

Makroprudenzielle Überwachung in Deutschland: Grundlagen, Institutionen, Instrumente

Zum Jahresbeginn 2013 ist das Gesetz zur Überwachung der Finanzstabilität in Kraft getreten. Die makroprudenzielle Überwachung in Deutschland hat damit eine gesetzliche Grundlage erhalten. Als nationale makroprudenzielle Institution wurde der Ausschuss für Finanzstabilität errichtet, der sich Mitte März konstituiert hat. Die Zusammenarbeit der Bundesregierung, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der Deutschen Bundesbank auf dem Gebiet der Finanzstabilität erhält damit eine neue institutionelle Struktur. Das Finanzstabilitätsgesetz weist der Deutschen Bundesbank wichtige Aufgaben zu. Sie soll insbesondere für die Finanzstabilität maßgebliche Sachverhalte analysieren, Gefahren identifizieren, dem Ausschuss Warnungen und Empfehlungen vorschlagen sowie deren Umsetzung bewerten.

Der Aufbau makroprudenzieller Institutionen mit klar definierten Mandaten und die Entwicklung eines entsprechenden Instrumentariums sind zentrale Lehren aus der Finanzkrise. Denn wesentliche Ursachen für die Schärfe und die Persistenz der Finanzkrise lagen in Fehlentwicklungen innerhalb des Finanzsystems. Diese Erfahrung hat die Bedeutung systemischer Risiken in Erinnerung gerufen. Die makroprudenzielle Dimension der Finanzaufsicht und -regulierung verfolgt daher das Ziel, systemische Risiken zu begrenzen und damit einen Beitrag zum Erhalt der Finanzstabilität zu leisten.

Die makroprudenzielle Überwachung in Deutschland steht nun vor einer Reihe von Herausforderungen. Eine kohärente Strategie mit einem Analyserahmen für die Erfassung und die Bewertung von Risiken sowie mit einem System aus Zwischenzielen und möglichst operationalen Unterzielen ist zu entwickeln. Wichtige Instrumente befinden sich kurz vor Abschluss des europäischen Gesetzgebungsverfahrens. Um ihre Wirkungsweise im Falle eines Einsatzes einschließlich ihrer Nebenwirkungen möglichst vollständig zu erfassen, sind weitere ökonomische Analysen erforderlich. Beim Einsatz makroprudenzieller Instrumente gilt es, die Vor- und Nachteile eines diskretionären gegenüber eines regelbasierten Ansatzes abzuwägen.

■ Grundlagen

Der makroprudenzielle Ansatz als Lehre aus der Finanzkrise

Fehlentwicklungen im Finanzsystem ...

Die Finanzkrise nahm ihren Ursprung im Jahr 2007, als zahlreiche Finanzinstitute teils existenzbedrohende Verluste aus strukturierten Wertpapieren erlitten. Zum Vorschein kamen dabei vorausgegangene Fehlentwicklungen wie erodierende Standards bei der Vergabe von Immobilienkrediten in den USA oder fragwürdige Praktiken bei der Vergabe von Ratings. Zugleich zeigten sich Schwächen in den Geschäftsmodellen einiger Banken, die stark von kurzfristiger Refinanzierung abhingen und hohe Klumpenrisiken aufgebaut hatten. Die Verwerfungen weiteten sich nach dem Kollaps der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im Herbst 2008 zu einer Systemkrise aus. Vor dem Hintergrund eines rapiden Vertrauensverlustes der Banken untereinander trockneten wichtige Refinanzierungsmärkte für Banken aus. In der Folge sahen sich die Zentralbanken veranlasst, ihre Liquiditätsversorgung für das Bankensystem erheblich auszuweiten. Zugleich mussten Banken – auch in Deutschland – durch staatliche Unterstützung vor dem Zusammenbruch bewahrt werden.

... als Ursache der Finanzkrise

Offenkundig liegen wesentliche Ursachen für die Schärfe und die Persistenz der Finanzkrise in Fehlentwicklungen innerhalb des Finanzsystems selbst. Diese Erfahrung hat die Bedeutung systemischer Risiken für die Höhe der gesamtwirtschaftlichen Kosten mangelnder Finanzstabilität in Erinnerung gerufen. Denn das Finanzsystem wird nicht nur passiv durch Fehlentwicklungen von außen getroffen (sog. exogene Schocks), die etwa im Bereich der Realwirtschaft oder der Finanzpolitik ihren Ursprung haben. Vielmehr können Funktionsweisen und Strukturen des Finanzsystems selbst aktiv zum Aufbau von Stabilitätsrisiken sowie zur Ausbreitung und Verstärkung von Instabilitäten beitragen. Diese endogenen, aus dem Finanzsystem herrührenden Mechanismen, die krisenhafte Entwicklungen hervorrufen oder verstärken

können, werden als systemische Risiken bezeichnet.¹⁾

In der Finanzstabilitätsliteratur werden zwei Ausprägungen des systemischen Risikos unterschieden:²⁾ Zum einen führt das prozyklische Verhalten des Finanzsystems zu einem allmählichen Aufbau von Risikopotenzialen (die sog. Zeitdimension des systemischen Risikos). Die Prozyklizität fördert dabei eine Abfolge von sich verstärkenden Übertreibungen. In der Phase des Überschlags sind Marktteilnehmer bereit, hohe Risiken einzugehen, oder sie unterschätzen systematisch den Risikogehalt von Finanzanlagen. Dies führt einerseits zu einer steigenden Marktliquidität und verbesserten Finanzierungsbedingungen, fördert aber andererseits auch die Verschuldung der privaten Sektoren. Kommen anschließend Zweifel an der Nachhaltigkeit der Entwicklung auf, kann ein Umschwung einsetzen, der eine Periode der „Flucht in Sicherheit“ auslöst. Dabei versuchen die Marktakteure vornehmlich Risiken zu vermeiden, sodass bei risikobehafteten Vermögenswerten hohe Wertminderungen auftreten können. Gleichzeitig verschlechtern sich die Liquiditätssituation und die Finanzierungsbedingungen, wodurch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zusätzlich beeinträchtigt wird. Des Weiteren führen Risikokonzentrationen dazu, dass einmal eingetretene Störungen sich im Finanzsystem ausbreiten (die sog. Querschnittsdimension des systemischen Risikos). Hierzu trägt eine Reihe von Phänomenen bei, wie etwa gleichlaufende Risiken bei einer Vielzahl einzelner Finanzinstitute, die Vernetzung über zentrale Märkte oder Infrastrukturen sowie die Existenz systemrelevanter Akteure und von ihnen ausgehende Dominoeffekte im Falle ihrer finanziellen Schieflage.³⁾

Zeit- und Querschnittsdimension des systemischen Risikos

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2009, S. 75.

² Vgl.: C. Borio (2003), Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?, BIS Working Papers, 128, S. 10 ff.

³ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Ansätze zur Messung und makroprudenziellen Behandlung systemischer Risiken, Monatsbericht, März 2011, S. 39 ff.

Regulierung und Aufsicht um makroprudenziellen Blickwinkel ergänzen

Die Solvenz jedes einzelnen Finanzinstituts ist von hoher Bedeutung für die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes. Dennoch ist sie allein für den Erhalt der Finanzstabilität nicht hinreichend. Während sich ernste systemische Risiken aufbauen, kann jedes einzelne Finanzinstitut die Solvenzkriterien durchaus noch erfüllen. Entladen sich schließlich diese systemischen Risiken, so können erhebliche Solvenzprobleme entstehen, und zwar dann oftmals bei mehreren Finanzinstituten gleichzeitig. Finanzstabilität erfordert daher über die Gewährleistung der Solvenz der einzelnen Finanzinstitute hinaus, systemische Risiken möglichst frühzeitig zu erkennen und wirkungsvoll zu begrenzen. Deshalb sind Regulierung und Aufsicht um den makroprudenziellen Blickwinkel und um geeignete makroprudenzielle Instrumente zu ergänzen. Der Aufbau makroprudenzieller Institutionen mit klar definierten Mandaten ist daher eine zentrale Lehre aus der Finanzkrise.

Ziele makroprudenzieller Politik und ihre Beziehung zu anderen Politikbereichen

Primärziel: zur Finanzstabilität beitragen

Die makroprudenzielle Dimension von Aufsicht und Regulierung verfolgt das Primärziel, zur Finanzstabilität⁴⁾ beizutragen und hierdurch gesamtwirtschaftliches Wachstum und Beschäftigung zu fördern. Hierzu sollen die makroprudenzielle Überwachung und Politik die systemischen Risiken begrenzen. Da diese systemischen Risiken jedoch eine Reihe unterschiedlicher Erscheinungsformen annehmen können, wird eine ausgereifte makroprudenzielle Strategie auf einem Bündel von Zwischen- und Unterzielen beruhen. Mit Blick auf das systemische Risiko in der Zeitdimension dürften Unterziele wie das Vermeiden eines unangemessen hohen Kreditwachstums oder einer übermäßigen Verschuldung der Wirtschaftsakteure eine Rolle spielen. Mit Blick auf das systemische Risiko in der Querschnittsdimension sind etwa das Verhindern von Klumpenrisiken sowie die Stabilität von Finanzinfrastrukturen⁵⁾

wichtige Zwischenziele. Die Diskussion in der Wissenschaft und in der Praxis über ein geeignetes Zielsystem ist gegenwärtig in vollem Gange.

Da die Stabilität des Finanzsystems – wie andere wirtschaftspolitische Ziele auch – von weiteren Bereichen und Politikfeldern beeinflusst werden kann, weisen makroprudenzielle Überwachung und Politik zudem wichtige Schnittstellen auf, insbesondere zur mikroprudenziellen Aufsicht sowie zur Geld- und Finanzpolitik.

Die enge Beziehung zwischen makroprudenzieller Überwachung und mikroprudenzieller Aufsicht ergibt sich aus deren Gegenstand: dem Finanzsystem und den Finanzinstituten. Wichtig ist daher, die mikroprudenzielle Aufsicht und die makroprudenzielle Überwachung eng miteinander zu verzahnen. So sind Erkenntnisse über makroprudenzielle Gefahrenpotenziale für die mikroprudenzielle Aufsicht hilfreich, um institutsspezifische Risiken frühzeitig erkennen und angehen zu können. Umgekehrt profitiert die makroprudenzielle Überwachung von den Informationen der mikroprudenziellen Aufsicht. Beispielsweise können sich bestimmte Risiken bei einzelnen Finanzinstituten konzentrieren, die in einer reinen Aggregatsbetrachtung nicht auffallen würden, durch die Vernetzung der Institute mit anderen Finanzintermediären jedoch systemische Relevanz erlangen. Diese Verzahnung zwischen

Makroprudenzielle Überwachung und mikroprudenzielle Aufsicht verzahnen

⁴ Die Bundesbank definiert Finanzstabilität als die Fähigkeit des Finanzsystems, seine zentrale makroökonomische Funktion – insbesondere die effiziente Allokation finanzieller Mittel und Risiken sowie die Bereitstellung einer leistungsfähigen Finanzinfrastruktur – jederzeit reibungslos zu erfüllen, und dies gerade auch in Stresssituationen und in strukturellen Umbruchphasen. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2010, S. 7.

⁵ Die Überwachung der Finanzmarktinfrastrukturen (Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungssysteme, zentrale Kontrahenten) ist ein eigenständiger Beitrag der Bundesbank zur Finanzstabilität. Der Träger der makroprudenziellen Politik arbeitet eng mit den für die Überwachung der Finanzmarktinfrastrukturen zuständigen Stellen zusammen, um systemische Risiken aus diesem Bereich zu identifizieren und ihnen gegebenenfalls zu begegnen. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die neuen CPSS-IOSCO-Prinzipien für Finanzmarktinfrastrukturen, Monatsbericht, Juli 2012, S. 39 ff.

makroprudenzieller Überwachung und mikroprudenzieller Aufsicht findet zum einen innerhalb der Bundesbank statt. Hierbei kommt zum Tragen, dass der Bundesbank gemäß § 7 des Gesetzes über das Kreditwesen die laufende Aufsicht der Institute obliegt. Zum anderen besteht eine Vielzahl von Verbindungen zur Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), unter anderem über das Risikokomitee der BaFin, zu dessen Treffen regelmäßig Vertreter der Bundesbank eingeladen werden.

Geldwert- und Finanzstabilität: langfristig komplementäre Ziele

Wechselseitige Wirkungen der makroprudenziellen Überwachung bestehen auch mit anderen Politikbereichen. So wirken geldpolitische Entscheidungen, beispielsweise über deren Einfluss auf die Vermögenspreise, auch auf die Finanzstabilität. Überdies trägt die glaubhafte Verpflichtung der Notenbank zur Sicherung der Geldwertstabilität ihrerseits zur Wahrung eines stabilen Finanzsystems bei, da Anlageentscheidungen nicht durch Unsicherheiten über den künftigen Geldwert verzerrt werden. Umgekehrt kann die Geldpolitik ihren primären Auftrag zur Sicherung der Geldwertstabilität im Umfeld eines stabilen Finanzsystems zielgerichteter erfüllen, da die Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmissionskanäle gewährleistet ist. Längerfristig besteht damit Zielkomplementarität zwischen der Geldwert- und der Finanzstabilität.

Makroprudenzielle Maßnahmen können Geldpolitik entlasten

Die Zielkomplementarität zwischen Geldwert- und Finanzstabilität hat zur Folge, dass makroprudenzielle Maßnahmen die Geldpolitik entlasten können. Ohne makroprudenzielle Politik entsteht leicht Druck auf die Geldpolitik, mit ihren Instrumenten auch die Finanzstabilität zu sichern, obwohl diese sich dazu wenig eignen. Zudem können trotz der langfristigen Komplementarität kurzfristig Zielkonflikte auftreten, sodass eine Maßnahme, die geldpolitisch geboten ist, nicht notwendigerweise auch dazu geeignet ist, Risiken für die Finanzstabilität zu bekämpfen. Der makroprudenziellen Politik steht demgegenüber grundsätzlich ein breit gefächertes Instrumentarium zur Verfügung, um

ihr Ziel der Finanzstabilität zu erreichen. Dadurch sollte sie in der Lage sein, spezifischen Fehlentwicklungen im Finanzsystem zielgenauer entgegenzuwirken, als dies etwa über den Einsatz der Zinspolitik möglich wäre. Dies gilt insbesondere im Euro-Raum, in dem sich die gemeinsame Geldpolitik an den Bedingungen im gesamten Währungsraum auszurichten hat und auf Entwicklungen in einzelnen Sektoren oder Mitgliedstaaten nur insoweit reagieren kann, wie sie die Inflation im Aggregat des Euro-Raums betreffen.

Auch zwischen der Finanzpolitik und der makroprudenziellen Politik bestehen Wechselwirkungen. Indem eine erfolgreiche makroprudenzielle Politik die Häufigkeit und Intensität von Finanzkrisen reduziert, können die Kosten fiskalpolitischer Kriseninterventionen verringert werden. Fiskalpolitische Maßnahmen können sich umgekehrt aber auch auf die Finanzstabilität auswirken. So können insbesondere steuerpolitische Entscheidungen zu Umschichtungen finanzieller Mittel zwischen verschiedenen Anlageformen führen. Beispielsweise kann die steuerliche Behandlung von Hypothekenzinsen Anreize für Immobilieninvestitionen setzen, die ihrerseits zu Übertreibungen auf den Immobilienmärkten beitragen können.

Darüber hinaus besteht, wie sich im Verlauf der Staatsschuldenkrise gezeigt hat, oftmals ein enger Risikoverbund zwischen Staaten und deren heimischen Banken. Dieser resultiert daraus, dass Banken wichtige Gläubiger des Staates sind, da sie dessen Schuldverschreibungen erwerben und ihm Buchkredite zur Verfügung stellen. Zudem dominiert der Bankensektor im Euro-Raum die Fremdfinanzierung des nichtfinanziellen Privatsektors. Eine unangemessene Einschränkung der Kreditvergabe der Kreditinstitute an die Realwirtschaft im Zuge einer Finanzkrise hätte demnach möglicherweise erhebliche negative Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung und damit letztendlich auf die Fiskalposition eines Landes.

Wechselbeziehungen zur Finanzpolitik

Oftmals enger Risikoverbund zwischen Staat und Bankensektor

Makroprudenzielle Institutionen

Die internationale Ebene

Institutionen mit makroprudenziellen Aufgaben auf globaler Ebene: FSB und IWF

Die institutionelle Festlegung makroprudenzieller Mandate ist bereits weit fortgeschritten. Auf globaler Ebene sind der Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board: FSB) und der Internationale Währungsfonds (IWF) unter anderem auch mit der Überwachung der Risikolage und -entwicklung im internationalen Finanzsystem befasst. Im Auftrag der G20 haben sie ihre Zusammenarbeit auf diesem Gebiet intensiviert. Der IWF übernimmt dabei primär die Identifizierung makrofinanzzieller Risiken, also derjenigen Gefahren, die aus der Interaktion zwischen Realwirtschaft und Finanzsektor erwachsen. Der FSB konzentriert sich – mit Beteiligung nationaler Stellen – auf Verwundbarkeiten im Finanzsystem selbst. So sollen Schwachstellen des internationalen Finanzsystems identifiziert, Vorschläge zu ihrer Beseitigung erarbeitet und deren Umsetzung überwacht werden. Dabei soll der FSB die Regulierungs- und Aufsichtspolitik auf internationaler Ebene koordinieren und die Zusammenarbeit sowie den Informationsaustausch zwischen den beteiligten Institutionen intensivieren.

So hat der FSB die wichtigsten Standards für ein stabiles Finanzsystem in einem Compendium zusammengestellt.⁶ Darin enthalten sind sogenannte Kernstandards, die aus Sicht der Finanzstabilität vorrangig umzusetzen sind. Die FSB-Mitgliedsländer sind verpflichtet, diese Standards einzuhalten sowie die Stabilität, Transparenz und Offenheit ihrer Finanzsysteme zu wahren. Außerdem lassen sie ihre nationalen Finanzsektoren regelmäßig im Rahmen internationaler partnerschaftlicher Überprüfungsverfahren (Peer Reviews) begutachten und unterziehen sich den Finanzsektor-Überprüfungen des IWF und der Weltbank (Financial Sector Assessment Program: FSAP).⁷

risiken (European Systemic Risk Board: ESRB)⁸ seine Arbeit aufgenommen. Er ist Teil des neuen Europäischen Finanzaufsichtssystems (European System of Financial Supervision: ESFS), das neben dem ESRB auch die mikroprudenziellen Aufseher⁹ auf europäischer Ebene umfasst. Der ESRB bündelt die Expertise der europäischen Zentralbanken und Aufsichtsbehörden mit dem Ziel, systemische Risiken zu identifizieren und zu bewerten. Gegebenenfalls spricht er Warnungen aus und gibt Empfehlungen für das Ergreifen geeigneter Maßnahmen zur Abwehr bestehender Gefahren für die Finanzstabilität. Die Warnungen und Empfehlungen des ESRB können sich an EU-Institutionen, nationale Regierungen und Aufsichtsbehörden richten.¹⁰ Die Adressaten dieser Empfehlungen sind verpflichtet, den ESRB sowie den Europäischen Rat über die zur Umsetzung ergriffenen Maßnahmen zu informieren oder die Gründe für ihr eventuelles Nichthandeln detailliert zu erläutern (sog. „comply-or-explain“-Mechanismus). Auf diese Weise müssen sich die Adressaten der Empfehlungen gegenüber den europäischen Institutionen sowie der Öffentlichkeit rechtfertigen.

Zusammenarbeit zwischen europäischer und nationaler Ebene

Mit Blick auf den europäischen Binnenmarkt und die oftmals grenzüberschreitenden Wir-

⁶ Siehe: www.financialstabilityboard.org/cos/index.htm.

⁷ Die letzte FSAP-Überprüfung für Deutschland wurde im Sommer 2011 abgeschlossen. Der erste FSB Country Review für Deutschland findet im zweiten Halbjahr 2013 statt.

⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, April 2012, S. 29 ff.

⁹ Zu den mikroprudenziellen Aufsichtsbehörden (European Supervisory Authorities: ESA) des ESFS zählen die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA), die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersvorsorge (European Insurance and Occupational Pensions Authority) sowie die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority: ESMA).

¹⁰ Zum formalen Verfahren siehe: EU-Verordnung Nr. 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken.

Auf europäischer Ebene: ESRB

Auf europäischer Ebene hat zum Jahresbeginn 2011 der Europäische Ausschuss für System-

*Koordination
zwischen
europäischer
und nationaler
Ebene
wünschenswert*

kungen makroprudenzieller Maßnahmen ist es wünschenswert, die Bedingungen und Kriterien für die Anwendung makroprudenzieller Instrumente zu harmonisieren und auf europäischer Ebene deren Einsatz zu koordinieren. Auf diese Weise können die Funktionsfähigkeit und die Effizienz des gemeinsamen europäischen Finanzmarktes gesichert und nationaler Protektionismus verhindert werden. Der Einsatz makroprudenzieller Instrumente wird daher in der Europäischen Union durch die Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive IV: CRD IV) und -verordnung (Capital Requirements Regulation: CRR) geregelt. Das europäische Gesetzgebungsverfahren hierzu befindet sich kurz vor dem Abschluss.

*Handlungsspiel-
raum für
nationale
makropruden-
zielle Politik ...*

CRD IV und CRR definieren einen für die EU einheitlichen regulatorischen Standard auf Grundlage der Basel III-Regeln des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision: BCBS). Gleichzeitig räumen sie den nationalen makroprudenziellen Behörden in den EU-Ländern Handlungsspielraum etwa in Bezug auf den antizyklischen Kapitalpuffer und sektorale Risikogewichte ein. Ein solcher Spielraum nationaler makroprudenzieller Behörden zur Abwehr von Gefahren für das Finanzsystem ist erforderlich – gerade auch in einer Währungsunion. So verfügen nationale Behörden über eine erhebliche Expertise bei der Analyse der nationalen Stabilitätslage. Darüber hinaus können unterschiedliche rechtliche und wirtschaftliche Rahmenbedingungen in den einzelnen Mitgliedstaaten regional differenzierte Maßnahmen erforderlich machen. Die nationale Kalibrierung europäisch beschlossener Maßnahmen ermöglicht somit, systemischen Risiken gezielt und passgenau zu begegnen. Sie trägt zur Vermeidung von Finanzkrisen und den damit verbundenen volkswirtschaftlichen Kosten auf einzelstaatlicher Ebene bei. Davon profitieren sowohl das makroprudenziell handelnde Land als auch diejenigen Länder, die mit diesem durch Handel und finanzielle Verflechtungen verbunden sind.

Die Handlungsfähigkeit und die Verantwortlichkeit nationaler makroprudenzieller Politik bleiben bestehen, wenn – nach derzeitigem Verhandlungsstand – ab Jahresmitte 2014 der einheitliche Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism: SSM) eingerichtet wird. Die Europäische Zentralbank (EZB) erhält dann eine asymmetrische Eingriffsbefugnis. Sie darf makroprudenzielle Maßnahmen eines Mitgliedlandes des SSM verschärfen, indes besitzt sie nicht die Möglichkeit, die makroprudenziellen Vorgaben unter die von der nationalen Instanz des Mitgliedlandes gesetzten Anforderungen abzuschwächen. Die asymmetrische Eingriffsbefugnis stellt einerseits sicher, dass nationale Aufseher handeln können, um ihr Finanzsystem zu schützen. Andererseits können sie nicht erreichen, dass ihre heimischen Banken unangemessen verschont bleiben (sog. „inaction bias“). Sowohl originäre Maßnahmen der nationalen makroprudenziellen Politik als auch etwaige verschärfende Maßnahmen der EZB lösen einen formellen Informations- und Konsultationsmechanismus aus.¹¹⁾

*... bleibt
auch im SSM
bestehen*

Ausgestaltung des institutionellen Rahmens in Deutschland

Deutschland hat bereits in einem frühen Stadium der Finanzkrise Lehren für die Finanzregulierung gezogen. So wurden beispielsweise vereinzelt Abwicklungsanstalten für notleidende Vermögenspositionen von Kreditinstituten¹²⁾ errichtet, ein Fonds zur Rekapitalisierung und Restrukturierung von Finanzinstituten gegründet oder ungedeckte Leerverkäufe bei bestimmten Wertpapierarten vorübergehend verboten. Mit dem Gesetz zur Überwachung der Finanzstabilität (Finanzstabilitätsgesetz:

¹¹ Entschieden sich etwa die EZB dafür, nationale Vorgaben zu verschärfen, so muss sie das entsprechende Mitgliedland zehn Arbeitstage vor der förmlichen Entscheidung informieren. Das Mitgliedland hat anschließend fünf Arbeitstage Zeit, um eine Stellungnahme zur beabsichtigten Maßnahme der EZB abzugeben.

¹² Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zum „Bad Bank“-Modell der Bundesregierung, Monatsbericht, Mai 2009, S. 56 ff.

Auszüge aus dem „Gesetz zur Überwachung der Finanzstabilität“

§ 1 Wahrung der Finanzstabilität

(1) Die Deutsche Bundesbank trägt im Inland zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems (Finanzstabilität) bei, indem sie insbesondere

1. für die Finanzstabilität maßgebliche Sachverhalte analysiert und Gefahren identifiziert, welche die Finanzstabilität beeinträchtigen können,
2. jährlich einen Bericht über die Lage und die Entwicklung der Finanzstabilität vorbereitet und dem Ausschuss für Finanzstabilität zur Erfüllung seiner Berichtspflicht nach § 2 Absatz 9 zur Verfügung stellt,
3. dem Ausschuss für Finanzstabilität die Abgabe von Warnungen gemäß § 3 Absatz 1 und Empfehlungen gemäß § 3 Absatz 2 vorschlägt und
4. die Umsetzungsmaßnahmen nach § 3 Absatz 4 Satz 2 bewertet und dem Ausschuss für Finanzstabilität ihre Einschätzung mitteilt.

(2) Die Befugnisse der Deutschen Bundesbank nach anderen Vorschriften bleiben unberührt. § 12 des Gesetzes über die Deutsche Bundesbank gilt entsprechend.

§ 2 Ausschuss für Finanzstabilität

(1) Zur Stärkung der Zusammenarbeit im Bereich der Finanzstabilität wird beim Bundesministerium der Finanzen ein Ausschuss für Finanzstabilität gebildet.

(2) Zu den Aufgaben des Ausschusses für Finanzstabilität gehören insbesondere

1. die Erörterung der für die Finanzstabilität maßgeblichen Sachverhalte,
2. die Stärkung der Zusammenarbeit der im Ausschuss vertretenen Institutionen im Fall einer Finanzkrise,
3. die Beratung über den Umgang mit Warnungen und Empfehlungen des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken,
4. eine jährliche Berichterstattung an den Deutschen Bundestag nach Maßgabe des Absatzes 9 und
5. die Abgabe von Warnungen und Empfehlungen nach § 3 Absatz 1 und 2 sowie deren Veröffentlichung nach § 3 Absatz 6.

(3) Der Ausschuss für Finanzstabilität besteht aus

1. drei Vertretern des Bundesministeriums der Finanzen, von denen eine Person als Vorsitzender und eine als stellvertretender Vorsitzender des Ausschusses entsandt wird,
2. drei Vertretern der Deutschen Bundesbank und
3. drei Vertretern der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bundesanstalt). Der Vorsitzende des Leitungsausschusses der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung gehört dem Ausschuss als beratendes Mitglied ohne

Stimmrecht an. Für jeden Vertreter haben die genannten Institutionen auch einen Stellvertreter zu benennen.

(4) Der Ausschuss für Finanzstabilität soll einmal im Quartal vom Vorsitzenden einberufen werden. Jedes Mitglied kann aus wichtigem Grund die kurzfristige Einberufung des Ausschusses verlangen. Zu den Sitzungen können vom Vorsitzenden Dritte hinzugezogen werden. Der Ausschuss gibt sich einvernehmlich eine Geschäftsordnung.

(5) Beschlüsse des Ausschusses für Finanzstabilität bedürfen, soweit nichts anderes bestimmt ist, der einfachen Mehrheit. Entscheidungen über Warnungen und Empfehlungen und deren Veröffentlichung nach § 3 Absatz 6 sollen einstimmig getroffen werden, Beschlussfassungen über die Berichtsvorlage nach Absatz 9 sollen einstimmig ergehen. Entscheidungen nach Satz 2 können nicht gegen die Stimmen der anwesenden Vertreter der Deutschen Bundesbank getroffen werden.

(6) Die Beratungen des Ausschusses für Finanzstabilität sind vertraulich. Eine Beschränkung der allgemeinen Berichterstattung des Ausschusses und seiner Mitglieder über die Sitzungen und die Arbeit des Ausschusses ist damit nicht verbunden.
(...)

(9) Der Ausschuss für Finanzstabilität berichtet dem Deutschen Bundestag jährlich über die Lage und Entwicklung der Finanzstabilität sowie über seine Tätigkeit nach diesem Gesetz.
(...)

§ 3 Warnungen und Empfehlungen

(1) Der Ausschuss für Finanzstabilität kann in Warnungen an einen bestimmten Adressaten auf Gefahren hinweisen, welche die

Finanzstabilität beeinträchtigen können. Die Warnungen sind eingehend zu begründen.

(2) Der Ausschuss für Finanzstabilität kann in Empfehlungen an einen bestimmten Adressaten diejenigen Maßnahmen aufzeigen, deren Durchführung durch den Adressaten er für geeignet und erforderlich erachtet, um Gefahren für die Finanzstabilität abzuwehren.

(3) Adressat einer Warnung oder Empfehlung kann die Bundesregierung, die Bundesanstalt oder eine andere öffentliche Stelle im Inland sein.

(4) Der Adressat einer Empfehlung hat dem Ausschuss für Finanzstabilität in angemessener Frist mitzuteilen, auf welche Weise er beabsichtigt, die Empfehlung umzusetzen. Er hat den Ausschuss regelmäßig über den Stand der Umsetzung zu unterrichten. Sofern der Adressat beabsichtigt, eine Empfehlung nicht umzusetzen, hat er dies eingehend zu begründen.

(5) Stellt der Ausschuss für Finanzstabilität fest, dass seine Empfehlung an eine öffentliche Stelle eines Landes nicht befolgt wurde oder diese keine angemessene Begründung für ihr Nichthandeln gegeben hat, kann er alle Landesregierungen hiervon unter Wahrung strikter Geheimhaltung in Kenntnis setzen.

(6) Der Ausschuss für Finanzstabilität kann die Warnungen und Empfehlungen veröffentlichen. Über die beabsichtigte Veröffentlichung einer Empfehlung hat er den jeweiligen Adressaten vorab zu unterrichten und diesem Gelegenheit zur Stellungnahme zu geben.
(...)

FinStabG),¹³⁾ das zum Beginn des Jahres 2013 in Kraft getreten ist, hat Deutschland einen weiteren Schritt zur Förderung eines nachhaltig stabilen Finanzsystems unternommen.

Die nationale Ebene: Der Ausschuss für Finanzstabilität ...

Das FinStabG bildet die gesetzliche Grundlage des Ausschusses für Finanzstabilität (AFS), der als nationale makroprudenzielle Institution in Deutschland errichtet wurde. Dem AFS gehören jeweils drei Vertreter des Bundesministeriums der Finanzen, der BaFin und der Bundesbank sowie ein nicht stimmberechtigter Vertreter der Finanzmarktstabilisierungsanstalt an.

... übernimmt die makroprudenzielle Überwachung in Deutschland

Der AFS erörtert die für die Finanzstabilität maßgeblichen Sachverhalte, stärkt die Zusammenarbeit der im Ausschuss vertretenen Institutionen, berät über den Umgang mit Warnungen und Empfehlungen des ESRB und gibt jährlich einen Rechenschafts- und Lagebericht gegenüber dem Deutschen Bundestag ab. Insbesondere hat er aber die Möglichkeit, Warnungen und Empfehlungen an alle inländischen öffentlichen Stellen abzugeben, um frühzeitig Fehlentwicklungen entgegenzutreten, die zu Risiken für die Finanzstabilität führen können. Die Adressaten dieser Empfehlungen unterliegen – analog zu den Empfehlungen des ESRB – ebenfalls dem „comply-or-explain“-Mechanismus.

Bundesbank bringt Expertise ein

Innerhalb des AFS übernimmt die Bundesbank wichtige Funktionen und bringt ihre Expertise in den Bereichen der makroprudenziellen und -ökonomischen Analyse sowie in der mikroprudenziellen Aufsicht über Finanzinstitute und Finanzinfrastrukturen in das Gremium ein. Sie analysiert die für die Finanzstabilität maßgeblichen Sachverhalte und identifiziert die Gefahren, welche die Finanzstabilität beeinträchtigen können. Zudem bereitet die Bundesbank den jährlichen Bericht des AFS an den Deutschen Bundestag zur Lage und Entwicklung der Finanzstabilität in Deutschland vor. Schließlich schlägt sie dem Ausschuss Warnungen und Empfehlungen vor und bewertet deren Umsetzung durch die Adressaten. Alle Aufgaben, die die Bundesbank im Rahmen ihrer Mitglied-

schaft im AFS übernimmt, übt sie unter Wahrung ihrer Unabhängigkeit aus. Sie kann auch nicht für Einschätzungen und Maßnahmen vereinbart werden, die sie nicht teilt, da der AFS maßgebliche Entscheidungen nicht gegen die Stimmen der anwesenden Vertreter der Bundesbank treffen kann.¹⁴⁾

Mit dem Finanzstabilitätsgesetz setzt Deutschland die Empfehlung des ESRB zum makroprudenziellen Mandat der nationalen Behörden um.¹⁵⁾ Darin werden die Mitgliedstaaten der Europäischen Union dazu aufgerufen, einen Träger der makroprudenziellen Politik zu bestimmen und mit den entsprechenden Aufgaben zu betrauen. Die Empfehlung des ESRB bietet den Ländern zwei Optionen für die institutionelle Umsetzung an: Träger der makroprudenziellen Politik kann eine einzelne Behörde sein oder ein Gremium, dem mehrere Institutionen angehören. In jedem Fall soll die Zusammenarbeit aller Behörden, deren Zuständigkeiten einen materiellen Einfluss auf die Finanzstabilität besitzen, sichergestellt sowie eine wichtige Rolle der Zentralbank in der makroprudenziellen Politik¹⁶⁾ gewährleistet werden.

Deutschland hat sich mit der Übertragung des nationalen makroprudenziellen Mandats an den AFS für die Option mit einem Gremium entschieden. Dadurch wird zum einen die Zusammenarbeit zwischen den verschiedenen maßgeblichen Instanzen strukturiert und – wie von der Empfehlung gefordert – sichergestellt. Zum anderen wird der Komplexität der Finanzstabilität Rechnung getragen. Das Primärziel der Finanzstabilität setzt sich aus einem Bündel

Deutschland setzt ESRB-Empfehlung um

AFS sichert Zusammenarbeit zwischen seinen Mitgliedsinstitutionen

¹³ Siehe Bundesgesetzblatt vom 28. November 2012, Teil I, Nr. 56, ausgegeben zu Bonn am 3. Dezember 2012. Vgl.: Bundesministerium der Finanzen, Monatsbericht, Januar 2013, S. 25 ff.

¹⁴ Vgl.: § 2, Abs. 5 FinStabG.

¹⁵ Siehe: ESRB, Empfehlung zu dem makroprudenziellen Mandat der nationalen Behörden (ESRB/2011/3), 14. Februar 2012.

¹⁶ Die Empfehlung weist ausdrücklich darauf hin, dass die Unabhängigkeit der Zentralbank im Sinne des Artikels 130 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union durch die makroprudenzielle Politik nicht untergraben werden darf (Empfehlung B, 3. Absatz).

von Zwischenzielen zusammen, die sich auf Märkte, Intermediäre und Finanzinfrastrukturen beziehen können. Maßnahmen aus diversen Politikbereichen beeinflussen die Finanzstabilität. Auf dieser Komplexität beruht die Zuordnung, wonach der Träger der makroprudenziellen Politik über die Instrumente der Warnung und der Empfehlung verfügt, die jeweiligen Träger der primären Aufgaben aber unverändert ihre Zuständigkeit wahrzunehmen haben. Die Letztverantwortung für die Finanzstabilität obliegt den politischen Instanzen.

Makroprudenzielle Instrumente

Instrumentarium muss auf alle Finanzmarktakteure anwendbar sein

Eine effiziente makroprudenzielle Politik verlangt nicht nur einen klaren Ordnungsrahmen, sondern auch effektive und effiziente Instrumente. Um Ausweichreaktionen und regulatorische Arbitrage zu verhindern, müssen die Instrumente grundsätzlich auf alle Finanzmarktakteure anwendbar sein. Neben dem Bankensektor muss das makroprudenzielle Instrumentarium daher auch zur Anwendung auf Versicherungsunternehmen und die bislang weniger regulierten Bereiche des Finanzmarktes geeignet sein.

Makroprudenzielle Instrumente können grundsätzlich nach der rechtlichen Stärke des Eingriffs unterschieden werden. Demgemäß lassen sie sich in „weiche“ (Kommunikation), „mittlere“ (Warnungen und Empfehlungen) und „harte“ (Eingriffsinstrumente) Instrumente einteilen.

Kommunikation

Kommunikation, als „weiches“ Instrument ...

Ähnlich anderen Politikbereichen ist die öffentliche Kommunikation auch für die makroprudenzielle Politik ein wichtiges Werkzeug. Als „weiches“ Instrument greift sie jedoch noch nicht direkt in die Geschäftstätigkeit von Marktteilnehmern ein, sondern beeinflusst insbesondere deren Erwartungsbildung. Sie sollte deshalb bereits

in einem frühen Stadium des Risikoaufbaus eingesetzt werden, jedoch hängt ihr Erfolg maßgeblich von der Reputation der makroprudenziellen Instanz ab. Gleichzeitig sind die formalen Hürden für ihren Einsatz niedrig, die juristischen Folgen – insbesondere im Vergleich zu anderen Instrumentenkategorien – gering, und auch die Gefahr unerwünschter Nebenwirkungen ist in der Regel begrenzt. Die Bundesbank publiziert ihre Analysen und Einschätzungen zur Finanzstabilität insbesondere über den Finanzstabilitätsbericht, aber auch über Forschungspapiere, Pressemitteilungen und Reden.

Die öffentliche Kommunikation sichert zudem die Transparenz der makroprudenziellen Politik. Für die makroprudenzielle Überwachung bedeutet dies, dass Politikstrategien und Entscheidungsstrukturen offenzulegen sind und die makroprudenziellen Behörden über ihr Handeln öffentlich Rechenschaft ablegen müssen. Der ESRB fordert die Mitgliedstaaten in seiner Empfehlung zur Ausgestaltung nationaler makroprudenzieller Mandate deshalb explizit auf sicherzustellen, „dass die makroprudenziellen Strategien durch die makroprudenzielle Behörde dargelegt und veröffentlicht werden“.¹⁷⁾ Transparenz gegenüber Öffentlichkeit und Marktteilnehmern durch die makroprudenziellen Entscheidungsträger ist essenziell. Der AFS kommt dieser Anforderung insbesondere durch seinen jährlichen Lage- und Rechenschaftsbericht an den Deutschen Bundestag nach.

... sichert Transparenz

Warnungen und Empfehlungen

Konkretisiert sich eine Gefährdung der Finanzstabilität, dürfte die öffentliche Kommunikation in der Regel nicht mehr genügen. Die makroprudenzielle Politik kann dann auf die formalen Kommunikationsinstrumente der Warnungen und Empfehlungen zurückgreifen. Diese Instru-

Warnungen und Empfehlungen als zweiter Schritt ...

¹⁷ Siehe: ESRB, Empfehlung zu dem makroprudenziellen Mandat der nationalen Behörden (ESRB/2011/3), 14. Februar 2012.

mente „mittlerer Natur“ stellen sowohl in Deutschland für den AFS als auch auf EU-Ebene für den ESRB die maßgeblichen Politikwerkzeuge dar. Dabei weisen Warnungen auf vorhandene Risiken für die Finanzstabilität hin, geben aber noch keine Handlungsanweisung ab, wie diesen Risiken zu begegnen ist. Dagegen bieten Empfehlungen konkrete Orientierung für einzuleitende Maßnahmen. Diese können sich auf die Ausschöpfung eines bestehenden Handlungsrahmens beziehen (z. B. die Aktivierung eines antizyklischen Kapitalpuffers). Sie können aber auch darauf abzielen, Mängel am Ordnungsrahmen zu beseitigen.

... können öffentlich oder vertraulich sein

Der AFS kann Warnungen und Empfehlungen entweder öffentlich abgeben oder sie dem Adressaten direkt zukommen lassen. Vor dem Hintergrund der Anforderungen hinsichtlich Transparenz und Berechenbarkeit der makroprudenziellen Politik ist davon auszugehen, dass Warnungen und Empfehlungen in der Regel öffentlich gemacht werden. In Einzelfällen ist es jedoch auch denkbar, vertrauliche Warnungen oder Empfehlungen abzugeben, insbesondere wenn die Gefahr besteht, dass durch die Veröffentlichung einer Warnung oder Empfehlung Reaktionen ausgelöst werden, die zunächst zu einer merklichen Verschlechterung der Stabilitätslage beitragen könnten.

Eingriffsinstrumente

Vielfältige Eingriffsinstrumente, um Geschäftstätigkeit direkt zu beeinflussen, ...

Eingriffsinstrumente, wie zusätzliche Kapitalpuffer oder erhöhte Risikogewichte für bestimmte Kreditforderungen, bilden die Kategorie „harter“ Instrumente (vgl. die Erläuterungen auf S. 52 ff.). Sie bedürfen einer rechtlichen Grundlage und ihre Anwendung demokratischer Kontrolle. Prinzipiell sollte das Instrumentarium so einfach wie möglich, aber so umfangreich wie nötig ausgestaltet sein, um den unterschiedlichen Gefahren für die Finanzstabilität adäquat begegnen zu können und dabei unerwünschte Nebeneffekte auf ein Minimum zu begrenzen.

Makroprudenzielle Instrumente lassen sich nicht nur in solche „weicher“, „mittlerer“ und „harter“ Natur einteilen. Alternativ können sie auch hinsichtlich der Art der systemischen Risiken klassifiziert werden, die durch den Instrumenteneinsatz adressiert werden sollen. Demnach lassen sich systemische Risiken der Zeitdimension und solche der Querschnittsdimension unterscheiden.

Als Maßnahmen zur Reduktion der zyklischen Komponenten des systemischen Risikos werden auf internationaler Ebene zahlreiche Instrumente diskutiert. Neben zeitvariablen Kapital- und Liquiditätsanforderungen gehören dazu auch die Einführung einer Verschuldungsobergrenze, Möglichkeiten zur Erhöhung der Risikogewichte für spezifische Forderungsklassen, die Anpassung der Anforderungen an Kreditsicherheiten sowie eine dynamische Ausgestaltung der Kreditrisikovorsorge. Als Instrumente gegen systemische Risiken in der Querschnittsdimension stehen insbesondere zusätzliche Kapitalzuschläge für systemisch relevante Finanzinstitute (SIFIs), Liquiditätskennziffern zur Förderung stabiler Refinanzierungsquellen sowie die Marktinfrastruktur betreffende Maßnahmen im Mittelpunkt der Diskussion (vgl. die Erläuterungen auf S. 52 ff.). Die genannten makroprudenziellen Eingriffsinstrumente stellen eine erste Auswahl möglicher Werkzeuge zur Eindämmung systemischer Risiken dar. Die Liste basiert auf den Lehren aus der Finanzkrise und der internationalen Diskussion über die Ausgestaltung der makroprudenziellen Regulierung; sie ist jedoch keineswegs abschließend.

... werden international diskutiert

Ausblick und Herausforderungen

Das Primärziel der makroprudenziellen Politik besteht darin, zur Finanzstabilität beizutragen. An diese Zieldefinition knüpfen mehrere Herausforderungen an: Erstens muss dieser Beitrag mithilfe eines Systems von Zwischenzielen konkretisiert werden. Zweitens bedarf es einer Einschätzung, inwieweit handlungsrelevante Abwei-

Makroprudenzielle Instrumente

Die folgende Aufstellung listet einige (potenziell) zur Verfügung stehende Instrumente auf. Grundsätzlich können makroprudenzielle Eingriffsinstrumente auf die Bilanzsumme, die Bilanzstruktur von Finanzinstitutionen oder die Marktstruktur im Allgemeinen wirken.

Eigenkapitalbezogene Instrumente

- **Antizyklischer Kapitalpuffer**
(Countercyclical Capital Buffer: CCCB)
- **Verschuldungsobergrenze**
(Leverage Ratio: LR)

Definition: CCCB: Vom Wirtschaftszyklus abhängiger zusätzlicher Kapitalzuschlag der als Quotient aus hartem Kernkapital (CET 1-Kapital) und risikogewichteten Aktiva definiert ist. LR: Quotient aus dem Kernkapital (Tier 1-Kapital) und der Summe aller bilanziellen sowie außerbilanziellen Positionen.¹⁾

Transmission: Eigenkapitalbezogene Instrumente wirken vorwiegend über drei Kanäle auf das Finanzsystem: Bei gegebenem Eigenkapital begrenzt der Aufbau eines Risikopuffers im Aufschwung eines Risikozyklus die Ausweitung der Bilanzsumme der Finanzinstitute. Steigende Eigenkapitalanforderungen bewirken eine Zunahme der marginalen Refinanzierungskosten der Finanzintermediäre, sofern die Kosten der Eigenkapitalbeschaffung über den Kosten der Fremdkapitalrefinanzierung liegen. Damit geht typischerweise eine Erhöhung der von den Instituten geforderten Renditen für Aktiva und somit eine langsamere Expansion der Bilanzsumme einher. Schließlich erhöhen Risikopuffer das Verlustabsorptionspotenzial der Finanzinstitute.

Vorteile: Untersuchungen deuten darauf hin, dass der Einsatz von Kapitalpuffern die Widerstandsfähigkeit von Finanzinstituten erhöht.²⁾ Zudem schreibt das Basel III-Regelwerk zum CCCB das Reziprozitätsprinzip³⁾ vor, wodurch Regulierungsarbitrage eingeschränkt wird. Nicht risikogewichtete Maße können von den Banken nicht durch eine Variation der Berechnungsansätze beeinflusst werden und können insofern eine sinnvolle allgemeine Schwelle für die Ausweitung der Bilanzsumme darstellen.

Schwächen: Eigenkapitalbezogene Instrumente, bei denen die Risikogewichtung der Aktivpositionen fehlt oder nicht angemessen ist, können Finanzinstitute dazu veranlassen, risikoarme Aktiva abzubauen, um Eigenkapital für riskante und renditestärkere Positionen freizusetzen.

Erfahrungen: Kreditinstitute, die im Verlauf der Finanzkrise in eine existenzbedrohende Schieflage gerieten, wiesen bis vor Beginn der Finanzkrise tendenziell eine höhere Verschuldungsquote auf als solche Institute, die sich im Nachhinein als stabil erwiesen. Im Falle risikogewichteter Kapitalquoten sind die Ergebnisse dagegen weniger ein-

¹ Eigenkapitalbezogene Instrumente können durch Variation der Eigenkapitaldefinition an die finanzstabilitätspolitischen Erfordernisse angepasst werden.

² Vgl.: Committee on the Global Financial System, Operationalising the Selection and Application of Macroprudential Instruments, CGFS Papers, 48, Dezember 2012; sowie Basel Committee on Banking Supervision, An Assessment of the Long-term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements, August 2010.

³ Setzt z.B. Deutschland einen bestimmten Puffer für Forderungen an heimische Kreditnehmer, müssen andere Länder ihren Banken für grenzüberschreitende Forderungen gegenüber deutschen Kreditnehmern den gleichen Puffer auferlegen. Die grenzüberschreitende Reziprozität gilt verpflichtend bis 2,5% Pufferquote.

deutig.⁴⁾ In Kanada begrenzte die LR das Bilanzwachstum der inländischen Banken.⁵⁾ Empirische Schätzungen zum Einfluss des CCCB auf die Kreditbedingungen sind nicht eindeutig, deuten in der Tendenz aber auf nur geringe Effekte hin.⁶⁾

Tragfähigkeitsbezogene Instrumente

- **Beleihungsobergrenze**
(Loan-to-Value cap: LTV)
- **Verschuldungsquote**
(Loan-to-Income cap: LTI; Debt-to-Income cap: DTI)

Definition: LTV: Quotient aus Kreditbetrag und Beleihungswert des Beleihungsobjektes; LTI: Quotient aus Kreditbetrag und verfügbarem Einkommen des Schuldners; DTI: Quotient aus Gesamtverschuldung und verfügbarem Einkommen des Schuldners.

Transmission: Über die mögliche Verwertung der hinterlegten Sicherheiten im Fall eines Kreditausfalls tragen Beleihungsobergrenzen zur Verlustbeschränkung bei den Gläubigerinstituten bei. Maximale Verschuldungsquoten verringern das Ausfallrisiko von Kreditschuldnern, da sie die Tragfähigkeit des Schuldendienstes erhöhen.

Vorteile: Beleihungs- und Verschuldungsobergrenzen können in ihrer Anwendung sektoral eindeutig festgelegt werden. Sie können unabhängig von der Refinanzierungsstrategie des Gläubigers eingesetzt werden und weisen nur einen geringen internationalen Abstimmungsbedarf auf.

Schwächen: Die Verwertung von Kredit-sicherheiten ist teils aufwendig und mit Preisrisiken für den Gläubiger verbunden. Zudem besteht die Gefahr von Ausweichreaktionen hin zu unbesicherten Krediten.

Erfahrungen: Empirische Ergebnisse deuten tendenziell darauf hin, dass Beleihungs-

und Verschuldungsobergrenzen zu einer Senkung der Kreditausfallraten und der Begrenzung von Preisübertreibungen auf bestimmten Vermögensmärkten führen.⁷⁾

Vorgaben zur Liquidität und Refinanzierung

- **Liquiditätsdeckung**
(Liquidity Coverage Ratio: LCR)
- **Liquiditätsanforderungen gegenüber Aktivpositionen**
(Liquid Assets Ratio: LAR)
- **Vorgaben zur Nutzung stabiler Refinanzierungsquellen**
(Net Stable Funding Ratio: NSFR)

Definition: LCR: Quotient aus dem Bestand an hochliquiden Aktiva zu Nettoszahlungsabgängen unter Stress; LAR: Quotient aus dem Bestand an hochliquiden Aktiva zur Bilanzsumme; NSFR: Quotient aus den aus sicheren Refinanzierungsquellen stammenden Verbindlichkeiten zum notwendigen Refinanzierungsvolumen.

Transmission: Vorgaben zur Liquiditätssituation eines Finanzinstituts sollen sicherstellen, dass kurzfristige Mittelabflüsse ge-

4 Vgl.: Basel Committee on Banking Supervision, Calibrating Regulatory Minimum Capital Requirements and Capital Buffers: A Top-down Approach, Oktober 2010.

5 Vgl.: A. Crawford, C. Graham und É. Bordeleau, Regulatory Constraints on Leverage: The Canadian Experience, Bank of Canada Financial System Review, S. 45 ff., Juni 2009.

6 Vgl.: Macroeconomic Assessment Group, Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements, MAG – Interim Report 2010. Ein Literaturüberblick zu empirischen Untersuchungen zum CCCB findet sich in: Committee on the Global Financial System, Operationalising the Selection and Application of Macroprudential Instruments, CGFS Papers, 48, Dezember 2012, S. 51 ff.

7 Vgl.: C. Crowe, G. Dell’Ariccia, D. Igan und P. Rabanal, How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences, IWF Working Paper, 11, 91, April 2011; und Hong Kong Monetary Authority, Loan-to-value ratio as a Macroprudential Tool – Hong Kong SAR’s Experience and Cross-country Evidence, in: The Influence of External Factors on Monetary Policy Frameworks and Operations, BIS Papers, 57, Oktober 2011.

gebenfalls durch die Veräußerung von liquiden Vermögensteilen bedient werden können. Im Vergleich dazu zielen Vorgaben zur Nutzung stabiler Refinanzierungsquellen auf eine Begrenzung des Volumens an potenziell kurzfristig abziehbaren Finanzierungsmitteln ab. Da stabile Refinanzierungsquellen den Finanzinstituten tendenziell langfristig zur Verfügung stehen, schränken diese Maßnahmen auch die maximal mögliche Fristentransformation der Finanzinstitute ein.

Vorteile: Vorgaben hinsichtlich des Liquiditätsgrades gehaltener Aktiva reduzieren die Wahrscheinlichkeit von Liquiditätskrisen und begrenzen somit die kurzfristigen Ansteckungsrisiken innerhalb des Finanzsystems. Anforderungen an die Verlässlichkeit der genutzten Refinanzierungsquellen ermöglichen die Beeinflussung der von den Finanzinstituten betriebenen Fristentransformation und der damit einhergehenden Risiken.

Schwächen: Liquiditätskennziffern bedürfen einer adäquaten Definition der Liquiditätsgewichte. Ist diese nicht gewährleistet, ist die Sicherung der Zahlungsfähigkeit im Bedarfsfall nicht sichergestellt. Zudem können Gläubiger die Vergabe von Buchkrediten zugunsten des Kaufs liquider Wertpapiere einschränken und damit die Finanzierungsmöglichkeiten der Realwirtschaft erschweren. Auch können Anforderungen an die Finanzierungsquellen der Finanzinstitute das Angebot bestimmter kurzfristiger Einlagemöglichkeiten einschränken.

Erfahrungen: Untersuchungen deuten darauf hin, dass eine erhöhte Liquiditätsbindung während eines konjunkturellen Aufschwungs zur Vermeidung einer liquiditätsgetriebenen Kreditexpansion beitragen kann.⁸⁾ Zudem gibt es Hinweise darauf, dass eine Erhöhung der LAR einen kontraktiven

Effekt auf die Kreditvergabebedingungen von Finanzinstitutionen besitzt.⁹⁾

Sektorale Risikogewichte

Definition: Im Rahmen der Berechnung risikogewichteter Aktiva können die Risikogewichte für einzelne Forderungsklassen angepasst und eine Variation des Kapitalpuffers für diese Forderungen erreicht werden.

Transmission: Die höhere Eigenkapitalunterlegung sektorspezifischer Forderungen erhöht das Verlustabsorptionspotenzial der Finanzinstitute. Sofern die zusätzliche Eigenkapitalunterlegung die marginalen Refinanzierungskosten des Gläubigerinstituts erhöht, entsteht zudem ein Anreiz, entsprechende Positionen gegenüber diesen Forderungsklassen zu beschränken.

Vorteile: Mithilfe sektoraler Risikogewichte lassen sich entstehende Finanzstabilitätsrisiken in einzelnen Forderungsklassen direkt begrenzen.

Schwächen: Die Anwendung sektoraler Risikogewichte setzt voraus, dass Finanzstabilitätsrisiken eindeutig sektoral zugeordnet werden können. Datenanforderungen sind dementsprechend hoch. Auch kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich die Risiken nach erfolgter Regulierung in andere Sektoren verlagern.

Erfahrungen: Untersuchungen deuten auf eine Begrenzung sektorspezifischer Kreditexpansionen hin.¹⁰⁾ Allerdings ist eine trenn-

⁸ Für Kroatien vgl.: T. Galac und E. Kraft, Macroprudential Regulation of Credit Booms and Busts: The Case of Croatia, World Bank Policy Research Working Paper 5772, August 2011.

⁹ Vgl.: Macroeconomic Assessment Group, Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements, MAG Interim Report 2010.

scharfe Zuordnung der Effekte zu den sektoralen Risikogewichten nicht möglich, da regelmäßig Maßnahmenbündel eingesetzt wurden.

Kapitalzuschläge für systemisch relevante Banken (SIBs)

Definition: SIBs müssen einen erhöhten Kapitalpuffer vorhalten.

Transmission: Die höhere Eigenkapitalunterlegung erhöht das Verlustabsorptionspotenzial der SIBs im Fall steigender Kreditausfallraten. Gleichzeitig können die marginalen Refinanzierungskosten der Institute steigen und so einen eventuellen Wettbewerbsvorteil aufgrund einer impliziten Bail-out-Garantie reduzieren beziehungsweise eliminieren.

Vorteile: Reduzierung der von SIBs ausgehenden potenziellen Ansteckungseffekte. Möglicherweise Abbau von Wettbewerbsverzerrungen. Anreiz zur Reduzierung der Systemrelevanz, insbesondere aufgrund der gestaffelten Höhe der Zuschläge.

Schwächen: Die Messung der systemischen Relevanz einzelner Banken ist mit Unsicherheiten behaftet und im Zeitablauf variabel. Zudem bestehen insbesondere im Bereich der Schwellenwerte Anreizprobleme für die Eigentümer und das Management der Banken.

Erfahrungen: Untersuchungsergebnisse bestätigen die Erhöhung der marginalen Refinanzierungskosten im Fall spezifischer Kapitalpuffer und deuten auf verschärfte Kreditvergabebedingungen sowie einen geringen negativen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum in der Einführungsphase hin. Die Eintrittswahrscheinlichkeit systemischer Krisen sinkt.¹¹⁾

Erfahrungswerte im Einsatz makroprudenzieller Instrumente sind im Vergleich mit anderen Politikfeldern derzeit noch eher gering. Zudem kommen oftmals Maßnahmenbündel zum Einsatz, um potenzielle Ausweichreaktionen zu adressieren.¹²⁾ Dadurch wird die Identifikation des marginalen Stabilitätseffekts einer isolierten Maßnahme regelmäßig erschwert. Auch deuten die bislang vorliegenden Ergebnisse an, dass länderspezifische Faktoren einen erheblichen Einfluss auf Erfolg und Wirkungsweise makroprudenzieller Instrumente besitzen.¹³⁾ Die Heterogenität der ökonomischen Rahmenbedingungen bedeutet jedoch nicht nur, dass die Evaluation einzelner Instrumente stets im nationalen Kontext erfolgen muss. Sie unterstreicht auch die Notwendigkeit nationaler Flexibilität der makroprudenziellen Politik.

¹⁰ Vgl.: Bank of England, Instruments of Macroprudential Policy, Bank of England Discussion Paper, Dezember 2011.

¹¹ Vgl.: Macroeconomic Assessment Group, Assessment of the Macroeconomic Impact of Higher Loss Absorbency for Global Systemically Important Banks, MAG – Report 2011, Oktober 2011. Die Ergebnisse der Simulationen sind stark abhängig von den getroffenen Annahmen (z. B. bezüglich der Substituierbarkeit der Geschäftsaktivitäten der SIFIs durch andere Finanzinstitute).

¹² Beispielsweise könnte komplementär zum CCCB die LR als Rückabsicherung eingesetzt werden, um eventuelle Kalibrierungsfehler der Risikogewichte bei der Berechnung risikogewichteter Aktiva des CCB auszugleichen.

¹³ Vgl.: C. Lim, F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel und X. Wu, Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences, IMF Working Paper, Oktober 2011.

chungen von den Zwischenzielen vorliegen. Hierzu ist ein Analyserahmen notwendig, der möglicherweise wiederum operable Unterziele beinhaltet. Schließlich bedarf es geeigneter Instrumente sowie fundierter Einschätzungen über deren Wirkungsweise, um Zielabweichungen zu korrigieren.

Analysen zu Instrumenten

*Auf Basis einer
Wirkungs-
analyse ...*

Die Auswahl geeigneter Eingriffsinstrumente erfordert eine Analyse des Bedrohungspotenzials eines Stabilitätsrisikos, der Wirkungskette (der sog. Transmissionsprozess), über die das Instrument auf das angestrebte Unter- oder Zwischenziel einwirkt, sowie der gesetzlichen Rahmenbedingungen für den Instrumenteneinsatz. Um eine effiziente Anwendung der Instrumente zu gewährleisten, muss die Analyse des Transmissionsprozesses¹⁸⁾ insbesondere die möglichen Nebenwirkungen des untersuchten Instrumenteneinsatz und eventuelle Wechselwirkungen mehrerer parallel eingesetzter Instrumente umfassen.

*... effizienten
Instrumenten-
einsatz
anstreben*

Ein Urteil über die Effizienz eines Instrumenteneinsatzes muss eine Reihe von Überlegungen einbeziehen. So ist es leicht möglich, dass die Menge denkbarer Maßnahmen neben makroprudenziellen Instrumenten auch andere Eingriffe umfasst, die nicht zur makroprudenziellen Politik gehören. Beispielsweise können bei Übertreibungen an den Immobilienmärkten steuerliche Regelungen eine wichtige Rolle spielen, sodass deren Anpassung vergleichsweise wenige Nebenwirkungen hätte. Innerhalb der makroprudenziellen Politik könnte es auf längere Sicht denkbar sein, mehrere makroprudenzielle Instrumente gleichzeitig einzusetzen, um zu erwartende, aber unerwünschte Folgewirkungen isolierter Maßnahmen zu vermeiden. Ein solches Vorgehen erhöht allerdings den Komplexitätsgrad der Maßnahme, da neben den Wirkungen der einzelnen Instrumente auch deren Wechselwirkungen untereinander zu berücksichtigen sind. Schließlich ist das zur Verfügung stehende Instrumentarium

selbst kontinuierlich auf seine Angemessenheit hin zu überprüfen und bei Fortschritten in der Messung und in der Analyse von Wirkungsweisen makroprudenzieller Instrumente zu verbessern.

Regelbindung versus diskretionäre Spielräume

Die Entscheidung, wann ein als geeignet eingestuftes Eingriffsinstrument oder ein adäquates Instrumentenbündel aktiviert oder wieder deaktiviert wird, kann sowohl regelgebunden als auch diskretionär erfolgen. Im Rahmen eines regelgebundenen Verfahrens sind zunächst geeignete Indikatoren zu ermitteln. Diese müssen möglichst vorausschauend Auskunft über die tatsächliche Gefährdungslage geben und in ihrer Entwicklung von dem vorgesehenen makroprudenziellen Instrument beeinflusst werden. Anschließend sind angemessene Schwellenwerte für die Indikatoren auszuwählen. Werden diese Schwellenwerte überschritten, wird das zuvor festgelegte Instrumentarium aktiviert. Sinken die Indikatorwerte durch den Instrumenteneinsatz daraufhin wieder unter die Schwellenwerte ab, kommt es zur Deaktivierung des Instruments. Alternativ kann die Entscheidung über die Aktivierung oder die Rücknahme eines Eingriffsinstruments vollständig im diskretionären Ermessensspielraum der makroprudenziellen Entscheidungsträger liegen, beispielsweise indem man sich nicht an vorgegebenen Schwellenwerte orientiert, sondern diese selbst „situationsbezogen“ nach oben oder unten diskretionär anpasst. Zwischen diesen beiden Randlösungen sind Kombinationen beider Ansätze denkbar.

Ein vollständig regelgebundener Ansatz erhöht die Transparenz, den Einfluss der Politik auf die

*Regelgebundene
Entscheidungen ...*

¹⁸ Für eine ausführliche Darstellung möglicher Transmissionsprozesse verschiedener makroprudenzieller Instrumente vgl. auch: Committee on the Global Financial System, Operationalising the selection and application of macroprudential instruments, CGFS Paper No 48, Dezember 2012.

Erwartungsbildung der Marktakteure und die Berechenbarkeit der makroprudenziellen Entscheidungen, da die den Instrumenteneinsatz nahelegenden Indikatoren und deren Schwellenwerte allen Marktteilnehmern bekannt sind. Die Gleichbehandlung aller Marktakteure wird ebenso gewährleistet wie die intertemporale Konsistenz des Instrumenteneinsatzes. Allerdings erschwert die hohe Unsicherheit, denen die Identifikation geeigneter Indikatoren unterliegt, eine konsequente Anwendung regelgebundener Verfahren. Diese Unsicherheit resultiert aus Begebenheiten, denen sich auch andere Politikdisziplinen ausgesetzt sehen. Dazu zählen zeitliche Verzögerungen zwischen der Erhebung und der Veröffentlichung relevanter Daten, widersprüchliche Informationen aus unterschiedlichen Indikatoren und das seltene Auftreten von Vergleichssituationen.

*... oder
diskretionäres
Vorgehen?*

Im Rahmen eines diskretionären Verfahrens interpretieren die makroprudenziellen Entscheidungsträger die ihnen vorliegenden Informationen über die aktuelle Gefährdungslage nach im Zeitablauf variierenden Kriterien. Auch hier können Schwellenwerte für die betrachteten Indikatoren herangezogen werden, allerdings lösen diese nicht zwingend einen Instrumenteneinsatz aus, sondern veranlassen möglicherweise eingehendere Analysen, zum Beispiel

Stresstests oder Simulationen zum Rekapitalisierungsbedarf der Finanzinstitute. Diskretionäre Verfahren zeichnen sich durch eine hohe Flexibilität aus und ermöglichen eine zeitnahe regulatorische Reaktion auf kurzfristige Veränderungen in der Gefahrenlage für die Finanzstabilität. Allerdings sind sie gegenüber regelgebundenen Verfahren weniger transparent, können die Erwartungen der Marktteilnehmer möglicherweise nicht in gewünschter Weise beeinflussen und sind anfälliger für Kritik und den Vorwurf der Ungleichbehandlung.

Beim Einsatz makroprudenzieller Instrumente gilt es, die Vor- und Nachteile eines diskretionären Ansatzes gegenüber einem regelbasierten Ansatz abzuwägen. Jeder Finanzzyklus hat sowohl allgemeine als auch spezifische Merkmale, die neben empirischen Indikatoren immer auch qualitative Informationen für die Bewertung erfordern. Zeitpunkt und Intensität makroprudenzieller Maßnahmen bedürfen daher eines gewissen Ermessensspielraums. Gleichzeitig ist sicherzustellen, dass makroprudenzielle Politik für die Marktteilnehmer berechenbar und der Einsatz von Instrumenten transparent und angemessen ist. Die Erfahrungen und die Theorie der Geldpolitik legen nahe, dass Berechenbarkeit, Transparenz und Konsistenz die Zielerreichung erheblich fördern.