

## Gesamtwirtschaftliche Forschungsergebnisse

# Prognosequalität der ZEW – Konjunkturerwartungen im Vergleich

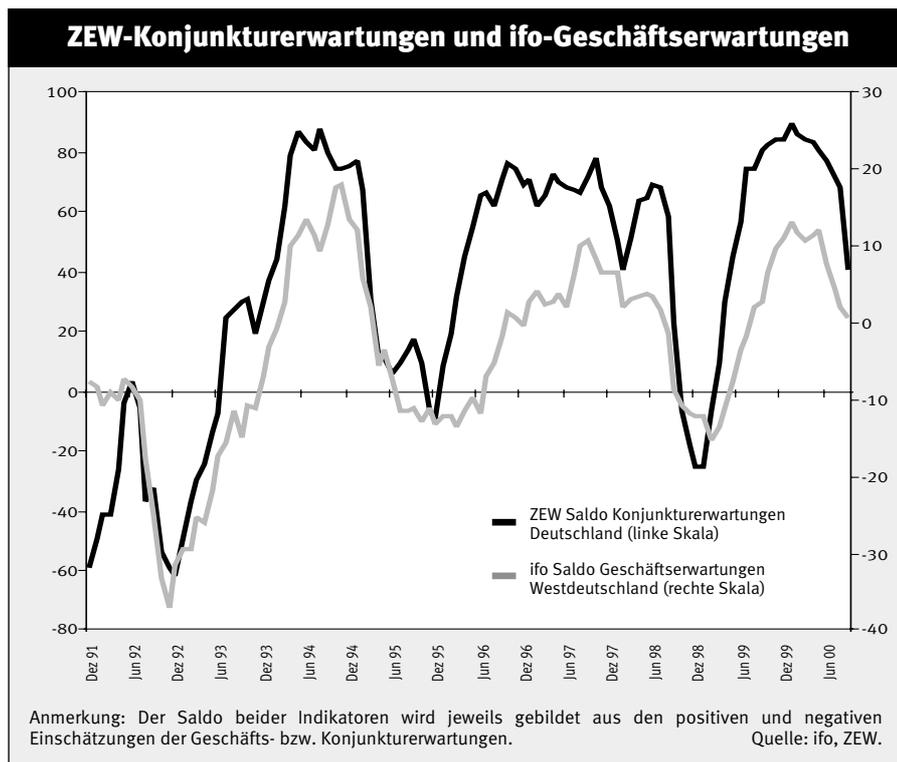
Die auf Unternehmensbefragungen basierenden ifo-Geschäftserwartungen sind ein vielbeachteter Frühindikator für die Konjunktur in Deutschland. Ein alternativer Ansatz ist die Befragung von Finanzanalysten und institutionellen Anlegern, die das ZEW durchführt und aus diesen monatlich den Indikator Konjunkturerwartungen ableitet. In einer Studie wurde nun der Frage nachgegangen, welcher der beiden Indikatoren einen höheren Prognosegehalt für die zukünftige deutsche Industrieproduktion hat.

■ Frühindikatoren für die Konjunkturlage spielen an den Finanzmärkten eine entscheidende Rolle. Sie haben sowohl auf die Aktien- und Wechselkurse, als auch auf die Zinsentwicklung einen erheblichen Einfluss, indem sie die

frage von Unternehmen direkt abgeleitet sind. Der für Deutschland meistbeachtete und älteste konjunkturelle Frühindikator ist der ifo-Geschäftsklima-Index für Westdeutschland. Er wird monatlich vom ifo Institut für Wirtschaftsfor-

lich der Konjunkturlage in den wichtigsten Industriestaaten sowie die Entwicklung wichtiger internationaler Finanzmarktindikatoren wie z. B. Zinsen, Wechselkurse und Börsenindizes.

Welche der beiden Umfragen ist als Frühindikator besser geeignet – die Unternehmensbefragung des ifo Instituts oder die Analystenbefragung des ZEW? In einer Studie des ZEW wurde dieser Aspekt nun erstmals näher untersucht. In dieser werden die ZEW-Konjunkturerwartungen mit den ifo-Geschäftserwartungen für Westdeutschland verglichen. Wir verwenden nicht den ifo-Geschäftsklima-Index, da dieser Index ein geometrisches Mittel aus der Beurteilung der gegenwärtigen Geschäftssituation und den Geschäftserwartungen darstellt. Aufgrund dieser Konstruktion sollte das ifo-Geschäftsklima eine schlechtere Prognosequalität als die Geschäftserwartungen aufweisen.



Erwartungen der Marktteilnehmer mitbestimmen. Da die Veröffentlichung der tatsächlichen Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt eines Landes nur mit einer erheblichen Zeitverzögerung geschieht, werden Frühindikatoren auf den Kapitalmärkten viel beachtet.

Beispiele für solche Frühindikatoren sind zum einen Daten aus der öffentlichen Statistik, wie etwa die Auftragseingänge, oder Indikatoren, die aus der Be-

schung veröffentlicht und basiert auf einer Umfrage unter rund 7.000 Unternehmen aus verschiedenen Branchen.

Einen alternativen Ansatz verfolgt das ZEW in seinem ebenfalls monatlich durchgeführten Finanzmarkttest. Die Teilnehmer dieser seit 1991 durchgeführten Umfrage sind ca. 350 Finanzanalysten von Banken, Versicherungen und ausgewählten Industrieunternehmen. Abgefragt werden die Einschätzungen bezüg-

### Einmonatiger Vorlauf der ZEW-Konjunkturerwartungen

Sowohl ifo-Geschäftserwartungen als auch ZEW-Konjunkturerwartungen weisen einen signifikanten Vorlauf zur Jahresveränderungsrate der Industrieproduktion in Deutschland auf. Dieser beträgt für die ZEW-Konjunkturerwartungen bis zu 6 Monate, während bei den ifo-Erwartungen ein Vorlauf von maximal 4 Monaten vorliegt. Darüberhinaus zeigen Granger-Kausalitätstests, dass der ZEW-Indikator einen signifikanten Vorlauf von einem Monat vor dem ifo-Indikator hat (siehe Abbildung). Somit kann der aktuelle Wert des ZEW-Indikators für die Prognose der ifo Geschäftserwartungen des

Folgemonats verwendet werden. In einem weiteren Schritt wird in der Studie gezeigt, dass mit beiden Frühindikatoren die zukünftige Entwicklung der deutschen Industrieproduktion deutlich besser vorhergesagt werden kann als mit einer naiven Prognose, die lediglich die eigenen verzögerten Werte der Industrieproduktion beinhaltet. Eine Prognose mit den ZEW-Konjunkturerwartungen liefert im Bereich zwischen 3 und 12 Monaten signifikant bessere Ergebnisse als die naive Prognose. Bei Verwendung der ifo-Geschäftserwartungen lässt sich diese Signifikanz nur hinsichtlich der 6-Monatsprognosen nachweisen. Ein direkter Vergleich beider Indikatoren führt zu dem Ergebnis, dass die Prognose mit dem ifo-Indikator auf Sicht von einem Monat leicht besser ist, während Prognosen mit den ZEW-Erwartungen für die übrigen untersuchten Prognosehorizonte (3, 6, 9 und 12 Monate) überlegen sind.

Für die Einschätzung zukünftiger Konjunkturveränderungen ist es häufig schon ausreichend, verlässliche Prognosen der Veränderungsrichtung zu haben. Zumindest aber ist die Richtungsprognose eine nützliche Zusatzinformation, die sich aus den Punktprognosen ermitteln lässt. Die Studie zeigt, dass die Verwendung der Erwartungsdaten von ifo und ZEW in jedem Fall zu einer erheblichen Verbesserung der Güte der Richtungsprognose im Vergleich mit einer naiven Prognose führt. Im Gegensatz zu den Punktprognosen führen hier die ifo-Erwartungen zu genauso guten Prognosen wie die ZEW-Erwartungen. Interessant ist außerdem, dass die Richtungsprognosen selbst bei den 12-Monatsprognosen zu keinen schlechteren Resultaten führen als bei kurzen Prognosehorizonten.

### Kombination beider Indikatoren sinnvoll

Mit Hilfe von sogenannten Encompassing-Tests wird darüberhinaus der Nachweis erbracht, dass mittelfristig eine Kombination beider Indikatoren eine bessere Prognose liefert als die Verwendung jeweils beider Indikatoren alleine. Dabei wurde die Nullhypothese getestet, dass die jeweiligen Einzelindikatoren eine bessere Prognose der Industrieproduktion ermöglichen als eine Kombination beider. Kann für einen bestimmten Prognosehorizont diese Nullhypothese signifikant für beide Indikatoren abge-

### Ist eine Kombination der Einzelprognosen sinnvoll?

Ergebnisse der Encompassing-Tests Januar 1994 bis September 2000

Prognosehorizont in Monaten	H <sub>0</sub> : ifo-Prognose alleine? Wert der Teststatistik	H <sub>0</sub> : ZEW-Prognose alleine? Wert der Teststatistik
1 Monat	1.33	2.74****
3 Monate	3.27****	3.04****
6 Monate	2.12**	2.50***
9 Monate	1.41	1.56
12 Monate	1.08	-1.69*

Signifikanzniveaus: 1% = \*\*\*\*, 2.5% = \*\*\*, 5% = \*\*, 10% = \*

lehnt werden, so erscheint eine Kombination die Prognosequalität für diesen Horizont zu erhöhen. Dies ist lediglich bei den 3- und 6-Monatsprognosen der Fall gewesen (siehe Tabelle).

Insgesamt lässt sich daher aus unseren Untersuchungen nicht der Schluss ziehen, dass ein Indikator eindeutig immer besser für Konjunkturvorhersagen geeignet ist als der andere Indikator. Die Kombination beider Daten für die Prognose der Industrieproduktion scheint der Studie nach für mittelfristige Prognosehorizonte besser zu sein als die jeweilige Verwendung nur einer Datenreihe. Dies zeigt, dass beide Frühindikatoren somit Informationen enthalten, die nicht in dem jeweils anderen enthalten sind.

Worin könnten nun die Gründe für den Vorlauf der ZEW-Konjunkturerwartungen vor den ifo-Geschäftserwartungen und deren bessere Prognosequalität für längere Zeiträume liegen?

### Unterschiedliche Erwartungsbildung der Befragten

Die Befragungszeiträume beider Umfragen sind weitestgehend gleich, so dass der Vorlauf des ZEW-Indikators nicht durch einen zeitlichen Vorteil erklärt werden kann. Den Einschätzungen der Teilnehmer beider Umfragen sollten jeweils dieselben Informationen zu Grunde liegen. Dies lässt vermuten, dass die Analysten des ZEW-Finanzmarkttests diese Informationen teilweise in einer anderen Weise verarbeiten und im Vergleich zu den Teilnehmern des ifo-Konjunkturtests zusätzliche Informationen verwenden.

Der wohl entscheidende Unterschied zwischen beiden Indikatoren liegt in der Auswahl der Umfrageteilnehmer. Während das ifo-Institut Unternehmen aus verschiedenen Branchen befragt, sind die Teilnehmer des ZEW-Finanz-

markttests Bankanalysten und institutionelle Anleger. Es ist anzunehmen, dass diese beiden Gruppen durchaus unterschiedliche Formen der Erwartungsbildung haben und verschiedene Faktoren in ihr Urteil über zukünftige Konjunkturänderungen einfließen lassen. Denkbar ist etwa, dass die befragten Unternehmen im ifo-Konjunkturtest ihre Aussagen primär auf die Erwartungen bezüglich ihrer eigenen Branche stützen. Bankanalysten dagegen betrachten wahrscheinlich bevorzugt übergreifende wirtschaftliche Zusammenhänge und sind vermutlich auch besser geübt in der Erstellung gesamtwirtschaftlicher Prognosen. Auch die verstärkte Beachtung etwa der Zins- und Wechselkursentwicklung oder der Konjunkturentwicklung in anderen Ländern durch die Analysten könnte dazu beitragen, dass mit den ZEW-Erwartungen mittel- und langfristige Prognosen möglich sind, die diejenigen auf Basis der ifo-Erwartungen deutlich übertreffen.

Auf der anderen Seite weisen die Ergebnisse der ifo-Umfrage auf sehr kurze Sicht (ein Monat) einen stärkeren Zusammenhang mit der Industrieproduktion auf als die ZEW-Daten. Dies wiederum mag dadurch erklärbar sein, dass die Unternehmer die derzeitige Lage und die kürzerfristigen Entwicklungen besser einschätzen können.

Für die Finanzmärkte dürfte die Information, dass die ZEW-Konjunkturerwartungen einen signifikanten einmonatigen Vorlauf vor den ifo-Geschäftserwartungen haben, von großer Bedeutung sein. Ihnen steht mit den ZEW-Konjunkturerwartungen damit ein Instrument zur Verfügung, mit dem konjunkturelle Schwankungen noch frühzeitiger erkannt werden können. ◀

Felix Hüfner, hufner@zew.de  
Michael Schröder, schroeder@zew.de