

Der *Liechtensteiner Wirtschaftsbrief* ergänzt den KOFL Konjunkturbericht (wird im Februar publiziert) und ist als Briefing der wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger in Liechtenstein ausgestaltet. Der Bericht zeigt wirtschaftliche Entwicklungen im internationalen Umfeld anhand spezifischer Indikatoren auf und liefert Interpretationen. Der Fokus liegt hierbei auf die für die Liechtensteinische Wirtschaft bedeutsamen Absatzregionen. Er greift jeweils aktuelle Wirtschaftsthemen auf und stellt diese informativ, knapp und übersichtlich dar. Hierbei wird die Relevanz der dargestellten Problematik für die Liechtensteinische Volkswirtschaft aufgezeigt. Der Liechtensteiner Wirtschaftsbrief ist Bestandteil der Leistungsvereinbarung zwischen der Regierung des Fürstentums Liechtenstein (vertreten durch das Ressort Wirtschaft) und der Konjunkturforschungsstelle Liechtenstein (KOFL).

FLASH

- **Entwicklung Weltwirtschaft:** Die OECD prognostizierte im Mai 2011 ein reales BIP-Wachstum im OECD-Raum von 2,8 % für 2012 und revidiert diese Rate im November 2011 auf 1,6 %. Für den Euro-Raum wurde im Mai noch von einer Rate von 2 % ausgegangen, aktuell erwartet die OECD nur noch eine Zuwachsrate von 0,2 % in 2012.
- **Realwirtschaft Schweiz:** Die KOF ETH Zürich und das Staatssekretariat für Wirtschaft (seco) gehen von einer Rezession im Winterhalbjahr 2011/12 aus, die im Frühjahr 2012 überwunden wird. Hierbei ist unterstellt, dass die Krise in Europa nicht weiter eskaliert. Laut SNB gibt es auf absehbare Zeit in der Schweiz keine Teuerungsgefahren.
- **VGR FL für das Jahr 2009:** Das Amt für Statistik hat am 9. Dezember 2011 die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung Liechtenstein (VGR FL) für das Jahr 2009 publiziert. Die am 7. Februar 2011 veröffentlichte erste Schätzung für das nominale Bruttoinlandprodukt (BIP) im Jahr 2009 wurde um 314 Mio. CHF auf 4'906,4 Mio. CHF nach unten korrigiert. Die Veränderungsrate des nominalen BIP in 2009 sinkt damit im Vergleich zur ersten Schätzung um 5,9 Prozentpunkte auf -10,9 %.
- **Wechselkurs des Frankens – wo liegt der richtige Kurs?** Der Franken ist aktuell gegenüber dem US-Dollar um ca. 26 % und gegenüber dem Euro um ca. 13 % überbewertet. Da Wechselkurse in der Tendenz dazu neigen, sich in Richtung Kaufkraftparität zu bewegen, geht hiervon langfristig ein gewisser Abwertungsdruck auf den Franken aus. Dieser Druck wird abgeschwächt, wenn in den kommenden Monaten und Jahren die Teuerung in den USA und dem Euro-Raum höher ausfällt als im Frankenraum.
- **Das Wirtschaftspolitikum:** Thomas Jordan, Vizepräsident der SNB, äusserte sich beim Mediengespräch der SNB in Bern am 15. Dezember 2011 zum Themenbereich „makroprudenzielle Politik“. Für Jordan ist aufgrund der mittelfristigen Risiken im Immobilienbereich der Aufbau eines Rahmens für eine effiziente makroprudenzielle Politik unerlässlich. Dies gilt für Jordan vor allem, da sich die Gefahr einer Fehlentwicklung auf dem Schweizer Hypothekar- und Immobilienmarkt im auslaufenden Jahr erhöht hat. Jordan sieht gute „Fortschritte bei der Ausgestaltung der makroprudenziellen Politik“. Der Entscheid, welcher Rahmen in der Schweiz schliesslich gelten soll, liegt jedoch bei der Politik.

I. Internationale Konjunktorentwicklungen



Entwicklung Weltwirtschaft: Stagnation im Euro-Raum

Aktueller Anlass: OECD Economic Outlook, November 2011

Am 28. November 2011 hat der Chefvolkswirt der OECD, Pier Carlo Padoan, den jüngsten Economic Outlook in Paris vorgestellt. Die Prognose für den gesamten OECD-Raum wurde deutlich nach unten angepasst. Die gesamtwirtschaftliche Produktionsleistung im Euro-Raum wird in 2012 kaum über der in 2011 liegen.

- Die OECD prognostizierte im Mai 2011 ein reales BIP-Wachstum im OECD-Raum von 2,8 % für 2012 und revidiert diese Rate im November 2011 auf 1,6 %. Für den Euro-Raum wurde im Mai noch von einer Rate von 2 % ausgegangen, aktuell erwartet die OECD nur noch eine Zuwachsrate von 0,2 % in 2012.
- Der aktuelle Economic Outlook der OECD deckt sich weitestgehend mit dem des Internationalen Währungsfonds (IWF), der im *Liechtensteiner Wirtschaftsbrief No. 2* kommentiert wurde (vgl. Tabelle 1).
- Alles in allem gehen die Konjunkturprognosen in ihrem jeweiligen Hauptszenario davon aus, dass die Staatsschulden- und Bankenkrise in Europa nicht weiter eskaliert. Im anderen Fall würde sich die Abschwächung der Weltwirtschaft bzw. die Rezession in Europa deutlich gegenüber dem Hauptszenario verstärken. Dies hätte auch gravierende Folgen für die Liechtensteiner Volkswirtschaft.

Tabelle 1

Prognosen zur Weltwirtschaft

Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr, in Prozent)														
Regionen / Länder	Exportgewicht FL	Historie		IWF						OECD				
		2010	2011	Prognosen										
				2012			2013			2012			2013	
		Jun 11	Sep 11	Diff.	Jun 11	Sep 11	Diff.	Mai 11	Nov 11	Diff.	Mai 11	Nov 11	Diff.	
Welt		5.1	4.0	4.5	4.0	-0.5	4.5	4.5	0.0					
Industrieländer		3.1	1.6	2.6	1.9	-0.7	2.5	2.4	-0.1					
Schwellenländer		7.3	6.4	6.4	6.1	-0.3	6.5	6.5	0.0					
OECD		3.1	1.9							2.8	1.6	-1.2		2.3
USA	12.0	3.0	1.5	2.7	1.8	-0.9	2.7	2.5	-0.2	3.1	2.0	-1.1		2.5
Japan	1.7	4.0	-0.5	2.9	2.3	-0.6	1.7	2.0	0.3	2.2	2.0	-0.2		1.6
EU-27	61.9	1.8	1.7	2.1	1.4	-0.7	2.2	1.9	-0.3					
UK	2.8	1.4	1.1	2.3	1.6	-0.7	2.5	2.4	-0.1	1.8	0.5	-1.3		1.8
Euro-Raum		1.8	1.6	1.7	1.1	-0.6	1.8	1.5	-0.3	2.0	0.2	-1.8		1.4
Deutschland	23.1	3.6	2.7	2.0	1.3	-0.7	1.9	1.5	-0.4	2.5	0.6	-1.9		1.9
Frankreich	9.5	1.4	1.7	1.9	1.4	-0.5	2.0	1.9	-0.1	2.1	0.3	-1.8		1.4
Italien	5.4	1.3	0.6	1.3	0.3	-1.0	1.4	0.5	-0.9	1.6	-0.5	-2.1		0.5
Spanien	2.2	-0.1	0.8	1.6	1.1	-0.5	1.8	1.8	0.0	1.6	0.3	-1.3		1.3
Österreich	11.6	2.1	3.3	2.3	1.6	-0.7	2.2	2.0	-0.2	2.1	0.6	-1.5		1.8
Brasilien	0.7	7.5	3.8	3.6	3.6	0.0	4.1	4.2	0.1	4.5	3.2	-1.3		3.9
Russland	1.2	4.0	4.3	4.5	4.1	-0.4	4.3	4.1	-0.2	4.5	4.1	-0.4		4.1
Indien	1.0	10.1	7.8	7.8	7.5	-0.3	8.2	8.1	-0.1	8.6	7.2	-1.4		8.2
China	3.9	10.3	9.5	9.5	9.0	-0.5	9.5	9.5	0.0	9.2	8.5	-0.7		9.5

2010 und 2011: IWF World Economic Outlook, September 2011, Publikationen von nationalen statistischen Ämtern
Exportgewicht FL: Anteil des Landes / der Region an den FL Direktexporte in 2010, in Prozent; Diff.: Differenz Sep 11 - Jun 11 bzw. Okt 11 - Mai 11 (in Prozentpunkte)

IWF Internationaler Währungsfonds OECD Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung

Tabelle 1 wird in jedem *Liechtensteiner Wirtschaftsbrief* aktualisiert. Sie ist wie folgt zu lesen: Die gelb markierten Spalten geben jeweils die jüngsten Prognosen von IMF und OECD wieder. Die Spalten „Diff.“ weisen die Veränderungen der Prognosen gegenüber der vorgängigen Ausgabe des Liechtensteiner Wirtschaftsbriefs (in Prozentpunkten) aus: (i) rote Markierungen illustrieren Abwärtskorrekturen; (ii) grüne Markierungen zeigen Aufwärtskorrekturen; (iii) schwarze Markierungen zeigen unveränderte Prognosen.



Realwirtschaft Schweiz: Rezession im Winterhalbjahr 2011/12

Aktueller Anlass: Winterprognosen weiter nach unten revidiert

Im Rahmen der Winterprognosen der KOF ETH Zürich und des Staatssekretariats für Wirtschaft (seco) wurden die Vorhersagen für das Wirtschaftswachstum in der Schweiz in 2012 weiter nach unten angepasst. Beide Institutionen gehen von einer Rezession im Winterhalbjahr 2011/12 aus, die im Frühjahr 2012 überwunden wird. Hierbei ist unterstellt, dass die Krise in Europa nicht weiter eskaliert.

- **Produktion:** Im Dezember 2011 gehen die KOF ETH Zürich und das seco von einem nur schwachen Wachstum des realen BIP in 2012 von 0,2 % bzw. 0,5 % aus (vgl. Tabelle 2). Ursächlich hierfür sind die Frankenstärke, die Krise in Europa und die Abschwächung der Weltwirtschaft.
- **Arbeitsmarkt:** Für 2012 sieht die KOF ETH eine Arbeitslosenquote von 3,3 %. Das seco geht von einem Anstieg der Arbeitslosenquote auf sogar 3,6 % aus.
- **Teuerung:** Im Vergleich zum September hat sich die bedingte Inflationsprognose der Schweizer Nationalbank (SNB) nochmals nach unten verschoben. Für 2012 wird von einer Jahresteuierung von -0,3 % und für 2013 von 0,4 % ausgegangen. Laut SNB gibt es auf absehbare Zeit in der Schweiz keine Teuerungsgefahren.

Tabelle 2

Prognosen zur Schweizer Realwirtschaft

Realwirtschaft Schweiz (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr, in Prozent)														
	Historie		KOF ETH Zürich						SECO					
			Prognosen											
	2010	2011	2012			2013			2012			2013		
			Sep 11	Dez 11	Diff.	Sep 11	Dez 11	Diff.	Sep 11	Dez 11	Diff.	Sep 11	Dez 11	Diff.
Reales BIP	2.7	1.8	1.5	0.2	-1.3	2.5	1.9	-0.6	0.9	0.5	-0.4		1.9	
- Privater Konsum	1.7	0.9	1.4	1.1	-0.3	1.4	1.2	-0.2	1.3	1.2	-0.1		1.6	
- Öffentlicher Konsum	0.8	1.3	1.3	1.5	0.2	1.4	1.6	0.2	1.4	1.5	0.1		0.6	
- Bruttoanlageinvestitionen	7.5	3.3	4.2	0.1	-4.1	5.0	2.4	-2.6	0.9	-0.6	-1.5		2.0	
- Exporte	8.1	3.4	2.3	0.8	-1.5	6.0	4.9	-1.1	0.7	0.4	-0.3		4.4	
- Importe	8.0	3.1	6.2	2.6	-3.6	8.2	6.4	-1.8	1.8	1.6	-0.2		4.4	
Beschäftigung	0.7	1.2	0.3	-0.4	-0.7	0.5	0.2	-0.3	0.3	0.0	-0.3		0.4	
Arbeitslosenrate ¹⁾	3.9	3.1	3.0	3.3	0.3	3.1	3.6	0.5	3.4	3.6	0.2		3.7	
1) in Prozent														
2010: BFS; 2011: Schätzungen des SECO vom Dezember 2011; Diff.: Differenz Dez 11 - Sep 11 (in Prozentpunkten)														
KOF ETH Zürich Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich						SECO Staatssekretariat für Wirtschaft, Bern								

II. Analysethemen

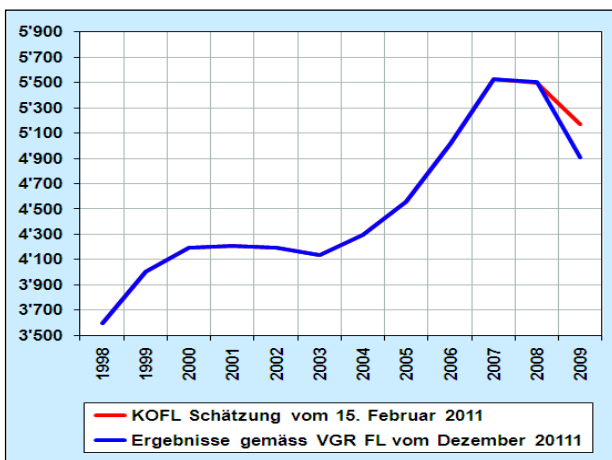
A. VGR FL für das Jahr 2009: Deutliche Korrektur der 1. BIP-Schätzung nach unten

- **Publikation der VGR FL 2009:** Das Amt für Statistik hat am 9. Dezember 2011 die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung Liechtenstein (VGR FL) für das Jahr 2009 publiziert.
- **Korrektur der 1. BIP-Schätzung:** Die am 7. Februar 2011 veröffentlichte erste Schätzung für das Bruttoinlandprodukt (BIP) im Jahr 2009 wurde um 314 Mio. CHF nach unten korrigiert. Die Veränderungsrate des nominalen BIP in 2009 sinkt damit im Vergleich zur ersten Schätzung um 5,9 Prozentpunkte auf -10,9 %.
- **Definitive Resultate für 2008:** Mit der Vorlage der Detailergebnisse für das Jahr 2009 wurden auch die provisorischen Ergebnisse für das Jahr 2008 angepasst. Das definitive nominale BIP in 2008 wird jetzt um 8,7 Mio. CHF höher ausgewiesen, die Zuwachsrate gegenüber dem BIP in 2007 beträgt jetzt -0,4 % (vorher: -0,5 %).

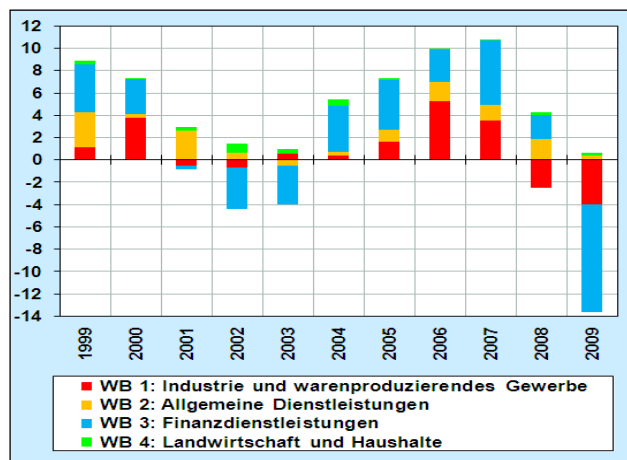
Abbildung 1

BIP und Wachstumsbeiträge der Wirtschaftsbereiche

(a) Nominales BIP des Jahres 2009:
KOFL Schätzung versus VGR-Ergebnis
Niveau in Mio. Schweizer Franken



(b) Wachstumsbeiträge der Wirtschaftsbereiche
zur gesamtwirt. Bruttowertschöpfung¹
in Prozentpunkten, laufende Preise



1 Die Höhe der Kästchen entspricht den Prozentpunkten, welche der jeweilige in der Legende erwähnte Wirtschaftsbereich zum nominalen Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Bruttowertschöpfung (BWS) beiträgt. Komponenten, deren Kästchen sich oberhalb der Nulllinie befinden, tragen positiv zum Zuwachs der BWS bei, solche unterhalb der Nulllinie verringern den aggregierten Zuwachs der BWS. Das Bruttoinlandprodukt ergibt sich, indem zur gesamtwirtschaftlichen BWS die Gütersteuern abzgl. Gütersubventionen hinzuaddiert und die unterstellte Bankgebühr subtrahiert werden.

Quelle: Amt für Statistik (AS): VGR FL, eigene Berechnungen.

- **Vergleich mit der KOFL-Schätzung:** Die BIP-Prognose vom Februar 2011 für das Jahr 2011 basierte auf KOFL-Schätzungen für das BIP in den Jahren 2009 und 2010. Abbildung 1 (Teil a) stellt die Ergebnisse der BIP-Schätzungen für das Jahr 2009 den entsprechenden Daten aus der VGR FL gegenüber. Die KOFL hat den Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktions-

tätigkeit unterschätzt (in der Abbildung 1 liegt die blaue Linie unter der roten Linie). Für das Jahr 2009 hatte die KOFL im Februar 2011 mit einer Abnahme des nominalen BIP von 5,9 % gerechnet. Gemäss der KOFL-Schätzung hätte damit das BIP im Jahr 2009 5'172,4 Mio. CHF betragen. Diese Schätzung wurde damals von der KOFL als konservativ bezeichnet. Die jetzt vorgelegten VGR-Ergebnisse zeigen ein nominales BIP von 4'906,4 Mio. CHF (vgl. Abbildung 1, Teil a).

- Die Betrachtung der **Wirtschaftsdynamik im Jahr 2009 nach Wirtschaftsbereichen** zeigt, dass die KOFL im Februar 2011 den Wachstumsbeitrag des Wirtschaftsbereichs WB 1 (Industrie und warenproduzierendes Gewerbe) zur Bruttowertschöpfung insgesamt leicht unterschätzt, denjenigen für den Wirtschaftsbereich WB 3 (Finanzdienstleistungen) merklich überschätzt hat. Der Wachstumsbeitrag des WB 3 liegt gemäss VGR FL in 2009 bei -9,6 Prozentpunkten. Die nominale Bruttowertschöpfung (BWS) in WB 3 ist gegenüber dem Wert von 2008 um 29,4 % tiefer ausgefallen. Das Niveau der BWS in WB 3 liegt damit deutlich unter dem Niveau von 2005. Die nominale BWS im Wirtschaftsbereich WB 1 ging in 2009 um 11,2 % zurück. Dies entspricht einem Wachstumsbeitrag von -4 Prozentpunkten (vgl. Abbildung 1, Teil b). Positive Wachstumsbeiträge zur gesamten BWS lieferten die Wirtschaftsbereiche Allgemeine Dienstleistungen und Landwirtschaft (0,4 bzw. 0,3 Prozentpunkte).

B. Wechselkurs des Frankens – wo liegt der „richtige“ Kurs?

Motivation: Im SNB-Mediengespräch vom 15. Dezember 2011 führt der Präsident der Schweizer Nationalbank (SNB), Phillip Hildebrand, aus: „Seit der Einführung des Mindestkurses am 6. September 2011 liegt der Wechselkurs des Frankens zum Euro über 1,20. Gegenüber dem US-Dollar hat sich der Franken im Vergleich zum August sogar noch deutlicher abgeschwächt als gegenüber dem Euro. Allerdings bleibt der **Franken auch beim heutigen Kurs immer noch hoch bewertet.**“ Am 6. September 2011 hatte Hildebrand, die Einführung eines Mindestkurses des Frankens gegenüber dem Euro mit der „**massiven Überbewertung**“ des Frankens gerechtfertigt.

Was bedeutet in diesem Zusammenhang „hoch bewertet“ bzw. „massiv überbewertet“?

- Der Wechselkurs einer Währung wird im Allgemeinen nach der Richtgrösse „Kaufkraftparität“ beurteilt: Herrscht Kaufkraftparität, gilt die Währung als richtig bewertet, man spricht vom „**fairen Wert**“.
- **Kaufkraftparität** setzt voraus, dass im In- und Ausland gleich viele Einheiten der inländischen Währung aufgewendet werden müssen, um einen bestimmten repräsentativen Warenkorb zu erwerben. Bei einem Wechselkurs von 1,20 CHF/Euro muss unter dieser Bedingung ein Warenkorb, der in Liechtenstein 100 CHF kostet im Euroraum 83,33 Euro kosten. Längerfristig neigen Wechselkurse in der Tendenz dazu, sich in Richtung Kaufkraftparität zu bewegen.
- Der berühmte **Big-Mac-Index** des Economist lässt gewisse Rückschlüsse auf die Kaufkraft einer Währung gegenüber dem US-Dollar zu. Der Hamburger Big-Mac wird global vertrieben und hat an jedem Ort einen spezifischen Preis in heimischer Währung. Die Umrechnung dieses lokalen Preises zum aktuellen US-Dollar-Kurs erlaubt daher grobe Rückschlüsse auf die Kaufkraft der jeweiligen Währung. Aktuell kostet ein Big-Mac in den USA 3,54 US-Dollar und in der Schweiz 6,50 CHF bzw. 6,84 US-Dollar. (Am 29.12.2011 kostet ein US-Dollar 0,95 CHF.) Gemessen am Big-Mac-Index wäre der Schweizer Franken aktuell also um gut 90 % überbewertet.

Tabelle 3**Wechselkurse des Schweizer Frankens**

Wechselkurse des Schweizer Frankens zu		Fair KKP	aktuell 29.12.2011 Devisen	Abweichung in %
Japan	100JPY	1.23	1.22	-1.1
Euro-Raum	EUR	1.38	1.22	-13.2
UK	GBP	1.80	1.46	-23.6
USA	USD	1.19	0.95	-25.8

Quelle: Aargauische Kantonbank, Bloomberg, eigene Berechnungen

- Umfassendere Berechnungen kommen zu einer Überbewertung des Frankens gegenüber dem US-Dollar von ca. 26 % und gegenüber dem Euro von ca. 13 % (vgl. Tabelle 3). Da Wechselkurse in der Tendenz dazu neigen, sich in Richtung Kaufkraftparität zu bewegen, geht hiervon ein Abwertungsdruck auf den Franken aus.
- Dieser Abwertungsdruck wird jedoch abgeschwächt, wenn in den kommenden Monaten und Jahren die Teuerung in den USA und dem Euro-Raum höher ausfällt als im Frankenraum. In diesem Fall wird die Kaufkraftparität des Frankens sich gegenüber beiden Währungsräumen verringern. Damit schwindet auch der Spielraum für die SNB, den Mindestkurs von 1,20 CHF/Euro auf z.B. 1,25 anzuheben.

III. Das Wirtschaftspolitikum**SNB erhält neue Kompetenzen im Bereich makroprudenzieller Politik****Aktueller Anlass: Bemerkungen von Thomas Jordan, Vizepräsident der SNB, beim Mediengespräch der SNB in Bern, 15. Dezember 2011**

Für Jordan ist „...aufgrund der mittelfristigen Risiken im Immobilienbereich, von denen insbesondere die inlandorientierten Banken betroffen sind, der Aufbau eines Rahmens für eine effiziente makroprudenzielle Politik unerlässlich.“ Dies ist für Jordan umso wichtiger, als sich die Gefahr einer Fehlentwicklung auf dem Schweizer Hypothekar- und Immobilienmarkt im auslaufenden Jahr erhöht hat. Die SNB wird sich für die rasche Umsetzung eines sinnvollen und schlanken Rahmens für die makroprudenzielle Politik einsetzen. Der Entscheid, welcher Rahmen in der Schweiz schliesslich gelten soll, liegt jedoch bei der Politik. Jordan sieht gute „Fortschritte bei der Ausgestaltung der makroprudenziellen Politik“.

Der Einsatz von makroprudenziellen Instrumenten wird von Jordan aktuell insbesondere im Zusammenhang mit einer drohenden Krise auf dem Immobilien- und Hypothekarmarkt in der Schweiz diskutiert. Hypothekar- und Immobilienmärkte haben für die Finanzstabilität eine grosse Bedeutung. Vom Immobilienmarkt ausgehende Banken Krisen führten in der Vergangenheit wiederholt zu erheblichen volkswirtschaftlichen Kosten. Die jüngste Finanzkrise hing wesentlich mit

Preisrückgängen auf den Immobilienmärkten in den USA, Grossbritannien, Spanien und Irland zusammen.

Besteht die Gefahr einer Krise auf dem Immobilien- und Hypothekarmarkt in der Schweiz?

Die folgenden Ausführungen sind dem SNB-Bericht zur Finanzstabilität 2011 entnommen. Einige Indikatoren weisen demnach auf eine Überhitzung in den Segmenten der Eigentumswohnungen und Mehrfamilienhäuser hin. Hypothekarforderungen machen bei den inlanderorientierten Banken in der Schweiz rund 70 % ihrer Aktiven aus. Sinkende Immobilienpreise verbunden mit zunehmenden Ausfällen von Hypothekarkrediten würden daher das ganze Schweizer Bankensystem betreffen. Das Verhältnis des inländischen Hypothekarvolumens zum BIP befindet sich über seinem langfristigen Trend. In der Vergangenheit hat sich dieses Verhältnis als zuverlässiger Indikator für künftige Banken Krisen erwiesen.

- **Zinsänderungsrisiken:** Die sehr expansive Geldpolitik der SNB ist einer der Gründe, weshalb die Hypothekarzinsen in der Schweiz auf sehr tiefem Niveau liegen. Dies kann dazu führen, dass sowohl die Kreditnehmer als auch die Banken das Zinsänderungsrisiko unterschätzen. In einer solchen Situation könnte ein Zinsanstieg zu höheren Kreditausfällen bei gleichzeitig sinkenden Immobilienpreisen führen und so im Bankensystem hohe Verluste verursachen.
- **Wettbewerb unter den Banken:** Die Risikobereitschaft verschiedener Banken bei der Hypothekenvergabe ist hoch. Laut SNB scheinen viele Banken nicht in der Lage zu sein, ihre gesamte Risikosituation betreffend den Schweizer Hypothekarmarkt zuverlässig einzuschätzen.

Gemäss Financial Stability Board (FSB) und dem IWF sind folgende makroprudenzielle Instrumente in einer solchen Situation nützlich:

- **Antizyklische Kapitalanforderungen:** Den Banken werden erhöhte, zeitlich beschränkte Kapitalanforderungen in Zusammenhang mit Kreditgeschäften in Phasen marktweiten, exzessiven Kreditwachstums auferlegt.
- **Antizyklische Reserveanforderungen der Notenbank:** Die Kreditvergabe in Phasen exzessiven Kreditwachstums wird gebremst, indem auf Grundlage des Kredit- oder Einlagevolumens der Banken die Reserveanforderungen erhöht werden.
- **Antizyklische Limitierung des Belehnungsgrads:** Der Risikonahme der Banken im Hypothekarmarkt werden quantitative Obergrenzen gesetzt. Eine dynamische Limitierung des Belehnungsgrads in Phasen exzessiven Immobilienpreiswachstums bremst den kreditgetriebenen Anstieg der Preise für Wohnimmobilien ab.

Was wird unter makroprudenzieller Politik im Allgemeinen verstanden?

Unter **makroprudenzieller** Politik wird die Implementierung makroprudenzieller Aufsichtsinstrumente im Finanzsystem verstanden. **Makroprudenzielle** Politik wird als wichtige Voraussetzung angesehen, um die Stabilität des Finanzsystem zu verbessern (vgl. G20, IMF, BIS, FSB, Joint Forum). Die makroprudenzielle Aufsichtsperspektive lässt sich anhand verschiedener Kriterien gegen ihr mikroprudenzielles Pendant abgrenzen:¹

¹ Borio, C. (2009), The macroprudential approach to regulation and supervision: where do we stand?, Mayes, D., R. Pringle and M. Taylor (eds.), Towards a new framework for financial stability, Central Banking Publications, 421-

- **Unterschiede in der Zielsetzung:** Während die mikroprudenzielle Aufsichtsperspektive das Ziel verfolgt, Gläubiger und Versicherte (Konsumenten) zu schützen, in dem einzelne Finanzinstitute (Banken, Versicherungen) durch den Staat beaufsichtigt werden, fokussiert die makroprudenzielle Aufsicht auf die Beaufsichtigung des gesamten Finanzsystems. Es wird das Ziel verfolgt, realwirtschaftliche Auswirkungen (Rezessionen, Depressionen) von Finanzkrisen zu verhindern. Um dies zu erreichen, werden systemische Zusammenhänge (Korrelationen, Externalitäten) in der Aufsicht explizit berücksichtigt.
- **Berücksichtigung von Ansteckungen:** Die mikroprudenzielle Aufsicht überwacht Korrelationen im diversifizierten Portfolio eines einzelnen Finanzinstituts. Die makroprudenzielle Aufsicht nimmt auch Korrelationen wahr, die über die Institutsgrenzen hinaus wirken. Man spricht von Ansteckungseffekten zwischen Finanzakteuren.
- **Unterschiede in Bezug auf das Risikomodell:** Die mikroprudenzielle Aufsicht betrachtet Risiken als exogene Phänomene, die beispielsweise in Form eines Zinsschocks von aussen auf die beaufsichtigten Institutionen treffen. Im makroprudenziellen Ansatz wird hingegen von systemendogenen Risiken ausgegangen. Sie entstehen aufgrund kollektiver Reaktionen (Herdenverhalten, Panik) und treffen viele Marktteilnehmer simultan.
- **Im Rahmen eines streng mikroprudenziellen Aufsichtsansatzes sind solide Einzelinstitute ein Garant für Systemstabilität:** Systemische Risiken, die unabhängig von der mikroökonomischen Risikosituation Einzelner existieren, bleiben unberücksichtigt. Am engsten berühren sich der mikro- und makroprudenzielle Aufsichtsansatz dort, wo es um systemrelevante Grossinstitute geht. Wie die Finanzkrise gezeigt hat, kann der Ausfall eines solchen Instituts die Stabilität des globalen Finanzsystems gefährden und hohe externe Kosten verursachen. Durch eine intensive Grossbankenaufsicht auf mikroprudenzieller Ebene werden also auch makroprudenzielle Aufsichtsziele verfolgt.

Impressum

Der **Liechtensteiner Wirtschaftsbrief** erscheint viermal im Jahr (April, Juni, September und Dezember) und ist auf dem Internet unter <http://www.kofl.li/publikationen.asp> abrufbar.

Autoren: Kersten Kellermann, Carsten-Henning Schlag

KOFL Konjunkturforschungsstelle Liechtenstein an der Universität Liechtenstein, Fürst-Franz-Josef-Strasse, LI – 9490 Vaduz, Fürstentum Liechtenstein, Tel. +423 265 13 29, Fax + 423 265 11 12, info@kofl.li, www.kofl.li

436, London. Claudio Borio ist Stellvertretender Leiter von *Monetary and Economic Department* und Direktor des Bereichs *Research and Statistics* bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich BIZ.