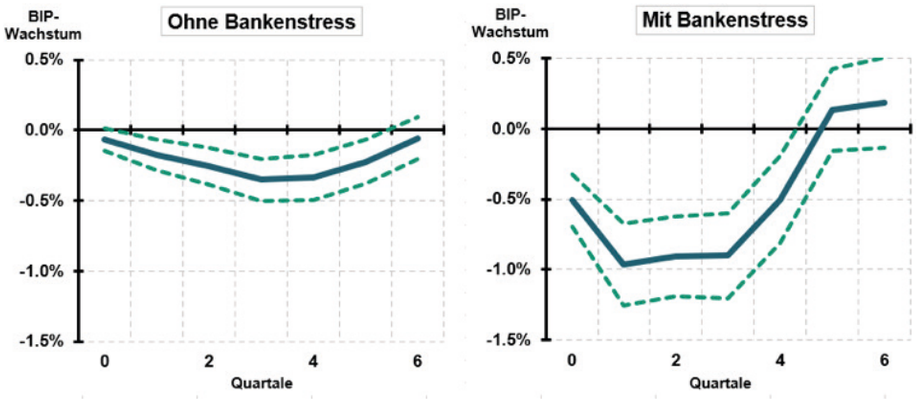
FINANZMARKSTABILITÄT IN UNSICHEREN ZEITEN

Text: Christian Drastil

Wo Unsicherheit besteht, ist es schwieriger, künftige, wirtschaftliche Entwicklungen vorherzusehen. Unsicherheit lässt sich konzeptionell aber nur schwer fassen und ist schwierig zu messen. Dennoch zeigt die volkswirtschaftliche Forschung der letzten zehn Jahre, die vor allem auf Professor Nicholas Bloom der Stanford Graduate School of Business zurückgeht, dass Unsicherheit eine wichtige volkswirtschaftliche Größe ist, die sich in den Köpfen von Konsumenten, Managern und Politikern abbildet und konjunkturelle Schwankungen auslösen und verstärken kann.

Warum hat Unsicherheit negative, wirtschaftliche Effekte?
Unsicherheit führt dazu, dass Konsumentscheidungen, Investitionen und Neuanstellungen hinausgezögert werden, bis zukünftige Entwicklungen wieder besser absehbar sind. Gleichzeitig wird aus einem Vorsichtsmotiv heraus mehr gespart, um sich gegen potenzielle negative Entwicklungen abzusichern. Darüber hinaus zeigen neue Forschungsergebnisse, dass Finanzmarktfriktionen eine wichtige Rolle dabei spielen, wie Unsicherheit die Wirtschaft beeinträchtigt. Unsicherheit führt demnach zu einem Anstieg der Finanzierungskosten, da Finanzmarktakteure das mit Unsicherheit einhergehende Risiko einpreisen.

Foto: iStock



Quelle: Gächter M., Geiger M., Stöckl S. (2020): Credit intermediation and the transmission of macro-financial uncertainty: International evidence. Journal of International Money and Finance.

Ein stabiler Bankensektor federt die Effekte von Unsicherheit stark ab

Dr. Martin Geiger, Forschungsbeauftragter für Volkswirtschaft am Liechtenstein-Institut, hat sich in seiner Forschung intensiv mit Unsicherheit auseinandergesetzt. Seine Forschung zeigt, dass Staaten mit einem gesunden Bankensektor von Unsicherheit weitaus weniger stark betroffen sind als Staaten mit einem geschwächten Bankensektor. Die folgende Grafik zeigt die durchschnittliche Reaktion des jährlichen Wirtschaftswachstums der OECD-Länder auf einen Anstieg von Unsicherheit in einem Szenario mit stabilem versus gestresstem Bankensektor. Die grün-gestrichelten Linien weisen das 95%-Vertrauensintervall aus. Unsicherheit wird in diesem Fall mit einem Index abgebildet, der ungewöhnliche Abweichungen in einem Bündel wichtiger makroökonomischer und finanzwirtschaftlicher Größen misst. Der Vergleich der beiden Szenarien zeigt, dass bei einem Anstieg von Unsicherheit in einem Land mit gestresstem Bankensektor das Wirtschaftswachstum mehr als doppelt so stark einbricht. Die Finanzmarktstabilität übt somit eine wichtige Funktion für die volkswirtschaftliche Widerstandsfähigkeit eines Staates aus.

Liechtenstein weißt einen stabilen Bankensektor auf

Die liechtensteinischen Banken verfügen traditionell über ein konservatives Geschäftsmodell und legen damit großen Wert auf

» **Angesichts von Covid-19 ist Finanzmarktstabilität ein wichtiger Resilienzfaktor.**

Stabilität. Gemäß Geiger ist der Bankensektor im internationalen Vergleich somit widerstandsfähig, sprich resilient, aufgestellt. Liechtensteinische Banken weisen hohe Eigenkapitalquoten und

gleichzeitig gute Profitabilitäts- und Effizienzkennzahlen auf. Die Banken des Fürstentums gehören zu den am besten kapitalisierten in der Welt und benötigten auch in der Finanzkrise 2008 keine Staatshilfe. Der Fokus liegt auf Private Banking und Vermögensmanagement, während konventionelle Kreditvergabe eine geringere Rolle spielt. Insgesamt ist die Assetqualität liechtensteinischer Banken als sehr hoch einzuschätzen und der Anteil notleidender Kredite ist international gesehen außerordentlich gering.

Die Corona-Pandemie führt zu erhöhter Unsicherheit

Unsicherheit weist eine antizyklische Dynamik auf: Sie steigt in wirtschaftlich schwierigen Zeiten (Krisen, Rezessionen) an und nimmt in Aufschwungphasen ab. Im Zuge der Covid-19-Pandemie könnte Unsicherheit laut Geiger eine noch größere Rolle spielen, da quasi jeder Aspekt der Krise schlecht vorhersehbar ist: beispielsweise der weitere Verlauf der Pandemie und weitere etwaige Lockdowns, medizinische Behandlungsmöglichkeiten, wirtschaftliche Konsequenzen auf Unternehmen, Staatshaushalte und Finanzmärkte, politische und soziale Entwicklungen.

Sämtliche Indizes, welche Unsicherheit messen, zeigen an, dass diese während der Corona-Pandemie stark angestiegen ist. Der Blick auf den prominenten Global Economic Policy Uncertainty Index, der von Bloom und Co-Autoren entwickelt wurde, zeigt, dass die Corona-Pandemie noch deutlich mehr wirtschaftspolitische Unsicherheit induziert hat als zum Beispiel der Handelskrieg zwischen China und den USA, der Brexit, die Finanzkrise oder die 9/11-Terroranschläge.

Finanzmarktstabilität wird ein wesentlicher Resilienzfaktor sein

Im Kontext der wirtschaftlichen Konsequenzen der Corona-Krise wird die Finanzmarktstabilität eine entscheidende Rolle spielen. Eine Reihe von Studien zeigt, dass konjunkturelle Schwankungen vom Finanzmarkt verstärkt werden. Realwirtschaftliche Einbrüche können dazu führen, dass Haushalte und Betriebe ihren Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen können, was zu einem Anstieg notleidender Kredite und somit zu einer Verschlechterung der Bankbilanzen führt. Mit anderen Worten sinkt in einer solchen Situation die Bonität der Banken und die Refinanzierungskosten für neue Kredite steigen. Die Konsequenz daraus ist eine Kreditklemme, was wiederum die Realwirtschaft belastet. Damit die Bonität von Banken trotz realwirtschaftlicher Einbrüche, wie sie aktuell durch die Corona-Krise stattfinden, intakt bleibt, ist eine hohe Resilienz des Bankensektors entscheidend. Finanzmarktstabilität hat folglich per se eine wichtige Rolle in wirtschaftlichen Krisenzeiten. Da die Corona-Krise allerdings darüber hinaus hohe Unsicherheit induziert, ist Finanzmarktstabilität laut Geiger ein besonders wichtiger volkswirtschaftlicher Resilienzfaktor in der aktuellen Situation.

Finanzmarktstabilität volkswirtschaftlich betrachtet

Ein Gespräch mit Dr. Andreas Brunhart und Dr. Martin Geiger, Ökonomen am Liechtenstein-Institut.

Was bedeutet Stabilität für Ökonomen?

Martin Geiger: Makroökonomen haben diesbezüglich vor allem die kurzfristigen Schwankungen entlang des langfristigen Wirtschaftswachstums, sprich die Konjunktur, im Blick. Eine hohe konjunkturelle Schwankungsbreite macht es schwieriger, künftige Entwicklungen vorherzusehen und löst somit Unsicherheit aus. Unsicherheit wiederum führt dazu, dass Wirtschaftsakteure Konsum-, Investitions- und Anstellungsentscheidungen, die sich nicht oder nur schwer rückgängig machen lassen, hinauszögern. Außerdem steigen angesichts von Unsicherheit die Planungs- und Transaktionskosten sowie die Risikoprämie externer Finanzierung.

Wie bewerten Sie die Situation in Liechtenstein?

Andreas Brunhart: Das Wirtschaftswachstum gemessen am realen Bruttoinlandsprodukt (BIP) war in Liechtenstein in den letzten Jahrzehnten sehr hoch (im Durchschnitt 3.4% seit 1972), allerdings waren dies auch die Schwankungen. Im Vergleich zu anderen Sektoren ist das Wachstum des Finanzsektors vergleichsweise volatil. Finanzmarktstabilität bedeutet die Minimierung dieser Schwankungen.

Das gilt in besonderem Maße auch für Liechtenstein, welches gemessen am BIP einen verhältnismäßig großen Finanzsektor hat.

Als Messgröße für konjunkturelle Volatilität wird oft die Standardabweichung des Wirtschaftswachstums – gemessen am realen BIP – herangezogen. Liechtenstein weist, wie für Kleinstaaten üblich, im Schnitt eine höhere gesamtwirtschaftliche Volatilität als größere Länder auf. Darüber hinaus können aber auch Unterschiede im zeitlichen Verlauf der Volatilität beobachtet werden: In der DACH-Region war die konjunkturelle Volatilität wie in den meisten entwickelten Volkswirtschaften bis zur Finanzkrise von 2008 rückläufig. Im Gegensatz dazu stieg sie in Liechtenstein nach einem zwischenzeitlichen Rückgang schon ab Mitte der 1990er Jahre an und erreichte im Zuge der Finanzkrise einen historischen Höhepunkt.

Hängt die hohe konjunkturelle Volatilität mit Entwicklungen des Finanzsektors zusammen?

Andreas Brunhart: Ja. Dass die konjunkturelle Volatilität in Liechtenstein bereits in den Jahren vor der Finanzkrise anstieg, kann analytisch vor allem auf die Entwicklung des Finanzsektors zurückgeführt werden. Für das Einkommensentstehungskonto der liechtensteinischen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung gilt: BIP = Arbeitnehmerentgelt + Bruttobetriebsüberschüsse + Produktions- und Importabgaben – Subventionen. Die anteilsmäßig wichtigsten Komponenten der Einkommensentstehungsseite des BIP sind die Arbeitnehmerentgelte und die Bruttobetriebsüberschüsse. Während Arbeitseinkommen ein sehr konstantes Wachstum aufweisen, schwanken die Bruttobetriebsüberschüsse stark. Die Volatilität des liechtensteinischen Wirtschaftswachstums ist deshalb in erster Linie von den Bruttobetriebsüberschüssen getrieben.

Die Bruttobetriebsüberschüsse der Sektoren «Industrie und warenproduzierendes Gewerbe» sowie «Finanzdienstleistungen» sind vor allem für die Gesamtvolatilität des Wirtschaftswachstums Liechtensteins verantwortlich.

Wie entwickelte sich die konjunkturelle Volatilität in den letzten Jahren?

Martin Geiger: Die hohe Volatilität in Liechtenstein kann damit erklärt werden, dass der Finanzdienstleistungssektor von den 1980ern bis in die 2000er Jahre insgesamt sehr dynamisch wuchs. Es lässt sich eine starke Verbindung zwischen konjunktureller Volatilität und der relativen Performance des Finanzdienstleistungssektors in Liechtenstein beobachten. Da konjunkturelle Volatilität in Summe negative Effekte hat, ist ein konstantes und kontinuierliches Wachstum des Finanzsektors aus Sicht der Finanzmarktstabilität und der Stabilität der Gesamtwirtschaft wünschenswert. Seit der Finanzkrise hat sich der Anteil der Finanzdienstleistungen, gemessen an den gesamten Bruttobetriebsüberschüssen in Liechtenstein, eingependelt bzw. ist sogar im Vergleich zu den anderen Sektoren etwas zurückgegangen. Diese Konsolidierung geht mit der allgemeinen strukturellen Veränderung des liechtensteinischen Finanzplatzes einher – unter anderem durch den Ausbau von internationaler Regulierung und Compliance-Standards. Diese strukturellen Veränderungen der letzten Jahre haben zwar zu niedrigerem, gleichzeitig aber auch zu stabilerem Wachstum des Finanzsektors geführt.

Dr. Andreas Brunhart

Dr. Martin Geiger

Fotos: Tatjana Schnalzger