

MAKRO UND MÄRKTE KOMPAKT⁰⁴

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.

№ 04 AUGUST 2016

THEMA: **MAKROPRUDENZIELLE AUFSICHT
UND GELDPOLITIK**

CHEFVOLKSWIRT
Dr. Klaus Wiener

Dr. Anja Theis

Finanzstabilität: Geldpolitik nicht aus der Verantwortung entlassen

Angesichts steigender Stabilitätsrisiken auf den Finanzmärkten analysieren wir die Potenziale, aber auch die Grenzen des neu errichteten **makroprudenziellen Aufsichtsrahmens**. Dabei wird deutlich, dass die systematische Überwachung des gesamten Finanzsystems **unverzichtbar ist**, zur Sicherung dauerhafter Finanzstabilität **alleine aber nicht ausreicht**. Auch die Geldpolitik muss die Finanzstabilität bei ihren Handlungen berücksichtigen.

- ▶ Mit der **zunehmend extremeren Geldpolitik der EZB** sind steigende Risiken und Nebenwirkungen verbunden – sie droht, mittlerweile selbst zu einem der wichtigsten Stabilitätsrisiken zu werden.
- ▶ Damit wird eine **immer größere Verantwortung auf die makroprudenzielle Aufsicht** übertragen, die seit der Finanzkrise stark ausgebaut wurde.
- ▶ Die Wirksamkeit der makroprudenziellen Aufsicht ist in der Praxis allerdings noch kaum erprobt. Trotz aller Fortschritte sind zahlreiche grundsätzliche Fragen offen. Hinzu kommt, dass einige der wichtigsten Stabilitätsrisiken makroprudenziellen Instrumenten nicht zugänglich sind.
- ▶ Die **Sicherung der Finanzstabilität** bleibt daher eine **übergreifende Aufgabe**. Auch die **Geldpolitik** muss hier ihren Beitrag leisten.

Nach einer deutlichen Verbesserung der Stabilitätslage in den Jahren 2013 und 2014 **nehmen die Stabilitätsrisiken für das europäische Finanzsystem seit 2015 im Trend wieder zu** (s. Grafik 1). Hier schlagen sich u. a. die Wachstumsrisiken in den Emerging Markets, die geopolitischen Krisen sowie zunehmende politische Risiken auch in Europa (Stichwort „Brexit“) nieder. **Zu einem der wichtigsten Stabilitätsrisiken** droht interessanterweise aber auch die **Geldpolitik** zu werden. Die erheblichen Auswirkungen der extrem lockeren Geldpolitik der EZB für Versicherer und Finanzinstitute hat jüngst z. B. der Ausschuss für Finanzstabilität in seinem jährlichen Bericht für den Deutschen Bundestag sehr deutlich aufgezeigt. Auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hat im Juni in ihrem Jahresbericht eindringlich vor den großen Gefahren der aktuellen Geldpolitik gewarnt.

Immer mehr Verantwortung auf makroprudenzielle Aufsicht übertragen

Die aktuelle, extrem unorthodoxe Geldpolitik bringt zunehmende Herausforderungen für die mikroprudenziellen Aufsichtsbehörden mit sich, die die finanzielle Solidität der einzelnen Finanzinstitute auch in Zeiten negativer Zinsen sicherstellen müssen. Vor allem bedeutet sie aber auch eine **immer größere Verantwortung für die makroprudenzielle Aufsicht**¹, die auf die dauerhafte Gewährleistung der Stabilität und Funktionsfähigkeit des Finanzsystems gerichtet ist.

Der starke Ausbau des makroprudenziellen Aufsichtsrahmens gehört zu den wichtigsten Maßnahmen im Reformpaket, das die G20 nach dem Ausbruch der Weltfinanzkrise 2008 geschnürt hat. Damit ist die Hoffnung verbunden, mit einer gesonderten Aufsicht über systemische Risiken größere Finanzkrisen zu verhindern oder zumindest in ihrer Wirkung deutlich abzumildern. Die gestiegenen Stabilitätsrisiken und die immer sichtbarer werdenden Folgen der extrem expansiven EZB-Politik haben zu verstärkten Forderungen nach einer noch engmaschigeren Überwachung und der Einführung weiterer makroprudenzieller Instrumente, z. B. auch für den Versicherungssektor, geführt. Zunehmend wird aber auch die Frage gestellt, inwieweit die hohen Erwartungen an die systematische Überwachung der Finanzstabilität gerechtfertigt sind und was makroprudenzielle Aufsicht realistischer Weise leisten kann.

Potenzial und Erfolge der makroprudenziellen Aufsicht

In den letzten Jahren konnten zweifellos erhebliche Fortschritte in der gezielten Erfassung von Finanzstabilitätsrisiken erzielt werden. Dazu gehören die Schaffung neuer Institutionen und die Etablierung einer kontinuierlichen umfassenden Überwachung des Finanzsystems. Zu nennen sind hier beispielsweise die vierteljährlichen „Risk Dashboards“ des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB), die Analysen und Finanzstabilitätsberichte der Zentralbanken oder die vielfältigen Überwachungsaktivitäten des IWF, wie jüngst etwa die umfassende Überprüfung des deutschen Finanzsystems im Rahmen des globalen „Financial Sector Assessment Program“. Für global systemrelevante Finanzinstitute („SiFis“) wurde ein zusätzlicher Aufsichtsrahmen eingerichtet, und im Bankenbereich wurden makropruden-

zielle Aufsichtsinstrumente geschaffen. Auch Solvency II, das neue Aufsichtssystem für die europäische Versicherungswirtschaft, beinhaltet makroprudenzielle Elemente, mit denen beispielsweise kurzfristige Verwerfungen an den Kapitalmärkten abgedeckt werden.

Die Datengrundlagen und die Analysemethoden für die makroprudenzielle Überwachung wurden seit der globalen Finanzkrise stark weiterentwickelt, sodass nun deutlich fundiertere Aussagen zur Lage des Finanzsystems möglich sind. Wichtige systemische Risiken sind damit sehr viel besser im Blick und können bei den Entscheidungen der Marktteilnehmer und im Rahmen der Aufsicht adäquater berücksichtigt werden als vor der Finanzkrise. Beispielsweise dürften die stärkere Beachtung mittelfristiger systemischer Risiken und das proaktive Handeln der Aufseher dazu beigetragen haben, dass das deutsche Finanzsystem bisher gut durch das extreme Niedrigzinsumfeld gekommen ist.

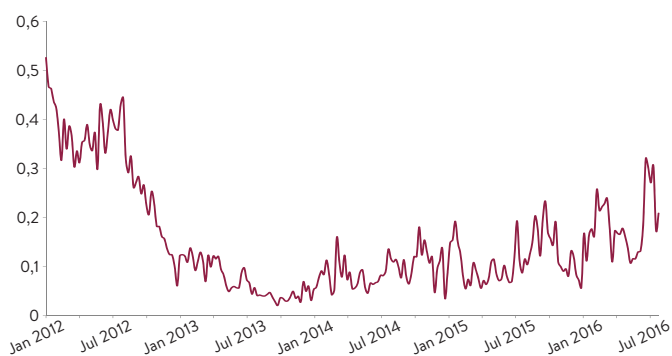
Herausforderungen und Grenzen der makroprudenziellen Aufsicht

Völlig offen ist allerdings, wie leistungsfähig die makroprudenzielle Aufsicht in der Praxis tatsächlich ist. Sollten etwa die von der Geldpolitik heraufbeschworenen Verzerrungen auf den Bondmärkten anhalten, und erneut spekulative Blasen in höherrentierlichen Assetklassen entstehen – z. B. weil das Niedrigzinsumfeld zu exzessivem Risikoverhalten in der Kapitalanlage führt –, könnte sich dieser Befund schnell ändern. Dies liegt auch daran, dass zentrale Stabilitätsrisiken der extremen Geldpolitik einer makroprudenziellen Politik gar nicht zugänglich sind.

Die Zusammenhänge im Finanzsystem und die Wechselwirkungen zwischen Finanzsektor und Realwirtschaft sind höchstkomplex und unterliegen immer rascheren Veränderungen, etwa durch Änderungen in der Realwirtschaft, Finanzinnovationen, Anpassungsmaßnahmen der Marktteilnehmer sowie Regulierungsreformen. In einer Welt, in der die digitale Vernetzung immer weiter voranschreitet, bewahrt sich ein Kernsatz der Ökonomie, dass nämlich „alles von allem abhängt“, mehr denn je. Trotz erheblicher Forschungsanstrengungen in den letzten Jahren mangelt es in vielen Bereichen aber nach wie vor an theoretischer Unterfütterung. Auch praktische Erfahrungen und verallgemeinerbare empirische Erkenntnisse zur makroprudenziellen Aufsicht liegen bisher erst in sehr begrenztem Maße vor. Damit sind **viele grundlegende Fragen zur Leistungsfähigkeit der makroprudenziellen Überwachung sowie**

Grafik 1 Steigende Stabilitätsrisiken

Systemic Stress Composite Indicator (CISS) für die Eurozone



¹ Die makroprudenzielle Überwachung verfolgt das Ziel, die Risiken für das Finanzsystem als Gesamtheit zu ermitteln, zu bewerten und zu mindern.

zum sachgerechten Einsatz und zur Wirksamkeit makroprudenzieller Instrumente noch unbeantwortet. Dies gilt umso mehr als der massive Einsatz unkonventioneller geldpolitischer Instrumente seinerseits weitreichende, kaum abschätzbare Veränderungen im Finanzsystem zur Folge hat.

Dementsprechend schwierig ist es, zu belastbaren Einschätzungen zu kommen, ab wann systemische Risiken überhand nehmen und eingedämmt werden müssen, und wie Aufsichtsinterventionen passgenau gestaltet werden können. Auf diese Beschränkungen und die hohe Unsicherheit in der makroprudenziellen Aufsichtspraxis haben etwa die Forscher des IWF wiederholt hingewiesen. Zu starke oder nicht sachgerechte Regulierung aber hat einen Preis: Mit zunehmenden makroprudenziellen Aufsichtsaktivitäten sind vermehrt auch unerwünschte Nebenwirkungen zu erwarten, darunter ineffiziente Anpassungsreaktionen der Marktteilnehmer (z. B. Fehlanreize in der Assetallokation), übermäßige Bürokratiekosten (Reporting, Risikomanagementsysteme) sowie überhöhte Belastungen für Aufseher, Finanzinstitute und deren Kunden.

Die praktischen Schwierigkeiten werden durch die extrem **hohe Komplexität der Aufsichtsarchitektur** verstärkt. Da die makroprudenzielle Aufsicht die Entwicklungen und Zusammenhänge im Finanzsystem insgesamt im Blick haben muss, benötigt sie eine sehr breite Expertise und damit die Zusammenarbeit einer Vielzahl von Akteuren (insb. spezifische makroprudenzielle Aufseher wie ESRB, Zentralbanken, (mikroprudenzielle) Aufsichtsbehörden und Finanzministerien). Aufgrund des internationalen Charakters vieler Finanzmärkte und der grenzüberschreitenden Wirkungen makroprudenzieller Interventionen erfordert eine erfolgreiche makroprudenzielle Aufsicht zudem eine Abstimmung zwischen nationaler, europäischer und globaler Ebene. Dies bedeutet, dass eine sachgerechte und konsistente makroprudenzielle Aufsicht einer sehr starken Koordination bedarf. In der Praxis sind nicht unerhebliche Reibungsverluste im Zusammenspiel all dieser Akteure und Ebenen zu erwarten, die ebenfalls die Leistungsfähigkeit der makroprudenziellen Aufsicht beschränken und zudem die private Wirtschaft in einem immer stärkeren Maße belasten.

Die aktuelle EZB-Geldpolitik ist nicht nur mit erheblichen Risiken für das Finanzsystem verbunden. Das daraus resultierende extreme Niedrigzinsumfeld und die artifiziell sehr günstigen Finanzierungsbedingungen für staatliche Schuldner schwächen in vielen Ländern der Eurozone die Bereitschaft, dringend erforderliche Strukturreformen

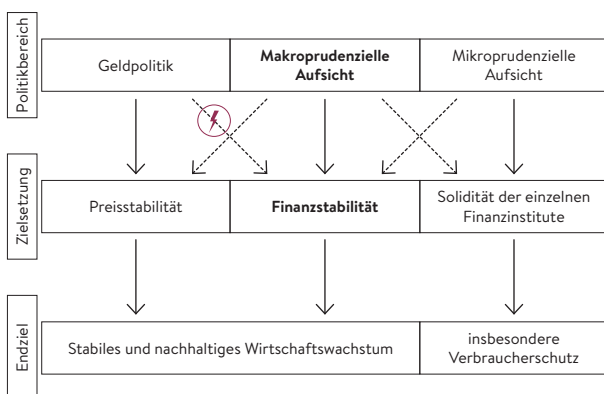
durchzuführen und die öffentlichen Haushalte nachhaltig zu konsolidieren. Dies führt zu einer weiteren Verschleppung von Staatsschuldenkrise und Wachstumsschwäche in der Eurozone und gefährdet den zukünftigen Wohlstand der europäischen Volkswirtschaften. Die ultra-niedrigen Zinsen wirken sich auch immer stärker auf das Sparverhalten der Bevölkerung aus und drohen die gewachsene Sparkultur dauerhaft zu beschädigen. Dies birgt erhebliche Gefahren für die zukünftige Altersvorsorge und die soziale Gerechtigkeit in der Gesellschaft. Und schließlich verhindert ein Überangebot an Liquidität, dass schwächere Anbieter ohne valides Geschäftsmodell aus dem Markt ausscheiden. Damit wird der Prozess der „kreativen Zerstörung“ (Schumpeter) behindert und die Volkswirtschaft läuft Gefahr, in einer langen Phase der Quasi-Stagnation gefangen zu sein. Diesen **gesamtwirtschaftlichen und gesellschaftlichen Risiken kann die makroprudenzielle Aufsicht kaum entgegen wirken.**

Zusammenwirken von Geldpolitik und makroprudenzieller Aufsicht gefordert

Die neue makroprudenzielle Aufsicht über das gesamte Finanzsystem leistet als unverzichtbare Ergänzung der (mikroprudenziellen) Aufsicht über die einzelnen Finanzinstitute einen wichtigen Beitrag zur Stabilisierung des Finanzsystems. Ein vereinfachtes Politikmodell, das der makroprudenziellen Aufsicht alleine die Gewährleistung der Stabilität des Finanzsystems auferlegt, greift allerdings angesichts ihrer Beschränkungen, aber auch der vielfältigen Wechselwirkungen mit Geldpolitik, mikroprudenzieller Aufsicht oder auch Fiskalpolitik zu kurz (s. *Grafik II*). Unstrittig scheint mittlerweile, dass bei mikroprudenziellen und fiskalpolitischen Entscheidungen auch die Wirkungen auf das Finanzsystem immer im Blick sein sollten. Kontrovers diskutiert wird aber weiterhin, ob bzw. inwieweit auch die Geldpolitik das Ziel der Finanzstabilität berücksichtigen muss und im Sinne eines „leaning against the wind“ bei finanziellen Ungleichgewichten je nach Lage im Finanzsystem eine restriktivere oder expansivere Ausrichtung aufweisen sollte als bei alleiniger Ausrichtung am Ziel der Preisstabilität.

Während die EZB auf ihr eng verstandenes Mandat hinsichtlich Preisstabilität verweist, fordert beispielsweise die BIZ in ihrem Jahresbericht 2016 vor dem Hintergrund zunehmender Gefahren für die Weltwirtschaft die Zentralbanken eindringlich dazu auf, auch das Ziel der Finanzstabilität aktiv zu verfolgen. Auch der IWF spricht sich seit Längerem für ein koordiniertes Vorgehen in den verschiedenen Politikbereichen und die Berücksichtigung der gegenseitigen Wechselwirkungen aus. Wir teilen diese Auffassung, denn aus den Erfahrungen der letzten 15 Jahre wissen wir, wie groß die volkswirtschaftlichen Kosten eines Platzens spekulativer Blasen sind. Das gleiche gilt für künstlich niedrig gehaltene Zinsen, die zu einer ineffizienten Allokation knapper Ressourcen in der Volkswirtschaft führen. Wir plädieren daher dafür, dass die EZB kurzfristig die vorhandenen Spielräume bei der Interpretation ihres Inflationsziels nutzt, um nicht selbst zum größten Stabilitätsrisiko zu werden. Mittelfristig sollte zudem über einen Rahmen nachgedacht werden, der die Geldpolitik auch explizit auf die Beachtung des Finanzstabilitätsziels verpflichtet. **Die makroprudenzielle Aufsicht kann die Geldpolitik hier keineswegs aus der Verantwortung entlassen.**

Grafik II Zusammenspiel Geldpolitik und Aufsicht



QUELLE: NACH SCHOENMAKER (2010), EIGENE ERGÄNZUNGEN

Tabelle I

Wachstum und Inflation

	WACHSTUM						INFLATION					
	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*
Industrieländer	1,3	1,2	1,9	2,2	1,7	1,8	2,1	1,5	1,6	0,5	1,0	1,9
USA	2,2	1,7	2,4	2,6	1,9	2,2	2,1	1,5	1,6	0,1	1,3	2,2
Euroraum	-0,9	-0,3	0,9	1,7	1,5	1,2	2,5	1,4	0,4	0,0	0,3	1,3
Deutschland	0,4	0,3	1,6	1,7	1,5	1,3	2,1	1,6	0,8	0,1	0,4	1,5
Frankreich	0,2	0,6	0,6	1,3	1,4	1,1	2,2	1,0	0,6	0,1	0,4	1,2
Italien	-2,8	-1,7	-0,3	0,8	0,9	0,8	3,3	1,2	0,2	0,1	0,0	1,0
Spanien	-2,6	-1,7	1,4	3,2	2,8	2,1	2,4	1,5	-0,2	-0,6	-0,3	1,2
Vereinigtes Königreich	1,3	1,9	3,1	2,2	1,5	0,5	2,8	2,6	1,5	0,0	0,7	2,2
Japan	1,8	1,4	0,0	0,6	0,5	0,8	0,0	0,4	2,7	0,8	0,0	0,8
Schwellen- und Entwicklungsländer	5,1	5,0	4,6	4,3	3,9	4,9	4,7	5,0	4,5	5,0	6,6	5,4
China	7,7	7,7	7,3	6,9	6,5	6,3	2,7	2,6	2,0	1,4	2,0	2,0
Indien	4,8	4,7	6,6	7,2	7,5	7,7	9,3	10,9	6,4	5,9	4,9	5,3
Lateinamerika	2,6	3,4	0,5	-0,5	-1,3	1,9	6,7	7,5	8,6	14,2	26,1	19,2

* PROGNOSEN, STAND: 04.08.2016 QUELLE: BLOOMBERG FINANCE L.P.

Tabelle II

Entwicklung Finanzmärkte

		2013	2014	2015	Juli 2016	Aktuell ³
Anleihemärkte Staatsanleihen¹	USA	3,0 %	2,2 %	2,3 %	1,5 %	1,5 %
	Euro-Raum	3,0 %	1,2 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
	Deutschland	1,9 %	0,5 %	0,6 %	-0,1 %	-0,1 %
Unternehmensanleihen²	EUR					
	Investment Grade	1,9 %	1,0 %	1,2 %	0,7 %	0,5 %
	High Yield	4,0 %	4,1 %	5,4 %	4,5 %	3,5 %
	USD					
	Investment Grade	3,3 %	3,1 %	3,6 %	2,9 %	2,8 %
	High Yield	5,9 %	7,0 %	9,0 %	7,3 %	6,8 %
Gedekte Anleihen²	EUR Covered	1,6 %	0,5 %	0,5 %	0,1 %	0,0 %
Aktienmärkte	MSCI World	27,4 %	5,5 %	-0,3 %	5,3 %	4,2 %
	MSCI World EUR	21,9 %	20,1 %	11,0 %	2,3 %	1,3 %
	MSCI Europe	20,5 %	7,4 %	8,8 %	-3,4 %	-5,3 %
	DAX	25,5 %	2,7 %	9,6 %	-3,8 %	-4,4 %
	S&P	32,4 %	13,7 %	1,4 %	7,7 %	7,2 %
	Dow Jones	29,7 %	10,0 %	0,2 %	7,4 %	6,9 %

ANLEIHEN: RENDITE ZUM STICHTAG; AKTIEN: JEWEILIGER PERIODENERTRAG SEIT JAHRESANFANG (TOTALRETURN: PREISVERÄNDERUNG PLUS DIVIDENDE) QUELLE: BLOOMBERG FINANCE L.P.; EZB

1 STAATSANLEIHEN: RENDITE 10 JAHRE

2 BENCHMARK-RENDITE

3 AKTUELL: 04.08.2016

Impressum

HERAUSGEBER

Gesamtverband der Deutschen
Versicherungswirtschaft e. V.
Wilhelmstraße 43/43 G, 10117 Berlin
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin
Tel. 030 2020-5000, Fax 030 2020-6000
www.gdv.de, berlin@gdv.de

AUTOREN

Dr. Anja Theis
Tel. 030 2020-5133
E-Mail: a.theis@gdv.de

Dr. Klaus Wiener
Tel. 030 2020-5800
E-Mail: k.wiener@gdv.de

VERANTWORTLICH

Dr. Klaus Wiener
Chefvolkswirt
Mitglied der Geschäftsführung

PUBLIKATIONSASSISTENZ

Cathleen Hickstein
Delia Krüger-Wolf

REDAKTIONSSCHLUSS

05.08.2016

BILDNACHWEIS

ESRB Risk Dashboard CISS

ALLE AUSGABEN ...

auf GDV.DE