

Frühwarn- und Überwachungssystem zur Stabilisierung der Finanzmärkte

Auf dem Weg zu einem makroprudentiellen Regime

Nach der Finanzkrise ist eine intensive Suche nach Spielregeln zur künftigen Stabilisierung des Finanzsektors angelaufen. Der Autor des folgenden Beitrags schlägt vor, neben der Geldpolitik eine Überwachung allfälliger Ungleichgewichte einzurichten.

Stefan Gerlach

Die Finanzkrise hat uns zwei Dinge deutlich gelehrt. Erstens dürfen Zentralbanken nie wieder zulassen, dass Ungleichgewichte im Finanzsystem so gross werden, dass sie weite Teile des Systems zum Einsturz bringen, wenn sie sich wieder auflösen. Zentralbanken müssen sich in der Zukunft «gegen den Wind lehnen», wenn sie den Eindruck haben, dass sich Ungleichgewichte aufbauen – und das selbst dann, wenn die Datenlage nur skizzenhaft ist. Und sie müssen daran denken, dass die Kosten des zu späten Handelns die Kosten eines zu frühen Handelns bei weitem übertreffen können.

Geldpolitik wäre zu grob

Zweitens ist Geldpolitik nicht das richtige Instrument für diesen Zweck. Zinsen haben eine allzu grobe Wirkung, um finanzielle Ungleichgewichte entschärfen zu können, denn diese betreffen typischerweise ganz bestimmte Marktsegmente und Institutionen. Um das Wachstum solcher Ungleichgewichte zu bremsen, müssten die Zinsen ja massiv angehoben werden, was zu einem Einbruch des Wirtschaftswachstums führen würde. Es wäre verfehlt, durch Geldpolitik heute eine Rezession zu provozieren, um eine allfällige Rezession zu vermeiden, die durch die Ungleichgewichte in Zukunft vielleicht entstehen könnte.

Das wissen die Zentralbankvertreter natürlich, und genau deshalb verwenden sie so viel Zeit und Anstrengung auf die Entwicklung von sogenannten makroprudentiellen Instrumenten. Diese Instrumente unterscheiden sich vom normalen geldpolitischen Instrumentarium und sind darauf ausgerichtet, finanzielle Aktivitäten zu lenken und das Entstehen von spekulativen Blasen zu verhindern.

Fünf Grundsätze

Die Entwicklung dieser Instrumente befindet sich noch in der Anfangs-

phase, aber es ist bereits jetzt klar, dass das neue Regime fünf Eigenschaften haben muss.

► Erstens muss das neue Regelwerk breit angelegt sein und alle Institutionen einschliessen, die ein hohes Leveraging aufweisen oder Fristentransformation betreiben. Ein wichtiger Faktor, der zur relativ sanften Regulierung vor der Krise beitrug, bestand darin, dass Firmen im strengeren Regime der siebziger Jahre die Regulierungen umgangen hatten, indem sie Finanzaktivitäten in unregulierte Sektoren verlegten. Um zu verhindern, dass dies wieder geschieht, darf das neue Regime nicht nur für Institutionen gelten, die Einlagen annehmen, sondern muss darauf angelegt sein, so viele Finanzinstitutionen wie möglich zu regulieren.

► Zweitens muss das neue Regime international ausgerichtet sein. Es ist zu vermeiden, dass Banken ihre Aktivitäten aufgrund neuer Regulierungen in ihrem Heimmarkt in andere Finanzzentren mit liberaleren Regeln verlagern – etwa wie in den sechziger Jahren, als die Einführung der Regulation Q in den USA zur Bildung des Eurodollar-Marktes in London führte. Man könnte natürlich argumentieren, dass es im Grunde wünschenswert sei, dass riskante Finanzaktivitäten ins Ausland abwandern. Allerdings sind die Finanzmärkte heutzutage so vernetzt, dass eine lokale Krise schnell global werden kann. Deshalb muss das neue Regelwerk international angelegt werden. Dies wiederum bedeutet, dass ein Einverständnis erreicht werden muss, vor allem zwischen Europa und den Vereinigten Staaten, und dass unterschiedliche Ansichten, etwa in Bezug auf Hedge-Funds, überwunden werden müssen.

► Drittens muss die makroprudentielle Politik transparent und vorhersehbar sein. Um die Prozyklizität des Finanzsystems einzudämmen, müssen die makroprudentiellen Instrumente – die vermutlich minimale Kapitalquoten sowie maximale Verschuldungsquoten und Belehnungsgrenzen einschliessen werden – flexibel über die Zeit hinweg anpassbar sein. Über den Finanzzyklus werden die makroprudentiellen Entscheidungsträger jeweils die Instrumente anpassen, von denen sie sich die höchste Wirkung für das diagnostizierte Ungleichgewicht versprechen. Diese Anpassungen müssen von den Finanzmärkten grob vorhersehbar sein, damit sie nicht unerwartete Bewegungen in Anlagepreisen verursachen und zu finanzieller Instabilität führen. Dies macht Transparenz über die Gründe

von Anpassungen der makroprudentiellen Instrumente unabdingbar.

Verträglich mit der Geldpolitik

Darüber hinaus wird Vorhersagbarkeit die Wirksamkeit des makroprudentiellen Regimes erhöhen. Da eine straffere makroprudentielle Politik die Gewinnaussichten von Finanzinstitutionen schmälert, haben sie den Anreiz, eine solche Straffung zu vermeiden und Aktivitäten zu begrenzen, die zum Aufbau von Ungleichgewichten beitragen. Es ist daher wünschenswert, dass der Finanzsektor die Überlegungen, die hinter Änderungen in der makroprudentiellen Politik stehen, versteht.

► Viertens muss die makroprudentielle Politik in Einklang mit der Geldpolitik gesetzt werden. Obwohl makroprudentielle Politik auf das Marktsegment fokussiert werden kann, das von Ungleichgewichten betroffen ist (wie beispielsweise Hypotheken oder Hedgefund-Kredite), hat sie doch auch einen Effekt auf die Wirtschaft als Ganzes. Eine Straffung der makroprudentiellen Politik erhöht die Finanzierungskosten und verringert das Kreditvolumen, ähnlich wie eine Straffung der Geldpolitik. Deshalb ist es wichtig, diese beiden Politiken zu koordinieren.

► Fünftens muss die makroprudentielle Politik gemeinsam von der Zentralbank und allen Regierungsbehörden, die für Finanzstabilität verantwortlich sind, konzipiert werden, etwa in einem makroprudentiellen Komitee, wie es in Grossbritannien vorgeschlagen wurde. Angesichts der engen Verflechtung von makroprudentieller Politik und Geldpolitik sowie der Schwierigkeiten bei der Kooperation zwischen Zentralbanken und den anderen Behörden in Krisen ist es wichtig, dass die Kompetenz für Änderungen in der makroprudentiellen Politik bei lediglich einer Institution liegt. Ihre Entscheidungsträger sollten sich zu fixen Daten treffen, transparent agieren und, vielleicht öffentlich, über Anpassungen makroprudentieller Instrumente abstimmen.

Die Ausgestaltung eines gut funktionierenden makroprudentiellen Regelwerks ist eine wichtige Aufgabe. Sie muss bewältigt werden, solange der politische Wille dafür noch vorhanden und die Erinnerung an die Krise und die Lehren daraus noch frisch ist.

Prof. **Stefan Gerlach** ist geschäftsführender Direktor des Instituts für Geld- und Finanzstabilität an der Universität Frankfurt, wohnhaft in Bottmingen (BL).