

Die Frühjahrskonferenz der Deutschen Bundesbank 2012 – Geldpolitik, Inflation und internationale Verflechtungen

Die diesjährige Frühjahrskonferenz der Bundesbank, die gemeinsam mit der Federal Reserve Bank of Philadelphia organisiert wurde, beschäftigte sich mit dem Zusammenspiel von Inflation, internationalen makroökonomischen Verflechtungen und den damit einhergehenden Herausforderungen für die Geldpolitik. Unter anderem haben die Konferenzbeiträge verdeutlicht, dass die Wohlfahrtsgewinne aufgrund einer stetig zunehmenden Globalisierung der Güter- und Finanzmärkte stark von den Eigenschaften der jeweiligen Märkte abhängen. Um die Vorteile steigender internationaler Abhängigkeiten zu nutzen, sollten bestehende Marktunvollkommenheiten und -friktionen weitestmöglich beseitigt werden.

Eine stetig wachsende internationale Integration hat auch Rückwirkungen auf die Geldpolitik. So stellen beispielsweise starke Preisschwankungen auf den Energie- und Rohstoffmärkten oder Ansteckungseffekte auf verflochtenen Finanzmärkten die Geldpolitik vor neue Herausforderungen. Gleichzeitig kann die Geldpolitik jedoch auch auf zusätzliche Informationen zurückgreifen und so ihre Entscheidungen besser fundieren. So liefern beispielsweise Veränderungen der nominalen und realen Wechselkurse Informationen, die für eine an Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik wichtig sind. Des Weiteren beleuchteten die auf der Konferenz präsentierten Beiträge auch unterschiedliche Rückwirkungen der Geldpolitik auf die internationalen Kapitalmärkte. Die Konferenz zeigte Wege auf, wie Zentralbanken eine bessere Prognosegüte erlangen, wenn die Unsicherheit über zukünftige Entwicklungen auf den internationalen Güter- und Finanzmärkten hoch ist. In diesem Zusammenhang wurde schließlich diskutiert, welchen Beitrag die Geldpolitik leisten kann, um Erwartungen der Marktteilnehmer über die künftige Inflation in einem Umfeld gestiegener Unsicherheit zu stabilisieren.

Besondere Herausforderungen aufgrund globalisierter Güter- und Kapitalmärkte

■ Hintergrund

Unter dem Eindruck der Finanz- und Wirtschaftskrise ist die Frage nach den Wechselwirkungen zwischen globalisierten Güter- und Kapitalmärkten einerseits und der Inflationsentwicklung und Geldpolitik andererseits wieder verstärkt in den Blickpunkt gerückt. Nicht zuletzt die Tatsache, dass sich der konjunkturelle Einbruch im Winterhalbjahr 2008/2009 schnell auf viele Länder ausbreitete und die Volkswirtschaften in den meisten Industrieländern nahezu gleichzeitig in Mitleidenschaft zog, hat das Interesse an den Fragen der internationalen Verflechtungen auf den Güter- und Finanzmärkten und die daraus erwachsenden wirtschaftspolitischen Implikationen erneut geweckt. Die zunehmende internationale Integration stellt auch die Zentralbanken weltweit vor neue Herausforderungen. Dabei besteht eine Neigung, den Notenbanken immer mehr Aufgaben zuzuweisen, die über das zentrale Mandat der Preisstabilität hinausgehen. Daher hat die Bundesbank ihre diesjährige Frühjahrskonferenz den Themen Geldpolitik, Inflation und internationale Verflechtungen gewidmet.¹⁾

Die Beiträge der diesjährigen Frühjahrskonferenz lassen sich anhand folgender Fragen bündeln:

- Welche Rolle spielt die zunehmende internationale Integration der Gütermärkte für die Faktorpreisentwicklung?
- Welche Bedeutung hat die zunehmende Globalisierung der Finanzmärkte für die Wirtschaftspolitik eines Landes, insbesondere für die Freizügigkeit der Kapitalströme?
- Wie groß ist der Einfluss starker Preisschwankungen auf den Güter- und Finanzmärkten in einer integrierteren Weltwirtschaft auf die Geldpolitik?
- Was sind die Rückwirkungen der Geldpolitik auf internationale Kapitalmärkte und Wechselkurse?

- Wie soll die Geldpolitik in einem internationalen Umfeld höherer Unsicherheit ausgestaltet werden?

■ Internationale Gütermärkte und Faktorpreise

Der Konferenzbeitrag von Burstein und Vogel²⁾ beantwortete einige Fragen hinsichtlich der Bedeutung der Gütermarktintegration für die Faktorpreisentwicklung, insbesondere die relativen Lohnunterschiede. Die Autoren verwenden ein allgemeines Gleichgewichtsmodell für eine Vielzahl von Ländern, um der Frage nachzugehen, wie sich geringere internationale Handelskosten auf die relative Lohnentwicklung geschulter und ungeschulter Arbeitskräfte (der sog. Lohnaufschlag für höher qualifizierte Arbeitskräfte – „skill premium“) auswirkt. Die empirische Analyse zeigt, dass die Reallöhne aller Arbeitskräfte steigen, wenn die Handelskosten sinken. Jedoch weisen die empirischen Ergebnisse darauf hin, dass die relativen Löhne gut ausgebildeter Arbeitnehmer um das Zweibis Dreifache stärker steigen. Die Autoren zeigen zudem, dass die Intensität des relativen Lohnanstiegs von länderspezifischen Charakteristika abhängig ist. So steigt der Lohnaufschlag für höher qualifizierte Arbeitskräfte insbesondere in kleinen offenen Volkswirtschaften stärker. Des Weiteren ist der Anstieg des Lohnaufschlags nicht notwendigerweise mit einem bereits stark ausgebildeten Produktionssektor für geschulte Arbeiter verbunden.

Dieser Befund legt nahe, dass die internationale Gütermarktintegration vorteilhaft für qualifizierte und für weniger qualifizierte Arbeitskräfte sein kann. Jedoch können die aus der zunehmenden Globalisierung entstehenden Wohlfahrtsgewinne ungleich verteilt sein. Eine

Niedrigere internationale Handelskosten führen zu höheren Löhnen ...

... jedoch sind die Wohlfahrtsgewinne aufgrund der Gütermarktintegration ungleich verteilt

¹ Das Programm und die präsentierten Papiere sind auf der Internetseite der Deutschen Bundesbank verfügbar: www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Termine/Research_centre/2012/2012_05_24_eltville.html

² A. Burstein und J. Vogel (2012), *International trade, technology, and the skill premium*, mimeo, University of California Los Angeles.

Einsicht des Konferenzbeitrags von Burstein und Vogel ist auch, dass die Zentralbank in einer stärker verflochtenen Weltwirtschaft einen noch differenzierteren Blick auf die Ursachen steigender Löhne haben sollte.

Wirtschaftspolitik in globalisierten Finanzmärkten

Güter- und Arbeitsmärkte sind durch eine Reihe von Marktunvollkommenheiten gekennzeichnet. So ist beispielsweise auf den Arbeitsmärkten die Lohnflexibilität in der Regel eingeschränkt, vor allem wenn die Löhne sinken sollten, um Vollbeschäftigung herzustellen. Welche Konsequenzen ergeben sich daraus in einem Umfeld stark integrierter Güter- und Finanzmärkte?

Asymmetrische nominale Lohnrigiditäten in einem festen Wechselkursregime

Schmitt-Grohe und Uribe³⁾ analysieren in ihrem Beitrag die Wechselwirkungen von freien Kapitalströmen und fixierten nominalen Wechselkursen, wenn die Löhne nach unten starr sind. Die Autoren zeigen für ausgewählte kleine Volkswirtschaften in Europa, dass während eines Konjunkturaufschwungs Nominallöhne und Leistungsbilanzdefizite dieser Länder stark stiegen, während die Arbeitslosenzahlen fielen. Nach Einsetzen der Krise verbesserte sich die Leistungsbilanz und die Arbeitslosigkeit nahm zu. Jedoch führte Letzteres zu keiner Verringerung der Nominallöhne. Die Autoren erklären dieses Phänomen in einem dynamischen Modell einer kleinen offenen Volkswirtschaft, welche von einseitig rigiden Nominallöhnen geprägt ist. Sie zeigen, dass die Kombination von festen Wechselkursen und freiem Kapitalverkehr einen negativen Einkommenseffekt auf Volkswirtschaften haben kann, wenn nach einem Konjunkturabschwung die Nominallöhne nicht fallen. Als Konsequenz sich nicht anpassender Löhne kommt es zu hoher Arbeitslosigkeit, Überschuldung und einer wirtschaftlichen Depression. Um diesen negativen volkswirtschaftlichen Effekten entgegenzuwirken, weisen Schmitt-Grohe und Uribe darauf hin, dass optimal gestaltete Kapitalverkehrskontrol-

len wohlfahrtssteigernd sein können. So begrenzen Kapitalverkehrskontrollen in Aufschwungphasen die Kapitaleinfuhr und wirken bremsend auf die Konjunktur, während sie in Zeiten des konjunkturellen Abschwungs die Kapitalaufnahme fördern sollen.

Der Konferenzbeitrag legt nahe, dass die möglichen negativen Folgen des Zusammenspiels einseitig träger Löhne und zunehmender Finanzmarktintegration wirtschaftspolitisch über Kapitalmarktkontrollen beziehungsweise makroprudenzielle Regulierungen abgefedert werden können. Es ist aber herauszustellen, dass im Wesentlichen nicht globalisierte Finanzmärkte, sondern Friktionen auf den Arbeitsmärkten für eine solche Situation verantwortlich sind. Daher sollte es das bevorzugte Ziel sein, die Probleme an der Wurzel zu packen, anstatt Symptome zu kurieren, zumal offen blieb, wie in einer globalisierten Weltwirtschaft solche Kapitalverkehrskontrollen implementiert werden können.

Makroprudenzielle Regulierung zur Abmilderung der Effekte nominaler Lohnrigiditäten

Preisschwankungen auf den Güter- und Finanzmärkten in einer integrierten Weltwirtschaft

Neue Einblicke bezüglich der Frage einer geldpolitischen Reaktion auf starke Preisschwankungen auf den Güter- und Finanzmärkten in einer verflochtenen Weltwirtschaft haben Vorträge von Bodenstein, Guerrieri und Kilian⁴⁾, Perri und Quadrini⁵⁾ sowie Eickmeier und Ng⁶⁾ erbracht.

3 S. Schmitt-Grohe und M. Uribe (2012), Prudential policy for peggers, NBER Working Papers 18031, National Bureau of Economic Research, Inc.

4 M. Bodenstein, L. Guerrieri und L. Kilian (2012), Monetary policy responses to oil price movements, mimeo, University of Michigan.

5 F. Perri und V. Quadrini (2011), International recessions, NBER Working Papers 17201, National Bureau of Economic Research, Inc.

6 S. Eickmeier und T. Ng (2011) How do credit supply shocks propagate internationally? A GVAR approach, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 27/2011.

*Ölpreis-
schwankungen
stellen die
Geldpolitik
vor Heraus-
forderungen*

Der Konferenzbeitrag von Bodenstein, Guerrieri und Kilian widmet sich der Frage, ob und wie die Geldpolitik auf Fluktuationen des Ölpreises reagieren soll. In ihrer Analyse stellen die Autoren heraus, dass es einer genaueren Analyse bedarf, ob es im Wesentlichen angebots- oder nachfrageseitige Störungen auf dem Weltmarkt sind, die starke Ölpreisschwankungen verursachen⁷⁾. Nachfrageinduzierte Ölpreisschocks verlangen in der Regel ein entschiedeneres geldpolitisches Gegensteuern, während bei angebotsseitigen Störungen die direkten Preiseffekte und die Effekte auf das Potenzial einander zumindest teilweise entgegenwirken. Da sich strukturelle Änderungen nur schwer zeitnah identifizieren lassen und konjunkturelle Schwankungen oft die Folge mehrerer verschiedener zeitgleich auftretender Schocks sind, zeigen die Autoren nochmals auf, dass die Geldpolitik bei der Entscheidung, wie sie auf Ölpreisschwankungen reagieren soll, auf sorgfältige Analysen der tieferen Ursachen angewiesen ist.

*Globale real-
wirtschaftliche
Effekte aufgrund
der Verknappung
des
nationalen
Kreditangebots*

Perri und Quadrini heben die Bedeutung von Kreditangebotschocks in einer globalisierten Weltwirtschaft hervor. Die Autoren zeigen, dass unter diesen Bedingungen lokale Einschränkungen in der Kreditvergabe, so wie sie in der Finanzkrise in vielen Ländern zu beobachten waren, globale realwirtschaftliche Effekte haben können, mit der Folge einer internationalen Rezession. Sie zeigen in einem allgemeinen Gleichgewichtsmodell zweier Länder, dass eine Verschärfung der Kreditvergaberegeln eines Landes zu einem Gleichgewicht führen kann, in dem rational handelnde Wirtschaftsakteure die wirtschaftliche Entwicklung im In- und Ausland pessimistischer einschätzen, sodass sie ihre wirtschaftliche Aktivität einschränken. Die Folge ist eine erwartungs- und nicht produktionsgetriebene Rezession, die sich aufgrund von Kreditverflechtungen auf andere Länder ausbreiten kann. Des Weiteren zeigt das Papier, dass eine durch Verschärfungen der Kreditvergaberichtlinien ausgelöste Rezession umso stärker und lang anhaltender ist, je höher

die Kreditaufnahme im vorangegangenen Aufschwung war.

Der Konferenzbeitrag von Eickmeier und Ng beschäftigt sich ebenfalls mit den realwirtschaftlichen Effekten von Kreditangebotschocks in einer integrierten Weltwirtschaft. Die Autoren nutzen einen umfangreichen Datensatz für eine Vielzahl von Ländern, um die internationale Übertragung von Kreditangebotschocks auf den privaten Sektor empirisch zu analysieren. Im Fokus stehen die Auswirkungen dieser Schocks aus den USA, Japan und dem Euro-Raum auf die Realwirtschaft und die Finanzwirtschaft in den drei Regionen sowie auf die gesamte Weltwirtschaft. Die Ergebnisse verdeutlichen, dass Finanzmarktverflechtungen die Übertragung von Störungen im Kreditangebot eines Landes auf die Realwirtschaft weltweit beschleunigen können. Insbesondere bei Kreditangebotschocks, die aus den USA herühren, sind stärkere internationale realwirtschaftliche Übertragungen zu beobachten. Unabhängig von solchen quantitativen Unterschieden kann man jedoch in allen drei Fällen qualitative Übereinstimmungen feststellen.

Die zwei letzteren Präsentationen legen nahe, dass die internationale Finanz- und Gütermarktintegration im Zusammenwirken mit länderspezifischen Einschränkungen des Kreditangebots, wie sie in den letzten Jahren beobachtet werden konnten, die gegenwärtige Rezessionen in einigen Ländern gefördert haben. Eine Geldpolitik, die die Kreditvergabe eines Landes unmittelbar beeinflusst, muss somit im Blick behalten, dass ihre Maßnahmen auch auf andere Länder ausstrahlen können. Insbesondere der Beitrag von Perri und Quadrini illustriert die Auswirkungen einer Regulierung der Kreditvergabe. Damit leistet dieses Papier auch einen Beitrag zu der aktuellen Diskussion um die möglichen Wirkungen einer makroprudenziellen Aufsicht.

⁷ Für eine detailliertere Diskussion vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Juli 2008, S. 33 ff.

Internationale Kapitalmärkte und Wechselkurse

Die vierte Frage, die auf der Frühjahrskonferenz erörtert wurde, bezieht sich auf die Rückwirkungen der Geldpolitik auf internationale Kapitalmärkte und Wechselkurse. Zur Stabilisierung der Realwirtschaft wurde in der Finanzkrise die Geldpolitik in vielen Ländern überaus expansiv. In den wichtigsten Währungsräumen erreichte das kurzfristige Zinsniveau historisch niedrige Werte.

Internationale Zinsdifferenziale und Geldpolitik

In diesem Zusammenhang gibt das Papier von Backus, Gavazzoni, Telmer und Zin⁸⁾ neue Antworten. Das dem Papier zugrunde liegende Zinssatzparitäten-Theorem (bzw. die Beobachtung, dass dieses Theorem nicht ohne Weiteres zu gelten scheint) ist ein seit Langem intensiv diskutierter Aspekt in der Makroökonomie, der noch viele offene Fragen birgt. Das zentrale Ergebnis des Konferenzbeitrags ist, dass unterschiedliche nationale geldpolitische Regeln zu höheren Inflations- und Zinsdifferenzialen zwischen Ländern und Regionen sowie zu steigenden Risikoprämien in der Währung mit einer weniger stabilitätsorientierten Geldpolitik führen können. Eine weitere wichtige Schlussfolgerung ist, dass gerade in Zeiten einer hohen Unsicherheit geldpolitisches Handeln starke Volatilitäten und Devisenströme auf den internationalen Kapitalmärkten auslösen kann.

Die Wirkung des Konsum- und Sparverhaltens auf Aktienrenditen

Eine andere grundlegende theoretische Fragestellung bezieht sich auf den Wirkungszusammenhang zwischen Sparen und den Renditen auf den Aktienmärkten. Das Verständnis dieser Zusammenhänge hat Folgen für die Interpretation der internationalen Kapital- und Güterbewegungen. In ihrem Forschungspapier versuchen Albuquerque, Eichenbaum und Rebelo⁹⁾ gängige Aktienpreistheorien mit den Daten in Einklang zu bringen. Hierbei präsentieren die Autoren im Rahmen eines dynamischen Gleichgewichtsmodells einen neuen, nachfrageorientierten Erklärungsansatz. Insbesondere analysieren sie, wie sich Änderungen in der Zeitpräferenz der Marktteilnehmer auf deren Kon-

sum- und Sparverhalten auswirken und welche Rückwirkungen dies für die Aktienpreisentwicklung hat.

Crucini, Shintani und Tsuruga¹⁰⁾ greifen ebenfalls die Bedeutung der Wechselkursvolatilitäten auf und analysieren den Zusammenhang von Preisrigiditäten und Wechselkursschwankungen vor dem Hintergrund des Gesetzes des einheitlichen Preises („law of one price“). Insbesondere arbeitet das Papier den Zusammenhang von Preisrigiditäten und Wechselkursvolatilität mithilfe von sektoralen realen Wechselkursen heraus. Es zeigt sich, im Gegensatz zu den bisherigen Ergebnissen in der Literatur, dass mit zunehmender Preisrigidität eine abnehmende sektorale Wechselkursvolatilität einhergeht. Die Autoren führen dieses Ergebnis auf die Dominanz realer relativ zu nominalen Störungen bei der Erklärung realer sektoraler Wechselkursschwankungen zurück. Sie schlussfolgern, dass ihr zur Literatur konträres Ergebnis dadurch zu erklären ist, dass bei aggregierter Betrachtung der Preise reale Schocks verschwinden und deshalb nominale Schocks Übergewichtet werden.

In diesem Sinne hilft ein tieferes Verständnis über das Verhalten aggregierter und disaggregierter realer Wechselkursdaten, die Bedeutung von Preisrigiditäten und von monetären Störungen für Wechselkursschwankungen besser zu verstehen.

Nominale Preisrigiditäten und Wechselkursschwankungen

⁸ D. Backus, F. Gavazzoni, C. Telmer und S. Zin (2010), Monetary policy and the uncovered interest parity puzzle, NBER Working Papers 16218, National Bureau of Economic Research, Inc.

⁹ R. Albuquerque, M. Eichenbaum und S. Rebelo (2012), Understanding the equity-premium puzzle and the correlation puzzle, mimeo, Northwestern University.

¹⁰ M. Crucini, M. Shintani und T. Tsuruga (2010), Do sticky prices increase real exchange rate volatility at the sector level?, NBER Working Papers 16081, National Bureau of Economic Research, Inc.

Geldpolitik in einem internationalen Umfeld höherer Unsicherheit

Die oben beschriebenen Forschungsbeiträge der diesjährigen Frühjahrskonferenz boten eine gute Grundlage für die letzte Frage, die auf der Tagung aufgeworfen wurde: Wie soll die Geldpolitik in einem internationalen Umfeld mit höherer Unsicherheit ausgestaltet werden? Die jüngste Krise hat verdeutlicht, wie Unsicherheit auf den Finanz- und Gütermärkten die Erwartungen der Marktteilnehmer beeinflussen und die gezielte Verarbeitung neuer Marktinformationen erschweren kann. Die Unsicherheit über zukünftige Entwicklungen der Volkswirtschaften im Allgemeinen wie auch der Inflation im Speziellen stellt hohe Anforderungen an eine vorausschauende Geldpolitik. So sollte eine Zentralbank nicht nur das im Mittel wahrscheinlichste Ereignis in der Zukunft berücksichtigen, sondern auch die Gesamtheit möglicher zukünftiger realwirtschaftlicher Entwicklungen und Inflationsentwicklungen in ihre Entscheidung einbeziehen.

Inflationssteuerung als Risikomanagement

Die Autoren Andrade, Ghysels und Idier¹¹⁾ vergleichen die Aufgabe der Geldpolitik mit einem Risikomanagement. Wenn die Risikoüberlegungen zunehmend wichtiger werden, benötigt die Geldpolitik auch geeignete Risikomaße für die Umsetzung ihrer Politik. Dieser Zusammenhang wird am Beispiel des Inflationsrisikos illustriert. Im Detail untersuchen die Autoren aus den Erwartungen von Marktteilnehmern abgeleitete Inflations- und Deflationsrisiken und berechnen anschließend die Asymmetrien dieser Risiken. Sie zeigen, dass im Falle der USA diese Asymmetrien wichtige Informationen über die zukünftige Inflation enthalten, und dass sie helfen, geldpolitische Entscheidungen zu erklären.

Geldpolitik und Informationsfraktionen

Melosi¹²⁾ demonstriert, wie die geldpolitischen Entscheidungen besser formuliert und Signalwirkungen entfaltet werden können, wenn das gesamtwirtschaftliche Umfeld von einer Vielzahl von Marktteilnehmern mit unterschiedlichen Einzelinformationen geprägt ist. In dem

verwendeten Modell signalisiert die Zentralbank durch ihr Handeln den unterschiedlich informierten Marktteilnehmern ihre Erwartung über die ökonomische Entwicklung. Die Wirkung auf die Marktteilnehmer hängt von ihrer Möglichkeit der Erwartungsbeeinflussung ab. Durch Signaleffekte können die Auswirkungen einer unerwarteten geldpolitischen Änderung auf die Inflation abgemildert werden. Zum anderen verdeutlicht der Autor, dass solche Signale in einem sich schnell ändernden wirtschaftlichen Umfeld helfen, die systematische Stabilisierungspolitik der Zentralbank zu stärken.

In seiner Rede „Macro Models and Monetary Policy Analysis“ griff der Präsident der Federal Reserve Bank von Philadelphia, Charles Plosser, verschiedene Fragestellungen auf, die sich gerade auch vor dem Hintergrund der neueren Erfahrungen für den Geldpolitiker stellen. Zum einen forderte er die Wissenschaftler auf, sich verstärkt um eine bessere Fundierung von Rigiditäten in den heute gängigen Modellen zu bemühen und insbesondere auch die Konsequenzen geldpolitischen Handelns für die Lohn- und Preisbildungsprozesse besser zu analysieren. Zum anderen regte er an, sich verstärkt Gedanken zu realistischen geldpolitischen Regeln zu machen und dazu, wie ihre Glaubwürdigkeit gesichert werden kann.

In diesem Zusammenhang ging er auch darauf ein, dass makroökonomische Modelle glaubwürdiger die potenzielle systematische Rolle eines Lender-of-last-resort, aber auch das institutionelle Umfeld der Geldpolitik beleuchten sollten. Beides kann zu Moral-Hazard-Problemen in der Geldpolitik führen, denen sich die Notenbanken bei ihren Handlungen bewusst sein müssen.

¹¹ P. Andrade, E. Ghysels und J. Idier (2011), *Tails of inflation forecasts and tales of monetary policy*, mimeo, Banque de France.

¹² L. Melosi (2012), *Signaling effects of monetary policy*, mimeo, London Business School.

■ Schlussfolgerungen

Große Herausforderungen aufgrund internationaler Verflechtungen

Die diesjährige Frühjahrskonferenz gab einen guten Überblick über die gegenwärtige wissenschaftliche Diskussion zu internationalen makroökonomischen Verflechtungen und deren Konsequenzen für die Inflation und die Rolle der Geldpolitik. Insbesondere wurden die Vor- und Nachteile stärker integrierter Güter- und Finanzmärkte dargelegt und die damit verbundenen Herausforderungen für die Geldpolitik diskutiert sowie im Kontext des zentralen geldpolitischen Mandates der Preisstabilität analysiert. Darüber hinaus wurden aber auch vor dem Hintergrund der aktuellen Krise die Grenzen der Geldpolitik und ihrer gängigen Ins-

trumentarien, zum Beispiel aufgrund der Nullzinsgrenze, diskutiert. In diesem Zusammenhang wurden auch neue Instrumente, wie sie heute im Rahmen der makroprudenziellen Aufsicht thematisiert werden, erörtert.

Die Konferenz verdeutlichte, dass die Geldpolitik infolge der Krise der letzten Jahre vor neuen großen Herausforderungen steht. Zum Teil sehen sich Zentralbanken verstärkt aufgefordert, zusätzliche Aufgaben zu übernehmen, wie zum Beispiel für Finanzstabilität und ökonomisches Wachstum zu sorgen. Die Forschungspapiere wie auch die damit einhergehenden Diskussionen haben die damit verbundenen Gefahren einer Überfrachtung verdeutlicht.

Die Rolle der Notenbank