

## 46. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik 2015

Katja Mann und Michael P. Evers\*

Das Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik fand in seiner 46. Auflage vom 19. bis zum 22. Mai 2015 auf der Insel Reichenau statt.<sup>1</sup> Die Tradition des Seminars geht auf die Begründer Karl Brunner und Allan H. Meltzer zurück. Ein zentrales Anliegen des Seminars ist es, den gegenseitigen Austausch von Forschung und Politik zu fördern. Diesem Anspruch wird das Seminar durch einen wirtschaftspolitischen Programmteil sowie durch eine große Anzahl von Teilnehmern aus Zentralbanken und international führenden Institutionen gerecht. Die Teilnehmer diskutierten rege über neuere Erkenntnisse zur Geldtheorie, aber vor allem auch zu den aktuellen geld- und wirtschaftspolitischen Themen. Die Präsentationen der Referenten vom Konstanzer Seminar 2015 werden nun in alphabetischer Reihenfolge kurz vorgestellt.

*Klaus Adam* (Universität Mannheim) präsentierte die empirische Studie „Price Level Changes and the Redistribution of Nominal Wealth in the Euro Area“, in der er mit *Junyi Zhu* (Bundesbank) die Auswirkungen von unerwarteten Änderungen im Preisniveau auf das Vermögen privater Haushalte in der Eurozone untersucht. Angesichts der deflationären Tendenzen in einigen Ländern der Eurozone greifen die Autoren damit ein relevantes Thema auf. In ihrer Untersuchung verknüpfen *Adam* und *Zhu* Haushaltsdaten aus dem Household Finance and Consumption Survey mit Statistiken der Eurozone (Euro Area Accounts). Mithilfe des so generierten Datensatzes sind sie in der Lage, Verteilungseffekte zu dokumen-

---

\* Katja Mann: BGSE und Institut für Internationale Wirtschaftspolitik, Universität Bonn, Lennéstraße 37, 53113 Bonn, E-Mail: [katja.mann@uni-bonn.de](mailto:katja.mann@uni-bonn.de); Michael P. Evers: FB Wirtschaftswissenschaften, Abteilung Geld und Währung, Goethe-Universität Frankfurt am Main, Grüneburgplatz 1, 60323 Frankfurt, E-Mail: [Evers@econ.uni-frankfurt.de](mailto:Evers@econ.uni-frankfurt.de).

<sup>1</sup> Das Seminar wurde gemeinsam von Jürgen von Hagen und Keith Küster (beide Universität Bonn) organisiert. Alle auf der Konferenz vorgetragenen Arbeiten sind auf der Homepage des Instituts für Internationale Wirtschaftspolitik als PDF-Dateien verfügbar (<http://www.iiv.uni-bonn.de/Konstanz>).

tieren, die aus unerwarteten Anstiegen oder Fallen der Preise resultieren. Entscheidend für Größe und Vorzeichen der Änderungen ist die nominale Nettoposition (NNP) der Untersuchungseinheiten, die die Autoren als Differenz der nominalen Forderungen und Verbindlichkeiten berechnen. Bevölkerungsgruppen, Sektoren oder Länder mit positiver NNP sind Verlierer einer Inflation und Gewinner einer Deflation. Das Gegenteil ist bei einer negativen NNP der Fall. Die Autoren zeigen, dass im Falle einer Deflation die Eurozone als Ganze gegenüber dem Rest der Welt verliert, und dass südeuropäische Länder besonders stark betroffen sind. Während sich in diesen Ländern Preisniveauänderungen nur geringfügig auf die Vermögenswerte privater Haushalte auswirken, halten viele Haushalte in nordeuropäischen Ländern Portfolios mit positiver NNP. Bezogen auf die Bevölkerungsstruktur belegen die europäischen Daten, was bereits für die USA und Kanada gezeigt wurde<sup>2</sup>: Junge Haushalte haben größtenteils eine negative NNP, ältere Haushalte eine positive NNP; eine unerwartete Deflation führt deshalb zur Umverteilung von Vermögen von jungen zu älteren Haushalten. Infolgedessen steigt der Gini-Koeffizient, die Einkommensverteilung der Gesellschaft wird also ungleicher. Die Autoren untersuchen auch das Volumen einer Inflationssteuer. Sie finden allerdings heraus, dass andere Instrumente, wie etwa eine Steuer auf Nettovermögen, besser geeignet sind, um der Regierung Einnahmen zu generieren. Schließlich zeigt das Papier auch noch, dass eine Korrelation zwischen historischen Inflationserfahrungen eines Landes und seiner NNP besteht: In Ländern mit traditionell hohen Inflationsraten halten Haushalte einen geringeren Teil ihres Vermögens in nominalen Vermögenswerten.

*Roc Armenter* (Federal Reserve Bank of Philadelphia) analysiert zusammen mit *Ben Lester* in der theoretischen Arbeit „Excess Reserves and Monetary Policy Normalization“ die intendierten geldpolitischen Instrumente der U.S. Amerikanischen Fed, um die Federal Funds Rate weg von der Nullzinsgrenze zu bewegen und damit wieder eine Normalisierung des U.S. Amerikanischen Geldmarkts zu erreichen. Vor der Finanzkrise und der darauf folgenden Rezession 2008 implementierte die Fed ihre Ziele über einfache konventionelle geldpolitische Maßnahmen: Die Fed bediente die Überschussnachfrage von Depositeninstituten nach Re-

---

<sup>2</sup> *Doepke/Schneider* (2006): Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth. *Journal of Political Economy* 114, S. 1096–1097; *Meh/Tarajima* (2008): Inflation, nominal portfolios, and wealth redistribution in Canada, *Canadian Journal of Economics* 44, S. 1369–1402.

servieveinlagen im Federal Fund Market durch Offenmarktgeschäfte und hielt dadurch den Geldmarktzins nahe dem festgelegten Zielniveau. Im Verlauf der Finanzkrise überflutete die Fed die Depositeninstitute im Rahmen des Quantitative Easings mittels unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen mit Überschussreserven. Die Fed Fund Rate ist dauerhaft an der Nullzinsgrenze und konventionelle geldpolitische Einflussnahmen über Offenmarktgeschäfte scheinen in dieser neuen Marktsituation unwirksam. Aufgrund dessen hat das Federal Open Markets Committee (FOMC) eine Strategie dargelegt, wie sie wieder Einfluss auf die Zinsen im Geldmarkt nehmen wollen, um das Vorkrisenniveau des Handels im Interbankenmarkt zu erreichen.<sup>3</sup> Um die Normalisierung der Geldpolitik einzuleiten, beruht die Strategie dabei auf zwei Instrumenten: Erstens soll die Zinszahlung auf Überschussreserven stetig angepasst werden (IOER: interest on excess reserves). Zweitens soll eine weitere Fazilität eingerichtet werden, mittels derer die Fed über den Open Markets Trading Desk bei der Federal Reserve Bank of New York Wertpapiere mit der Vereinbarung ausgibt, diese zu einem festen Preis und festgesetztem Datum zurückzukaufen. Die Differenz zwischen Verkaufs- und dem höheren Rückkaufpreis bildet den Zinssatz (ON RRP: overnight reverse repurchase agreement). Im Gegensatz zu der Verzinsung auf Reservieveinlagen, die nur die Depositeninstitute mit Einlagen bei der Fed betreffen, ist die ON RRP Fazilität u. a. auch für staatlich geförderte Unternehmen und Geldmarktfonds zugänglich. Offen bleibt aber, so die Autoren, inwieweit die angekündigten Maßnahmen tatsächlich den gewünschten Erfolg liefern, da es keine Grundlage für die Bewertung der Maßnahmen gibt. Dies motiviert *Roc Armenter* und *Ben Lester*, in ihrem Papier ein Modell des Federal Fund Marktes zu entwickeln. Die quantitativen Eigenschaften des Modells werden an die Daten angepasst, was eine Identifikation der zugrundeliegenden Modellvariablen wie zum Beispiel Kostenfaktoren in der Bilanz zulässt. Die Hauptaussage des Modells ist, dass beide Politikmaßnahmen in Kombination, d. h. die IOER gemeinsam mit der ON RRP, die Implementierung eines Zinskorridors im Geldmarkt ermöglicht. Eine Deckelung der ON RRP Fazilität ist hinderlich und könnte zu einem Scheitern führen, sodass der Geldmarktzins außerhalb des anvisierten Korridors liegt. Insgesamt aber ist das Modell reich in seiner Struktur und kann die relevanten Eigenschaften und die institutionellen Rahmen des Federal Fund Marktes abbilden. Es ist aber

---

<sup>3</sup> Siehe die Pressemitteilung vom 17. September 2014, „Policy Normalization Principles and Plans“.

verständlich und eingängig genug, um einen geeigneten Rahmen für Wissenschaftler wie Verantwortliche in der Politik, den ökonomischen Mechanismus nachzuvollziehen und den Modellrahmen nach eigenen Vorstellungen und Anforderungen zu erweitern.

*Luigi Bocola* (Federal Reserve Bank of Minneapolis & Northwestern University) präsentierte die Ergebnisse seiner gemeinsamen Arbeit mit *Alessandro Dovis*. In dem Papier „Indeterminacy in Sovereign Debt Markets: An Empirical Investigation“ gehen die Autoren der Frage nach, wie wichtig nicht-fundamentale Risiken zur Erklärung der Zinsspreads auf Staatspapiere während der Europäischen Schuldenkrise sind. Zur Beantwortung dieser Frage untersuchen die Autoren ein strukturelles Modell staatlicher Verschuldung, das drei Schlüsseleigenschaften abbildet: unterschiedliche Laufzeiten der Schuldtitel, risikoaverse Kreditgeber, und ein Koordinationsversagen der Kreditgeber wie in *Cole* und *Kehoe* (2000)<sup>4</sup>. Im Rahmen dieses theoretischen Modells können die Erwartungen der Kreditgeber über einen Zahlungsausfall selbsterfüllend sein, und Grundstimmungen der Märkte tragen zu der Variation in den Zinsspreads der Staatsschuldtitel bei. Die gemeinsame Verteilung der Zinsspreads und der Laufzeit der Schuldtitel beinhalten Informationen, die das Risiko eines Zahlungsausfalls aufgrund von fundamentalen oder aber nicht-fundamentalen Ursachen unterscheiden lassen. Die Autoren wenden das Modell auf italienische Daten an und kalibrieren es auf die empirische Verteilung der Zinsspreads und der Laufzeiten italienischer Staatsschuldtitel. Die Bewegungsgleichung für den stochastischen Diskontfaktor der Kreditgeber wird auf der Grundlage eines Bewertungsmodells für risikohafte Wertpapiere ökonometrisch geschätzt. Die Ergebnisse der quantitativen Übung deuten darauf hin, dass die italienischen Zinsspreads zwischen 2011–2012 überwiegend durch hohe Risikoprämien und ungünstige makroökonomische Fundamentaldaten zu erklären sind, und nur zu einem beschränkten Maße durch nicht-fundamentale Unsicherheit. In diesem Kontext erläutern die Autoren, wie die Wirkungsweise des OMT (Outright Monetary Transaction) Programmes der EZB zu verstehen ist.

*Pablo Guerron-Quintana* (Federal Reserve Bank of Philadelphia) zeigt in seinem Beitrag „Regional Default and Migration in General Equilibrium (mit *Grey Gordon*, Indiana University) auf, wie die Verschuldung von Gemeinden oder Regionen, deren Zahlungs(un)fähigkeit und Migra-

---

<sup>4</sup> *Cole*, Harald L./*Kehoe*, Timothy J.: „Self-Fulfilling Debt Crisis,“ *Review of Economic Studies*, 2000, 67, 91–116.

tion zusammenhängen. Dieses Thema erhält seine Relevanz dadurch, dass seit Beginn der Finanzkrise in 2007/08 die Anzahl von Kommunalinsolvenzen in den USA angestiegen ist. Gleichzeitig ist innerstaatliche Arbeitsmigration – im Gegensatz zu internationaler Migration – verbreitet und spielt deshalb eine wichtige Rolle in der Kommunalpolitik. In dem Papier beschreiben die Autoren ein Modell, in der die Kommunen im gegenseitigen Steuerwettbewerb stehen, weil ihre Bewohner regional mobil sind. Zur Finanzierung ihrer Ausgaben können Kommunen deshalb nur in begrenztem Maße Steuereinnahmen heranziehen und müssen zusätzlich Anleihen ausgeben. In wirtschaftlich schwierigen Zeiten besteht für eine überschuldete Gemeinde jedoch das Risiko eines Zahlungsausfalls. Die Autoren zeigen, unter welchen Umständen es zum Zahlungsausfall kommt und wie Kommunen und Haushalte sich in der Folge verhalten: Die Kommunen sind gezwungen, den Steuersatz drastisch anzuheben, was Haushalte zur Migration in Kommunen mit niedrigeren Steuern bewegt. Außerdem lässt sich aus dem Modell ableiten, wie ein optimaler Bail Out aussieht: Um Emigration und damit einen weiteren Rückgang an Steuerzahlungen zu verhindern, sollte die Kommune keine drastischen Einschnitte auf der Ausgabenseite vornehmen, sondern graduell ihre Schulden reduzieren. Genauso sollten Steuern nicht plötzlich, sondern über einen längeren Zeithorizont hinweg erhöht werden. Insgesamt ändert die regionale Mobilität der Arbeitnehmer den Planungshorizont der Kommunen, da der kommunale Planer die Zukunft stärker diskontiert. Die Autoren führen an, dass ihre Ergebnisse auch in anderen Zusammenhängen Relevanz haben, etwa zur Untersuchung von Einkommensungleichheit oder in der europäischen Schuldenkrise, da auch Migration zwischen EU-Staaten ebenfalls eine wichtige Rolle spielt.

*Neil Mehrotra* (Brown University) leistet mit seinem Papier „A Model of Secular Stagnation“ (mit *Paul Eggertson*, ebenfalls Brown University) einen Beitrag zur Debatte um langanhaltende Phasen der Stagnation, wie sie zum Beispiel seit der Wirtschafts- und Finanzkrise in vielen Ländern zu beobachten sind. In einem Neu-Keynesianischen Modell mit drei überlappenden Generationen zeigen die Autoren, dass ein negativer ökonomischer Schock eine langfristig oder sogar permanent niedrigere Wirtschaftsleistung mit hoher Arbeitslosigkeit und negativen Realzinsen zur Folge haben kann. Das Papier stellt eine entscheidende Neuerung gegenüber Modellen mit repräsentativen, unendlich lang lebenden Agenten dar, denn diese sind nicht in der Lage, eine vergleichbare Dynamik zu erzeugen. In dem Modell gibt es drei Generationen, von denen nur die

mittlere ein Einkommen erwirtschaftet. Die Agenten wollen durch Kreditaufnahme oder -vergabe Konsumglättung über alle Lebensphasen erzielen. Ausgangspunkt für die Modelldynamik ist eine plötzliche unerwartete Kreditverknappung oder ein verringertes Bevölkerungswachstum. Durch die überlappende Generationenstruktur kommt es in dem Modell zu einer langfristig geringeren Kreditnachfrage oder zu einem höheren relativen Kreditangebot. Die Autoren erweitern das Grundmodell in verschiedene Richtungen: Sie führen ein nominales Preisniveau ein und modellieren explizit den Arbeitsmarkt, der durch nach unten rigide Löhne charakterisiert ist. Auf diese Weise können sie die Auswirkungen verschiedener politischer Maßnahmen zur Ankurbelung der Wirtschaft zeigen: Die Verpflichtung zu einem langfristig niedrigen nominalen Leitzins sowie eine temporäre Anhebung der Staatsausgaben erweisen sich als unwirksam, wohingegen eine dauerhafte Erhöhung von Inflation oder Staatsausgaben die Wirtschaft aus der Stagnation führen kann.

*Emanuel Moench* (Deutsche Bundesbank) präsentierte das Papier „Fundamental Disagreement“. Darin untersucht er gemeinsam mit *Philippe Andrade*, *Richard Crump* und *Stefano Eusepi* (alle Federal Reserve Bank New York bzw. Banque de France), wie sich Prognosen der Marktakteure bezüglich Wirtschaftswachstum, Inflation und Leitzins über unterschiedliche Zeithorizonte unterscheiden. Die Autoren nutzen für ihre Analyse den Blue Chip Financial Forecast Survey, für den monatlich Ökonomen aus verschiedenen Bereichen der Privatwirtschaft zu ihren Erwartungen über die kurz- und langfristige Entwicklung verschiedener makroökonomischer Variablen befragt werden. Während die Befragten sich in der kurzen Sicht am meisten in ihren Prognosen zum Wirtschaftswachstum unterscheiden und sehr ähnliche Erwartungen bezüglich der Entwicklung des Leitzinses haben, kehrt sich diese Relation bei einem Prognosezeitraum von mehreren Jahren um: Zinserwartungen unterscheiden sich, Erwartungen in Bezug auf die Wirtschaftsleistung konvergieren. Die Varianz der Inflationserwartungen liegt dazwischen. Mithilfe der Zeitdimension des Panels können die Autoren gleichzeitig dokumentieren, wie sich die Varianz der Prognosen über die letzten 30 Jahre verändert hat. Im zweiten Schritt untersuchen die Autoren, inwiefern Modelle unvollständiger Information diese Beobachtungen erklären können. Voraussetzung eines geeigneten Modells ist, dass die Akteure nicht genau zwischen langfristigen und kurzfristigen Fluktuationen unterscheiden können und dass es dynamische Wechselbeziehungen zwischen den Variablen gibt. *Emanuel Moench* und seine Koautoren vergleichen dabei ins-

besondere ein Noisy Information Modell<sup>5</sup> und ein Sticky Information Modell<sup>6</sup>. Beide Modelltypen sind in der Lage, die Beobachtungen zu replizieren, wobei das Sticky Information Model etwas genauer ist. Im letzten Teil des Papiers leiten die Autoren ab, welche Annahmen über die Zielfunktion der Zentralbank den Vorhersagen der Umfrageteilnehmer zugrunde liegen.

*Joseph H. Haslag* (University of Missouri-Columbia) betrachtet gemeinsam mit *William Brock* die kontemporären unbedingten Korrelationen von i) dem Preisniveau und der gesamtwirtschaftlichen Produktion und ii) der Inflation und der gesamtwirtschaftlichen Produktion über den Konjunkturzyklus. Die Autoren beschreiben die „stilisierten Fakten“ einer Verschiebung der Korrelation zwischen dem Preisniveau und der gesamtwirtschaftlichen Produktion von prozyklisch vor dem 2. Weltkrieg hin zu kontrazyklisch danach. Die Inflationsrate ist seither je nach Datenfilter prozyklisch bzw. azyklisch. In ihrem Papier „A Tale of Two Correlations: Evidence and Theory regarding the phase shift between the price level and output“ erarbeiten die Autoren zunächst einen methodologischen Ansatz, um die Wahrscheinlichkeit des gemeinsamen Auftretens dieser Fakten zu berechnen. Dieser Ansatz soll eine Aussage über die Zuverlässigkeit der beobachteten empirischen Regularität zulassen und gibt dabei ein Maß für die Unsicherheit der „stilisierten Fakten“. Mittels ihres Ansatzes zeigen die Autoren, dass die empirischen Regularitäten eines prozyklischen Preisniveaus und einer kontrazyklischen Inflationsrate mit einem hohen Maß an Unsicherheit behaftet ist. Im nächsten Schritt untersuchen die Autoren ein Modell, um die Verschiebung in den Korrelationen zu begründen. Ihr Hauptergebnis ist, dass ein Modell in dem die Akteure rational aber unaufmerksam sind (Rational Inattention) die zwei unbedingten Korrelationen zwischen dem Preisniveau bzw. der Inflationsrate und der Produktion gemessen am BIP erfolgreich reproduzieren kann. Wichtig in dem Gleichgewichtsmechanismus ist die Flexibilität der Preise, die eine solche Korrelationsstruktur zulässt. Durch An-

---

<sup>5</sup> *Sims* (2003): Implications of Rational Inattention, *Journal of Monetary Economics* 50 (3), S. 665–690 und *Woodford* (2003): Imperfect Common Knowledge and the Effects of Imperfect Monetary Policy, in: Aghion, Frydman, Stiglitz und Woodford (Hrsg): *Knowledge, Information and Expectations in Modern Macroeconomics*: In Honor of Edmund S. Phelps (Princeton: Princeton University Press), S. 25–58.

<sup>6</sup> *Mankiw/Reis* (2002): Sticky Information versus Sticky Prises: A Proposal to Replace the New Keynesian Philips Curve, *Quarterly Journal of Economics* 117 (4), S. 1295–1328.



wendung der Theorie Robuster Regelung (Robust Control Theory) leiten die Autoren darüber hinaus hinreichende Bedingungen ab, unter denen das Preisniveau kontrazyklisch und die Inflationsrate prozyklisch sind. Dieser Ansatz erlaubt den Autoren, zugrundeliegende Mechanismen zu identifizieren, die konsistent mit den stilisierten Fakten sind.

*Cédric Tille* (Graduate Institute of International and Development Studies, Genf) widmet sich gemeinsam mit *Signe Krogstrup* (Schweizerische Zentralbank) in dem Papier „What drives the funding currency mix of banks?“ der Bankenfinanzierung in Fremdwährung. Im Zentrum ihres Papiers steht die Frage nach den Gründen, die die Finanzierung von Banken in Fremdwährung bestimmen. Ihr Hauptaugenmerk liegt dabei auf dem Schweizer Franken und dessen Gebrauch bei der Finanzierung von Banken in 18 europäischen Ländern. Grundlage für die empirische Analyse bildet ein neuer Datensatz, der den Gebrauch der Schweizer Franken und anderen Währungen durch Europäische Banken beschreibt. Um die Datenanalyse zu strukturieren, erläutern die Autoren zunächst im Rahmen eines einfachen theoretischen Modells die ökonomischen Grundlagen der Allokation von Fremdwährung zur Finanzierung einer Bank. Auf Basis eines Portfolio-Arguments beschreibt das Modell die optimale Sortierung der Fremdwährung auf Grundlage von erwarteter Veränderung der Wechselkurse und deren Volatilität. Kern des Papiers ist die Analyse des neuen Datensatzes über die Bilanzdaten von Europäischen Banken. Die Daten erlauben die Aufteilung der Finanzierung in heimische Währung, Schweizer Franken, und weiteren Fremdwährungen. In ihrer Untersuchung unterscheiden *Cédric Tille* und *Signe Krogstrup* zwischen Euroländern und Ländern, die nicht im Euro sind, sowie Ländern in denen Finanzzentren liegen. Zunächst werden drei stilisierte Fakten aus dem Datensatz erarbeitet: Erstens, in Ländern ohne Finanzzentren wird der Schweizer Franken stärker als Fremdwährung in der Kreditvergabe genutzt als andere Fremdwährungen. Zweitens, der Anteil an länderübergreifender Interbankenfinanzierung ist für den Schweizer Franken größer als für andere Währungen. Drittens, die Vergabe von Krediten in Fremdwährung ist in Schweizer Franken eher unterfinanziert, d. h. die Banken haben eine positive Nettoposition in Schweizer Franken, wohingegen die Vergabe von Krediten in anderer Fremdwährung eher uberfinanziert ist, d. h. die Banken haben eine negative Nettoposition in anderen Fremdwährungen. Im Anschluss daran folgt die empirische Analyse der Bestimmungsgrößen für die Bankenfinanzierung in Fremdwährung. Die Finanzierung mittels Schweizer Franken in europäischen Schwellenländern ist hauptsächlich durch Wechselkursänderungen bedingt, aber



auch durch Fremdwährungskredite in Schweizer Franken. Die direkten Kosten der Finanzierung spielen für Banken aus europäischen Schwellenländern eher keine Rolle, ganz im Gegensatz zu Banken aus EURO-Ländern, die keine Finanzzentren haben. Die Betrachtung von Risikofaktoren in der Fremdfinanzierung ist relevanter für Banken aus Ländern mit Finanzzentren als in anderen Ländern. Die Autoren resümieren, dass die Bankenfinanzierung in Fremdwährung insgesamt von substantieller Heterogenität sowohl hinsichtlich verschiedener Fremdwährungen als auch hinsichtlich der Banken in verschiedenen Ländern ist.

Der Sprecher der traditionellen ‚Policy Session‘ war *Rzonca Andrzej*, Präsidiumsmitglied der Polnischen Zentralbank (Naradowy Bank Polski). In seinem Vortrag stellte *Rzonca Andrzej* wichtige Eckpunkte der Geldpolitik der Polnischen Zentralbank seit der Finanzkrise 2007 vor. Er beschrieb die besonderen Herausforderungen für Polen und wie die Zentralbank Polens darauf reagierte. Er gab auch einen kritischen Ausblick auf die zu erwartenden wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen in Polen und inwieweit die Naradowy Bank Polski dafür gewappnet sei.

Das 46. Konstanzer Seminar war aufgrund der tollen, aktiven Beteiligung mit zahllosen Diskussionen und vielen Höhepunkten ein sehr großer Erfolg. Daher schauen wir mit viel Spannung auf das nächste, 47. Konstanzer Seminar.