

Geldpolitik und Finanzmarktstabilität – Zusammenfassung der 33. Volkswirtschaftlichen Tagung¹

Stefan W. Schmitz

Die 33. Volkswirtschaftliche Tagung der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB)² am 12. und 13. Mai 2005 beschäftigte sich angesichts der zunehmenden Globalisierung im Bankensektor mit der Frage, wie die Arbeits- und Kostenteilung in puncto Finanzmarkt-aufsicht in Zukunft aussehen soll und welche Belastungen auf die Notenbanken im Zuge des Finanzkrisenmanagements zukommen könnten. Dass die Überwachung der Finanzmarktstabilität für Notenbanken eine Aufgabe von allergrößter Wichtigkeit ist, ergibt sich grundsätzlich aus deren Auftrag zur Sicherung der Preisstabilität. So spielen die einzelnen Notenbanken weiterhin eine tragende Rolle bei der Sicherstellung der Finanzmarktstabilität und in der Bankenaufsicht, wenn sie auch im EU-Vergleich unterschiedlich stark in die Aufsicht eingebunden sind. Deshalb muss die Finanzmarktanalyse Bestandteil der monetären und wirtschaftlichen Analysetätigkeit der Zentralbanken sein. Als Beitrag zur aktuellen Diskussion lud die OeNB im Rahmen der diesjährigen Volkswirtschaftlichen Tagung eine Reihe von Expertinnen und Experten aus Notenbanken und Aufsichtsbehörden sowie aus Wissenschaft und Praxis ein, dieses Thema aus ihrer jeweiligen Perspektive zu beleuchten.

Die enge Verknüpfung zwischen monetärer Stabilität und Finanzmarktstabilität wurde von Gouverneur *Klaus Liebscher* (OeNB) in seinem Eröffnungsstatement betont: Stabile Finanzmärkte leisten einen entscheidenden Beitrag zur Preisstabilität, dem vorrangigen Ziel der Geldpolitik. Wenn die nationalen Geldmärkte zu entsprechend liquiden und tiefen Märkten

zusammenwachsen und die Zahlungsverkehrssysteme sicher und effizient funktionieren, lässt sich die Geldpolitik nämlich effektiver umsetzen. Auch die Durchführung der geldpolitischen Maßnahmen gestaltet sich in einem von Finanzmarktstabilität geprägten Klima effektiver: In einem stabilen Umfeld lassen sich die realwirtschaftlichen Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen nämlich besser abschätzen, da die Finanzinstitutionen und Finanzmärkte im Transmissionsmechanismus eine große Rolle spielen (Stichwort Kredit-, Investitions- und Vermögenskanal). Wie Liebscher weiter ausführte, haben Fragen der Finanzmarktstabilität mit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems – also mit der Deregulierung der Devisenmärkte und der Kapitalverkehrsliberalisierung – an Bedeutung gewonnen. Nach der von besonderer Finanzmarktstabilität geprägten Phase von 1945 bis 1970 wurden in der mit der Finanzmarktliberalisierung eingeläuteten neuen Ära zwar zum einen strukturelle Ineffizienzen beseitigt und die Möglichkeiten für die Kapital- und Risikoallokation verbessert; zum anderen schlitterten dann allerdings einzelne Länder in schwere Finanz- und Banken Krisen. In diesem Sinne plädierte Gouverneur Liebscher dafür, den Aspekt der Finanzmarktstabilität in die monetäre Notenbankanalysetätigkeit mit einzubeziehen und insbesondere der makroprudenziellen Finanzmarktanalyse, also der systembezogenen Analyse, höchste Bedeutung beizumessen.

Gouverneur *Svein Gjedrem* (Norges Bank) rief im ersten Keynote-Referat in Erinnerung, dass von den Banken-

¹ Übersetzung aus dem Englischen.

² Siehe auch Tagungsband der 33. Volkswirtschaftlichen Tagung 2005 unter www.oenb.at im Internet.

krisen im Zeitraum von 1977 bis 1998 in mehr als zehn Fällen Länder mit hohem Einkommensniveau betroffen waren, wobei die Wirtschaftsleistung kumulativ im Schnitt um jeweils rund 20% des BIP geschmälert wurde. Svein Gjedrem unterstrich in diesem Zusammenhang die Bedeutung der makroprudenziellen Aufsicht für die Einschätzung der Finanzmarktstabilität und griff dann eine der Hauptfragen der Konferenz auf: Wie sollen die europäischen Aufsichtsbehörden auf die zunehmende Internationalisierung der Finanzinstitutionen reagieren? Jüngste Beispiele für diese Entwicklung sind in Skandinavien etwa der isländische Kaupthing-Konzern und die schwedische Nordea-Gruppe: Die Bilanzsumme des in zehn Ländern agierenden Kaupthing-Konzerns ist doppelt so hoch wie das BIP Islands; Nordea hat in allen skandinavischen Ländern hohe Marktanteile. Daran zeige sich, wie wichtig die enge Zusammenarbeit und ein effizienter Informationsaustausch zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden geworden sind. In Bezug auf einen weiteren Konferenzschwerpunkt, nämlich die Frage, wie Finanzstabilitätsüberlegungen in die geldpolitische Entscheidungsfindung einfließen, verwies Gouverneur Gjedrem darauf, dass die Ziele Finanzmarktstabilität und monetäre Stabilität in vielen Fällen komplementär seien – wobei Perioden mit starken Vermögenspreisanstiegen nicht notwendigerweise im Widerspruch zu monetärer Stabilität stehen müssen. Svein Gjedrem zufolge wäre eine proaktive geldpolitische Reaktion auf Vermögenspreisblasen weder realistisch noch zweckmäßig, da die Entwicklung von Preisblasen schwer einschätzbar ist und zur Gegensteuerung unter Umständen starke Zinserhöhungen erforderlich wären. Die Norges

Bank würde finanzstabilitätspolitische Überlegungen – vor allem die Vermögenspreisentwicklung – bei der geldpolitischen Entscheidungsfindung aus zwei Gründen berücksichtigen: Zum einen aufgrund der Auswirkungen von Ungleichgewichten im Finanzsystem auf Inflation und Produktion, und zum anderen, um Aspekte der Finanzmarktstabilität hinreichend zu berücksichtigen.

Der erste Tagungsblock stand unter dem Motto „Wirtschaftspolitik und Finanzmarktstabilität“. *Charles Goodhart* (London School of Economics and Political Science) argumentierte, dass übermäßige Budgetdefizite ein potenzieller Risikofaktor für die Finanzmarktstabilität seien. Die Überwachung der Regierungen der EU-Staaten durch die Finanzmärkte im Hinblick auf die Tragfähigkeit von Budgetdefiziten sei unzulänglich, und der Stabilitäts- und Wachstumspakt hätte sich als undurchsetzbar erwiesen. Überdies hätten die Finanzregulatoren starke Anreize, staatliche Schuldtitel im Rahmen der Kapitaladäquanzbestimmungen generell – also unabhängig von der Währung, in der sie denominated sind – als risikoarm einzustufen. Goodhart zufolge lässt sich dies damit erklären, dass die Regulatoren in vielen Ländern dem Finanzministerium unterstellt sind. Der dementsprechend hohe Prozentsatz von Staatstiteln in den Bankbilanzen könnte die Stabilität des Bankensektors gefährden. Als Schlussfolgerung aus dieser Situation schlug Charles Goodhart vor, ein Panel unabhängiger Experten mit der Bewertung der Nachhaltigkeit der nationalen Budgetdefizite zu betrauen. In der Diskussion dieses Beitrags stellte *Thomas Wieser* (Bundesministerium für Finanzen) die Effektivität eines derartigen Panels infrage; schließlich wäre es mangels demokrati-

scher Legitimität nicht befugt, Entscheidungen auch durchzusetzen. Nach Ansicht Wiesers könnte die Tatsache, dass die Renditen auf Staatsanleihen von hoch verschuldeten bzw. sich immer stärker verschuldenden Staaten nicht proportional mit der Schuldenhöhe steigen, auch zeigen, dass höhere und steigende Verschuldungsraten von den Märkten eben durchaus noch als nachhaltig eingestuft werden. Darüber hinaus sei die Wahrscheinlichkeit, dass ein EU-Mitgliedstaat zahlungsunfähig werden sollte, de facto nicht gegeben und damit jede Diskussion ohnehin rein akademisch.

Im zweiten Keynote-Referat gab *Takatoshi Kato* (Stellvertretender Geschäftsführender Direktor beim IWF) einen Überblick über das 1999 eingeführte Programm zur Bewertung des Finanzsektors (Financial Sector Assessment Program – FSAP). Im Rahmen dieses Programms geht es u. a. darum, die Hauptursachen von Finanzsystemrisiken und ihre potenziellen Auswirkungen aufzuzeigen, die wichtigsten institutionellen Einrichtungen und Aufsichtsmechanismen zu prüfen und sicherzustellen, dass die Finanzmarktinfrastruktur (also der Zahlungsverkehr) reibungslos funktioniert. *Takatoshi Kato* stellte einige Verbesserungen des FSAP-Konzepts im Lichte der jüngsten Erfahrungen in Aussicht. Insbesondere internationale und sektorübergreifende Verflechtungen werden in künftigen FSAPs besser analysiert werden. *Kato* bekräftigte auch die guten Ergebnisse der im Juli 2004 abgeschlossenen FSAP-Prüfung Österreichs, wonach der österreichische Bankensektor stabil und krisenfest sei und internationale Standards und Normen weitgehend umgesetzt habe. Die Vergabe von Fremdwährungskrediten müsste angesichts ihres hohen Anteils an der Kreditvergabe – wie auch von

der OeNB immer wieder betont – von der Finanzmarktaufsicht besonders kritisch geprüft werden. Außerdem plädierte der IWF dafür, das Engagement der österreichischen Banken in Zentral- und Osteuropa genau zu beobachten. FSAP-Prüfungen in dieser Region hätten ergeben, dass die einzelnen Bankensysteme mit den jüngsten institutionellen Reformen und strengeren Regelungen an Stabilität und Krisenfestigkeit gewonnen haben.

Im Mittelpunkt des zweiten Tagungsblocks standen wichtige „institutionelle und aufsichtsrechtliche Fragen“, um die sich aktuelle Diskussionen auf EU-Ebene drehen. *Karel Lannoo* (Centre for European Policy Studies, Brüssel) wies darauf hin, dass die geltenden Aufsichtsbestimmungen für Banken einzig und allein beim Punkt Solvabilität ansetzen, ausgehend von der Annahme, dass der Faktor Liquidität erst gar nicht zu einem Problem wird, wenn eine Bank ihre Solvabilität entsprechend im Griff hat. *Lannoo* hinterfragte dieses Konzept insofern, als zwischen mikroökonomischer Liquidität (der Liquiditätsausstattung eines bestimmten Marktes oder einer einzelnen Finanzinstitution) und makroökonomischer Liquidität (der Schöpfung und Mobilisierung von bis dahin ungenutztem Finanzkapital) zu differenzieren sei. Während der erste Liquiditätstypus als überwiegend positiv gilt, werden Veränderungen der makroökonomischen Liquidität oft als potenziell destabilisierend eingestuft (Stichwort Vermögenspreisblasen). Mit dem zuletzt laufend steigenden Bilanzsummenanteil handelbarer Aktiva wären die Banken, so *Lannoo*, zunehmend anfälliger für Makro-Liquiditätsschocks geworden. Eine Erhöhung der Eigenkapitalquoten zur Absicherung gegen derartige Liquiditätsrisiken käme aber wohl nur bedingt

infrage, denn solche Liquiditätspuffer lassen sich in einer Makro-Liquiditätskrise eventuell schwer auflösen. Während die Finanzmarktbestimmungen der EU das Liquiditätsrisiko weitgehend vernachlässigen, hätte das geldpolitische Instrumentarium der EZB risikomindernd gewirkt. Laut Lannoo hat die Harmonisierung der Mindestreservebestimmungen und der refinanzierungsfähigen Sicherheiten sowie die Einführung der ständigen Fazilitäten dazu beigetragen, dass die an den geldpolitischen Geschäften beteiligten Finanzinstitutionen besser auf potenzielle Liquiditätsengpässe reagieren können. Die Mindestreserven und Sicherheiten könnten für Innertagskredite im Großbetragszahlungssystem TARGET und zur kurzfristigen Verbesserung der Flexibilität im Bankgeschäft bei potenziellen Liquiditätsengpässen herangezogen werden. Betreffend die geltenden Aufsichtsbestimmungen auf EU-Ebene gibt es nach Ansicht von Lannoo keine unmittelbare Notwendigkeit für eine weitere Harmonisierung der Liquiditätsbestimmungen. Allerdings könnten die Liquiditätsmanagementgrundsätze des Basler Ausschusses den Anstoß zu einem ähnlichen Regelwerk mit Mindeststandards auf EU-Ebene geben.

Danièle Nouy (Generalsekretärin der französischen Commission Bancaire) ging in ihren Ausführungen vor allem auf die internationale Dimension der Finanzaufsicht ein, weil das verstärkte grenzüberschreitende Engagement der Finanzinstitute eine intensivere Zusammenarbeit der Finanzaufsicher erfordere. Im Bereich der Bankenaufsicht, so Nouy, gäbe es mit dem Ausschuss der europäischen Bankenaufsichtsbehörden (CEBS; im Jahr 2004 als Stufe-3-Ausschuss im Rahmen des Lamfalussy-Prozesses eingesetzt) einen formalen, dezentralen Banken-

aufsichtsmechanismus. CEBS fördert die Zusammenarbeit und den Informationsaustausch und trägt zur konsequenten Umsetzung der EU-Richtlinien sowie zur Harmonisierung der Aufsichtspraktiken bei. *Jukka Vesala* (Stellvertretender Geschäftsführer der finnischen Finanzmarktaufsicht) verglich in seinem Diskussionsbeitrag mögliche institutionelle Lösungen für die Bankenaufsicht in der EU. Er setzte mit seiner Analyse vor allem bei den Anreizstrukturen und Externalitäten der infrage kommenden Modelle an. So wird diskutiert, die Aufsichtsbehörde jenes Landes, in dem ein internationaler Bankkonzern seinen Hauptsitz hat, mit der Koordination der Aufsichtsbehörden aller betroffenen Länder zu betrauen. Die Alternative dazu wäre, diese Behörde als Lead Supervisor generell mit der Aufsicht über sämtliche Niederlassungen des Konzerns (inklusive Zweigstellen und Töchter) zu betrauen. Bei letzterem Modell könne sich aber laut Vesala ein Interessenkonflikt ergeben: Angenommen, eine Tochter oder Zweiganstalt ist für das Finanzsystem des Gastlandes systemrelevant und öffentliche Gelder des Gastlandes stehen auf dem Spiel – wird die Lösung für das Gastland und für das Heimatland gleichermaßen effizient sein, wenn im Land, in dem der Konzern seinen Stammsitz hat, die notwendigen Anreize dafür fehlen? Ein Netzwerk zuständiger Aufsichtsbehörden hingegen räume der Aufsicht im Gastland eine aktive Rolle ein und bürge für eine effektive Zusammenarbeit zwischen Heimatland und Gastland. Damit sollten für alle potenziell betroffenen Seiten entsprechende Anreize bestehen. Im Sinne einer Reduktion der Belastung für die Banken und der Vermeidung von Doppelgleisigkeiten plädierte Jukka Vesala dafür, der Aufsicht

des Heimatlandes die Koordinationsfunktion zu übertragen, wobei die Konsistenz der bestehenden Aufsichts- und Krisenmanagementmechanismen gewährleistet sein müsste.

Der dritte Tagungsblock stand unter dem Motto „Herausforderungen für Finanzinstitute auf der Mikroebene“. In seinem Keynote-Referat zeigte sich *Jaime Caruana* (Gouverneur der Banco de España und Vorsitzender des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht) zuversichtlich, dass die Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) die Effizienz des geldpolitischen Transmissionsmechanismus durch den Beitrag, den sie zur Stabilität des Bankensektors leistet, stärken würde. Hingegen sei nicht damit zu rechnen, dass die Banken aufgrund von Basel II in Zukunft verstärkt prozyklisch handeln würden. Laut Caruana ist die Kreditvergabe traditionell prozyklisch geprägt; fraglich sei nur, ob Basel II die positive Korrelation zwischen dem Kreditvolumen und dem BIP stärken oder schwächen werde. Kritiker von Basel II warnen davor, dass Banken bei unvorhergesehenem Wertberichtigungsbedarf und sinkender Bonität ihr regulatorisches Eigenkapital aufstocken müssten und somit weniger Kredite vergeben könnten. Caruana hingegen vertrat die Ansicht, dass ein besseres Risikomanagement und eine verbesserte Finanzaufsicht die effektivsten Maßnahmen gegen unvorhergesehenen Wertberichtigungsbedarf und Bonitätseinbußen seien. Damit müsste der Eigenkapitalbedarf tendenziell zurückgehen, und sowohl die Wertberichtigungen als auch der Eigenkapitalbedarf sollten weniger stark schwanken. Mit Basel II, so Gouverneur Caruana, wären die Banken darüber hinaus angehalten, in ihren Ratings über den gesamten Zyklus hinweg Risikofaktoren entsprechend zu berücksichtigen.

Damit müssten die Ratings stärker im Einklang mit den aktuellen Wirtschaftsdaten stehen. Schließlich hielten die Banken derzeit tendenziell mehr Eigenkapital als notwendig. Aufgrund dieses Kapitalpuffers sollte der Eigenkapitalbedarf bei negativen Schocks nicht weiter steigen, womit den Banken selbst bei einem Wirtschaftsabschwung ausreichend Handlungsspielraum bleiben müsste. In Bezug auf die Konsequenzen von Vermögenspreisentwicklungen für die Finanzmarktstabilität und Geldpolitik argumentierte Caruana schließlich, dass trotz deren potenziell starken Effekts auf die Stabilität der Finanzmärkte und den geldpolitischen Transmissionsprozess die Notenbankpolitik nicht direkt auf die Vermögenspreise ausgerichtet sein sollte, weil damit unter Umständen mehr Schaden als Nutzen angerichtet wird. Dies heißt aber nicht, dass die Vermögenspreisentwicklung bei den Risikoüberlegungen in der geldpolitischen Diskussion vernachlässigt werden sollte.

In der darauf folgenden Podiumsdiskussion wurden die Kosten der Finanzmarktaufsicht heftig diskutiert. *Karl Sevelda* (Vorstandsmitglied der Raiffeisen Zentralbank Österreich AG) schätzt, dass die Umsetzung der neuen Bestimmungen (insbesondere Basel II) den Raiffeisen-Konzern rund 100 Mio EUR kosten würden. Andere Teilnehmer stellten diese Summe infrage, da diese auch die Kosten für eine Verbesserung des Risikomanagements beinhalte, die ohne Basel II genauso notwendig geworden wäre.

In ihrer Präsentation zum Thema Finanzmarktstabilität und Bankenaufsicht konzentrierte sich *Eva Srejber* (Erste Vizegouverneurin der Sveriges Riksbank) auf die künftige institutionelle Struktur der europäischen Bankenaufsicht. Während Systemkrisen

laut Srejber bisher fast durchwegs nationale Auslöser hatten, berge die Integrationsentwicklung potenzielle Risiken auf EU-Ebene. So ist denkbar, dass Banken in mehr als einem Mitgliedstaat systemrelevant sind, dass die Bankenlandschaft eines Landes durch systemrelevante Auslandsbanken geprägt wird, oder dass im Sitzland systemrelevante Banken einen beträchtlichen Teil ihrer Aktiva in Ländern angelegt haben, in denen sie nicht als systemrelevant gelten. Auch ein signifikantes Engagement der Banken im Interbankensektor in verschiedenen Ländern des Euroraums und die Integration der Finanzmarktarchitektur kann diesbezüglich eine Rolle spielen. Der Fokus der nationalen Aufsicht liegt aber naturgemäß auf dem jeweiligen nationalen Finanzsystem, was angesichts negativer Externalitäten der Finanzmarktstabilität suboptimal sein könnte. Die makroprudenzielle Aufsicht bleibt auf das nationale Finanzmarktssystem beschränkt, weil sie auf den verfügbaren Meldedaten aufbaut. Deswegen werden laut Srejber zunächst die schon erarbeiteten Gemeinsamen Standpunkte ein wertvolles Mittel zur Verbesserung der Zusammenarbeit und des Informationsaustausches sein. Die Schaffung einer europäischen Finanzmarktaufsicht sei kurz- bis mittelfristig weder realistisch noch zweckmäßig, langfristig allerdings die logische Lösung. Drei potenzielle institutionelle Arrangements sind dafür laut Srejber denkbar: Lead Supervisors mit voller Verantwortung für die EU-weite Konzernaufsicht, Lead Supervisors mit von einem Gremium europäischer Finanzmarktaufseher ausgestelltem EU-Mandat oder eine zentrale europäische Finanzmarktaufsicht, die nur für die großen, grenzüberschreitend agierenden Banken zuständig wäre. Laut Srejber würde

ein Lead Supervisor mit einem vollen EU-Mandat den Meldeaufwand für international aktive Banken reduzieren, ohne allerdings den Interessenkonflikt zwischen Heimatland-Aufsicht und Gastland-Aufsicht zu lösen. Mit der Einrichtung eines zentralen Gremiums sollte auch dieses Problem in den Griff zu bekommen sein. Umgekehrt könnte die Koordination von 25 Aufsichtsbehörden durch ein zentrales Gremium Letzteres unflexibel, ineffizient und bürokratisch machen. Srejbers Resümee war, dass langfristig eine einzige europäische Finanzmarktaufsicht die beste Lösung für die Bereinigung von Konflikten zwischen nationalen Aufsehern wäre. Um die Marktnähe zu den zu überwachenden Institutionen herzustellen, wäre allerdings eine dezentrale Organisationsstruktur wichtig. Außerdem müsste diese Behörde über entsprechende finanzielle Ressourcen verfügen können, um effektives Krisenmanagement betreiben zu können. Srejber plädierte auch für eine Harmonisierung der Krisenmanagementbestimmungen in den einzelnen EU-Staaten.

In der Diskussion dieses Beitrags erläuterte *Isabel Schnabel* (Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn), dass vor dem Zweiten Weltkrieg der Grad der Finanzmarktintegration in Europa sehr hoch, die Finanzaufsicht hingegen nicht sehr ausgeprägt und das Krisenmanagement kaum koordiniert war. Diesbezüglich dränge sich die Frage auf, ob die Finanzkrisen zur Zeit der Weltwirtschaftskrise durch entsprechende Kooperation der nationalen Aufseher zu verhindern gewesen wären. Ferner sei zu bedenken, dass das Systemrisiko aufgrund des grenzüberschreitenden Engagements der Banken nach dem Zweiten Weltkrieg beträchtlich zugenommen habe (man denke nur an die

Herstatt-Krise). Isabel Schnabel sprach sich für eine zentrale Finanzmarktaufsicht aus, weil diese ein Garant für eine Harmonisierung der Regelungen wäre. So gesehen würde die Zentralisierung der Aufsichtsgenden zu einer Internalisierung der Externalitäten führen und die Nutzung von Skalenerträgen sowie eine bessere Überwachung der Systemstabilität ermöglichen. Man dürfe allerdings nicht vergessen, dass eine zentrale Aufsicht auf Informationen und Input seitens der nationalen Aufseher angewiesen ist. Die damit zusammenhängenden Anreizprobleme müssten mit einem entsprechenden institutionellen Arrangement in den Griff zu bekommen sein.

Insgesamt zogen sich drei Fragen wie ein roter Faden durch alle Präsentationen: die künftige institutionelle Struktur der Finanzaufsicht in Europa, die Rolle der Vermögenspreise in der Geldpolitik und die Rolle der Notenbanken in der makroprudenziellen Aufsicht. Unter den Konferenzteilnehmern herrschte breiter Konsens darüber, dass die Einrichtung einer europäischen Finanzaufsicht, wenn überhaupt, nur langfristig möglich wäre, und dass sie dezentral aufgebaut sein müsste. Um Wettbewerbsverzerrungen zu vermeiden, sollte sie nicht nur für grenzüberschreitend agierende Großbanken zuständig sein. Außerdem müsste eine derartige Institution über

die nötigen finanziellen Ressourcen verfügen, damit sie auf Finanzkrisen auf EU-Ebene entsprechend reagieren kann. Vermögenspreise wurden von den Konferenzteilnehmern generell als relevant für die Geldpolitik angesehen, und auch über die Tatsache, dass die Liquiditätsausstattung als Indikator für potenzielle Preisblasen angesehen werden kann, herrschte Einigkeit. Die meisten Teilnehmer waren sich allerdings darin einig, dass fundamentale praktische Probleme es unmöglich machen, die Geldpolitik expliziter auf die Vermögenspreisentwicklung abzustimmen. In diesem Sinne wären das glaubwürdige Engagement des Eurosystems für eine langfristige Preisstabilitäts-Strategie und der Zwei-Säulen-Ansatz – der auch die Liquiditätsausstattung explizit abdeckt – der effektivste Beitrag, um das Aufkommen von Inflation und über Inflationserwartungen die Bildung von Vermögenspreisblasen zu verhindern. Schließlich machte die Konferenz die herausragende Bedeutung der makroprudenziellen Aufsicht durch die Notenbanken zur Verhinderung von Instabilität auf dem Finanzmarkt deutlich. Eine derartige Prävention ist für die effektive Durchführung und Umsetzung der Geldpolitik aufgrund der engen Verflechtung zwischen monetärer Stabilität und Finanzmarktstabilität von essenzieller Bedeutung.