

Die grenzüberschreitenden Implikationen makroprudenzieller Politik

22

Claudia M. Buch* und Ursula Vogel**

Der Beitrag basiert auf einer Rede, die am 11. Juni 2015 auf dem Festakt anlässlich des 100. Geburtstags von Hans Möller an der Ludwig-Maximilians-Universität München gehalten wurde.

Motivation

Finanzkrisen verursachen hohe finanzielle und realwirtschaftliche Kosten. So lagen infolge von Finanzkrisen die Wachstums- einbußen relativ zum langfristigen Trend durchschnittlich bei 23%, und die öffentliche Verschuldung stieg um über 12 Prozentpunkte relativ zum BIP (vgl. Laeven und Valencia 2012). Krisen fallen besonders schwer aus, wenn Steigerungen von Vermögenspreisen von einem Kreditboom getrieben waren (vgl. Brunnermeier und Schnabel 2015). Zwar haben politische Maßnahmen zur Abmilderung eines Booms in der Vergangenheit dazu beigetragen, Krisen oder deren Auswirkungen zu vermindern. Oft sind aber entsprechende Schritte zu spät unternommen worden.

Viele der Maßnahmen, die in der Vergangenheit eingesetzt wurden, würde man heute als »makroprudenzielle« Politik bezeichnen. Allerdings setzte sich erst auf Grundlage der Erfahrungen mit der jüngeren globalen Finanzkrise die Überzeugung durch, dass die traditionelle Wirtschaftspolitik von einer speziellen makroprudenziellen Politik begleitet und ergänzt werden sollte. Ziel makroprudenzieller Politik ist es, einen Beitrag zur Stabilität des gesamten Finanzsystems zu leisten. Ihre Maßnahmen sind darauf ausgerichtet, die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zu stärken und den zyklischen Aufbau systemischer Risiken zu begrenzen. Makroprudenzielle Politik soll negative externe Effekte dadurch reduzieren, dass sie auf Anreizstrukturen der Marktteilnehmer einwirkt und dafür Sorge trägt, dass diese Risiken aus eigener Kraft tragen können.¹

Ziel makroprudenzieller Politik ist es dabei nicht, Risiken gänzlich aus dem Markt zu nehmen. Unsicherheit und Risiko sind ein wesentlicher Bestandteil von Marktprozessen. Marktprozesse erfordern es gleichzeitig aber auch, dass Haftungsmechanismen greifen und Risiken nicht auf andere Marktteilnehmer oder den Steuerzahler abgewälzt werden können. Daher sind Mechanismen zur Restrukturierung und Abwicklung von Banken in Schieflage ein wesentlicher Baustein makroprudenzieller Politik.

Systemische Risiken in Finanzsystemen können entstehen, wenn die Schieflage eines Instituts (oder einer Gruppe von Instituten) die Funktionsfähigkeit des gesamten Finanzsystems bedroht. Hellwig (1998) unterscheidet zwei Ausbreitungskanäle. Zum einen können sich negative Schocks über direkte vertragliche Verbindungen zwischen Marktteilnehmern ausbreiten, so dass die finanziellen Schwierigkeiten eines Akteurs – gleichsam einem Dominoeffekt – zur Schieflage anderer Marktteilnehmer führen können. Zum anderen können Herdenverhalten, unzureichende Diversifikation und eine starke Ähnlichkeit der Portfoliostrukturen der Marktteilnehmer dazu führen, dass indirekte Ansteckungseffekte ausgelöst werden. Indirekte Ansteckungseffekte können beispielsweise entstehen, wenn viele Einleger gleichzeitig versuchen, ihre Einlagen aus Banken abzurufen und es zu einem »Bank Run« kommt. In Krisenzeiten versuchen zudem viele Investoren gleichzeitig, Aktiva zu verkaufen. Es kommt so zu einem »Fire Sale« und einem Verfall der Vermögenspreise, der wiederum Abschreibungsbedarf auslöst und die Kapitalpuffer im Finanzsystem aufzehrt.

Internationale Verflechtungen zwischen Finanzsystemen können ein wichtiger Übertragungskanal für systemische Risiken sein. Zwar können kleinere Schocks in einem besser vernetzten und diversifizierten Finanzsystem leichter verarbeitet werden. Je stärker die Vernetzung ist,

* Prof. Dr. Claudia M. Buch ist Vizepräsidentin der Deutschen Bundesbank.

** Dr. Ursula Vogel ist wissenschaftliche Mitarbeiterin bei der Deutschen Bundesbank.

¹ De Nicolo et al. (2012) geben einen Überblick zu negativen externen Effekten im Bankensektor. Acemoglu et al. (2013) und Stein (2012) modellieren systemische Risiken, die aus diesen Externalitäten entstehen können.

desto größer kann jedoch auch das Risiko einer negativen Ansteckung werden (vgl. Allen und Gale 2000). Zudem können nationale Regulierungen in einem integrierten System leichter umgangen werden.

Angesichts der starken Vernetzung der europäischen Volkswirtschaften hat sich daher in Europa ein institutionelles und rechtliches Rahmenwerk herausgebildet, das eine Balance zwischen nationaler Verantwortung für die jeweilige makroprudenzielle Politik und der notwendigen Koordination ermöglicht. Ziel dieses Beitrags ist es, einen Überblick über die grenzüberschreitenden Effekte makroprudenzieller Politik zu geben, den institutionellen Rahmen in Europa zu beschreiben und Schwerpunkte für die internationale Politikkoordination zu skizzieren.

Grenzüberschreitende Effekte makroprudenzieller Politik

Erkenntnisse aus der Forschung

Die makroprudenzielle Politik ist ein noch relativ neues Feld in der Wirtschaftspolitik, das vor dem Hintergrund der jüngsten Finanzkrise an Bedeutung gewonnen hat.² Dementsprechend gibt es bislang kaum praktische Erfahrungen mit dem Einsatz makroprudenzieller Instrumente. Um eine Einschätzung zur Wirkung solcher Maßnahmen abgeben zu können, ist die makroprudenzielle Politik in Europa auf modellgestützte theoretische Überlegungen oder empirische Erfahrungen anderer Länder angewiesen.

Makroprudenzielle Politik ist grundsätzlich darauf ausgerichtet, negative externe Effekte im Finanzsystem zu reduzieren. Makroprudenzielle Maßnahmen können in vier Gruppen unterteilt werden:

- (i) die Besteuerung von Finanztransaktionen nach dem Vorbild einer Pigou-Steuer zur Internalisierung externer Effekte (vgl. Jeanne und Korinek 2010a; 2010b; Perotti und Suarez 2011; Shin 2010),
- (ii) quantitative Beschränkungen der Kreditvergabe, z.B. in Form von »Loan-to-Value«-Obergrenzen, zur Vermeidung einer Lockerung von Standards bei der Kreditvergabe (vgl. Guerrieri und Iacoviello 2014; Iacoviello 2005),
- (iii) höhere Kapital- oder Liquiditätsanforderungen, um die Risikopuffer im System zu stärken (vgl. Blum und Hellwig 1995; Junge und Kugler 2013; Miles et al. 2012) sowie
- (iv) Kapitalverkehrskontrollen.

Dabei ist die Zuordnung von Kapitalverkehrskontrollen zu den makroprudenziellen Instrumenten nicht unkontrovers. Kapitalverkehrskontrollen können dazu beitragen, den Auf-

bau von systemischen Risiken, der aus spekulativen Kapitalzuflüssen aus dem Ausland bei inländischen Akteuren entstehen kann, zu begrenzen (vgl. Ostry et al. 2011). Korinek und Sandri (2014) zeigen, dass Kapitalverkehrskontrollen zu einem vorsichtigeren Verhalten der inländischen Akteure führen können – und zwar sowohl der Kreditnehmer als auch der Sparer.

Im Mittelpunkt theoretischer Modelle steht überwiegend die Wirkung einer nationalen makroprudenziellen Maßnahme auf das handelnde Land selbst. Wie alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen hat makroprudenzielle Politik aber auch Auswirkungen über nationale Grenzen hinweg. Vergleichsweise unproblematisch sind Szenarien, in denen eine Maßnahme sowohl im In- als auch im Ausland stabilisierend wirkt. Herausfordernder dürfte dagegen eine Situation sein, in der eine Maßnahme des Inlands die Finanzstabilität anderer Länder negativ beeinflussen kann. Ob eine internationale Koordination makroprudenzieller Politik erforderlich ist, ist daher nicht eindeutig.³

Grenzüberschreitende Wirkungen makroprudenzieller Maßnahmen – und ein sich daraus möglicherweise ableitendes Erfordernis zu internationaler Kooperation – stehen im Mittelpunkt einer aktuellen Arbeit von Jeanne (2014). Trotz grenzüberschreitender Auswirkungen makroprudenzieller Maßnahmen ist demnach eine internationale Koordination nicht unbedingt erforderlich. Grundsätzlich können Länder mögliche negative Effekte infolge der Regulierung anderer Länder mit eigenen makroprudenziellen Maßnahmen ausgleichen. Sollte der Einsatz makroprudenzieller Maßnahmen jedoch zu einem Rückgang der weltweiten Nachfrage führen, der durch andere Politikmaßnahmen nicht ausgeglichen werden kann, so könnte eine internationale Politikkoordination zu einer Wohlfahrtssteigerung führen.

Auch empirische Arbeiten beschäftigen sich bislang hauptsächlich mit der Wirksamkeit makroprudenzieller Maßnahmen innerhalb eines Landes⁴, Untersuchungen zur grenzüberschreitenden Wirkung makroprudenzieller Maßnahmen gibt es kaum. Cerutti et al. (2015) präsentieren Anhaltspunkte dafür, dass die Effektivität makroprudenzieller Maßnahmen von der finanziellen Offenheit des regulierenden Landes abhängt. So sind die Auswirkungen eines makroprudenziellen Instrumenteneinsatzes auf das Kreditwachstum und die Immobilienpreisentwicklung umso schwächer, je stärker Volkswirtschaften international integriert sind. Ein Grund für

² Borio (2003) ist eines der ersten Papiere, das sich bereits vor der Krise explizit mit dem Thema makroprudenzieller Politik beschäftigt hat.

³ Die internationale Koordination von Kapitalverkehrskontrollen wurde auch für die Fälle untersucht, in denen diese Maßnahmen nicht in erster Linie als Instrumente der Bankenaufsicht eingesetzt werden. Farhi und Werning (2012) untersuchen beispielsweise die Auswirkungen von Kapitalverkehrskontrollen auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität. Costinot, Lorenzoni und Werning (2011) zeigen, dass ein international koordinierter Einsatz von Kapitalverkehrskontrollen sinnvoll sein kann, wenn Länder groß genug sind, um die intertemporalen Terms of Trade, d.h. den weltweiten Realzins, zu beeinflussen.

⁴ Galati und Moessner (2014) geben einen Überblick über die Literatur zur Effektivität makroprudenzieller Maßnahmen.

diese Beobachtung könnte sein, dass in einer offenen Volkswirtschaft ausländische Finanzmarktakteure, die nicht der Regulierung dieses Landes unterliegen (wie z.B. die Zweigstellen ausländischer Banken), den inländischen Finanzinstituten Marktanteile streitig machen können. Infolge zunehmender makroprudenzieller Regulierung generell nimmt die grenzüberschreitende Kreditvergabe in der Tat zu (vgl. Cerutti et al. 2015).

Zum aktuellen Umgang mit grenzüberschreitenden Effekten

Vor dem Hintergrund der obigen Diskussion lassen sich drei Dimensionen grenzüberschreitender Effekte identifizieren, die für die makroprudenzielle Politik relevant sind. Erstens können sich finanzielle Instabilitäten im Ausland bei einem hohen Grad der internationalen Verflechtung der Finanzmärkte auf das Inland übertragen. Ein zu spätes Eingreifen im Ausland kann negative Auswirkungen auf das Inland haben. Zweitens kann eine restriktive Regulierung im Ausland zu einer Verlagerung von finanziellen Geschäften in das Inland und damit zu einem Aufbau systemischer Risiken führen. Drittens kann die Effektivität einer makroprudenziellen Maßnahme im Inland durch grenzüberschreitende Regulierungsarbitrage geschmälert werden.

Isolierte makroprudenzielle Maßnahmen können daher in ihrer Wirkung gemindert werden. Wie stark dieser Effekt ist, hängt davon ab, wo Risiken entstehen und wie stark die jeweiligen Märkte integriert sind. Unterschiedliche Regulierungstatbestände können daher ein unterschiedliches Maß an internationaler Koordination und Kooperation erfordern.

Vergleichsweise geringe Anforderungen an die Koordinierung makroprudenzieller Maßnahmen ergeben sich, wenn die betreffenden Finanzmärkte kaum international integriert sind. So wird z.B. der Markt für die Finanzierung von Wohnimmobilien oftmals von inländischen Kreditinstituten dominiert. In der Folge könnte eine nationale Maßnahme zur Regulierung der Wohnimmobilienfinanzierung auch dann effektiv sein, wenn sie nicht von den Aufsehern anderer Länder übernommen würde. Gleichwohl müsste beobachtet werden, ob als Reaktion auf eine nationale Regulierung verstärkt Kredite im Ausland aufgenommen werden.

Grundlegend anders dürfte sich dagegen die Situation bei der Regulierung von liquiden Finanzinstrumenten darstellen, die regelmäßig und in hohem Volumen grenzüberschreitend gehandelt werden. Käme es zu einer übermäßigen Nachfrage nach solchen Wertpapieren und zu einem Aufbau systemischer Risiken, könnten isolierte nationale Maßnahmen unzureichend sein, um Risiken effektiv einzudämmen. Ausländische Investoren könnten als Käufer dieser Instrumente einspringen, sofern inländische Investoren wegen der verschärften inländischen Regulierung ihre Nachfrage nach die-

sen Instrumenten einschränken müssten. Würden sich Risiken materialisieren, so könnten in integrierten Märkten Schiefagen ausländischer Anleger zu finanziellen Schwierigkeiten bei heimischen Finanzinstituten führen. Das könnte verhindert werden, wenn eine Verschärfung regulatorischer Vorgaben im Inland von ausländischen Aufsehern übernommen würde. Eine solche gegenseitige Übernahme von Regulierungsmaßnahmen wird als »Reziprozität« bezeichnet.

Das Basel-III-Rahmenwerk des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht (*Basel Committee for Banking Supervision: BCBS*) macht für den antizyklischen Kapitalpuffer Vorschläge zur Ausgestaltung der Reziprozitätsregeln (vgl. BCBS 2010). Diese Reziprozität wurde in der europäischen Eigenkapitalrichtlinie (*Capital Requirements Directive: CRD IV*) aufgegriffen.⁵ Ziel des antizyklischen Kapitalpuffers ist es, das Bankensystem vor Verlusten aus konjunkturellen Risiken zu schützen. Wenn sich zyklische Risiken aufbauen, sollen Kapitalpuffer gebildet werden. Dieses Kapital kann dann genutzt werden, wenn sich Risiken materialisieren und Verluste aufgefangen werden. Damit kann auch versucht werden, einer (prozyklischen) Einschränkung der Kreditvergabe (einem »credit crunch«) vorzubeugen.

Die Regeln zur Reziprozität legen fest, dass wenn eine nationale Behörde im Einklang mit den Vorschlägen des BCBS, die Quote des antizyklischen Kapitalpuffers auf einen Wert bis zu 2,5% festsetzt, die Aufseher anderer Staaten verpflichtet sind, diese Pufferquote für in diesem Land belegene maßgebliche Risikopositionen zu übernehmen (»verpflichtende Reziprozität«). Diese Vorgaben zur Reziprozität des antizyklischen Kapitalpuffers gelten für alle Länder weltweit. Für Quoten jenseits der Marke von 2,5% besteht dagegen die Möglichkeit, nicht aber die Verpflichtung, die ausländische Quote anzuerkennen (»freiwillige Reziprozität«). Die Regelungen zur Reziprozität ermöglichen es somit, grenzüberschreitende Regulierungsarbitrage zu erschweren und damit die Effektivität des Instruments zu sichern. Zudem können so Wettbewerbsverzerrungen zwischen inländischen und gebietsfremden Instituten gemindert werden.

Trotz der internationalen Verfügbarkeit des antizyklischen Kapitalpuffers und den Vorgaben zu dessen Anwendung und gegenseitiger Anerkennung, sind die praktischen Erfahrungen mit der Reziprozität in diesem Bereich noch begrenzt. Zahlreiche Mitgliedstaaten der EU werden den antizyklischen Kapitalpuffer erst zum 1. Januar 2016 einführen. Andere Mitgliedstaaten haben den Puffer zwar bereits eingeführt, die Quote jedoch auf 0% festgesetzt. Aktuell hat von den 28 Mitgliedstaaten der EU nur Schweden eine Pufferquote für den antizyklischen Kapitalpuffer in Höhe von 1% festgelegt, die bislang von Dänemark, Finnland und dem Vereinigten Kö-

⁵ Vgl. Artikel 136 CRD IV. Weitere Vorgaben zur zumindest freiwilligen Reziprozität makroprudenzieller Maßnahmen existieren für den Systemrisikopuffer (Art. 134(1) CRD) oder für Maßnahmen auf Grundlage des Artikels 458 CRR.

nigreich anerkannt wurde. Das Vereinigte Königreich hat darüber hinaus die Quoten von Norwegen und Hongkong anerkannt, selbst aber noch keine positive Pufferquote gewählt.

Seit der Anwendbarkeit der CRD IV und der europäischen Eigenmittelverordnung (*Capital Requirements Regulation: CRR*) Anfang 2014 wurden bereits zahlreiche makroprudenzielle Maßnahmen ergriffen. Der ESRB zählt bis zum 23. Juni 2015 insgesamt 115 ergriffene (und 37 weitere angekündigte) makroprudenzielle Maßnahmen innerhalb der EU.⁶ Hierzu zählen erstmalig ergriffene Maßnahmen, Maßnahmen zur Anerkennung der Maßnahmen anderer Länder sowie auch die vierteljährliche Festsetzung der Quote für den antizyklischen Kapitalpuffer. Zwar wurden bereits oder werden zukünftig 21 dieser Maßnahmen von anderen Mitgliedstaaten reziprok angewandt. Insgesamt zeigt die bisherige Erfahrung jedoch, dass makroprudenzielle Maßnahmen nur selten von anderen Mitgliedstaaten anerkannt wurden, wenn dies nicht gemäß dem EU-Recht erforderlich war.

Das institutionelle Rahmenwerk für makroprudenzielle Politik in Europa

Neben neuen Regeln zum Umgang mit Risiken für die Finanzstabilität wurden Institutionen etabliert, die Vorgaben zur gegenseitigen Anerkennung makroprudenzieller Maßnahmen durch zusätzliche Koordinations- und Eingriffsregelungen ergänzen. Kurz nach Ausbruch der Krise, im Jahr 2011, wurde der Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (*European Systemic Risk Board: ESRB*) gegründet. Der ESRB beobachtet die Stabilitätslage im gesamten Finanzsystem der Europäischen Union (EU) und empfiehlt Maßnahmen, mit denen systemische Risiken von den zuständigen Behörden adressiert werden sollten. Gleichzeitig bietet er nationalen und europäischen Behörden ein Forum zum Erfahrungs- und Meinungsaustausch, bewertet die Maßnahmen nationaler Stellen und gibt Einschätzungen an die Europäische Kommission und den Rat ab. Damit besitzt der ESRB eine zentrale Rolle bei der Überwachung der Finanzstabilität in Europa, bei der Koordinierung nationaler makroprudenzieller Maßnahmen und bei der Beurteilung grenzüberschreitender Effekte.

Generell ist die makroprudenzielle Politik in Europa, auch nach Einführung des einheitlichen Bankenaufsichtsmechanismus (*Single Supervisory Mechanism: SSM*) im November 2014, vorwiegend eine Aufgabe der nationalen Behörden. Dies trägt dem Umstand Rechnung, dass die einzelnen Finanzsysteme spezifische Charakteristika aufweisen. Verwundbarkeiten der nationalen Finanzsysteme, die beispielsweise aus der gemeinsamen Geldpolitik im Euroraum resul-

tieren können, können so direkt angegangen werden. Zudem können makroprudenzielle Maßnahmen nationale Eingriffsrechte erfordern, für die es kein entsprechendes Mandat auf europäischer Ebene gibt.

Auf nationaler Ebene ist in Deutschland der Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) das für makroprudenzielle Politik zuständige Gremium. Der Verantwortungsbereich des AFS umfasst, ebenso wie der des ESRB, den Bankensektor, den Versicherungssektor sowie Finanzmarktinfrastrukturen. Der AFS, dem jeweils drei stimmberechtigte Vertreter des Bundesministeriums der Finanzen, der Deutschen Bundesbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie ein nicht stimmberechtigter Vertreter der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung angehören, kann im Fall von Gefahren für die Finanzstabilität Warnungen und Empfehlungen, z.B. über den Einsatz makroprudenzieller Instrumente, an alle inländischen öffentlichen Stellen richten. Seine erste Empfehlung hat der AFS Ende Juni dieses Jahres veröffentlicht. Sie richtet sich an die Bundesregierung und empfiehlt die Schaffung einer rechtlichen Grundlage für nationale makroprudenzielle Instrumente für den Wohnimmobilienmarkt.⁷ Diese Instrumente – u.a. die Höhe des mindestens einzubringenden Eigenkapitals oder eine Mindesttilgung – sollen im Falle einer kreditgetriebenen Überhitzung auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt prudenzielle Eingriffe ermöglichen.

Mit Einführung des SSM hat zudem die Europäische Zentralbank (EZB) makroprudenzielle Verantwortung übernommen.⁸ Sie besitzt das Recht, nationale Maßnahmen auf Grundlage der CRD IV und der CRR zwar zu verschärfen, nicht aber zu lockern. Dadurch soll sichergestellt werden, dass ein Mitgliedsland des SSM eine notwendige makroprudenzielle Maßnahme nicht aus Rücksicht auf nationale wirtschaftspolitische Interessen unterlässt oder zu schwach dosiert. Der EZB fällt damit eine wichtige Rolle im makroprudenziellen Rahmenwerk zu, da die regulatorische Letzhargie eines Mitgliedstaats zu einem Aufbau systemischer Risiken führen kann, der die Stabilität des gesamten Finanzsystems in Europa bedrohen könnte.

Grundsätze für internationale Zusammenarbeit

Vor dem Hintergrund der Erfahrungen der jüngsten Finanzkrisen hat die makroprudenzielle Politik auf globaler Ebene und in Europa Fortschritte gemacht. Gleichwohl ist sie noch nicht am Ende ihres Weges angekommen. In welchem Maße makroprudenzielle Politik international koordiniert werden sollte und wie deren grenzüberschreitenden Wirkungen sind, sind noch weitgehend unbeantwortete Fragen. Eine stärkere internationale Kooperation kann sinnvoll sein, wenn so

⁶ Vgl. den vom ESRB bereitgestellten Überblick über national ergriffene Maßnahmen unter <https://www.esrb.europa.eu/mppa/html/index.en.html>.

⁷ Vgl. http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2015/2015_06_30_afs.html.

⁸ Vgl. Art. 5 SSM Verordnung.

negative Ansteckungseffekte reduziert und Regulierungsarbitrage erschwert werden kann. Gegen eine stärkere Koordination kann hingegen sprechen, dass eine Festlegung einheitlicher Standards einem Wettbewerb der nationalen Regulierungssysteme entgegenstehen kann. Gleichwohl sollten nationale Maßnahmen zentralen Grundsätzen der internationalen Zusammenarbeit folgen. Im Folgenden werden einige Ansatzpunkte vorgestellt.

Rahmenwerk für Reziprozität

Ziel makroprudenzieller Maßnahmen sollte es sein, negative externe Effekte, die von Schieflagen einzelner Institute oder Verzerrungen in bestimmten Marktsegmenten resultieren und Auswirkungen auf die Stabilität des gesamten Finanzsystems haben, zu reduzieren. Möglichkeiten der regulatorischen Arbitrage – sei es durch Ausweichen auf andere Finanzprodukte oder durch das Ausweichen auf andere Märkte – kann die Effektivität dieser Maßnahmen begrenzen. Es können sogar negative Ansteckungseffekte ausgelöst werden, wenn Risiken verlagert werden. Ziel eines Rahmenwerks zur internationalen Koordination nationaler makroprudenzieller Maßnahmen sollte es daher sein, die Effektivität nationaler Maßnahmen sicherzustellen und negative grenzüberschreitender Implikationen zu reduzieren.

Hierbei sind grundsätzlich zwei Fälle zu unterscheiden. Für Instrumente, die an bestimmten Risikopositionen ansetzen, ist eine reziproke Anwendung von Maßnahmen sinnvoll, um die Umgehung der Maßnahmen sowie das Ausnutzen von Wettbewerbsvorteilen zu unterbinden. Für das gleiche makroprudenzielle Risiko sollte dabei die gleiche makroprudenzielle Maßnahme gelten. Die makroprudenzielle Behandlung eines Risikos sollte allein vom Standort des Risikos an sich bestimmt werden und nicht vom Standort und von der Art des Finanzinstituts, das das jeweilige Risiko trägt. Bei Maßnahmen hingegen, die institutsspezifisch sind, wie beispielsweise Kapitalpuffer für systemrelevante Banken, besteht keine Notwendigkeit zur Reziprozität. Bei Maßnahmen, die nicht eindeutig einer der beiden Gruppen zugeordnet werden können, ist eine Ad-hoc-Einschätzung erforderlich, ob eine internationale Anerkennung der Maßnahme erforderlich ist, um deren Effektivität sicher zu stellen.

Bei der Ausgestaltung eines Rahmenwerks für die Koordination und Kommunikation makroprudenzieller Maßnahmen kommt dem ESRB eine wichtige Rolle zu. So könnte durch eine Empfehlung des ESRB ein Schritt in Richtung eines EU-weiten Rahmenwerks für Reziprozität und die Koordination makroprudenzieller Politik gemacht werden.

Standards für die Evaluierung

Bislang wurden wenige explizite Erfahrungen mit dem Einsatz makroprudenzieller Instrumente gemacht. Viele aufsichtliche

Maßnahmen, die in der Vergangenheit umgesetzt wurden, hatten nicht allein das Ziel, die Finanzstabilität zu beeinflussen. Viele dezidiert makroprudenzielle Instrumente wiederum wurden in sich entwickelnden Volkswirtschaften eingeführt, so dass die Übertragbarkeit der dortigen Erfahrungen auf andere Länder und Finanzsysteme nicht unmittelbar gegeben ist.

Diese Unsicherheit über die Wirkung makroprudenzieller Maßnahmen kann tendenziell zum Anlass genommen werden, zunächst weitere Analysen durchzuführen und weitere Daten zu sammeln. Eine solche Strategie des Abwartens birgt aber ebenso das Risiko, dass möglicherweise zu spät gehandelt wird (*inaction bias*). Nicht zuletzt aus diesem Grund ist es erforderlich, einen klaren Politikprozess zu definieren, der auch die systematische Evaluierung umfasst. Eine Ex-ante-Evaluierung kann dazu beitragen, diese Unsicherheit zu reduzieren. Hierbei können verschiedene Methoden zum Einsatz kommen, die von theoretischen Modellen über empirische Simulationen hin zu Laborexperimenten reichen. Bei Maßnahmen, die bereits eingeführt wurden, können deren Wirkung ex post abgeschätzt und mögliche Modifikationen der ursprünglichen Strategie vorgenommen werden. Elemente eines solchen Politikprozesses sind ausgehend von dem übergeordneten Ziel der makroprudenziellen Politik – der Erhöhung der Stabilität des Finanzsystems – die Festlegung geeigneter Indikatoren, Zwischenziele und letztlich makroprudenzieller Instrumente (vgl. Houben et al. 2012). Zwischenziele können beispielsweise das Volumen der Kredite relativ zum BIP oder die Risikotragfähigkeit von Intermediären oder Marktinfrastrukturen sein.

Grundsätzlich sind die Mitgliedstaaten wie auch der ESRB gesetzlich verpflichtet, bereits vor der Verabschiedung einer nationalen Maßnahme auf Grundlage des Artikels 458 CRR diese hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf den gemeinsamen Markt in der EU zu bewerten. Die oben genannte Empfehlung des AFS zur Schaffung makroprudenzieller Instrumente im Immobilienbereich enthält eine entsprechende Klausel zur Durchführung einer Ex-post-Evaluierung für den Fall, dass die in der Empfehlung genannten Instrumente zum Einsatz kämen. Zur Operationalisierung makroprudenzieller Politik sind für Maßnahmen vorab konkrete Ziele zu definieren und adäquate Messgrößen zu bestimmen. Mittels der festgelegten Messgrößen soll sich ex ante die Notwendigkeit und konkrete Ausgestaltung, die zu erwartenden Folgen für die Finanz- und Realwirtschaft sowie ex post die Wirksamkeit eines Instrumenteneinsatzes einschätzen lassen. Grundsätzlich sollten unabhängige externe Stellen, die nicht in die Entwicklung und Umsetzung der Maßnahmen eingebunden waren, die Möglichkeit zu einer Evaluierung haben. Generelle Empfehlungen hierzu hat der Wissenschaftliche Beirat des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie abgegeben.⁹

⁹ Vgl. das Gutachten zur »Evaluierung wirtschaftspolitischer Fördermaßnahmen als Element einer evidenzbasierten Wirtschaftspolitik« vom September 2013, erhältlich unter: <http://www.bmwwi.de/DE/Mediathek/publikationen,did=600674.html>.

Verbesserung der Datengrundlage

Um die Stabilität des Finanzsystems, die Notwendigkeit und die Wirkung makroprudenzieller Maßnahmen einzuschätzen, ist eine gute Datenbasis unabdingbar. Aggregierte Daten zur Entwicklung und Struktur des Finanzsystems sind zwar öffentlich verfügbar, geben jedoch keinen ausreichenden Überblick über die Verteilung von Risiken im Finanzsystem und über Finanzmarktakteure hinweg. Mit granularen Informationen können das Ausmaß von Risiken eingeschätzt und mögliche Maßnahmen entsprechend ausgestaltet werden.

Verschiedene nationale und internationale Initiativen tragen dazu bei, Datenlücken zu reduzieren. Ein wichtiger Schritt zur Schließung bestehender Datenlücken wird die einheitliche Erfassung disaggregierter Daten auf europäischer Ebene sein. So ist aktuell die Einführung eines Kreditmeldewesens mit granularen statistischen Daten in Planung.¹⁰ Diese Daten würden auch für die Identifikation von Finanzstabilitätsrisiken sowie andere makroprudenzielle Analysen zur Verfügung stehen. Zudem gibt es im Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board, FSB) eine Initiative, vorhandene Datenlücken zu minimieren (FSB Data Gaps Initiative¹¹). Schließlich trägt die Deutsche Bundesbank mit der Schaffung ihres Forschungsdatenzentrums sowie einer Datenbank für Mikrodaten (IMIDIAS) zu einer verbesserten Datenverfügbarkeit bei. Im Rahmen dieser Initiative werden Daten, darunter auch anonymisierte Mikrodaten, Forschern zu Analysezwecken zugänglich gemacht.¹²

Neben granularen Daten mit Hilfe derer Stabilitätsrisiken beurteilt werden können, sind Informationen über die jeweiligen Regulierungen erforderlich. Für die EU unterhält der ESRB eine zentrale Plattform für Informationen über den Einsatz makroprudenzieller Instrumente. Basierend auf den eingegangenen Notifizierungen veröffentlicht er regelmäßig eine aktuelle Liste der ergriffenen makroprudenziellen Maßnahmen in den EU Mitgliedstaaten.¹³ Der Internationale Währungsfonds arbeitet zudem an einer globalen Datenbank über den Einsatz makroprudenzieller Instrumente. Mittels einer Umfrage wurden von über 120 Ländern strukturiert Informationen über 18 makroprudenzielle Regulierungsmaßnahmen erhoben.¹⁴

Insgesamt können diese Initiativen einen wesentlichen Beitrag dazu leisten, Informationen und Analysen zur Finanz-

stabilität und zur Wirkungsweise makroprudenzieller Maßnahmen zu verbessern. Gleichzeitig ist die Finanzstabilität ein weitgehend neues Politikfeld, und es sind weitere Arbeiten erforderlich, um den methodischen Rahmen dieser Politik weiter zu entwickeln. Hierzu ist ein enger Dialog zwischen Politik und Wissenschaft erforderlich. So kann die wissenschaftliche Grundlage makroprudenzieller Politik verbessert und gleichzeitig institutionelles Wissen über die Strukturen dieser Politik vermittelt werden.

Literatur

Acemoglu, D., A. Malekian und A. Ozdaglar (2013), »Network Security and Contagion«, National Bureau of Economic Research Working Paper 19174.

Allen, F. und D. Gale (2000), »Financial Contagion«, *Journal of Political Economy* 108(1), 1–33.

BCBS (2010), *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*, December, The Basel Committee on Banking Supervision, Basel.

Blum, J. und M. Hellwig (1995), »The Macroeconomic Implications of Capital Adequacy Requirements for Banks«, *European Economic Review* 39, 739–749.

Borio, C. (2003), »Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?«, BIS Working Paper No.128.

Brunnermeier, M. und I. Schnabel (2015), »Bubbles and Central Banks: Historical Perspectives«, mimeo.

Cerutti, E., S. Claessens und L. Laeven (2015), »The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence«, IMF Working Paper WP/15/61.

Costinot, A., G. Lorenzoni und I. Werning (2012), »A Theory of Capital Controls as Dynamic Terms-of-Trade Manipulation«, *Journal of Political Economy* 122(1), 77–128.

De Nicola, G., G. Favara und L. Ratnovski (2012), »Externalities and Macro-Prudential Policy«, IMF Staff Discussion Note SDN/12/05.

Farhi, E. und I. Werning (2012), »Dealing with the Trilemma: Optimal Capital Controls with Fixed Exchange Rates«, NBER Working Paper No. 18199.

Galati, G. und R. Moessner (2014), »What Do We Know about the Effects of Macroprudential Policy?«, DNB Working Paper No. 440, September.

Guerrieri, L. und M. Iacoviello (2014), »Collateral Constraints and Macroeconomic Asymmetries«, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers Number 1082, June 2013, Revised: July 2014.

Hellwig, M. (1998), »Banks, Markets, and the Allocation of Risks in an Economy«, *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 154, 328–345.

Houben, A., R. van der Molen und P. Wierts (2012), »Making Macroprudential Policy Operational«, *Revue de Stabilité Financière*, 13–25.

Iacoviello, M. (2005), »House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle«, *American Economic Review* 95(3), 739–764.

Jeanne, O. (2014), »Macroprudential Policies in a Global Perspective«, NBER Working Paper No. 19967.

Jeanne, O. und A. Korinek (2010a), »Excessive Volatility in Capital Flows: A Pigouvian Taxation Approach«, *American Economic Review* 100(2), 403–407.

Jeanne, O. und A. Korinek (2010b), »Managing Credit Booms and Busts: A Pigouvian Taxation Approach«, NBER Working Paper 16899.

¹⁰ Vgl. <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Meldewesen/Bankenstatistik/AnaCredit/AnaCredit.html>.

¹¹ Vgl. <http://www.financialstabilityboard.org/what-we-do/policy-development/additional-policy-areas/addressing-data-gaps/>.

¹² Vgl. <http://www.bis.org/ifc/events/7ifc-tf-report-datasharing.pdf>.

¹³ Vgl. <https://www.esrb.europa.eu/mppa/html/index.en.html>.

¹⁴ Bislang stehen diese Daten allein den beteiligten Institutionen, nicht aber der breiten Öffentlichkeit zur Verfügung. Cerutti et al. (2015) nutzen in ihrem Papier u.a. Informationen aus diesem Datenset und geben einen Überblick über die Daten sowie den zugrundeliegenden Fragebogen.

Junge, G. und P. Kugler (2013), »Quantifying the Impact of Higher Capital Requirements on the Swiss Economy«, *Swiss Journal of Economics and Statistics* 149(3), 313–356.

Korinek, A. und D. Sandri (2014), »Capital Controls or Macroprudential Regulation?«, NBER Working Paper No. 20805.

Laeven, L. und F. Valencia (2012), »Systemic Banking Crises Database: An Update«, IMF Working Paper WP/12/163.

Miles, D., J. Yang und G. Marcheggiano (2012), »Optimal Bank Capital«, *The Economic Journal* 123, 1–37.

Ostry, J., A. Ghosh, K. Habermeier, L. Laeven, M. Chamon, M. Qureshi und A. Kokenyne (2011), »Managing Capital Inflows: What Tools to Use?«, IMF Staff Discussion Note SDN/11/06.

Perotti, E. und J. Suarez (2011), »A Pigovian Approach to Liquidity Regulation«, *International Journal of Central Banking* 7(4), 3–41.

Shin, H.S. (2010), »Non-Core Liabilities Tax as a Tool for Prudential Regulation«, *Policy Memo*, Princeton University, Princeton.

Stein, J.C. (2012), »Monetary Policy as Financial Stability Regulation«, *The Quarterly Journal of Economics* 127(1), 57–95.