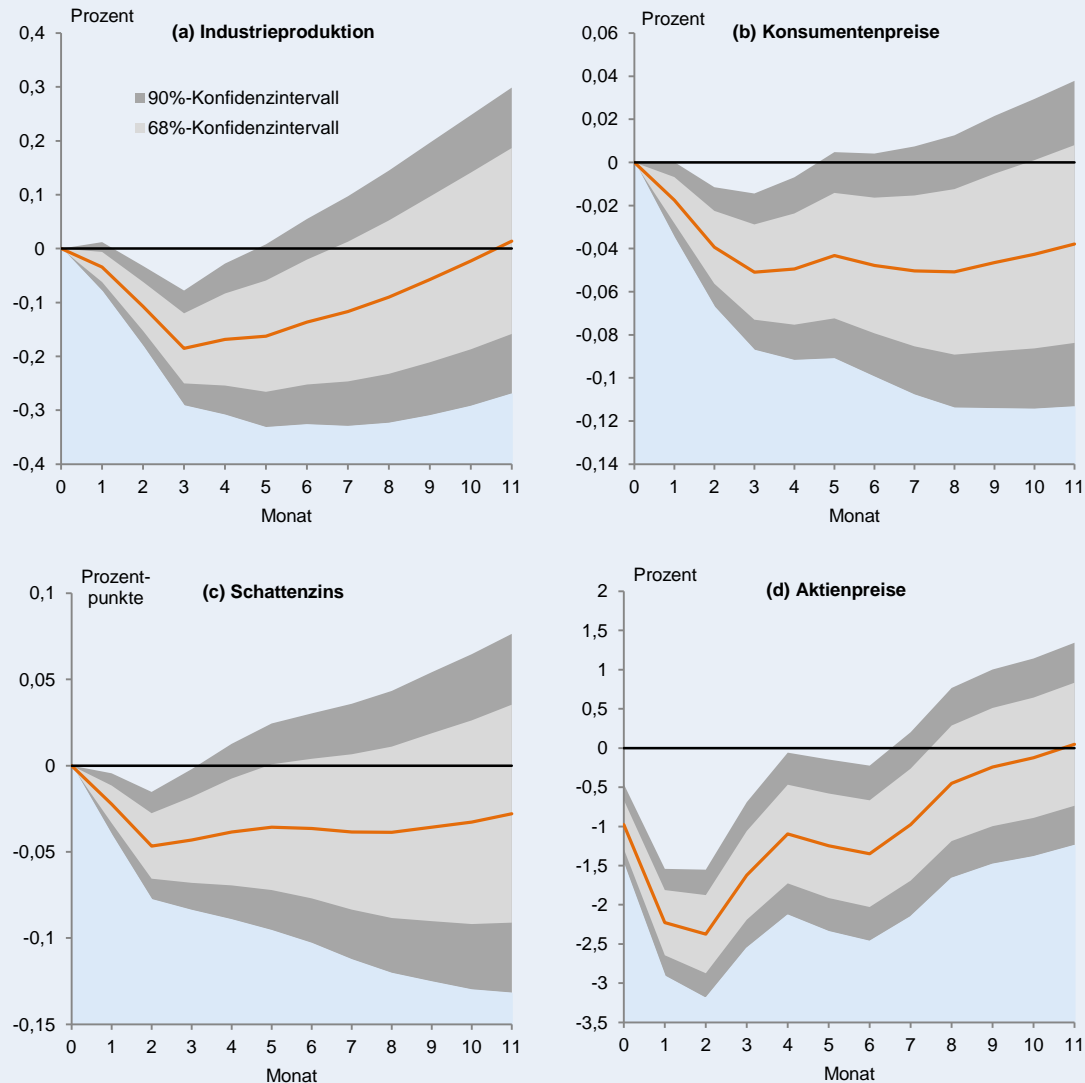
Monatsdaten. Schocks sind auf Mittelwert 0 und Standardabweichung 1 über den Schätzzeitraum normiert.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Die Zeitreihe der resultierenden Unsicherheitsschocks weist einen ökonomisch plausiblen Verlauf auf (Abbildung 2). So können besonders große Unsicherheitsschocks mit weltwirtschaftlich relevanten Ereignissen in Verbindung gebracht werden. Große Ausschläge sind beispielsweise im Zusammenhang mit der Wahl des US-Präsidenten im November 2016, dem Brexit-Votum im Juni 2016 oder den Anschlägen auf das World Trade Center im September 2001 zu verzeichnen.

Abbildung 3:

Auswirkungen eines globalen Unsicherheitsschocks auf verschiedene globale Variablen



Monatsdaten. Auswirkung eines globalen Unsicherheitsschocks, der mit einem Anstieg der globalen politischen Unsicherheit einhergeht, in Höhe von einer Standardabweichung. Konfidenzintervalle berechnet als  $\pm 1$  Standardabweichung (68%-Konfidenzintervall) bzw.  $\pm 1.64$  Standardabweichungen (90%-Konfidenzintervall) der Parameterschätzer.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Im nächsten Schritt analysieren wir die Auswirkungen dieser Unsicherheitsschocks auf die globalen Variablen in unserem Modell. Die Ergebnisse sind anhand von Impuls-Antwort Funktionen dargestellt und liefern auch Informationen über die Persistenz der Effekte von Unsicherheit über die Zeit (Abbildung 3). Demnach führt ein Unsicherheitsschock in Höhe von einer Standardabweichung im Schnitt zu einem Rückgang der Industrieproduktion von rund 0,2 Prozent in den ersten drei bis sechs Monaten und einem Rückgang der Aktienpreise um bis zu 2 Prozent. Die vergleichsweise starke Reaktion der Aktienmärkte überrascht angesichts der Bedeutung von politischen und wirtschaftlichen Erwartungen für die Entwicklung von Aktienkursen nicht. Darüber hinaus ergibt sich ein leichter Rückgang der Konsumentenpreise und des Schattenzinses. Nach rund 6 Monaten sind die Effekte meist nicht mehr signifikant von Null verschieden.

Alles in allem haben globale wirtschaftspolitische Unsicherheitsschocks signifikante, wenngleich nur temporäre Auswirkungen auf die Konjunktur. Insbesondere bei großen Ausschlägen können diese Effekte durchaus quantitativ bedeutsam sein. So hat den Ergebnisse zufolge alleine der im Dezember des Jahres 2018 zu verzeichnende Unsicherheitsschock, der vermutlich auch mit der Sorge über eine zunehmende Eskalation des Handelskonflikts zwischen den Vereinigten Staaten und China in Zusammenhang stand, die globale Industrieproduktion temporär um bis zu 0,7 Prozent gedrückt.

<sup>a</sup>So liegt der Korrelationskoeffizient der wirtschaftspolitischen Unsicherheit und anderen Unsicherheitsmaßen in der Regel etwa zwischen 0,3 und 0,4. Für die großen Volkswirtschaften des Euroraums häufig auch darunter. — <sup>c</sup>Der Indikator zur globalen wirtschaftspolitischen Unsicherheit liegt erst für den Zeitraum ab 1997 vor. — <sup>d</sup>Für Details zur Berechnung des Schattenzinses siehe Wu und Xia (2016).

---

## Literatur

---

- Baker, S. R., N. Bloom und S. J. Davis (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics* 131 (4): 1593-1636.
- Baker, S.R., N. Bloom, S.J. Davis und K. Kost (2019). Policy News and Stock Market Volatility. Mimeo. Via Internet (4.6.2019) <<http://www.policyuncertainty.com/media/Policy%20News%20and%20Stock%20Market%20Volatility.pdf>>.
- Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *Econometrica* 77 (3): 623-685.
- Born, B., S. Breuer und S. Elstner (2018). Uncertainty and the Great Recession. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 80 (5): 951-971.
- Jurado, K., S. C. Ludvigson und S. Ng (2015). Measuring uncertainty. *American Economic Review* 105 (3): 1177-1216.
- Meinen, P., und O. Röhe (2017). On measuring uncertainty and its impact on investment: cross-country evidence from the euro area. *European Economic Review* 92: 161-179.
- Rossi, B., und T. Sekhposyan (2015). Macroeconomic uncertainty indices based on nowcast and forecast error distributions. *American Economic Review* 105 (5): 650-655.