

Sollte die Finanzaufsicht – als eine Lehre aus der Kreditkrise – reformiert und gestärkt werden?

## Die Antwort auf diese Frage kann nur ja lauten

Eine bessere Finanzaufsicht heißt jedoch nicht dichtere Regulierungen und mehr Regulatoren. Was wir wirklich brauchen sind klare Verantwortlichkeiten und eine Stärkung der Kräfte des Marktes zur Selbstregulierung.

## Klare Verantwortlichkeiten

Leider wird die Debatte darüber, wer bei der Finanzaufsicht das Sagen haben soll, stark von kurzfristigen institutionellen Interessen und politischen Überlegungen bestimmt. Dabei sollte die Frage im Mittelpunkt stehen, wer dieser Verantwortung am besten gerecht werden kann. Meines Erachtens ist dies die Stelle, wo die Fäden zur Sicherung von Preis- und Finanzstabilität zusammenlaufen. Das geschieht bei der Notenbank. Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) sollte daher die Federführung für die gesamte Finanzaufsicht, also die Aufsicht über Finanzdienstleister einschließlich Banken und Versicherungen und über die Finanzmärkte haben.

Wenig kontrovers ist wahrscheinlich die Forderung nach einer integrierten Finanzaufsicht. Wegen der zunehmenden Rolle der Aktien- und Anleihemärkte für die Finanzierung von Eigen- und Fremdkapital der Unternehmen und durch die Sekuritisierung von Krediten sind die Banken schon seit längerem mit den Finanzmärkten eng verbunden. Eine ähnlich enge Verbindung entsteht im Versicherungssektor durch die Sekuritisierung von Versicherungsrisiken. Aufgrund dieser Vernetzung und der damit einhergehenden wachsenden Bedeutung der Finanzmärkte auch für die privaten Sparer wäre eine nach Sektoren getrennte Finanzaufsicht wenig effektiv.

Dagegen ist die Einsicht geringer verbreitet, dass es einen engen Zusammen-

hang zwischen Preis- und Finanzstabilität gibt, der es geraten erscheinen lässt, der Notenbank die Führungsrolle bei der Finanzaufsicht zu geben. Das heute vorherrschende Paradigma in der Geldpolitik ist die Inflationssteuerung (inflation targeting). Darin wird der Zentralbank die Rolle zugewiesen, die Konsumentenpreisinflation innerhalb eines festgelegten Zielkorridors zu halten. Dem neukeynesianischen Wirtschaftsmodell entsprechend wird dabei die Konsumentenpreisinflation mit realwirtschaftlichen Entwicklungen (d.h. vornehmlich als Funktion der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung) erklärt. Der Finanzsektor passt sich in diesem Modell den wirtschaftlichen Entwicklungen an, spielt also eine nachrangige Rolle. Folgt man dieser Sicht, so sollte man die Steuerung der Geldpolitik den Volkswirten anvertrauen und könnte die Finanzaufsicht getrost den Betriebswirten überlassen. Da die Zentralbank als »Kreditgeber der letzten Instanz« für das Bankensystem fungiert, schließt man sie vielleicht nicht ganz von der Bankenaufsicht aus, sieht aber keine sachliche Notwendigkeit, sie tiefer zu involvieren, und überlässt die Federführung gerne einer Regierungsbehörde.

Für einen in den Finanzmärkten tätigen praktischen Volkswirt mutet diese Sicht recht weltfremd an. Tatsächlich können Entwicklungen in den Finanzmärkten die reale Wirtschaft und die Stabilität der Konsumentenpreise erheblich beeinflussen. Dies haben die Finanzblasen in Japan gegen Ende der achtziger Jahre und im Aktienmarkt für Technologieunternehmen Ende der neunziger Jahre nur zu deutlich gezeigt. Außerdem konnte man in den letzten Jahren lernen, dass es einen deutlichen Zusammenhang zwischen dem risikofreien Zins, der sich eng am Notenbankzins orientiert, und der Risikoneigung der Anleger gibt.



Thomas Mayer\*

\* Dr. Thomas Mayer ist Chefvolkswirt, Europa, bei der Deutschen Bank, London.

Der risikofreie Zins ist die Grundlage aller Wertpapierbewertung. Je niedriger dieser Zins ist, desto höher die Bewertung. Entgegen den Annahmen der Theorie effizienter Finanzmärkte scheint jedoch die Risikoprämie – also die Differenz zwischen Wertpapierrendite und risikofreiem Zins – nicht unabhängig von letzterem zu sein. Wohl weil sie ihre Renditeerwartungen an vergangenen Werten orientieren – wie es die Schule des »behavioural finance« nahe legt – und nicht vorausschauend unter rationaler Abwägung aller Fakten bilden, neigen die Anleger dazu, ihre Risikoneigung zu erhöhen, wenn der risikofreie Zins sinkt. Deshalb ist es nicht verwunderlich, dass sich die Anleger in den letzten Jahren extrem niedriger Zentralbankzinsen immer riskanteren Anlagen insbesondere auf den Kreditmärkten zuwandten.

Der Hunger nach Rendite und die Vernachlässigung des Risikos bereiteten den Boden für die Entwicklung komplexer Kreditprodukte, die nicht von allen Anlegern in diesem Segment auch ganz verstanden wurden. Nachdem die Zentralbanken den risikofreien Zins wieder nach oben geschleust hatten, wurden mit diesen Produkten gespickte Portfolios einem »stress test« unterworfen, und manche Investoren stellten nun fest, dass sie weit höhere Risiken eingegangen waren, als sie glaubten und tragen konnten. Der Phase kollektiv überhöhten Risikoappetits scheint nun eine Phase kollektiv übersteigerter Risikoaversion zu folgen. In der ersten Phase verspürte die reale Wirtschaft Rückenwind von den Finanzmärkten. In der zweiten Phase hat sie zumindest mit Gegenwind zu rechnen. Im schlimmsten Fall wird der Gegenwind zum Orkan, wenn die Deflation der Kreditblase das Finanzsystem zum Kippen bringt und die Kreditversorgung der Wirtschaft unterbrochen wird.

Wenn aber die Zinspolitik nicht nur die Stabilität des Konsumentenpreisniveaus, sondern auch die des Finanzsystems beeinflusst, dann sollten Geldpolitik und Finanzaufsicht aus einer Hand erfolgen. Vielleicht ließen sich damit die grotesken Verhältnisse der vergangenen Jahre vermeiden, in denen die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken den Risikoappetit der Anleger bis aufs äußerste angestachelt hat und die Finanzaufsicht sich damit abmühte, den risikohungrigen Anlegern den Brotkorb höher zu hängen. Es ist nicht verwunderlich, dass es den Aufsehern in diesem Umfeld nicht gelang, alle hungrigen Anleger vom Konsum einer Überdosis an Risiko zu bewahren. Das englische Beispiel zeigt, dass dann auch das Krisenmanagement versagen kann, wenn die Blase platzt.

Würde dagegen die Verantwortung für Preis- und Finanzstabilität klar bei der Zentralbank liegen, müsste sich diese fragen lassen, wie sie mit ihrer Zinspolitik und Finanzaufsicht diesen verbundenen Zielen gerecht geworden ist. Innerhalb des ESZB sollte natürlich die EZB sowohl die Gesamtverantwortung als auch die direkte Verantwortung für die

grenzüberschreitend tätigen Institutionen haben. Denn ebenso wie Preisstabilität kann Finanzstabilität in einer Währungsunion nicht auf nationaler Ebene gewährleistet werden. Aufgabe der nationalen Zentralbanken wäre dann die Überwachung der regional operierenden Banken.

### **Stärkung der eingebauten Stabilisatoren**

Das moderne Finanzsystem ist in hohem Grad komplex, international eng verbunden und sehr dynamisch. Es ist eine Illusion zu glauben, ein solches System durch detaillierte Regeln steuern zu können. Was genau wäre wann für wen geboten und wer könnte eine lückenlose Überwachung über Zeit und Raum kontrollieren? Ein Aufsichtsregime, das vorgibt, eine befriedigende Antwort auf diese Frage zu haben, wäre gefährlich, denn es schürte die Illusion einer Sicherheit, die es nicht gewährleisten kann. Angesichts der Schwierigkeit der Aufgabe sollte sich die Finanzaufsicht deshalb stärker an Prinzipien als Regeln orientieren und für mehr Transparenz sorgen.

Die jüngsten Ereignisse zeigen, dass jedes Regelwerk Schlupflöcher hat. Während die Politik damit beschäftigt war, über die Regulierung von Hedge-Fonds zu streiten, bauten sich die Probleme in dem schon unter Aufsicht stehenden Bankensektor auf. Vielleicht sehen auch Politiker die Ironie, die darin liegt, dass die ersten Finanzinstitutionen, die mit öffentlichen Geldern gerettet werden mussten, solche waren, die sich direkt oder indirekt im Staatsbesitz befanden und daher unter Management und Überwachung von Politikern standen. Ohne dass diese es bemerkt hätten, bauten diese Banken außerhalb ihrer Bilanzen Positionen auf, die sich als weit risikoreicher als ursprünglich angenommen und letztendlich untragbar erwiesen. Zyniker bezeichnen die systematische Ausnutzung von Schlupflöchern in starren Regelwerken als »regulatorische Arbitrage«.

Zudem können starre Regelwerke nach hinten losgehen. So kann die formelhafte Festlegung der Höhe des Risikokapitals auf der Basis eines konventionell gemessenen Risikoniveaus pro-zyklisches Verhalten der Akteure auslösen. Risikokapital wird während des Aufbaus einer Finanzblase abgebaut, weil die verfügbaren Risikobarometer in diesem Umfeld schönes Wetter anzeigen. Es wird dann panikartig wieder aufgebaut, wenn die Blase platzt und die Risikobarometer Sturmwarnung geben. Dadurch wird die Blase noch vergrößert und die dann folgende Krise verschlimmert.

Deshalb müssen die Regeln mit einer guten Portion gesundem Menschenverstand angewendet werden. Basel II, das neue Regelwerk für den Bankensektor bietet dazu mehr Möglichkeiten als sein Vorgänger, Basel I. Dabei

dürfte der so genannten dritten Säule besondere Bedeutung zukommen. Dort ist vorgesehen, dass die Banken nicht nur das zur Risikovorsorge notwendige Kapital, sondern auch umfangreiche Informationen über die Qualität ihres Anlage- bzw. Kreditportfolios und über ihre Systeme zur Messung und zum Management von Risiko veröffentlichen. Viel mehr als alle anderen Vorschriften sind solche Veröffentlichungspflichten dazu geeignet, ein diszipliniertes Geschäftsverhalten zu fördern. Die Bankenaufseher sollten darauf dringen, dass diese Veröffentlichungen klar und vollständig erfolgen. Zudem sollten sie das Recht haben, ihre eigenen Prüfungsergebnisse zu veröffentlichen.

Größere Offenheit ist auch bei anderen Finanzinstitutionen notwendig. Doch muss dort der Druck von den privaten Anlegern und Kreditgebern ausgehen. Im Gegensatz zu den Banken haben nämlich viele dieser Institutionen die Möglichkeit, nationale staatliche Pflichten zu größerer Transparenz durch die Verlegung ihres Firmensitzes in weniger regulierte Regionen zu umgehen. Anleger haben aber die Möglichkeit, diese Institutionen zur Transparenz zu zwingen, indem sie um undurchsichtige Anbieter einen Bogen machen. Die Finanzindustrie selbst sollte positive Beispiele herausstellen und schwarze Schafe, die Transparenz verweigern, öffentlich benennen.

Schließlich sollte die Finanzaufsicht bemüht sein, Transparenz auf den Finanzmärkten ordnungspolitisch zu fördern. Dazu gehören selbstverständliche Rahmenbedingungen wie z.B. die Sanktionierung von Handel auf der Basis von »Insider«-Informationen, von Marktmanipulationen und anderen den Wettbewerb und die freie Preisbildung behindernden Praktiken. Aber die Finanzaufsicht sollte auch ein Auge auf die Gefahren wettbewerbsverzerrender Marktstrukturen für die Finanzstabilität haben. Es wäre zum Beispiel zu klären, ob nicht der Verzicht des deutschen öffentlichen Bankensektors auf eine risikoadäquate Verzinsung des Eigenkapitals zum Druck auf die Gewinnmargen und zu struktureller Schwäche der ganzen Branche führt. Die vermeintliche Verbilligung von Bankdienstleistungen für die Bevölkerung käme die Wirtschaft in Wahrheit teuer zu stehen, weil ein schwächelnder Bankensektor übermäßig anfällig für Finanzkrisen ist. Gut gemeinte »Daseinsvorsorge« könnte sich so zu Sorglosigkeit verkehren.

### Erste Lehren aus der britischen Bankenkrise

Natürlich wird es geraume Zeit dauern, bis die Gründe und Folgen der britischen Bankenkrise dieses Sommers aufgearbeitet sind. Aber schon jetzt lässt sich klar sagen, dass der institutionelle Rahmen für die Finanzaufsicht und Geldpolitik nicht krisenfest war.

Mit der Finanzreform von 1997 machte die damalige Labour Regierung die Bank von England unabhängig, gab ihr den Auftrag zur Verfolgung eines Inflationsziels und teilte die Verantwortung für die Banken- und Finanzaufsicht einer anderen Behörde, der Financial Services Authority, zu. Die ersten zehn Jahre dieses Systems waren recht erfolgreich. Die integrierte und eher an Prinzipien als an starren Regeln orientierte Banken- und Finanzaufsicht erlaubte ein schwunghaftes Wachstum des britischen Finanzsektors, und die Bank von England konnte die Inflationsrate über den gesamten Zeitraum sehr nahe an dem gesetzten Ziel halten. Doch bauten sich über die Zeit auch erhebliche Ungleichgewichte auf. Die Bank von England schenkte der gewaltigen Ausweitung der Bankenkredite und der Geldmenge wenig Beachtung, und die Immobilienpreise und die Verschuldung britischer Haushalte stiegen auf Rekordniveaus. Zudem entwickelten sich Geschäftspraktiken im Bankensektor, welche die Aufsichtsbehörde im Nachhinein als »extrem« bezeichnete.

Aber am schlimmsten war, dass das System in der Kreditkrise dieses Sommers vollständig versagte. Da es ihr anscheinend an Informationen und Analysekapazität mangelte, schenkte die Bank von England den Entwicklungen im Banken- und Finanzsektor zunächst wenig Beachtung. Diese im Vergleich zur US Federal Reserve und der EZB sehr harte Haltung mag dazu beigetragen haben, dass die Bank dann Northern Rock, eine größere britische Hypothekbank stützen musste. Da sich die von der FSA verwaltete Einlagensicherung als unzureichend erwies, kam es zum ersten Sturm auf eine britische Bank seit 1866. Dies zwang den Finanzminister dazu, die Einlagen bei Northern Rock und allen Banken, die noch Probleme bekommen sollten, in unbegrenzter Höhe zu garantieren. Die Bank von England ihrerseits war gezwungen, in einer politischen Kehrtwende dem Bankensystem die vorher verweigerte Liquidität zur Verfügung zu stellen. Die Glaubwürdigkeit sowohl der Bank von England als auch der Banken- und Finanzaufsicht wurden dadurch stark beschädigt.

Die Ereignisse in Großbritannien unterstützen die These, dass sich die Geldpolitik nicht nur an realwirtschaftlichen Entwicklungen zur Steuerung der Inflationsrate, sondern auch an Entwicklungen im Finanzsektor und auf den Märkten für Vermögenswerte orientieren sollte. Sie zeigen auch, dass es gefährlich sein kann, der Zentralbank die Kompetenz in der Banken- und Finanzaufsicht zu entziehen. Im Krisenfall muss die Zentralbank handeln, um Finanzstabilität zu bewahren. Um aber handlungsfähig zu sein, sollte sie eine wichtige Rolle bei der Finanzaufsicht führen.