

»» Unsicherheit und Wirtschaftsaktivität in Deutschland

Nr. 300, 25. September 2020

Autor: Marius Orthey, research@kfw.de

Ansprechpartnerin: Dr. Katrin Ullrich, Tel. 069 7431 9791, katrin.ullrich@kfw.de

Die weltweite Ausbreitung von Covid-19 und die Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie haben zu einem rasanten Anstieg der Unsicherheit geführt. In der Theorie kann sich eine Reduktion der (Planungs-)Sicherheit über verschiedene Kanäle auf ökonomische Entscheidungen auswirken. Im Vordergrund steht dabei das Wait-and-see-Verhalten: Individuen reagieren zurückhaltend, schieben Investitions- und Konsumententscheidungen auf und warten auf ein Auflösen der Unsicherheit. Um diese Hypothese mit empirischen Erkenntnissen untermauern zu können, greifen Unsicherheitsindikatoren u. a. auf Medienberichte, Finanzmarktdaten oder Unternehmensbefragungen zurück. Der aktuelle Forschungsstand zeigt dabei ein zerteiltes Bild: Während weitgehend Einigkeit über die negativen ökonomischen Folgen der Unsicherheit in der kurzen Frist herrscht, gibt es keinen wissenschaftlichen Konsens über die Größe und Wirkungsdauer des Effektes.

Unsichere Zeiten

Die vergangenen Wochen und Monate haben gezeigt: Ein Leben in der Corona-Pandemie ist ein Leben in Unsicherheit. Sind die Kapazitäten des Gesundheitssystems ausreichend? Welche Maßnahmen sind über welchen Zeitraum notwendig, um die Ausbreitung des Virus effektiv einzudämmen? Wie können Unternehmen und private Haushalte angemessen unterstützt werden? Ist das verabschiedete Konjunkturpaket ausreichend, um die Wirtschaft wieder anzukurbeln? Welche Lehren können aus der Corona-Pandemie gezogen werden? In einer Zeit, in der es mehr Fragen als Antworten gibt, scheint nur eine Sache sicher zu sein: Die Corona-Pandemie hat zu einem erheblichen Anstieg der Unsicherheit geführt.¹

Neben der Ausbreitung einer Infektionskrankheit gibt es eine Reihe von weiteren Quellen der Unsicherheit. Ereignisse wie der Irakkrieg im Jahr 2003 oder die Terroranschläge vom 13. November 2001 in Paris werden häufig der **geopolitischen Unsicherheit** zugeordnet. Das Brexit-Referendum im Jahr 2016 oder die Wahl einer neuen Regierung sind dagegen klassische Beispiele von **politikbedingter wirtschaftlicher Unsicherheit**.

Grundsätzlich ist ein Anstieg der Unsicherheit mit einer Reduktion der (Planungs-)Sicherheit verbunden. Aus volkswirtschaftlicher Sicht stellt sich daher die Frage, ob Unsicherheit die ökonomischen Entscheidungen der Individuen beeinflusst und damit Auswirkungen auf die Wirtschaftsaktivität eines Landes hat. Die vorliegende Arbeit greift diese Fragestellung auf und verschafft einen Überblick über die theoretischen

Konzepte und empirischen Befunde auf diesem Forschungsgebiet.

Kasten 1: Abgrenzung der Unsicherheit vom Risiko

Grundsätzlich gibt es keine allgemeingültige Definition für die Begriffe „Unsicherheit“ und „Risiko“ – eine eindeutige Unterscheidung ist daher schwierig und häufig werden beide Bezeichnungen synonym verwendet.

Ein weit verbreiteter Ansatz zur Begriffsabgrenzung basiert auf dem grundlegenden Konzept des Ökonomen Frank H. Knight.² Demnach beschreibt das *Risiko* eine Situation, in der einem bestimmten Ereignis eine logisch gewonnene oder empirisch erhobene Eintrittswahrscheinlichkeit zugeordnet werden kann. Lässt sich hingegen keine objektive Eintrittswahrscheinlichkeit für ein Ereignis berechnen, ist von „echter *Unsicherheit*“ oder auch „*Unge- wissheit*“ die Rede.³

Ein klassisches Beispiel für eine Situation unter *Risiko* im oben genannten Sinn ist der Münzwurf: Für die Ereignisse „Kopf“ und „Zahl“ beträgt die Eintrittswahrscheinlichkeit je 50 %. Im Gegensatz dazu werden einzigartige Ereignisse, die aufgrund fehlender Erfahrungswerte nicht mit den bekannten mathematischen Methoden analysiert werden können, der *Unsicherheit* zugeordnet. Als Beispiele können die Terroranschläge am 11. September 2001, das Brexit-Referendum 2016 oder die aktuelle Corona-Pandemie angeführt werden. In der Praxis treten Unsicherheit und Risiko häufig gemeinsam als eine Art **Mischform** auf.

Das Spektrum der Unsicherheitsindikatoren ist vielseitig

Die Messung von Unsicherheit geht u. a. mit zwei Problemen einher: Zum einen ist Unsicherheit nicht direkt beobachtbar, zum anderen können Unsicherheit und Risiko in der Praxis oftmals nicht ausreichend voneinander abgegrenzt werden. Dies hat zur Folge, dass der verwendete Unsicherheitsindikator üblicherweise eine Mischung aus Unsicherheit und Risiko abbildet und daher im besten Fall lediglich eine sehr gute Approximation darstellt. Die am häufigsten verwendeten Unsicherheitskennzahlen können in drei Kategorien eingeteilt werden:⁴

Zeitungs-basierte Unsicherheitsindikatoren spiegeln die Intensität der Berichterstattung über verschiedene Arten der Unsicherheit wider. Der *Economic-Policy-Uncertainty-Index* ist ein Maß für die politikbedingte wirtschaftliche Unsicherheit.⁵ Für Deutschland erfasst er die Anzahl an Berichten im Handelsblatt und der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, die

sowohl Schlagworte wie „Unsicherheit“ und „Wirtschaft“ als auch wirtschaftspolitische Begriffe wie z. B. „Defizit“ oder „Regulierung“ enthalten. Je höher der Indexwert, desto größer die relative Häufigkeit an Meldungen über politikbedingte wirtschaftliche Unsicherheit. Der *Geopolitical-Risk-Index* basiert auf einem ähnlichen Konzept, bildet jedoch das Ausmaß der internationalen Berichterstattung über globale geopolitische Spannungen ab.⁶ Der Vorteil eines zeitungsbasierten Indikators besteht darin, dass er über die Medienberichte die allgemeine Stimmung in einer Volkswirtschaft erfasst und damit als relativ breites Maß der Unsicherheit verstanden werden kann. Darüber hinaus greifen solche Indizes auf hochfrequente Daten zurück und eignen sich daher auch zur Analyse dynamischer Entwicklungen in der kurzen Frist. Auf der anderen Seite können zeitungsbasierte Indikatoren auch ein verzerrtes Bild der Unsicherheit vermitteln, beispielsweise aufgrund von mangelnder Repräsentativität bei der Medienauswahl oder einer möglichen Herdenmentalität im Journalismus.

– **Finanzmarktbasierte Unsicherheitsindikatoren** nehmen u. a. Bezug auf die implizite Volatilität eines Aktienindex. Der Volatilitätsindex *VDAX-NEW* berechnet dabei anhand von Optionskontrakten die erwartete Schwankungsbreite innerhalb der nächsten 30 Tage für den deutschen Leitindex *DAX*.⁷ Ein niedriger (hoher) Wert spiegelt Erwartungen über schwache (starke) Kursschwankungen wider und lässt damit auf einen relativ (un)ruhigen und (un)sicheren Markt schließen. Ein häufiger Kritikpunkt an finanzmarktbasierten Unsicherheitsindikatoren besteht darin, dass Kursschwankungen von diversen Faktoren – z. B. einer Veränderung der Risikoaversion – beeinflusst werden und daher nicht zwingend auf einen Anstieg der Unsicherheit über ökonomische Entwicklungen zurückzuführen sind.⁸ Als Vorteil kann die sehr hohe Frequenz der Daten angeführt werden.

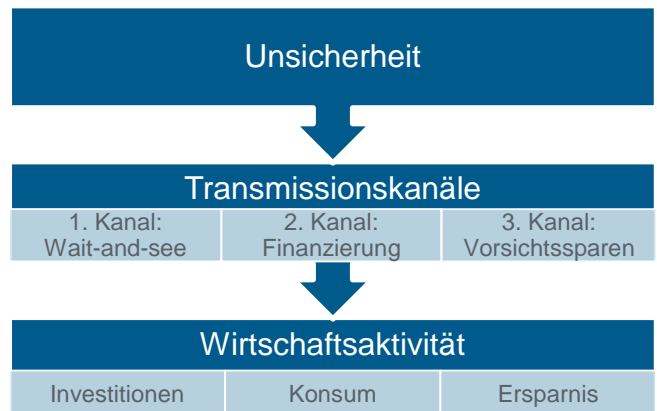
– Eine Reihe von Unsicherheitsindikatoren basiert zudem auf der Annahme, dass ein Anstieg der Unsicherheit mit einer zunehmenden **Heterogenität der Erwartungen** einhergeht und demzufolge von einer größeren **Streuung der Prognosen** begleitet wird. Auf der *Makroebene* werden daher die Schätzungen von Analysten herangezogen. Je stärker deren Prognosen über die zukünftige Entwicklung einer makroökonomischen Variablen voneinander abweichen, desto höher die Unsicherheit.⁹ Auf der *Mikroebene* werden dagegen Unternehmensbefragungen durchgeführt. In Deutschland erhebt das ifo Institut im Zuge einer monatlichen Konjunkturumfrage u. a. Daten über die Geschäftserwartungen für die nächsten 6 Monate. Eine größere Streuung dieser Erwartungen innerhalb eines Sektors – gemessen am *ifo-Streuungsmaß* – deutet auf eine höhere Unsicherheit hin.¹⁰ Auf der einen Seite bieten Indikatoren auf Unternehmensebene den Vorteil, dass sie Auskunft über die Unsicherheit von realen Entscheidungsträgern geben und daher in enger Verbindung zur wirtschaftlichen Aktivität stehen. Auf der anderen Seite sind heterogene Erwartungen kein eindeutiges Anzeichen für eine hohe Unsicherheit: Wenn viele Unternehmen aufgrund ei-

ner unsicheren Lage die Geschäftsentwicklung als gleich bleibend einstufen – d. h. die Erwartungen sind relativ homogen – dann sinkt das ifo-Streuungsmaß trotz einem realen Anstieg der Unsicherheit.¹¹

Unsicherheit kann die Wirtschaftsaktivität über verschiedene Transmissionskanäle beeinflussen

In der Theorie kann sich ein Anstieg der Unsicherheit sowohl über die Angebots- als auch über die Nachfrageseite auf die ökonomischen Aktivitäten einer Volkswirtschaft auswirken. Aus der Fachliteratur lassen sich **drei zentrale Wirkungskanäle** ableiten:¹²

Grafik 1: Die Transmissionskanäle der Unsicherheit



Quelle: KfW Research.

Der Hauptkanal **Wait-and-see** stellt die Hypothese auf, dass Unternehmen und private Haushalte mit Zurückhaltung auf unsichere Zeiten reagieren. Demnach ist es für die Akteure von Vorteil, irreversible Entscheidungen aufzuschieben und zunächst auf weitere Informationen zu warten, um die Gefahr von kostspieligen Fehlentscheidungen zu minimieren.¹³ Für Unternehmen kann das ein Aufschieben der Investitionen und Personaleinstellungen bedeuten; Haushalte reduzieren womöglich die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen.

Aus makroökonomischer Sicht sind das schlechte Aussichten für die Wirtschaftsleistung: Zum einen geht durch das Zögern der Unternehmen der Bestand an den Produktionsfaktoren Kapital (durch Verschleiß) und Arbeit (durch Kündigungen und Entlassungen) zurück. Zum anderen führt die Konsumzurückhaltung der Haushalte zu einer Reduktion der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Zusätzlich kann sich Unsicherheit auch negativ auf das Produktivitätswachstum einer Volkswirtschaft auswirken: Durch das Wait-and-see-Verhalten der Akteure werden (un)produktive Unternehmen weniger stark expandieren (kontrahieren). Dadurch wird die effizienzsteigernde Reallokation der verfügbaren Ressourcen verlangsamt und das Produktivitätswachstum gedrosselt.¹⁴

Im Einklang mit der Theorie zeigen verschiedene Studien, dass die negativen Auswirkungen der Unsicherheit vom *Grad der Irreversibilität* abhängen. Demnach sollte eine relativ irreversible Entscheidung – d. h. eine Entscheidung, deren Anpassung unmöglich bzw. mit hohen Kosten verbunden ist – stärker von einem Anstieg der Unsicherheit betroffen sein als

eine relativ reversible Entscheidung. Eine Analyse der Produktionszahlen vor und während der Großen Depression in den USA ab 1929 untermauert diese Vermutung. Ein Anstieg der Unsicherheit (in Form der Aktienmarktvolatilität) steht in negativem Zusammenhang mit der realen Produktion von langlebigen Konsumgütern (z. B. Kraftfahrzeugen). Das deutet darauf hin, dass Verbraucher in unsicheren Zeiten die Nachfrage nach dieser Güterkategorie reduzieren, da eine Fehlentscheidung aufgrund von langer Nutzungsdauer und hohem Preis des Gutes mit weit reichenden und kostspieligen Konsequenzen verbunden wäre. Die Ergebnisse können damit eine Erklärung für den starken Produktionsrückgang langlebiger Konsumgüter in den USA nach dem Börsencrash 1929 liefern.¹⁵

Darüber hinaus kann der negative Effekt der Unsicherheit auch vom *Grad der Betroffenheit* abhängen. Eine Analyse der Unternehmensinvestitionen in den USA liefert dafür gleich mehrere Belege. Zum einen betrifft ein Anstieg des *Geopolitical-Risk-Index* verstärkt die Investitionstätigkeit der Unternehmen, welche in geopolitisch sensiblen Sektoren – wie z. B. der Tourismusbranche – tätig sind.¹⁶ Zum anderen ist der negative Zusammenhang zwischen dem *Economic-Policy-Uncertainty-Index* und den Investitionen besonders stark ausgeprägt für Unternehmen mit einem hohen Anteil an staatlicher Nachfrage.¹⁷

Der Kanal **Finanzierung** beschreibt den Zusammenhang zwischen Unsicherheit, Risiko und Kreditkosten. Die Theorie basiert auf der Annahme, dass ein Anstieg der Unsicherheit zu einer Erhöhung des Risikos führt, beispielsweise aufgrund einer zunehmenden Wahrscheinlichkeit für Zahlungsausfälle. Da Investoren grundsätzlich für Risiken kompensiert werden möchten, mündet höhere Unsicherheit über einen Anstieg der Risikoprämie in steigende Finanzierungskosten. Die unsichere Lage und die daraus resultierende Verschlechterung der Finanzierungsmöglichkeiten reduziert wiederum die gesamtwirtschaftliche Produktion und Beschäftigung: Unternehmen agieren vorsichtiger, reduzieren den Einsatz von

Produktionsfaktoren wie Arbeit oder Kapital und versuchen sich so auf mögliche Schocks vorzubereiten.¹⁸

Eine Studie über den Zusammenhang zwischen Unsicherheit und geplanten Investitionen deutscher Unternehmen aus dem Verarbeitenden Gewerbe verdeutlicht die Relevanz des Finanzierungskanals.¹⁹ Ein Anstieg der Unsicherheit (in Form der Streuung von Unternehmenserwartungen innerhalb eines Sektors) wirkt sich lediglich im Zusammenspiel mit einer schlechten Finanzierungssituation negativ auf Investitionsvorhaben des Typs geringer Irreversibilität aus. Unternehmen mit nahezu uneingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten zeigen für diese Kategorie keine signifikante Anpassung der geplanten Investitionstätigkeit. Für Investitionsvorhaben des Typs hoher Irreversibilität ist der Effekt der Unsicherheit jedoch erwartungsgemäß negativ, unabhängig von den Finanzierungsoptionen der Unternehmen.²⁰ Die Ergebnisse liefern somit empirische Evidenz dafür, dass der Finanzierungskanal zum einen v. a. Unternehmen mit bereits angespannter Finanzierungssituation betrifft und zum anderen über weniger irreversible Investitionen seine Wirkung zeigt.

Der Kanal **Vorsichtssparen** nimmt Bezug auf das Motiv der Konsumglättung. Demzufolge präferieren private Haushalte einen stabilen Konsumpfad im Zeitablauf ohne starke Einkommensschwankungen in der einen oder anderen Periode. In Zeiten von hoher Unsicherheit wächst jedoch die Angst über zukünftige Einkommenseinbußen und damit der Anreiz zur Absicherung über die Ersparnisbildung.²¹ Diese Tendenz konnte beispielsweise in der Großen Rezession zwischen 2007 und 2009 beobachtet werden: Eine Analyse der Haushaltssparquoten von 27 OECD Ländern im Zeitraum von 1980 bis 2010 liefert einen positiven und signifikanten Zusammenhang zwischen Einkommensunsicherheit und Sparverhalten der Haushalte. Den Schätzungen zufolge können mehr als 40 % des Anstiegs der durchschnittlichen Sparquote in der Großen Rezession auf den Kanal des Vorsichtssparens zurückgeführt werden.²² Folglich hat auch die

Tabelle: Korrelation zwischen Unsicherheitskennzahlen und Wirtschaftsaktivität in Deutschland

	EPU-Index	VDAX-NEW	Ifo Streuungsmaß	UI Deutschland	UI Welt	WAI
EPU-Index	1,00	0,40	0,10	0,88	0,51	-0,29
VDAX-NEW	-	1,00	0,35	0,78	0,67	-0,43
Ifo Streuungsmaß	-	-	1,00	0,31	0,44	-0,45
UI Deutschland	-	-	-	1,00	0,70	-0,43
UI Welt	-	-	-	-	1,00	-0,52
WAI	-	-	-	-	-	1,00

Anmerkung: Alle Kennzahlen auf Monatsbasis. Die beiden *Unsicherheitsindikatoren (UI)* für Deutschland und die Welt bestehen aus mehreren Komponenten. Für Deutschland wird der *Economic-Policy-Uncertainty-Index*, der *VDAX-NEW* (Monatsdurchschnitte der täglichen Schlusskurse) und das *ifo-Streuungsmaß* verwendet (Gewichtung: 1/3; 1/3; 1/3). Der Indikator für die Welt berücksichtigt den *Global-Economic-Policy-Uncertainty-Index*, die beiden Volatilitätsindizes *VIX* und *VSTOXX* (Monatsdurchschnitte der täglichen Schlusskurse) und den *Citi Global-Economic-Surprise-Index* (absolute Werte) (Gewichtung: 1/3; 1/6; 1/6; 1/3). Für den *Wöchentlichen Aktivitätsindex* werden ausschließlich die Monatsendwerte berücksichtigt. Zeitraum: Januar 2005 bis August 2020.

Quelle: Baker et al. (2016), Davis (2016), Eraslan und Götz (2020), ifo (2020), Macrobond, KfW Research.

durch Unsicherheit bedingte Konsumzurückhaltung der Haushalte ihren Anteil an der langsamen Erholungsphase nach der Krise.

Unsicherheitsindikatoren für Deutschland und die Welt

Um ein möglichst breites Maß der Unsicherheit zu erhalten, besteht der betrachtete Index für Deutschland aus folgenden drei Komponenten (zu jeweils einem Drittel gewichtet):

- *Economic-Policy-Uncertainty-Index (EPU-Index)*
- *VDAX-NEW*
- *ifo-Streuungsmaß*

Die Stärke dieses Composite Index auf Monatsbasis liegt darin, dass er nicht auf der Einschätzung einer einzelnen Kennzahl beruht. Die sehr schwache Korrelation von +0,10 zwischen der Unsicherheit auf Unternehmensebene (d. h. dem *ifo-Streuungsmaß*) und der politikbedingten wirtschaftlichen Unsicherheit (d. h. dem *EPU-Index*) weist darauf hin, dass einzelne Indikatoren teilweise zu sehr unterschiedlichen Einschätzungen gelangen können. Ein Composite Index kann die verschiedenen Facetten der Unsicherheit besser aufgreifen und liefert daher ein umfassenderes Gesamtbild über die allgemeine Unsicherheit in einer Volkswirtschaft.

Um das Verhältnis zwischen der globalen und nationalen Unsicherheit analysieren zu können, wird zusätzlich ein Unsicherheitsindikator für die Welt generiert. Dieser basiert auf dem *Global-Economic-Policy-Uncertainty-Index (GEPU-Index)* – eine Gewichtung aus 21 nationalen EPU-Indizes – den beiden Volatilitätsindizes *VIX* und *VSTOXX* sowie dem

Citi Global-Economic-Surprise-Index – ein Indikator für die Abweichung zwischen erwarteten und tatsächlichen Wirtschaftsdaten.²³

Unsicherheit in Krisenzeiten auf hohem Niveau

Im betrachteten Zeitraum zwischen Juni 2005 und August 2020 sind sowohl für den globalen als auch für den deutschlandbezogenen Indikator teilweise starke Ausschläge zu verzeichnen. Ereignisse wie die globale Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 oder die anschließende Eurokrise ab 2010 sind durch ein relativ hohes Unsicherheitsniveau in Deutschland und der Welt gekennzeichnet. Aus globaler Sicht erreicht die Unsicherheit zudem besonders hohe Werte zu Beginn der Amtszeit von Donald Trump als US-Präsident im Januar 2017 sowie während dem vorläufigen Höhepunkt des Handelskonfliktes zwischen den USA und China im Jahr 2019. Aus deutscher Sicht löste das Brexit-Referendum im Juni 2016 einen starken Anstieg der Unsicherheit aus. Damit decken sich die Beobachtungen mit dem wissenschaftlichen Konsens, dass Rezessionen, Wahlen und geopolitische Ereignisse von hoher Unsicherheit begleitet werden.

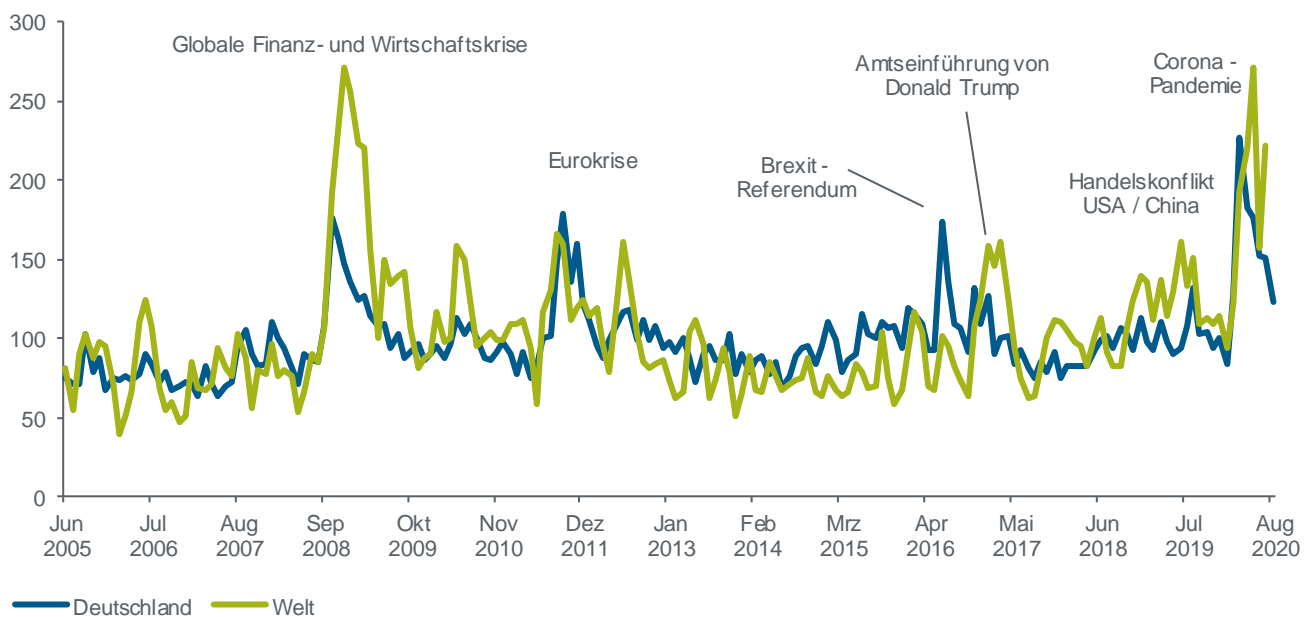
Auffällig ist auch, dass beide Unsicherheitsindikatoren einen sehr ähnlichen Zeitverlauf nehmen und stark miteinander korrelieren (+0,70). Das kann ein Hinweis darauf sein, dass der Einfluss der globalen Unsicherheit für relativ offene Volkswirtschaften wie Deutschland von großer Bedeutung ist.

Die Corona-Pandemie bricht Rekorde

Erwartungsgemäß hinterlässt auch die aktuelle Corona-Pandemie deutliche Spuren. In Deutschland führte die Ausbreitung des Virus zu einem Anstieg auf Rekordniveau von rund 227 Indexpunkten im März 2020. In den Folgemonaten

Grafik 2: Verlauf der Unsicherheit in Deutschland und der Welt

Index 2007–2016=100



Anmerkung: siehe Tabelle.

Quelle: Baker et al. (2016), Davis (2016), ifo (2020), Macrobond, KfW Research.

ging die Unsicherheit zwar bereits deutlich zurück, lag im August 2020 mit 123 Indexpunkten allerdings immer noch über dem Durchschnitt. Die Situation bleibt also weiterhin angespannt, insbesondere weil durch die im Juli und August angestiegene Zahl der Neuinfektionen die Angst vor einer zweiten Welle präsent ist.

Für die Welt zeigt sich ein etwas anderes Bild: Im Gegensatz zu Deutschland ist die globale Unsicherheit über den März hinaus weiter angestiegen und erreichte im Mai 2020 mit 271 Indexpunkten zwar ebenfalls einen neuen Höchststand, der aber nur leicht über dem Niveau der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 liegt. Eine Analyse der einzelnen Komponenten des Indikators zeigt, dass die Höchstwerte des *VIX*, des *VSTOXX* und des *Global-Economic-Surprise-Index* der Citigroup allesamt im Jahr 2008 liegen. Lediglich der *GEPU-Index* erreicht im Zuge der Corona-Pandemie ein deutlich höheres Niveau als zu Zeiten der Finanz- und Wirtschaftskrise (Differenz: +116 %). Damit ist die politikbedingte wirtschaftliche Unsicherheit entscheidend dafür verantwortlich, dass sich der globale Indikator in der Corona-Krise auf einem ähnlichen Niveau wie im Jahr 2008 bewegt.

In Deutschland sind die Unterschiede zwischen den beiden Krisen größer, da sowohl der Höchstwert des *EPU-Index* als auch des *ifo-Streuungsmaßes* im Jahr 2020 liegt. Die entsprechenden Werte für die Unsicherheit auf den Finanzmärkten und auf Unternehmensebene sind dabei mit denen des Krisenjahrs 2008/2009 vergleichbar; die Zahlen für die politikbedingte wirtschaftliche Unsicherheit zeigen dagegen große Abweichungen (Differenz zwischen März 2020 und Oktober 2008: +94 %).

Die besondere Rolle der Politik als Treiber der Unsicherheit in der Corona-Krise ist der Natur des Ereignisses geschuldet. Die globale Ausbreitung von *Covid-19* erfordert drastische Gegenmaßnahmen (wie z. B. Kontaktverbote oder Ausgangsbeschränkungen), die weit über die staatlichen Eingriffe in einer Finanz- oder Wirtschaftskrise hinausgehen. Die Entscheidungen der Politik über einzelne Eindämmungs- und Lockerungsmaßnahmen sind dabei von enormer Reichweite, da sie neben der wirtschaftlichen Entwicklung gleichzeitig den weiteren Verlauf der Pandemie beeinflussen. Der schmale Grat zwischen einer Belebung der Wirtschaft und einem Anstieg der Neuinfektionen führt unumgänglich dazu,

dass ein erheblicher Teil der derzeitigen Unsicherheit auf die Politik zurückzuführen ist. Die sehr starke Korrelation (+0,88) zwischen dem *Unsicherheitsindikator für Deutschland* und dem nationalen *EPU-Index* unterstützt diese These.

Ein Erklärungsansatz für die zuletzt rückläufige Entwicklung der Unsicherheit in Deutschland ist sicherlich der Verlauf der Fallzahlen. Die Eindämmungsmaßnahmen im Rahmen des bundesweiten Lockdowns Ende März konnten die durchschnittlichen Neuinfektionen konsequent reduzieren und die Todeszahlen gering halten. Zudem fiel der Anstieg der täglichen Neuinfektionen seit Mitte Juli im Vergleich zu anderen europäischen Ländern moderat aus. Im Gegensatz dazu hat das weltweite Infektionsgeschehen auch in den vergangenen Monaten zugenommen und verweilt aufgrund von Hotspots wie den USA, Brasilien und Indien weiterhin auf einem hohen Niveau. Unter diesem Gesichtspunkt ist der persistente Anstieg der globalen Unsicherheit in den Monaten April und Mai 2020 plausibel, der überraschende Rückgang der weltweiten Unsicherheit auf rund 157 Indexpunkte im Juni wurde im darauffolgenden Monat zu einem substantziellen Teil wieder wettgemacht. Der Blick auf die Zahlen verrät, dass der Rückgang im Juni auf die Entwicklung des *Citi Global-Economic-Surprise-Index* zurückzuführen ist: Analog zu der globalen Rezession 2009 werden in dem Monat wenig Datenüberraschungen signalisiert, der von der konjunkturellen Wende geprägt ist. In dem Fall unterschreiten zu Beginn des Monats die Datenveröffentlichungen noch die Erwartungen, während die zweite Monatshälfte von positiven Überraschungen geprägt ist. Ein Unsicherheitsindikator, der sich lediglich aus dem *GEPU-Index*, dem *VIX* und dem *VSTOXX* zusammensetzt (Gewichtung: $\frac{1}{2}$; $\frac{1}{4}$; $\frac{1}{4}$), zeigt zwar auch einen Rückgang der globalen Unsicherheit an, der Wert für den Monat Juni 2020 liegt aber nur leicht unter jenem Niveau von Ende 2008 (Differenz: -5 %).

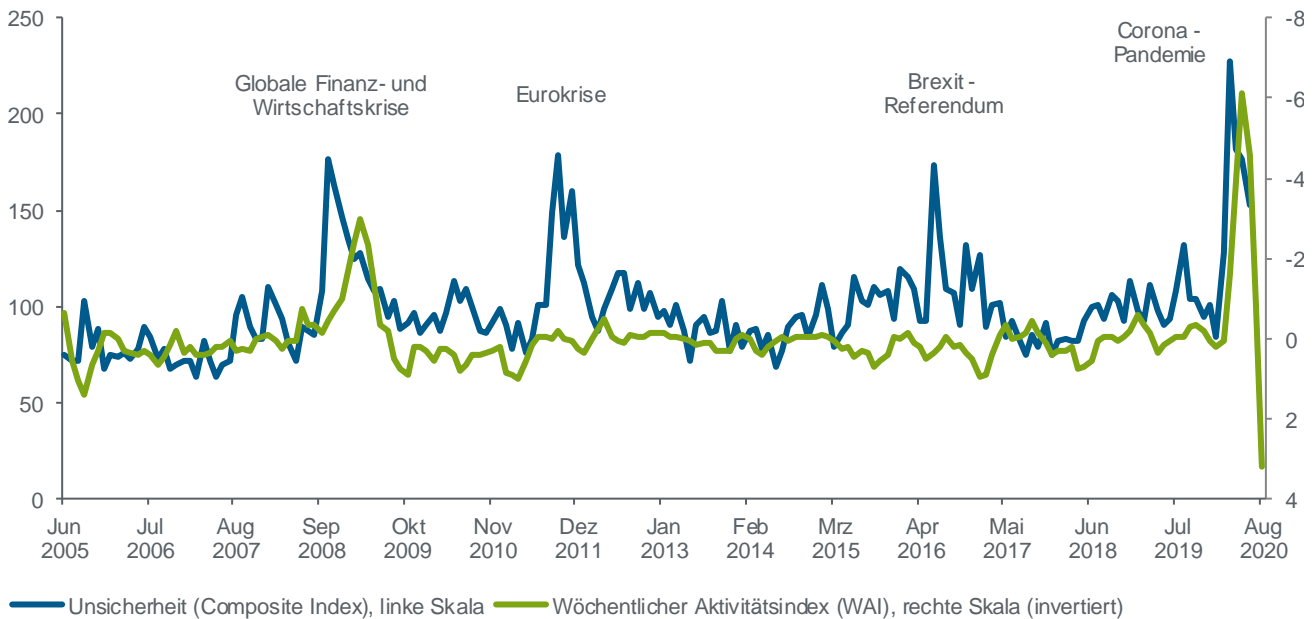
Reduziert Unsicherheit die Wirtschaftsaktivität?

Als Maß für die Wirtschaftsaktivität in Deutschland wird der *Wöchentliche Aktivitätsindex (WAI)* der Deutschen Bundesbank herangezogen. Da dieser Index – im Gegensatz zum Bruttoinlandsprodukt – auf Wochenbasis vorliegt, ist er ein zeitnahes Maß für die realwirtschaftliche Aktivität in Deutschland. In Ergänzung zum vierteljährlichen BIP und der monatlichen Industrieproduktion berücksichtigt der *WAI* u. a. Daten über den Stromverbrauch, die Fahrleistung von LKWs und die Anzahl von Passanten in Einkaufsstraßen.²⁴

Grafik 3: Unsicherheit und Wirtschaftsaktivität in Deutschland

Index 2007–2016=100

13-Wochen-Wachstumsrate (in Prozent),
invertierte Skalierung



Anmerkung: siehe Tabelle.

Quelle: Baker et al. (2016), Eraslan und Götz (2020), ifo (2020), Macrobond, KfW Research.

Unsicherheit und Wirtschaftsaktivität sind erwartungsgemäß negativ korreliert (-0,43). Analog zum *Unsicherheitsindikator* verzeichnet auch der *WAI* den größten Ausschlag während der Corona-Pandemie. Der Index gibt für Mai 2020 an, dass die durchschnittliche trendbereinigte Wirtschaftsaktivität der letzten 13 Wochen (von KW 10/2020 bis KW 22/2020) im Vergleich zu den vorletzten 13 Wochen (von KW 49/2019 bis KW 9/2020) um rund 6,1 % zurückgegangen ist. Damit sinkt die wirtschaftliche Aktivität im Zuge der Corona-Pandemie deutlich stärker als während der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise (-3 %). Dies zeigt sich auch in den Zahlen des Statistischen Bundesamtes, nach denen der Einbruch des Bruttoinlandsproduktes im zweiten Quartal 2020 mit -9,7 % ggü. dem Vorquartal deutlich stärker ausfällt als selbst der im Vergleich ausgeprägte Quartalsrückgang während der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise mit -4,7 % im dritten Quartal nach Krisenbeginn.²⁵ Allerdings ist davon auszugehen, dass die bundes- und weltweiten Lockdown-Maßnahmen einen erheblichen Anteil am derzeitigen Rückgang der Wirtschaftsaktivität haben. Mit der Zunahme des *WAI* im Monat Juni 2020 hat sich die Erholungsphase für die deutsche Wirtschaft angekündigt.

Wie die Werte für die Eurokrise oder das Brexit-Referendum zeigen, wird ein starker Anstieg der Unsicherheit jedoch nicht immer von einem Einbruch der Wirtschaftsaktivität begleitet. Darüber hinaus besteht das große Problem der Simultaneität: Zum einen kann sich ein Anstieg der Unsicherheit negativ auf die Wirtschaftsaktivität auswirken, zum anderen können schlechte ökonomische Entwicklungen wiederum zu erhöhter Unsicherheit beitragen.²⁶ Eine einfache Korrelationsanalyse

gibt demnach keinen Aufschluss über den qualitativen und quantitativen kausalen Effekt der Unsicherheit.

Negative Folgen für die Ökonomie in der kurzen Frist; Größe und Wirkungsdauer des Effektes noch unklar

Bereits eine kleine Auswahl an Studien kann den aktuellen Forschungsstand zu den Auswirkungen der Unsicherheit auf die Wirtschaftsaktivität in Deutschland relativ gut abbilden. Auch wenn die Richtung des Effektes eindeutig scheint, sind die Ergebnisse aufgrund der Verwendung unterschiedlicher Unsicherheitsindikatoren nicht direkt vergleichbar. Ein Großteil der Studien greift bei der empirischen Analyse auf die Methodik der *vektorausregressiven Modelle (VAR)* zurück.

Rieth et al. (2016)²⁷ messen die Effekte der Unsicherheit durch das Brexit-Referendum über den Anstieg des *VDAX-NEW*. Die Ergebnisse zeigen eine Erhöhung der Arbeitslosenquote um rund 0,1 Prozentpunkte (nach ungefähr 15 Monaten) und einen Rückgang des Bruttoinlandsproduktes von maximal 0,4 % (nach ca. 9 Monaten). Der Einbruch der Wirtschaftsleistung ist u. a. auf die geringeren Gesamtinvestitionen zurückzuführen, die in der Spitze um bis zu 1 % (nach ca. 6 Monaten) nachgeben. Da sich die Kennzahlen auch nach 2 Jahren nicht vollständig von dem Schock erholen werden, kann ein Anstieg der Unsicherheit durchaus nachhaltige ökonomische Folgen mit sich ziehen.

Kasten 2: Vektorautoregressive Modelle (VAR)

In einem ersten Schritt werden die Koeffizienten eines linearen Gleichungssystems geschätzt, welches neben einem Maß für die Unsicherheit verschiedene Wirtschaftsindikatoren berücksichtigt. Jede Variable hängt dabei sowohl von ihrem eigenen Vergangenheitswert als auch von den Vergangenheitswerten der anderen Variablen ab. Anschließend werden die Effekte eines simulierten Unsicherheitsschocks mithilfe einer so genannten Impuls-Antwort-Funktion analysiert.²⁸ Die Annahme ist dabei, dass der Schock exogen ist, d. h. ein Anstieg der Unsicherheit wirkt sich zwar kontemporär auf alle Variablen im System aus, die Unsicherheit selbst wird jedoch nicht unmittelbar von den Veränderungen der anderen Variablen beeinflusst.²⁹

Grimme (2017)³⁰ greift auf das *ifo-Streuungsmaß* zurück und untersucht den Effekt der Unternehmensunsicherheit auf die Umsatzzahlen verschiedener Wirtschaftsbereiche. Den Schätzungen zufolge sind das Bauhauptgewerbe und das Verarbeitende Gewerbe am stärksten betroffen: Ein Anstieg der Unsicherheit im jeweiligen Sektor um 1 % führt zu Umsatzveränderungen von bis zu -1 % (nach ca. 6 Monaten) bzw. -0,8 % (nach ca. 8 Monaten). Die Rückkehr zum jeweiligen Pfad ist nach rund 3 bzw. 1,5 Jahren abgeschlossen. Die negativen Folgen spiegeln sich auch in den Zahlen für das Bruttoinlandsprodukt wider: Demnach ist ein 1-prozentiger Unsicherheitsanstieg in der gewerblichen Wirtschaft mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um bis zu 0,15 % (nach 3 Quartalen) verbunden; der ursprüngliche Pfad ist nach etwa 2 Jahren erreicht. Im Hinblick darauf, dass das *ifo-Streuungsmaß* zwischen Oktober 2007 und April 2009 tatsächlich um rund 14 % angestiegen ist, deuten die Ergebnisse auf einen ökonomisch relevanten Zusammenhang zwischen Unsicherheit und Wirtschaftsaktivität hin.

Hanisch (2020)³¹ kommt zu dem Befund, dass geopolitische Unsicherheit einen relativ kleinen und kurzlebigen Effekt auf die Industrieproduktion hat. Demnach führt ein Anstieg des *Geopolitical-Risk-Index* (in vergleichbarer Höhe wie bei den Terroranschlägen am 11. September 2001) zu einem Rückgang von maximal 0,25 % nach 6 Monaten. Im Vergleich zu den USA (-0,2 % nach 4 Monaten) reagiert die deutsche Industrieproduktion damit sensibler auf einen geopolitischen Schock, was auf die höhere Außenhandelsquote Deutschlands zurückzuführen sein könnte. Die Effekte werden allerdings schnell insignifikant und sind damit nicht nachhaltig.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass Theorie und Empirie auf einen negativen Zusammenhang zwischen Unsicherheit und Wirtschaftsaktivität hindeuten. Allerdings gibt es noch keinen wissenschaftlichen Konsens über die ökonomische Signifikanz und Wirkungsdauer des Effektes, da sich die Studien teilweise sehr stark voneinander unterscheiden. Um diese Lücke in Zukunft schließen zu können, sind weitere Forschungen notwendig. Dabei ist es sinnvoll, die wirtschaftlichen Auswirkungen der Unsicherheit mit einheitlichen Methoden zu schätzen und über verschiedene Länder hinweg miteinander zu vergleichen.

Unsicherheit stellt die Politik vor Herausforderungen – und eröffnet neue Chancen

Abschließend lassen sich aus den vorgestellten Ergebnissen einige wirtschaftspolitische Implikationen ableiten, um die negativen Auswirkungen der Unsicherheit abzuschwächen.

Zunächst sollten die *Ursachen* der Unsicherheit im Fokus stehen, ehe die Symptome bekämpft werden. Für die Politik bedeutet das konkret, die von ihr ausgehende politikbedingte wirtschaftliche Unsicherheit zu minimieren. Eine **rechtzeitige und transparente Kommunikation** mit der Öffentlichkeit über anstehende Politikmaßnahmen ist dafür unabdingbar. Das erhöht die Planbarkeit und reduziert die Unsicherheit auf Seiten der Unternehmen und privaten Haushalte.

Auch die Folgen des Klimawandels können ein entscheidender Treiber der Unsicherheit sein. Dies gilt zusätzlich für die mit dem Klimaschutz verbundenen Rahmenbedingungen der Wirtschaftsaktivität wie die Höhe des CO₂-Preises oder die Art der Technologien, die sich in einer treibhausgasneutralen Gesellschaft durchsetzen werden. Zusätzlich können klima- und umweltbedingte Engpässe bei der Wasser- und Nahrungsmittelversorgung geopolitische Spannungen hervorrufen, die sich wiederum negativ auf die Wirtschaftsaktivität auswirken. Die Rahmenbedingungen für eine **klimaneutrale und zukunftsorientierte Ausrichtung der Wirtschaft** sind so zu setzen, dass sie den Unternehmen Planungssicherheit geben, z. B. durch einen verlässlichen und planbar steigenden CO₂-Preis oder auch durch öffentliche Anschubfinanzierungen für viel versprechende Klimaschutztechnologien. Dies kann zudem dabei helfen, die gesellschaftlichen Ziele in diesem Bereich mit der individuellen Optimierung von Unternehmen in Einklang zu bringen. Den Feldern Klimaneutralität, Umweltfreundlichkeit und Nachhaltigkeit kommt dabei eine besondere Bedeutung zu.

Die *Symptome* der Unsicherheit können u. a. durch **wirtschaftspolitische Eingriffe** gelindert werden. Allerdings lohnt es sich dabei, die Wirkungsweise der Unsicherheit zu beachten. Zum einen führt die allgemeine Zurückhaltung dazu, dass Akteure bei hoher Unsicherheit weniger stark auf geld- und fiskalpolitische Impulse reagieren.³² Zum anderen ist der Effekt der Unsicherheit heterogen und hängt u. a. vom Grad der Irreversibilität einer Entscheidung oder der Betroffenheit des Akteurs ab. Um eine Wirkung zu erzielen, müssen entsprechende Politikmaßnahmen demzufolge einen deutlichen Impuls setzen und zugleich gezielt ausgestaltet sein. Um dabei einen weiteren Anstieg der Unsicherheit zu vermeiden, sind die Eingriffe zunächst widerspruchsfrei zu kommunizieren und dann konsequent umzusetzen. Insbesondere beim Auftreten von Krisen sind verlässliche Signale der Politik an die Wirtschaft notwendig. Das können beispielsweise klare Angaben darüber sein, über welchen Zeitraum, in welchem Umfang und unter welchen Bedingungen den Unternehmen Unterstützungskredite – ggf. gepaart mit Zuschüssen – zur Verfügung stehen.

Zu guter Letzt gilt es die **Robustheit und Krisenfestigkeit der Wirtschaft** zu stärken. Als relativ offene Volkswirtschaft

bleibt Deutschland von globalen Risiken und Treibern der Unsicherheit nicht verschont – wie der EU-Austritt der Briten oder der Handelskonflikt zwischen den USA und China zeigen. Da der Außenhandel für die deutsche Wirtschaft von großer Bedeutung ist, gilt es das dichte Netz an internationalen Handelspartnern weiter auszubauen, um derartige Risiken besser zu diversifizieren. Das könnte den Einfluss globaler Schocks etwas dämpfen, da im Zuge der breiteren Risikostreuung Unsicherheit und Wirtschaftsaktivität womöglich weniger anfällig für globale Krisenherde sind. Ein stabiles Wirtschaftssystem in Deutschland kann daher dazu beitragen, unsicheren Zeiten mit mehr Sicherheit zu begegnen.

Folgen Sie KfW Research auf
Twitter.

Oder abonnieren Sie unseren kostenlosen E-Mail-Newsletter, und Sie verpassen keine Publikation.

Zur Anmeldung

¹ Baker, S. R.; Bloom, N.; Davis, S. J. und S. J. Terry (2020), COVID-Induced Economic Uncertainty, NBER Working Paper No. 26983, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

² Knight, F. H. (1921), „Risk, Uncertainty and Profit“, Boston and New York: Houghton Mifflin.

³ Darüber hinaus bieten sich weitere Möglichkeiten der Begriffsabgrenzung. Zum einen lassen sich unterschiedliche Formen des Wissens und des Nicht-Wissens anführen: Die „bekannten Unbekannten“ (*known unknowns*) können dabei dem Risiko zugeordnet werden, während die „unbekannten Unbekannten“ (*unknown unknowns*) oftmals der Unsicherheit zugeteilt werden. Zum anderen gibt es das Konzept der „Schwarzen Schwäne“ des Finanzwissenschaftlers Nassim Nicholas Taleb: Die metaphorische Bezeichnung der Unsicherheit steht dabei für ein sehr seltenes Ereignis mit oftmals großen Auswirkungen. (Vgl. Boeckelmann, L. und S.-A. Mildner (2011), „Unsicherheit, Ungewissheit, Risiko: Die aktuelle wissenschaftliche Diskussion über die Bestimmung von Risiken“, SWP-Zeitschriftenschau, 2011/ZS 02.)

⁴ Moore, A. (2017), Measuring Economic Uncertainty and Its Effects, *The Economic Record*, 93(303), 550–575.

⁵ Baker, S. R.; Bloom, N. und S. J. Davis (2016), Measuring Economic Policy Uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636.

⁶ Caldara, D. und M. Iacoviello (2018), Measuring Geopolitical Risk, FRB International Finance Discussion Paper No. 1222.

⁷ Deutsche Börse AG (2020), VDAX-NEW - Volatilitätsindex für DAX-Werte, <https://deutsche-boerse.com/dbg-de/unternehmen/wissen/boersenlexikon/boersenlexikon-article/VDAX-NEW-249358>, zuletzt aufgerufen am 30.06.2020.

⁸ Deutsche Bundesbank (2018), The macroeconomic impact of uncertainty, Monthly Report October 2018, 49–64.

⁹ European Central Bank (2020), The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) – Second Quarter of 2020, May 2020.

¹⁰ Grimme, C. (2017), Messung der Unternehmensunsicherheit in Deutschland – das ifo Streuungsmaß, ifo Schnelldienst, 70(15), 19–25.

¹¹ Grimme, C. und M. Stöckli (2018), Measuring Macroeconomic Uncertainty in Germany, CESifo Forum, 19(1), 46–50.

¹² Ferrara, L.; Lhuissier, S. und F. Tripier (2018), Uncertainty and macroeconomics: transmission channels and policy implications, Rue de la Banque, No. 61, Banque de France.

¹³ Bernanke, B. S. (1983), „Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment“, *The Quarterly Journal of Economics*, 98(1), 85–106.

¹⁴ Bloom, N. (2014), Fluctuations in Uncertainty, *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 153–176.

¹⁵ Romer, C. D. (1990), The Great Crash and the Onset of the Great Depression, *The Quarterly Journal of Economics*, 105(3), 597–624.

¹⁶ Wang, X.; Wu, Y. und W. Xu (2019), Geopolitical Risk and Investment, <https://ssrn.com/abstract=3305739>, zuletzt aufgerufen am 16.06.2020.

¹⁷ Gulen, H. und M. Ion (2016), Policy Uncertainty and Corporate Investment, *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523–564.

¹⁸ Arellano, C.; Bai, Y. und P. J. Kehoe (2019), Financial Frictions and Fluctuations in Volatility, *Journal of Political Economy*, 127(5), 2049–2103.

¹⁹ Schauer, C. (2019), How Asset Irreversibility Influences the Investment-Uncertainty Relationship, *Bulletin of Economic Research*, 71(3), 283–306.

²⁰ Schauer, C. (2019), How Asset Irreversibility Influences the Investment-Uncertainty Relationship, *Bulletin of Economic Research*, 71(3), 283–306.

²¹ Leland, H. E. (1968), Saving and Uncertainty: The Precautionary Demand for Saving, *The Quarterly Journal of Economics*, 82(3), 465–473.

²² Mody, A.; Ohnsorge, F. und D. Sandri (2012), Precautionary Savings in the Great Recession, *IMF Economic Review*, 60(1), 114–138.

²³ businessinsider.com (2013), The State Of The World As Seen Through Citi's Economic Surprise Indices, <https://www.businessinsider.com/citi-economic-surprise-index-2013-12?r=DE&IR=T>, zuletzt aufgerufen am 20.07.2020.

²⁴ Deutsche Bundesbank (2020), Methodik – Wöchentlicher Aktivitätsindex, <https://www.bundesbank.de/de/statistiken/konjunktur-und-preise/woechentlicher-aktivitaetsindex/methodik-833778>, zuletzt aufgerufen am 07.07.2020.

²⁵ Statistisches Bundesamt (2020), Vergleich Corona- und Finanzmarktkrise – Krisenmonitor, <https://www.destatis.de/DE/Themen/Querschnitt/Corona/krisenmonitor.html>, zuletzt aufgerufen am 03.09.2020.

²⁶ Piffer, M. (2016), Economic Effects of Uncertainty, DIW Berlin, Roundup 92.

²⁷ Rieth, M.; Michelsen, C. und M. Piffer (2016), Unsicherheitsschock durch Brexit-Votum verringert Investitionstätigkeit und Bruttoinlandsprodukt im Euroraum und Deutschland, *DIW-Wochenbericht*, 83(32/33), 695–703.

²⁸ Lütkepohl, H. (2005), *New Introduction to Multiple Time Series Analysis*, Berlin Heidelberg: Springer.

²⁹ Bloom, N. (2009), The Impact of Uncertainty Shocks, *Econometrica*, 77(3), 623–685.

³⁰ Grimme, C. (2017), Messung der Unternehmensunsicherheit in Deutschland – das ifo Streuungsmaß, ifo Schnelldienst, 70(15), 19–25.

³¹ Hanisch, M. (2020), „Iran, Russland, Hongkong: Geopolitische Risiken belasten deutsche Wirtschaft“, *DIW Wochenbericht*, 87(6), 79–85.

³² Aastveit, K. A.; Natvik, G. J. und S. Sola (2017), Economic uncertainty and the influence of monetary policy, *Journal of International Money and Finance*, 76(C), 50–67.

Quellenverzeichnis der verwendeten Daten

Baker, S. R.; Bloom, N. und S. J. Davis (2016), Measuring Economic Policy Uncertainty, *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636.

Davis, S. J. (2016), An Index of Global Economic Policy Uncertainty, NBER Working Paper No. 22740, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Eraslan, S. und T. Götz (2020), Wöchentlicher Aktivitätsindex für die deutsche Wirtschaft, Deutsche Bundesbank, <https://www.bundesbank.de/wai>, zuletzt aufgerufen am 03.09.2020.

ifo (2020), ifo Konjunkturumfragen - ifo Geschäftsklima (August 2020), <https://www.ifo.de/umfragen/zeitreihen>, zuletzt aufgerufen am 03.09.2020.

Macrobond: VDAX-New Volatilitätsindex, S&P 500 Volatility Index (VIX), VSTOXX Volatilitätsindex.