

## VII. Makroprudenzielle Politik und Umgang mit Prozyklizität

Einrichtung eines makroprudenziellen Regelwerks als wichtige Chance ...

Eine makroprudenzielle Politik ist von entscheidender Bedeutung, um das Finanzsystem auf eine stabilere Grundlage zu stellen. Die Bemühungen, ein Regelwerk zu entwickeln, welches das Finanzsystem als Ganzes einbezieht, wurden durch die Finanzkrise verstärkt,<sup>1</sup> und die Behörden gewinnen beim Einsatz von systemorientierten Aufsichtsinstrumenten zunehmend an Erfahrung. Die Chance, einen glaubwürdigen makroprudenziellen Handlungsrahmen zu etablieren, darf nicht vertan werden.

Oberstes Ziel einer makroprudenziellen Politik ist die Begrenzung des Systemrisikos – der Gefahr also, dass Verwerfungen im Finanzsystem die gesamte Wirtschaft destabilisieren können.<sup>2</sup> Zur Einführung einer makroprudenziellen Politik werden die in der Finanzaufsicht – d.h. auf der Ebene der einzelnen Institute – verwendeten Instrumente angepasst, um die Risiken im Finanzsystem als Ganzes zu begrenzen (s. Kasten).

... zur Verringerung des Risikos, dass Institute infolge von Verflechtungen und zusammenhängenden Engagements gleichzeitig ausfallen ...

Die makroprudenzielle Politik begrenzt das Systemrisiko, indem sie den beiden zentralen Externalitäten des Finanzsystems entgegenwirkt. Die erste Externalität ist der gleichzeitige Ausfall von Finanzinstituten als Konsequenz ihrer Verflechtungen und zusammenhängenden Engagements. Eine Reihe laufender Initiativen zur Verringerung dieses Risikos wird in Kapitel I erörtert.

... und zur Reduzierung der Anfälligkeit des Finanzsystems gegenüber Prozyklizität

Die zweite Externalität ist Prozyklizität – das Phänomen von sich verstärkenden Rückkopplungseffekten innerhalb des Finanzsystems wie auch zwischen dem Finanzsystem und der Gesamtwirtschaft. Wie in der letzten Zeit zu beobachten war, kann Prozyklizität das Entstehen nicht nachhaltiger Boomphasen begünstigen. Wenn es dann zum Platzen der Blase kommt, kann Prozyklizität die Verwerfungen verstärken und eine tiefe gesamtwirtschaftliche Rezession auslösen.

Maßnahmen in Bezug auf Prozyklizität und antizyklische Wirtschaftspolitik eng verknüpft

Maßnahmen in Bezug auf Prozyklizität sind eng mit der traditionellen antizyklischen Wirtschaftspolitik verknüpft. Dementsprechend wirft die Entwicklung eines effektiven Handlungsrahmens für den Umgang mit Prozyklizität Fragen auf, die aus der Geld- und Fiskalpolitik bestens bekannt sind. Wie ist beispielsweise das Ziel zu definieren? Welches ist die richtige Balance zwischen Instrumenten, die antizyklisch variiert werden, und statischen Regelungen, die als automatische Stabilisatoren wirken? Wie viel Spielraum sollte neben festen Regelungen für diskretionäre Entscheidungen bestehen? Wer sollte die Ausprägung der einzusetzenden Instrumente festlegen? Und wie sollten die Beziehungen zur Wirtschaftspolitik – insbesondere zur Geldpolitik – gestaltet werden? Diese Fragen werden im Folgenden untersucht, indem die

<sup>1</sup> S. beispielsweise Group of Twenty, *Enhancing sound regulation and strengthening transparency*, März 2009, sowie M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodheart, A. Persaud und H. S. Shin, „The fundamental principles of financial regulation“, *Geneva Reports on the World Economy*, Nr. 11, Juli 2009.

<sup>2</sup> Näheres dazu s. J. Caruana, *Systemic risk: how to deal with it?*, Paper, BIZ, 12. Februar 2010, [www.bis.org/publ/othp08.htm](http://www.bis.org/publ/othp08.htm).

## Was ist ein makroprudenzielles Instrument?

Der Begriff „macroprudential“ („makroprudenziell“) ist seit der Krise so populär geworden, dass er inzwischen auch für viele Maßnahmen verwendet wird, deren primäre Ziele über die Finanzstabilität im engeren Sinne hinausgehen.<sup>Ⓞ</sup> Diese undifferenzierte Begriffserweiterung birgt das Risiko, die Weiterentwicklung wirtschaftspolitischer Ansätze zu behindern, ihre Wahrnehmung zu verzerren und so die öffentliche Unterstützung für eine makroprudenzielle Politik zu untergraben.

Viele Bereiche der Wirtschaftspolitik – darunter Geld-, Fiskal- und Wechselkurspolitik – können die Finanzstabilität auf die eine oder andere Weise fördern und tun dies oftmals auch. Als makroprudenziell sollten jedoch nur Instrumente bezeichnet werden, deren Einsatz ausdrücklich und primär dem Zweck der Förderung der Stabilität des Finanzsystems insgesamt dient und die eine unmittelbare und zuverlässige systemstabilisierende Wirkung haben.

Makroprudenzielle Instrumente sind Aufsichtsinstrumente. Eine makroprudenzielle Politik erweitert im Wesentlichen die Perspektive der traditionellen Finanzaufsicht, deren Instrumente auf der Ebene der einzelnen Finanzinstitute und -produkte eine solide Geschäftspolitik fördern und risikoreiche Engagements begrenzen. Allerdings gibt es bei der Definition makroprudenzieller Instrumente sicherlich auch Grauzonen, und die Eignung einzelner Instrumente kann sich mit dem strukturellen Wandel von Wirtschaft und Finanzsystem verändern. In den aufstrebenden Volkswirtschaften etwa werden zunehmend Mindestreserveanforderungen für Ziele der Finanzmarktstabilität eingesetzt; sie sind als makroprudenzielles Instrument anzusehen, sofern sie das Liquiditätsrisiko einschränken.

Makroprudenzielle Instrumente als Instrumente zu verstehen, die bestehende Aufsichtsinstrumente erweitern bzw. anpassen, ermöglicht eine klare Unterscheidung zwischen makroprudenziellen und institutsbezogenen Aufsichtsinstrumenten. Eine Umsetzung des makroprudenziellen Regelwerks in Form einer Erweiterung oder Anpassung bestehender Instrumente unterstreicht die Unabhängigkeit des makroprudenziellen Ansatzes und betont den Unterschied zwischen der systemorientierten und der auf einzelne Institute bezogenen Perspektive. Sie verdeutlicht zudem das zentrale Ziel der makroprudenziellen Politik: die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes zu stärken anstatt nur die Stabilität der einzelnen Finanzinstitute. Darüber hinaus trägt diese strenge begriffliche Trennung zu einfacheren institutionellen Strukturen bei und kann dadurch Verantwortlichkeit und eine eindeutige Strategie eher fördern.

<sup>Ⓞ</sup> Für eine ausführlichere Erörterung der Verwendung des Begriffs s. P. Clement, „The term ‚macroprudential‘: origins and evolution“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März 2010, S. 59–67.

zentralen Elemente eines makroprudenziellen Regelwerks für den Umgang mit Prozyklizität beschrieben werden. Zunächst gilt es jedoch drei wesentliche Punkte zu betonen:

Erstens sollte die makroprudenzielle Politik nicht mehr versprechen, als sie auch erreichen kann. Insbesondere sollte nicht die Steuerung des Konjunkturzyklus als Ziel formuliert werden. Die Zielsetzung, Kreditzyklen zu eliminieren und Vermögenspreisentwicklungen zu steuern, ginge ebenfalls zu weit. Stattdessen ist das realistischste Ziel, die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber finanziellen Verwerfungen zu stärken. Dies kann durch den zeitlich gut abgestimmten, antizyklischen Auf- und Abbau von Kapitalpolstern und anderen Sicherheitsreserven im Finanzsystem erreicht werden. Zudem dürfte eine solche Vorgehensweise dazu beitragen, exzessive Ausweitungen des Kreditbestandes und nicht nachhaltige Entwicklungen bei den Vermögenspreisen im Zaum zu halten.

Ziel makroprudenzieller Politik sollte realistisch sein

Zweitens sollten die stabilitätsfördernden Instrumente so weit wie möglich auf einfachen Regeln und Grundsätzen aufbauen, wie etwa Obergrenzen für übermäßig hohe Risikopositionen und klaren Indikatoren für das Systemrisiko. Wenn die öffentlichen Entscheidungsträger auf einfache Regeln Wert

Instrumente sollten so weit wie möglich auf einfachen Regeln aufbauen

legen, wird es ihnen leichter fallen, dem gewöhnlich großen Widerstand der Öffentlichkeit gegen antizyklische Maßnahmen in Zeiten des Aufschwungs zu begegnen. Gleichzeitig sollten die Instrumente nicht zu stark auf Risikoindikatoren aufbauen, über die noch keine ausreichenden Erkenntnisse vorliegen und deren Zuverlässigkeit nicht belegt ist.

Zentralbanken müssen eng eingebunden werden ...

Drittens müssen die Zentralbanken eng in die Entwicklung und Umsetzung einer makroprudenziellen Politik eingebunden werden. Diese Forderung basiert sowohl auf den weitreichenden Erfahrungen der Zentralbanken bei systemweiten Analysen und Interventionen als auch auf den engen Wechselwirkungen zwischen Maßnahmen gegen die Prozyklizität und der Durchführung der Geldpolitik.

... und Geldpolitik muss sich stärker gegen Aufbau von systemweiten Risiken stemmen

Allerdings sind mehrere Einschränkungen zu beachten. Es gibt kein Patentrezept zur Beseitigung der Instabilität des Finanzsystems. Auch müssen länderspezifische Gegebenheiten im jeweiligen Handlungsrahmen berücksichtigt werden. Überdies wird eine verbesserte Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems Rezessionen nicht verhindern. Und schließlich sollte die Geldpolitik ein unverzichtbarer Partner bei der Förderung der Finanzstabilität sein. Insbesondere muss sich die Geldpolitik stärker gegen den Aufbau von systemweiten Risiken im Finanzsektor stemmen. Dies kann sie – bei Wahrung von Preisstabilität als oberstem Ziel – erreichen, indem sie ihren effektiven Zeithorizont verlängert.

## Zentrale Elemente eines makroprudenziellen Regelwerks

Die wesentlichen Elemente eines makroprudenziellen Handlungsrahmens sind: ein klar definiertes und realistisches Ziel, eine Umsetzungsstrategie, Entscheidungen hinsichtlich eines sektorspezifischen Vorgehens, institutionelle Strukturen, die Berücksichtigung länderspezifischer Gegebenheiten sowie internationale Koordination.

### *Ein klar definiertes und realistisches Ziel*

Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems als realistisches Ziel für makroprudenzielle Politik

Ziel der makroprudenziellen Politik muss eine deutliche, aber realistische Reduzierung des Systemrisikos sein. Ausgehend vom aktuellen Wissensstand kann Stabilität am zuverlässigsten erreicht werden, indem die Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Systems gegenüber Schocks in den Mittelpunkt gestellt und eine antizyklische Steuerung seiner Sicherheitsreserven angestrebt wird.<sup>3</sup> Das Ziel könnte auch die Abschwächung exzessiver Steigerungen von Kreditwachstum und Vermögenspreisen beinhalten, doch gilt es zu bedenken, dass dies weit schwerer zu erreichen ist. Unser Wissensstand dürfte sich hier als unzureichend erweisen, und wahrscheinlich wäre der Einsatz von weniger gut erprobten Maßnahmen erforderlich. Von einer Eliminierung von Kredit- und Vermögenspreisexzessen als explizitem Ziel sollte daher Abstand genommen werden.

Demgegenüber ist der Einsatz von Aufsichtsinstrumenten zur antizyklischen Steuerung von Sicherheitsreserven nicht neu. Die effektivste Methode

<sup>3</sup> S. BIZ, *Addressing financial system procyclicality: a possible framework*, Mitteilung an die Arbeitsgruppe Market and Institutional Resilience des Forums für Finanzstabilität, September 2008.

Maßnahmen zur Verringerung der Prozyklizität aufgrund von Entscheidungsprozessen	
Ziel	Maßnahme
Verbesserte Risikomessung durch Banken	Verpflichtung zur Verwendung von zyklusunabhängigen oder konservativen Input-Faktoren in Risikomodellen
Stärkeres Bewusstsein für systemweite Risiken	Regelmäßige Veröffentlichung von offiziellen Einschätzungen der Schwachstellen des Finanzsystems
Geringere Prozyklizität im finanziellen Berichtswesen	Verpflichtung zur Verwendung von zyklusunabhängigen Bewertungen
Höhere Marktdisziplin	Verpflichtung zur Offenlegung von Risikopositionen, einschl. der Unsicherheiten bei ihrer Messung
Geringere Vergütungsanreize für das Eingehen übermäßiger Risiken	Verpflichtung zur Verwendung längerer Zeithorizonte für eine risikobereinigte Leistungsbeurteilung von Mitarbeitern; zeitliche Verzögerung von Boni

Tabelle VII.1

zur Stärkung des Systems besteht darin, sicherzustellen, dass ausreichende Polster verfügbar sind, die in Abschwungphasen abgebaut werden können. Dies würde die Gefahr von Verkaufswellen und Kreditklemmen im Abschwung verringern und könnte auch die Schwankungen im Finanzsystem abmildern, da die Risikoübernahme während eines Booms begrenzt würde.

Viele Instrumente wurden bereits in dieser Weise eingesetzt, und weitere werden zurzeit entwickelt. Einige Instrumente sollen die allzu kurzfristige Orientierung und andere prozyklische Merkmale von Entscheidungsprozessen in Finanzinstituten verringern. Ihre Einführung muss nicht von den jeweiligen finanz- und gesamtwirtschaftlichen Bedingungen abhängig gemacht werden (Tabelle VII.1).

Andere Instrumente nehmen direkten Einfluss auf die Bilanzstruktur (z.B. durch Kapital-, Liquiditäts- oder Rückstellungsanforderungen), auf die Merkmale von Kreditverträgen (z.B. durch Obergrenzen für Beleihungsquoten) oder auf sonstige Risikoengagements (z.B. durch Obergrenzen für Fremdwährungsrisiken). Sie können entweder ein für alle Mal festgelegt werden oder entsprechend der jeweiligen Bewertung von Systemrisiken angepasst werden (Tabelle VII.2 und VII.3).

Am effizientesten lassen sich antizyklische Sicherheitsreserven in Aufschwüngen aufbauen. Zwar ist dieser Ansatz noch in einem frühen Entwicklungsstadium und findet im Allgemeinen nicht im Kontext einer ausdrücklich makroprudenziellen Zielsetzung statt. Seit der Krise wird er jedoch verstärkt angewandt, und weitere Vorschläge werden aktuell geprüft.<sup>4</sup> Unter anderem

Vielfältiges Instrumentarium verfügbar

<sup>4</sup> S. beispielsweise Forum für Finanzstabilität, *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system*, April 2009.

verfolgt der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) diesen Ansatz bei seinen Empfehlungen für die Reform der Bankenregulierung und -aufsicht.<sup>5</sup>

Erfahrungen aus jüngerer Zeit deuten darauf hin, dass der Einsatz traditioneller Aufsichtsinstrumente für makroprudenzielle Zwecke tatsächlich dazu beiträgt, die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zu erhöhen.<sup>6</sup> Insbesondere könnte der seit etwa zehn Jahren in asiatischen Volkswirtschaften recht

Bereits eingesetzte Instrumente haben Widerstandsfähigkeit offenbar verbessert ...

Aufsichtsinstrumente zur direkten Beschränkung einzelner Aktivitäten von Finanzinstituten		
	Instrument	Mechanismus
Kreditverträge	Obergrenzen für Beleihungsquoten bei Immobilienkrediten	Begrenzt die Risiken der Kreditgeber im Falle eines Einbruchs des Immobilienmarktes; begrenzt hohen Fremdfinanzierungsanteil bei Immobilieninvestitionen
	Obergrenzen für das Verhältnis von Schulden dienst zum Einkommen bei Krediten an private Haushalte	Begrenzt Wahrscheinlichkeit eines Schuldnerausfalls; begrenzt hohen Fremdfinanzierungsanteil bei Immobilieninvestitionen
Refinanzierungsvereinbarungen	Antizyklische Veränderung der Mindestsätze für Ein- und Nachschussverpflichtungen oder Sicherheitsabschläge bei Refinanzierungsvereinbarungen (abhängig von Eigenkapitalanforderungen)	Wirkt der Unterbewertung von systemweiten Risiken als Folge besicherter Kredite mit geringen Abschlägen entgegen; mindert das Risiko einer abrupten Angebotsverknappung bei besicherten Finanzierungen infolge einer plötzlich veränderten Wahrnehmung der Qualität von Sicherheiten
Bilanzen von Finanzinstituten	Antizyklische Zuschläge auf Eigenkapitalanforderungen	Sorgt für den Aufbau antizyklischer Kapitalpolster in guten Zeiten und begrenzt gleichzeitig die Übernahme von Risiken; ermöglicht den Abbau der Polster in schlechten Zeiten, wodurch das Finanzsystem in der Lage ist, auftretende Anspannungen besser zu verkraften
	Sektorspezifische Risikogewichtung	Stellt sicher, dass Kapitalpolster auf den Aufbau von Risiken in bestimmten Sektoren reagieren
	Bildung von Rückstellungen basierend auf Ausfallwahrscheinlichkeiten	Verringert das Risiko unzureichender Risikovorsorge in Boomphasen, indem Wertminderungen, die in Abschwungphasen auftreten, vorweggenommen werden
	Obergrenzen für das Verhältnis von Krediten zu Einlagen und für das Verhältnis von langfristigen Krediten zu kurzfristiger Finanzierung sowie sonstige Liquiditätsanforderungen	Verringert die Tendenz, sich an kurzfristigen oder instabilen Refinanzierungsmärkten zu verschulden, um ein rasantes Kreditwachstum zu ermöglichen

Tabelle VII.2

<sup>5</sup> S. Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, *Strengthening the resilience of the banking sector*, Dezember 2009.

<sup>6</sup> S. Ausschuss für das weltweite Finanzsystem, „Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences“, *CGFS Papers*, Nr. 38, Mai 2010.

Bereits eingesetzte oder vorgeschlagene antizyklische Aufsichtsinstrumente	
Bereits eingesetzte Instrumente	
Obergrenzen für Beleihungsquoten bei Immobilienkrediten	Hongkong SVR, Korea, Malaysia, Singapur
Obergrenzen für das Verhältnis von Schuldendienst zum Einkommen bei Krediten an private Haushalte	Hongkong SVR, Korea
Sektorspezifische Risikogewichtung	Indien, Türkei
Bildung von Rückstellungen basierend auf Ausfallwahrscheinlichkeiten	Spanien
Obergrenzen für das Verhältnis von Krediten zu Einlagen und für das Verhältnis von langfristigen Krediten zu kurzfristiger Finanzierung sowie Mindestreserve- und sonstige Liquiditätsanforderungen	Argentinien, China, Hongkong SVR, Korea, Neuseeland
Vorgeschlagene Instrumente	
Antizyklische Veränderung der Mindestsätze für Ein- und Nachschussverpflichtungen oder Sicherheitsabschläge bei Refinanzierungsvereinbarungen (abhängig von Eigenkapitalanforderungen)	Vorgeschlagen vom Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS)
Antizyklische Zuschläge auf Eigenkapitalanforderungen	In Erwägung gezogen vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS)
Tabelle VII.3	

gebräuchliche Einsatz solcher Instrumente zur Stärkung von Finanzinstituten zum Teil erklären, warum die asiatischen Banken von den Exzessen an den Immobilienmärkten weniger betroffen waren.

Allerdings deuten die bisherigen Erfahrungen insgesamt nicht darauf hin, dass der antizyklische Auf- und Abbau von Polstern starke und dauerhafte Wirkungen auf Kreditvergabe und Vermögenspreise hat. Trotz der regen Anwendung dieser Maßnahmen im Zusammenhang mit Immobilienkrediten in Asien erleben diese Länder weiterhin recht ausgeprägte und häufige Immobilienpreiszyklen.

Die Vorteile einer erfolgreichen Dämpfung der Auf- und Abschwünge von Kredit- und Vermögenspreiszyklen sind es jedoch eindeutig wert, längerfristig angestrebt zu werden. Mit zunehmender Kenntnis der Zusammenhänge zwischen der makroprudenziellen Ausprägung von Instrumenten und den finanz- und gesamtwirtschaftlichen Schwankungen ließe sich ein Ansatz zur gezielten Dämpfung von Kredit- und Vermögenspreisexzessen in Boomphasen entwickeln. Dieser Ansatz könnte einen restriktiveren oder einen breiteren Einsatz der Instrumente und auch eine stärkere Betonung von Urteilsvermögen und diskretionären Entscheidungen erfordern. Die Rolle der makroprudenziellen Politik als Teil der Wirtschaftspolitik wäre größer, wodurch die institutionellen Strukturen deutlicher umrissen sein müssten, um Klarheit in Bezug auf die Interaktion mit der Geldpolitik zu schaffen.

... doch ihre Wirkung auf Boomphasen wurde noch nicht getestet

Eine wesentliche Abschwächung von Kredit- und Vermögenspreiszyklen würde den Beitrag der makroprudenziellen Politik zur gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung und somit auch zur Geldpolitik maximieren. Die bisherige Erfahrung legt allerdings nahe, dass ein derart ehrgeiziges makroprudenzielles Ziel die Gefahr ungewollter Konsequenzen birgt und vorläufig vermieden werden sollte.

Die beste Vorgehensweise zur Dämpfung von Kredit- und Vermögenspreisexzessen könnte eine Kombination von makroprudenzieller Politik und Geldpolitik darstellen, die sich gemeinsam gegen den Aufbau von Ungleichgewichten stemmen. Ohne Unterstützung des jeweils anderen ist dies nicht zu bewerkstelligen.

### *Eine Umsetzungsstrategie*

Die Ansätze zur Umsetzung des makroprudenziellen Ziels können sich dahingehend unterscheiden, wie stark und wie häufig die Instrumente als Reaktion auf veränderte Systemrisiken angepasst werden. Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal ist, ob diese Anpassungen regelgebunden oder diskretionär erfolgen. Die Instrumente könnten sogar ein für alle Mal festgelegt werden und trotzdem als automatische Stabilisatoren wirken, da sie den Spielraum für den Aufbau extremer Risikopositionen einengen.

Die Vorgabe fester Quoten oder absoluter Obergrenzen in Aufschwüngen ist weit verbreitet und betraf bisher die Kreditvergabe (z.B. Beleihungsquoten, Obergrenzen für das Verhältnis von Schuldendienst zum Einkommen sowie Grenzen für Ein- und Nachschussverpflichtungen),<sup>7</sup> die Fremdwährungsrisiken<sup>8</sup> und – seltener – die Kreditrisikovorsorge auf der Basis langfristiger durchschnittlicher Ausfalldaten (konjunkturunabhängige oder „dynamische“ Kreditrisikovorsorge).<sup>9</sup>

Derzeit wird ein vermehrter Einsatz von ein für alle Mal festgelegten Instrumenten erwogen. Die vom BCBS angeregten Reformen beispielsweise sehen für das Handelsbuch Mindestkapitalanforderungen vor, die auf der Annahme von Stressszenarien beruhen anstatt auf den jüngsten tatsächlichen Verlusten, die eine hohe Prozyklizität aufweisen.<sup>10</sup> In ähnlicher Weise hat der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS) empfohlen, als Basis für Ein- bzw. Nachschussverpflichtungen konjunkturunabhängige Bewertungen der als Sicherheit dienenden Aktiva in Betracht zu ziehen. Dadurch würden die Ein- bzw. Nachschussverpflichtungen gegenüber den finanz- und

Begrenzung der Risikoübernahme in Aufschwüngen oftmals angewandt

<sup>7</sup> Zu Obergrenzen für Beleihungsquoten, Risikogewichten und anderen auf Immobilienkredite bezogenen Maßnahmen s. beispielsweise S. Gerlach und W. Peng, „Bank lending and property prices in Hong Kong“, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, 2. Ausgabe, Februar 2005, S. 461–481, Bank Negara Malaysia, *Financial stability and payment systems report 2009*, März 2010, sowie Reserve Bank of India, *Report on trend and progress of banking in India 2008–09*, Oktober 2009.

<sup>8</sup> S. M. Goldstein und P. Turner, *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington D.C., April 2004.

<sup>9</sup> S. J. Saurina, „Loan loss provisions in Spain: a working macroprudential tool“, Banco de España, *Revista de Estabilidad Financiera*, Vol. 17, November 2009, S. 11–26.

<sup>10</sup> S. Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, *Strengthening the resilience of the banking sector*, Dezember 2009.

gesamtwirtschaftlichen Bedingungen weniger prozyklisch reagieren.<sup>11</sup> Für Banken kann man zusätzlich zum gesetzlichen Mindesteigenkapital Kapitalpolster vorschreiben, die im Falle von Verlusten aufgelöst oder zumindest teilweise abgebaut werden dürfen.

Ein für alle Mal festgelegte Instrumente können dennoch als automatische Stabilisatoren wirken, sofern ihre Wirkung über den Zyklus gesehen variiert. In einem Kreditboom, wenn Banken bestrebt sind, ihren Hypothekenbestand auszuweiten, ist z.B. eine niedrig angesetzte Obergrenze für die Beleihungsquote wirkungsvoller als im Abschwung, wenn Banken aufgrund erhöhter Risikoaversion ohnehin weniger geneigt sind, Kredite mit hoher Beleihungsquote zu vergeben. Allerdings müssen ein für alle Mal festgelegte Instrumente sorgfältig konzipiert sein, damit sie nicht die Prozyklizität fördern. So können Mindestkapitalanforderungen im Aufschwung die Übernahme von Risiken beschränken. Wenn Marktanspannungen aufkommen, können sie aber zu Verkaufswellen bei risikobehafteten Vermögenswerten und einer Verschärfung der Kreditkonditionen führen.

Instrumente können fix sein und als automatische Stabilisatoren wirken ...

Instrumente, die entsprechend der Entwicklung von Risikoindikatoren variieren, können eng oder nur lose an diese Indikatoren geknüpft werden. Eigenkapitalpolster beispielsweise könnten bei günstiger Gelegenheit (also wenn Kapital leicht zu bekommen ist) aufzubauen sein und nur ansatzweise antizyklisch variiert werden. An Vorlaufindikatoren für systemweite Finanzmarktanspannungen könnten Instrumente dagegen enger gebunden sein.

... oder in Abhängigkeit von Indikatoren für Systemrisiken variieren

An der Entwicklung von Messgrößen für systemweite Risiken wird gearbeitet. Entsprechende Ergebnisse der BIZ und anderer Institutionen legen nahe, dass einfache Indikatoren – die auf gleichzeitigen Abweichungen des Verhältnisses von Kreditvolumen zum BIP und der Vermögenspreise von ihren jeweiligen historischen Trends beruhen – Finanzmarktanspannungen auf Jahre im Voraus recht zuverlässig anzeigen können, und zwar auf Basis von Echtzeit-Daten und „out of sample“. Mit der Verbesserung der Vorlaufindikatoren für Systemrisiken könnten die Instrumente direkter von diesen abhängig gemacht werden.<sup>12</sup> Letztendlich – wenn entsprechende Fortschritte bei der Modellierung erzielt werden – könnten die öffentlichen Entscheidungsträger die Ausprägungen der Instrumente eng mit dem Systemrisiko verknüpfen, um es innerhalb akzeptabler Grenzen zu halten, ähnlich wie Zentralbanken Inflationsprognosen nutzen, um ihr Inflationsziel zu erreichen.

In der Praxis haben die öffentlichen Entscheidungsträger hauptsächlich zu diskretionären Anpassungen der Instrumente, die nur einen schwachen Bezug zu quantitativen Risikoindikatoren aufweisen, gegriffen. Vor allem in Asien wurden solche Anpassungen im Zusammenhang mit Immobilienkrediten in finanziellen Aufschwungphasen vorgenommen, um einer Überhitzungsgefahr zu begegnen. Als Risikoindikatoren, die Handlungsbedarf anzeigten, nannten die zuständigen Stellen die Entwicklung der Immobilienpreise, die Vergabe von Immobilienkrediten, Sekundärmarktverkäufe und die Bautätigkeit. Zu den

Diskretionäre Anpassungen bei exzessiven Entwicklungen der Immobilienmärkte verbreitet

<sup>11</sup> S. Ausschuss für das weltweite Finanzsystem, „The role of margin requirements and haircuts in procyclicality“, *CGFS Papers*, Nr. 36, März 2010.

<sup>12</sup> S. C. Borio und M. Drehmann, „Assessing the risk of banking crises – revisited“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März 2009, S. 29–46.

vorgenommenen Anpassungen zählten Verschärfungen der Grenzwerte für die Kreditvergabe (wie z.B. Beleihungsquoten), Erhöhungen der Risikogewichte zur Berechnung des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals, Anhebungen von Mindestreserve- und anderen Liquiditätsanforderungen sowie in einigen Fällen Beschränkungen von Fremdwährungsengagements. Häufig wurden mehrere Instrumente gleichzeitig angepasst, beispielsweise wurden die Beleihungsquoten geändert und die Konzentration der Kreditvergabe in bestimmten Sektoren begrenzt (Tabelle VII.4). Meist wurden die Instrumente in Intervallen von einigen Jahren angepasst, doch Ausmaß und Häufigkeit der Anpassungen waren von Land zu Land verschieden.

Es gibt gute Gründe dafür, die Anpassung der Instrumente auf einfache und transparente Regeln abzustützen. Der Hauptvorteil von Regeln ist, dass sie nach ihrer Einführung nicht mehr ständig begründet werden müssen. Wenn sie klar strukturiert und von Dauer sind, können sie Unsicherheit abbauen. Darüber hinaus können sie zur automatischen Stabilisierung beitragen, indem sie sowohl die Einschätzung der Lage als auch die Entscheidungsprozesse beschleunigen und die Verantwortlichen im Voraus zu einer zeitgerechten

Klar strukturierte Regeln können die Entscheidungsträger vorab verpflichten und als automatische Stabilisatoren wirken

Beispiele für diskretionäre Maßnahmen als Reaktion auf Immobilienmarktentwicklungen		
Volkswirtschaft	Erstmaliger Einsatz der Maßnahme	Maßnahme
Hongkong SVR	1991	Variation der Obergrenzen für Beleihungsquoten nach Immobilienwert; Mitteilungen der Aufsichtsinstanz, die zur Vorsicht bei der Vergabe von Wohnimmobilienkrediten mahnen; Empfehlung, den Anteil von immobilienbezogenen Krediten an den gesamten inländischen Krediten auf den Durchschnittswert aller Banken zu begrenzen; Empfehlung, die Wachstumsrate von Wohnimmobilienkrediten auf die des nominalen BIP zu begrenzen
Malaysia	1995	Obergrenzen für Beleihungsquoten; Obergrenzen für das Kreditwachstum im Immobiliensektor
Singapur	1996	Obergrenzen für Beleihungsquoten
Korea	2002	Obergrenzen für Beleihungsquoten und Obergrenzen für das Verhältnis von Schuldendienst zum Einkommen für bestimmte, regional festgelegte Märkte für Immobilienkredite, jeweils abhängig von Laufzeit und Wert der Sicherheiten
Indien	2005	Sektorspezifische Risikogewichtung und Bildung von Rückstellungen basierend auf Ausfallwahrscheinlichkeiten für Wohn- und Gewerbeimmobilienkredite, jeweils abhängig von Kreditvolumen und Beleihungsquote; Erfordernis strategischer Vorgaben des obersten Führungsorgans in Bezug auf Obergrenzen, Sicherheiten und Ein- bzw. Nachschussverpflichtungen bei Immobilienengagements

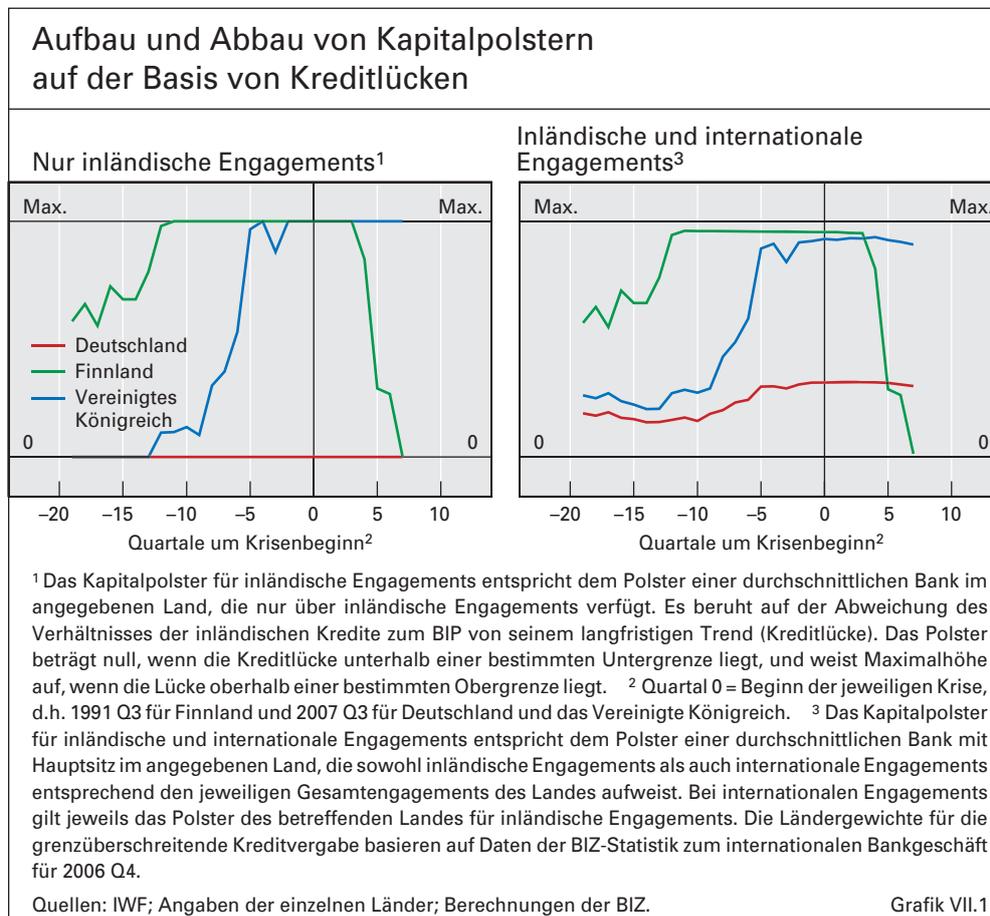
Tabelle VII.4

Straffung der Instrumente verpflichten. Diese Vorausverpflichtung kann besonders in Zeiten des Aufschwungs wichtig sein, wenn Finanzbranche, Politiker und Öffentlichkeit jegliche diskretionäre Straffung aufgrund der rosigen Aussichten vehement infrage stellen. Zudem kann die Verlockung zu glauben, dass „diesmal alles anders sei“, für alle sehr groß sein – auch für die Behörden. Regeln können daher besonders nützlich sein, indem sie die Aufsichtsinstanzen vom Druck befreien, in Konjunkturaufschwüngen auf restriktive Maßnahmen verzichten zu müssen.

Eine Reihe nationaler und internationaler Initiativen, darunter ein Projekt im Rahmen des Eigenkapitalreformprogramms des BCBS, untersuchen derzeit Regeln für antizyklische Kapitalpolster. Eine solche Regel würde beispielsweise die Höhe der Kapitalpolster von der über ihren langfristigen Trend hinausgehenden Ausweitung der Kreditvergabe und anderen groben Indikatoren für Systemrisiken abhängig machen. Zudem könnten Regeln vorsehen, dass Anpassungen nur dann erfolgen müssen, wenn die Indikatoren bestimmte Schwellenwerte übersteigen. Dabei würden umso strengere Schwellenwerte gelten, je besser die jeweiligen Indikatoren das Systemrisiko signalisieren. Die Fähigkeit von Regeln, Druck von Interessengruppen abwenden zu helfen, hängt weniger von ihrer genauen Ausgestaltung ab als vielmehr davon, in welcher Weise sie makroprudenzielle Maßnahmen an beobachtbare Indikatoren binden.

Doch keine Regel kann unter allen Umständen effektiv sein. Ein gewisser Ermessensspielraum wird notwendig bleiben. Dieser gibt den öffentlichen

Genauere Ausgestaltung der Regeln weniger wichtig als ihr Bezug zu beobachtbaren Indikatoren



Entscheidungsträgern die Flexibilität, eine breite Palette von Risikoindikatoren zu verwenden und ihre eigene Einschätzung der Entwicklung von Systemrisiken einfließen zu lassen. Ein solcher Ermessensspielraum erlaubt zudem maßgeschneiderte Reaktionen auf die jeweilige Art und Weise, wie Risikopositionen aufgebaut werden und Schwachstellen des Finanzsystems entstehen (soweit in Echtzeit identifizierbar). Überdies sind diskretionäre Maßnahmen schwerer zu umgehen als eine bekannte und berechenbare Regel.

Die Konzeption antizyklischer Kapitalpolster illustriert diese Überlegungen. Wie im vorangegangenen Jahresbericht dargelegt, ist es schwierig, einfache Regeln zu entwickeln, die anhand weniger makroökonomischer Indikatoren den Aufbau und den Abbau von Kapitalpolstern zum richtigen Zeitpunkt zuverlässig sicherstellen. Das Verhältnis von Kreditvolumen zum BIP etwa ist ein guter Indikator für den Aufbau von Kapitalpolstern; es reagiert jedoch meist verzögert auf die Entstehung von Anspannungen und führt daher nur langsam zu einem Abbau von Kapitalpolstern (Grafik VII.1).

Benötigt würde eine Variable, die in Boomphasen ein Vorlaufindikator für finanzielle Anspannungen, beim Aufkommen dieser Anspannungen jedoch ein gleichlaufender Indikator ist. Da es womöglich eine solche Variable schlicht nicht gibt, ist ein gewisser Ermessensspielraum bei der Steuerung von Kapitalpolstern wohl unumgänglich.

#### *Sektorspezifisches Vorgehen*

Sektorspezifische Interventionen sind weniger undifferenziert ...

Die Instrumente zur Umsetzung einer makroprudenziellen Politik können flächendeckend auf den gesamten Finanzsektor angewandt werden oder aber auf Risiken in einzelnen Wirtschaftsbereichen abzielen, wenn diese eine Gefahr für das gesamte Finanzsystem darstellen. Auf bestimmte Branchen begrenzte Risikoquellen können ein gezieltes, sektorspezifisches Vorgehen rechtfertigen, damit nicht die Wirtschaft als Ganzes getroffen wird. Der Immobiliensektor beispielsweise ist häufig im Visier, da von ihm immer wieder Risiken für die Finanzstabilität ausgehen.

... könnten aber leichter zu umgehen sein und die Kreditvergabe beeinflussen

Sektorspezifische Interventionen können jedoch auch mit Schwierigkeiten verbunden sein. Wenn es möglich ist, sie zu umgehen, sind sie weniger wirksam für den Schutz des gesamten Systems. Da sie die Kreditvergabe beeinflussen (oder als politische Steuerung der Kreditvergabe kritisiert werden) können, müssen die institutionellen Strukturen einer makroprudenziellen Politik zudem dafür sorgen, dass sektorspezifische Interventionen ein klares Ziel haben und keine Nebenabsichten verfolgen. Schließlich erfordert die Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen von sektorspezifischen Entwicklungen zusätzliche Informationen und ein hohes Maß an Urteilsvermögen. Gegenüber hochgradig sektorspezifischen Vorgehensweisen ist daher Vorsicht geboten.

Die Konzeption antizyklischer Kapitalanforderungen für Banken illustriert die Probleme sektorspezifischer Interventionen. Schreibt man eine Ausweitung der Kapitalpolster für den Fall eines Anstiegs der Bankkredite an den Immobiliensektor vor, so ist sichergestellt, dass die Kapitalpolster die von diesem Sektor ausgehenden Systemrisiken berücksichtigen. Damit ist aber das indirekte Risiko, das aus dem möglichen Übergreifen von Problemen in diesem Sektor auf die Gesamtwirtschaft und das Finanzsystem resultiert, nicht gebannt.

Zudem könnten Banken auf eine eng begrenzte sektorspezifische Vorgabe reagieren, indem sie die Kreditvergabekonditionen in anderen Bereichen lockern, um so das Wachstum ihres gesamten Kreditportfolios zu gewährleisten. Die Versuchung wäre dann groß, für immer mehr Kreditinstrumente und Sektoren Ad-hoc-Vorgaben einzuführen.

### *Institutionelle Strukturen*

Institutionalisierte Mechanismen sind zum einen notwendig, um den Ermessensspielraum der öffentlichen Entscheidungsträger einzuschränken. Zum anderen sollen sie in den Fällen, in denen Ermessensentscheidungen erforderlich sind, für die nötige Unabhängigkeit der Entscheidungsträger sorgen und sie gegenüber dem Druck von Interessengruppen abschirmen. Ein klar definiertes und realistisches Ziel makroprudenzieller Politik – das erste vorgestellte Element des makroprudenziellen Handlungsrahmens – hat nicht zuletzt den Vorteil, dass es einfachere institutionelle Strukturen mit sich bringt.

In Bezug auf die Rechenschaftspflichten der öffentlichen Entscheidungsträger ist es wichtig, die Stabilität des Finanzsystems – das Ziel der makroprudenziellen Politik – zu messen. Doch dies ist nicht leicht.<sup>13</sup> Der Begriff Finanzstabilität ist multidimensional und im Vergleich etwa mit Preisstabilität schwer fassbar. Das Finanzsystem kann sehr lange fragil sein, bevor es zu Schwierigkeiten kommt. Und auch wenn die Schwachstellen des Finanzsystems zuverlässig messbar wären, bauen sie sich womöglich nur langsam auf und geben somit kein klares Signal für Handlungsbedarf. Unterdessen können stark anziehende Vermögenspreise, ein niedriger feststellbarer Fremdfinanzierungsgrad, geringe Risikoprämien und eine gedämpfte Volatilität ein exzessives Eingehen von Risiken verschleiern. Doch auch wenn das Ziel der Finanzstabilität nicht mit exakten Messgrößen definiert werden kann, müssen Strategie und Maßnahmen zur Förderung der Finanzstabilität klar umrissen werden.

Eine weitere Herausforderung besteht darin, dass Regulierungs- und Aufsichtsinstanzen, die die Instrumente einsetzen, bisher dazu neigten – oder gehalten waren –, sich auf die Sicherheit und Solidität einzelner Institute und nicht auf das gesamte System zu konzentrieren. Daher sind sie mit makroökonomischen Überlegungen möglicherweise weniger vertraut. Zentralbanken hingegen sind hinsichtlich des Verständnisses von Marktprozessen und der Wechselwirkungen zwischen der Finanz- und der Realwirtschaft im Vorteil. Tatsächlich waren es meist Zentralbanken, die auf Anzeichen einer Überhitzung mit den obenerwähnten diskretionären Entscheidungen reagierten. Zentralbanken haben einen stärkeren Anreiz, Instrumente für makroprudenzielle Zwecke einzusetzen (beispielsweise die Kreditbedingungen im Gesamtsystem zu verändern) und damit ihre wirtschaftspolitische Funktion zu flankieren.

Um die weitere Entwicklung des makroprudenziellen Handlungsrahmens zu unterstützen, wären neue und spezifische institutionelle Strukturen erstrebenswert. Diese Strukturen sollten die Expertise von Zentralbanken in den Bereichen Makroökonomie und Finanzmärkte mit der Expertise der Finanz-

Makroprudenzielle Politik braucht sorgsam konzipierte institutionelle Strukturen

Instrumente, Know-how und Ziele sollten gut aufeinander abgestimmt sein

<sup>13</sup> S. C. Borio und M. Drehmann, „Towards an operational framework for financial stability: ‚fuzzy‘ measurement and its consequences“, *BIS Working Papers*, Nr. 284, Juni 2009.

Entsprechende Instanzen mit klaren Mandaten und Kontrolle über Instrumente erstrebenswert

marktregulierung und der Bankenaufsicht kombinieren. Benötigt werden entsprechende Instanzen mit klaren Mandaten, Kompetenzen und Kontrolle über die Instrumente. Eine Option sind Finanzstabilitätsgremien nach dem Vorbild der bestehenden geldpolitischen Ausschüsse.

Solche Strukturen sollten die (u. a. finanzielle) Unabhängigkeit von Zentralbanken wahren. Allerdings hätten sie auch erhebliche Implikationen für die Rechenschaftspflichten der Zentralbanken. Beschlüsse zur Stabilisierung des Finanzsystems können in vielen Fällen mehr Interaktion mit der Regierung erfordern als geldpolitische Beschlüsse, nicht zuletzt in Krisenzeiten.

Eine engere Zusammenarbeit mit der Regierung muss die Autonomie einer Zentralbank nicht gefährden. Sie erfordert jedoch exakt definierte Koordinationsmechanismen sowie Klarheit über das Mandat und die Strategie der Zentralbank im Bereich der Finanzstabilität. Der Rechenschaftspflicht kann Genüge getan werden, indem Maßnahmen und Entscheidungsprozesse veröffentlicht oder durch das Parlament geprüft werden müssen. Beide Ansätze sind sowohl in der Geldpolitik als auch in der Finanzaufsicht üblich. Bisher war die Berichterstattung von Zentralbanken zum Thema Finanzstabilität jedoch generell seltener und weniger handlungsorientiert als zum Thema Geldpolitik. Dies muss sich wahrscheinlich ändern.

#### *Länderspezifische Gegebenheiten und internationale Aspekte*

Länderspezifische Gegebenheiten bedeutsam ...

Jede Regierung wird Ziele, Strategien, Instrumente und institutionelle Strukturen wählen, die der Situation ihres Landes entsprechen. So waren makroprudenzielle Interventionen bislang in bankdominierten Finanzsystemen mit geringeren Möglichkeiten zur Umgehung von Regulierungen (z.B. durch Verbriefung) stärker verbreitet. Dies gilt offenbar auch für Volkswirtschaften mit festen oder kontrollierten Wechselkursen wie die SVR Hongkong und andere asiatische Volkswirtschaften sowie für Länder innerhalb von Währungsunionen (z.B. Spanien), wo die Möglichkeit, die Volkswirtschaft mithilfe von Leitzinsen zu stabilisieren, begrenzt oder nicht vorhanden ist.

... genauso wie internationale Koordination

Die zu erwartenden länderspezifischen Unterschiede der makroprudenziellen Regelwerke und der Ausprägungen der Instrumente machen auch die Notwendigkeit internationaler Koordination deutlich. Bei der Einstellung der Instrumente ist zu beachten, dass finanzielle Entwicklungen nicht in allen Ländern synchron verlaufen und dass Finanzinstitute grenzüberschreitend agieren. Bei den Anforderungen für Kapitalpolster etwa sollte für jedes Institut auch seine Gefährdung durch Systemrisiken in anderen Ländern berücksichtigt werden – gleichgültig, ob diese durch grenzüberschreitende Kredite oder Geschäfte vor Ort zustande kommt. Die Berücksichtigung internationaler Risiken kann für den Umfang und die Entwicklung von Kapitalpolstern einen großen Unterschied machen (Grafik VII.1).

Eine enge Zusammenarbeit zwischen den Instanzen des Herkunfts- und des Aufnahmelandes wird unumgänglich sein. Zudem müssen bestimmte Verantwortlichkeiten an die Aufnahmeländer übergeben werden. Dies betrifft sowohl die Ausprägung der Aufsichtsinstrumente für Risikopositionen im Aufnahmeland als auch die Informationspflicht gegenüber den Herkunftsländern über die Finanzierungsbedingungen vor Ort.

## Implikationen für die Geldpolitik

Die Implementierung eines makroprudenziellen Regelwerks wird sich auf das Finanzsystem auswirken und folglich den geldpolitischen Transmissionsmechanismus verändern. Die Geldpolitik wird den Einfluss von makroprudenziellen Maßnahmen auf Vermögenspreise und Renditen berücksichtigen müssen.

Erfolgreiche Geldpolitik und makroprudenzielle Politik werden einander ergänzen ...

Durch die Stabilisierung des Finanzsystems entlastet ein erfolgreicher makroprudenzieller Ansatz die Geldpolitik in mehrfacher Hinsicht. Er verringert Häufigkeit und Intensität von Finanzmarkturbulenzen, die konjunkturelle Schwankungen verursachen oder verstärken. Er steigert die Effektivität der Geldpolitik, indem er verhindert, dass Finanzmarktanspannungen die Wirkung von Leitzinsänderungen abschwächen. Vielleicht am wichtigsten ist, dass wirksame makroprudenzielle Maßnahmen dazu führen werden, dass die Geldpolitik im Abschwung weniger leicht unter Druck gerät, die Zinsen unangemessen zu senken, um auf die bedrohte Finanzstabilität zu reagieren.

Meistens werden makroprudenzielle Politik und Geldpolitik sich gleichzeitig in einer Phase der Straffung oder der Lockerung befinden. In Bezug auf ihre relative Wirksamkeit sind die beiden Ansätze jedoch sorgfältig gegeneinander abzuwägen. Wenn z.B. Inflationsrisiken aufkommen, können makroprudenzielle Maßnahmen Leitzinsanhebungen nicht ersetzen. Sie sind zwar gut geeignet, die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zu stärken, doch ihre Auswirkungen auf Gesamtnachfrage und Inflationserwartungen sind im Vergleich zu denen der Zinspolitik schwach und ungewiss.

... und sich gegenseitig beeinflussen

Manchmal allerdings werden sich makroprudenzielle Politik und Geldpolitik gegenläufig bewegen, vor allem wenn das Finanzsystem unter Anspannung steht, aber Inflationsrisiken vorhanden sind. Unter solchen Umständen würden makroprudenzielle Instrumente womöglich gelockert, um die Anspannungen zu mildern, während die Geldpolitik gleichzeitig gestrafft würde, um den Inflationsdruck zu verringern. Dies deutet nicht auf einen Konflikt der Vorgehensweisen hin, sondern illustriert vielmehr, wie sie sich gegenseitig ergänzen können.

Auch wenn ein makroprudenzielles Regelwerk vorhanden ist, wird in erster Linie die Geldpolitik für die Gewährleistung von Preisstabilität verantwortlich sein. Höhen und Tiefen an den Finanzmärkten können weiterhin erhebliche konjunkturelle Schwankungen auslösen – selbst wenn das Finanzsystem ihnen standhält. Auch können nach wie vor Rezessionen und Inflationsgefahren entstehen, ohne dass Turbulenzen an den Finanzmärkten nennenswert dazu beigetragen hätten.

Aufgabe der Geldpolitik weiterhin vor allem Preisstabilität ...

Ungeachtet dessen muss die Geldpolitik ihren Beitrag zur Förderung der Finanzstabilität ausweiten, um ihre längerfristigen makroökonomischen Ziele zu erreichen. Die Erfahrung lehrt, dass eine geldpolitische Strategie, die eng auf die Stabilisierung der Inflation über einen Horizont von etwa zwei Jahren ausgerichtet ist, zu wenig langfristig orientiert ist, um Finanzstabilität sicherzustellen. Deshalb kann sie auch nicht auf längere Sicht inflationsstabilisierend wirken. Exzessive Steigerungen der Kreditvergabe und der Vermögenspreise waren in der Vergangenheit sowohl in Phasen mit niedriger und stabiler Inflation als auch in Hochinflationsphasen zu beobachten. Daher könnte die Geldpolitik – mit ihrem relativ kurzfristigen Prognosehorizont – unbeabsichtigt

... doch künftig vermehrt auch Förderung der Finanzstabilität

das Entstehen von Schwachstellen im Finanzsystem zulassen oder gar fördern. Geldpolitische Entscheidungsträger müssen diesen Bedenken mehr Gewicht einräumen, indem sie den Zeithorizont der Geldpolitik verlängern.

Zudem ist aus den im vorhergehenden Abschnitt erörterten Gründen nicht unbedingt zu erwarten, dass die Einrichtung makroprudenzieller Regelwerke, die die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems stärken sollen, auch Kredit- und Vermögenspreisexzesse spürbar dämpfen wird. Wie sich der Aufbau größerer Sicherheitsreserven in Boomphasen auf das Kreditwachstum auswirken könnte, ist noch ungewiss. Dagegen ist der Einfluss der Geldpolitik auf die allgemeinen Kreditkonditionen relativ klar.

Der Handlungsrahmen der Geldpolitik bedarf keiner umfangreichen Anpassungen, um auch die Aspekte der Finanzstabilität zu berücksichtigen. Systemrisiken bauen sich über einen langen Zeitraum auf. Den geldpolitischen Zielhorizont um einige Jahre über die üblichen zwei Jahre hinaus zu verlängern, würde den geldpolitischen Entscheidungsträgern helfen, längerfristige Gefahren für die Finanzstabilität – einschließlich der Auswirkungen eines bestimmten Leitzinsniveaus – gegen kurzfristigere Inflationsgefahren abzuwägen. Das Ergebnis wäre eine umfassendere Evaluation der Risiken, denen die Wirtschaft ausgesetzt ist. Viele Zentralbanken bewegen sich bereits in diese Richtung.

Werden längerfristige Risiken für die Finanzstabilität in die Modelle und Zielhorizonte der Zentralbanken einbezogen, so entfällt die Notwendigkeit, der Geldpolitik ein explizites Mandat für die Finanzstabilität zu geben. Dies würde zudem deutlich machen, dass Finanzstabilität ein Bestandteil ihrer allgemein akzeptierten Bemühungen um gesamtwirtschaftliche Stabilität ist. Dennoch könnte ein explizites Mandat der Geldpolitik für die Finanzstabilität hilfreich sein, da es die Zentralbank vom Druck befreien würde, in Zeiten der Hochkonjunktur bei gleichzeitig niedriger Inflation auf eine Straffung der Geldpolitik verzichten zu müssen. Hier würde ein Mandat für die Finanzstabilität der Zentralbank erlauben, ihre Geldpolitik zu straffen, um längerfristigen Stabilitätsrisiken entgegenzuwirken.

In jedem Fall werden gewisse allgemeine institutionelle Strukturen unverzichtbar sein, damit die Verpflichtung der Zentralbank auf das Ziel der Preisstabilität glaubwürdig bleibt: klare Mandate und Strategien für makroprudenzielle und geldpolitische Aufgaben, operative Unabhängigkeit, Mechanismen, die eine effektive öffentliche Kommunikation der getroffenen Entscheidungen gewährleisten, sowie Verfahren zur Lösung eventueller Zielkonflikte. Auch hier werden die institutionellen Strukturen von länderspezifischen Gegebenheiten abhängen, einschließlich der Rolle der Zentralbank bei der Finanzregulierung und -aufsicht.

## Zusammenfassung

Um die Stabilität des Finanzsystems und der Gesamtwirtschaft langfristig sicherzustellen, ist es notwendig, einen sorgfältig konzipierten makroprudenziellen Handlungsrahmen einzuführen und den bestehenden Handlungsrahmen der Geldpolitik anzupassen. Der gegenwärtige politische Konsens bietet hierfür eine einzigartige Chance.

Verlängerung des geldpolitischen Zeithorizonts macht eigenständiges Finanzstabilitätsziel der Geldpolitik überflüssig

Institutionelle Strukturen müssen Glaubwürdigkeit des Preisstabilitätsziels schützen

Die Herausforderung für die makroprudenzielle Politik besteht darin, einen effektiven Handlungsrahmen zu errichten, der im Laufe der Zeit die Unterstützung der Öffentlichkeit gewinnt. Der makroprudenzielle Ansatz kann sicher kein Allheilmittel sein und sollte nicht als solches dargestellt werden – es wird auch künftig Rezessionen geben, selbst bei einem stabilen Finanzsystem. Die Erwartungen der Öffentlichkeit müssen mit dem, was ein solcher Ansatz tatsächlich zu erreichen vermag, im Einklang gehalten werden.

Angesichts dessen, was erwiesenermaßen erreicht werden kann, sollte derzeit das vorrangige Ziel der makroprudenziellen Politik in der Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems bestehen. Gelingt dies, so könnten auch exzessive Ausweitungen des Kreditbestandes und nicht tragfähige Entwicklungen bei den Vermögenspreisen leichter im Zaum gehalten werden. Im Laufe der Zeit kann der makroprudenzielle Handlungsrahmen mit zunehmender Erfahrung schrittweise erweitert werden, sodass die Abschwächung von Kredit- und Vermögenspreiszyklen stärker in den Vordergrund rückt.

Die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems kann mit einfachen makroprudenziellen Instrumenten gestärkt werden. Feste Obergrenzen, automatische Stabilisatoren und grobe Anpassungen von Instrumenten – entsprechend der Zuverlässigkeit der verfügbaren Systemrisikoindikatoren – lassen sich ohne große Schwierigkeiten umsetzen. Für einzelne Wirtschaftszweige, z.B. den Immobiliensektor, können sektorspezifische Maßnahmen eingeführt werden, wenn klar ist, dass sie häufig systemweite Probleme auslösen. Insgesamt ist aber gegenüber hochgradig sektorspezifischen Vorgehensweisen Vorsicht geboten, da sie als politische Steuerung der Kreditvergabe missverstanden werden können und ein systemweiter Fokus der Bemühungen um Finanzstabilität fest etabliert werden muss.

Um eine solide Basis für die Umsetzung der makroprudenziellen Politik zu schaffen, müssen die institutionellen Strukturen sorgfältig konzipiert werden. Ein gewisses Maß an operativer Unabhängigkeit ist für die makroprudenzielle Politik unverzichtbar, aber abgesehen von solchen allgemeinen Überlegungen werden auch länderspezifische Gegebenheiten eine Rolle spielen.

Eine erfolgreiche makroprudenzielle Politik wird die Geldpolitik unterstützen. Doch mit der Entwicklung und Einführung des makroprudenziellen Regelwerks muss der Handlungsrahmen der Geldpolitik angepasst werden. Um ihren Beitrag zur finanz- und gesamtwirtschaftlichen Stabilität zu maximieren, muss die Geldpolitik zudem ihren Zielhorizont über die kurzfristige Inflation hinaus erweitern. Eine Verlängerung dieses Zielhorizonts würde dazu führen, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger die Finanzstabilität umfassender berücksichtigen. Dadurch würden sie auch die Preisstabilität wirksamer und auf längere Sicht fördern.