

## 45. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik 2014

Michael P. Evers\*

Das Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik fand in seiner 45. Auflage vom 3. bis zum 6. Juni 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 Programnteil sowie durch eine große Anzahl von Teilnehmern aus Zentralbanken und international führenden Institutionen gerecht. Die Teilnehmer aus den USA und Europa 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 2014 werden nun in alphabetischer Reihenfolge kurz vorgestellt.

*Christian Bayer* (Universität Bonn) untersucht zusammen mit *Ralph Lütticke*, *Lien Pham-Dao* und *Volker Tjaden* (alle BGSE, Universität Bonn) in dem Papier „Precautionary Savings, Illiquid Assets, and the Aggregate Consequences of Shocks to Household Income Risk“, inwiefern Veränderungen in der Unsicherheit von Haushaltseinkommen den Wirtschaftszyklus erklären können. Dabei richtet sich das Hauptaugenmerk auf die Portfolio-Entscheidung von Haushalten bezüglich liquiden und illiquiden Finanzanlagen. In ihrem Modell sind Haushalte Einkommensrisiken ausgesetzt, gegen welche sie sich auf dem Finanzmarkt nur durch die Akkumulation einer vorsorglichen Ersparnis in Form von liquiden

---

\* 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). Ich bedanke mich bei Anna Grodecka und Martin Wolf für ihre Unterstützung.

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

öffentlichen Vermögenstiteln, z.B. Bargeld, oder illiquiden Kapitals versichern können. Steigt das Einkommensrisiko, erhöhen die Haushalte ihre Sparquote und sparen zudem vornehmlich in liquiden Titeln, da diese stets zur Konsumglättung herangezogen werden können. Ein Blick in die Mikrohaushaltsdaten des Survey of Consumer Finances bestätigt, dass sich der Portfolioanteil der liquiden Wertpapiere im Jahr 2010 relativ zu 2004 über alle Vermögensperzentile erhöht hat. Die Autoren zeigen, dass in Zeiten hoher Einkommensunsicherheit eine Erhöhung der vorsorglichen Ersparnis in Kombination mit einer Portfolio-Umschichtung hin zu liquiden Finanzanlagen zu einem Nachfragerückgang sowohl nach Konsumgütern als auch nach illiquiden Investitionsgütern führt. Aus den U.S. Mikrodaten der Panel Study of Income Dynamics von 1970 bis 2009 schätzen die Autoren einen stochastischen Volatilitätsprozess und zeigen, dass diese Schwankungen in idiosynkratischen Einkommensrisiken bis zu 1/3 des Konjunkturzyklus erklären können, wenn die Zentralbank nicht interveniert. Bedient die Zentralbank hingegen die erhöhte Nachfrage nach liquiden Finanzanlagen, gelingt es der Zentralbank sowohl die Inflationsrate als auch das BIP zu stabilisieren und die Wohlfahrtskosten verbunden mit der Variation in den Einkommensrisiken privater Haushalte um ca. 80% zu reduzieren.

*Roel Beetsma* (University of Amsterdam) untersucht in seiner Arbeit „A comparison of nominal and indexed debt under fiscal constraints“, die er zusammen mit *Ed Westerhout* (University of Amsterdam) erstellt hat, ob nominale oder inflationsindexierte Staatsanleihen zu mehr Wohlfahrt führen. Obwohl die Inflation in den entwickelten Ländern derzeit relativ niedrig ist, stellt die Inflationsunsicherheit weiterhin ein wichtiges Thema für die Entscheidungsträger in einer Volkswirtschaft dar. Letztendlich interessiert sowohl den Anleiheemittenten (die Regierung) als auch die Investoren nicht die nominale, sondern die reale Rendite von Staatsanleihen. Deswegen emittieren auch die Regierungen der meisten großen Volkswirtschaften inflationsindexierte Verschuldungspapiere. *Roel Beetsma* und sein Koautor beschäftigen sich mit der Frage nach dem Wohlfahrtsranking der nominalen und indexierten Anleihen in einem theoretischen Modell, in dem die Haushalte Nutzen aus privatem und öffentlichem Konsum sowie Freizeit ziehen. Die Volkswirtschaft ist Inflations- und Produktivitätsschocks ausgesetzt. Die Fiskalpolitik sieht sich Beschränkungen entweder in Form eines Defizitlimits, eines maximalen Verschuldungsniveaus oder einer Kombination der beiden ausgesetzt. Die Autoren zeigen, dass die indexierten Staatsanleihen dann zu bevorzugen sind, wenn eine Obergrenze für die Schuldenquote existiert. Wenn

eine Defizitobergrenze zu berücksichtigen ist, führt die nominale Verschuldung zu höherer Wohlfahrt. Die Schocks, die die Wirtschaft treffen, können dazu führen, dass die fiskalischen Beschränkungen bindend werden. Dies führt zu einer Änderung der Steuerpolitik, die die Wohlfahrt der Haushalte indirekt beeinflusst, sowie der Staatsausgaben, die die Wohlfahrt der Haushalte direkt beeinflussen. Generell werden stabile Schulden- und Defizitquoten bevorzugt, da sie die Wahrscheinlichkeit reduzieren, dass die fiskalischen Beschränkungen infolge eines Schocks bindend werden. Mit nominalen Staatsanleihen fluktuiert die Schuldenquote stärker, mit indexierten Staatsanleihen fluktuiert die Defizitquote stärker. Unabhängig von der Parameterkonstellation sind indexierte Staatsanleihen bei einem Zielwert für die Schuldenquote zu bevorzugen. Die Robustheitstests zeigen, dass die Kalibrierung zwar Einfluss auf die Wohlfahrtskosten hat, aber nicht auf das Wohlfahrtsranking der beiden Anleihearten.

*Cem Çakmakli* (Koç University, Istanbul) widmet sich in seinem Papier „Bayesian Semiparametric Dynamic Nelson-Siegel Model“ der Struktur von Bond-Yields im Querschnitt. Es ist aus vielerlei Hinsicht wichtig, ein besseres Verständnis von den Zusammenhängen verschiedener Bond-Yields zu erhalten, um daraus beispielsweise akkuratere Aussagen über die Erwartungsbildung privater Akteure, Preismechanismen von Bonds, Management öffentlicher Verschuldung, Portfolio Management, etc. treffen zu können. Typischerweise können die gemeinsamen Bewegungen der Bond-Yields im Querschnitt durch einige wenige Faktoren beschrieben werden, weshalb in der ökonometrischen Literatur Faktormodelle die zentrale Modellierungsweise von Bond-Yields sind. In seinem Papier konzentriert sich *Cem Çakmakli* auf die Schätzung der Dichtefunktion der Bond-Yields. Der Standardansatz unterstellt, dass Schocks auf die Faktoren normalverteilt sind. Dies vereinfacht zwar die statistische Inferenz, es schränkt jedoch die Darstellung der Dichtefunktion selber ein. Die Güte der Schätzung der Dichtefunktion ist aber von zentraler Bedeutung für die Einschätzung der Unsicherheit von Punktschätzungen und Vorhersagen sowie für die gesamte Verteilung der Bond-Yields mit zeitvariierender Maturität. *Cem Çakmakli* schlägt daher eine Alternative zur Normalverteilung vor, die auf Bayesianische Semiparametrik beruht. Im Rahmen des dynamischen Nelson-Siegel Modells unterstellt er eine Dirichlet-Process-Mixture für die Schock Verteilung der Faktoren. Diese Modellierung der Schockverteilung erfasst u.U. nicht-Normalitäten in der Verteilung wie fat tails, Asymmetrien und nicht-lineare Zusammenhänge der verschiedenen Faktoren. *Cem Çakmakli* wendet sein Verfahren

auf US-Daten an und weist damit in der Zeit von Januar 1970 bis Dezember 2009 zwei unterschiedliche Regime in der Zeitreihe nach: Das eine Regime ist durch Stabilität und moderate Fluktuationen der Bond-Yields charakterisiert und beschreibt die späten 1980er und 1990er. Das zweite Regime ist durch hohe Unsicherheit und Volatilität charakterisiert und beschreibt die 1970er und die frühen 1980er sowie die Rezession 2007–2009.

*Refet S. Gürkaynak* (Bilkent University Ankara) betrachtet in dem Papier „Judging the DSGE Model by Its Forecast“ gemeinsam mit *Rochelle M. Edge* (Federal Reserve Board) und *Burçin Kısacikoğlu* (Johns Hopkins University) die Vorhersagegüte standardmäßig geschätzter Dynamischer, Stochastischer Modelle des Allgemeinen Gleichgewichts (DSGE-Modelle). Basierend auf dem Modell von *Smets* und *Wouters* (2007)<sup>2</sup> argumentieren die Autoren, dass diese Modelle zwar über die Periode von 1992–2006 (die sogenannte ‚Great Moderation‘) relativ zu alternativen Modellen (insbesondere einem Bayesianischen Vektor-Autoregressiven Modell) eine verhältnismäßig gute Vorhersagegüte besitzen, aber nicht absolut hinsichtlich der Daten. Die Autoren argumentieren jedoch, dass diese Periode keine besonders gute Grundlage für die Einschätzung der Vorhersagegüte der Modelle bietet, weil in dieser Zeitperiode Fluktuationen nicht persistent sind und somit auch nicht vorhersagbar. Stattdessen betrachten die Autoren ebenfalls die Vorhersagegüte für die Periode 1970 bis 1984 vor der ‚Great Moderation‘, die durch persistente und demzufolge vorhersagbare Fluktuationen beschrieben ist. Hier finden die Autoren eine bessere absolute Vorhersagegüte gemessen an den Daten. Aus dieser Übung leiten *Refet S. Gürkaynak* und seine Koautoren einen alternativen Test für die Vorhersagegüte von DSGE-Modellen ab: Anstatt auf die Vorhersage der Modelle selber zu schauen, sollten DSGE Modelle nach ihrer Eigenschaft bewertet werden, ob sie die Daten richtig als vorhersagbar oder eben nicht vorhersagbar identifizieren können. Als Teil ihrer empirischen Analyse untersuchen die Autoren auch, inwiefern die Bewertung der Vorhersagegüte von den Daten selbst (Daten in Realzeit vs. korrigierte Daten) sowie der Wahl der Zeitperioden abhängt.

*Robert Kollmann* (ECARES, Université Libre de Bruxelles) untersucht gemeinsam mit *Marco Ratto*, *Werner Roeger*, *Jan in’t Veld*, und *Lukas Vogel* (alle Europäische Kommission) die Bestimmungsfaktoren für die Entwicklung der deutschen Leistungsbilanz in den letzten 20 Jahren. In

<sup>2</sup> *Smets*, F. and *Wouters*, R. (2007), „Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach“, *American Economic Review* 97(3), 586–607.

ihrem Papier „What drives the German current account? And how does it affect other EU member states?“ verwenden die Autoren ein Dynamisches, Stochastisches, Allgemeines Gleichgewichtsmodell mit Rationalen Erwartungen (DSGE), das für Deutschland, die restlichen Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion sowie den Rest der Welt modelliert wird. Das Modell baut auf QUEST III auf, dem Neu-Keynesianischen DSGE Modell der Europäischen Kommission (vgl. *Ratto, Roeger and in't Veld* (2009)). Das Modell ist reich an nominalen und realen Rigiditäten sowie Finanzmarktfriktionen. Im Modell werden Nachfrage- und Angebotsschocks sowohl in Gütermärkten wie auch in Arbeitsmärkten und Finanzmärkten erfasst. Die Schätzung des Modells erlaubt den Autoren die Identifikation von verschiedenen strukturellen Schocks, die zur Erklärung der deutschen Leistungsbilanzentwicklung herangezogen werden können. *Robert Kollmann* und seine Koautoren identifizieren positive Schocks auf die deutsche Sparrate und auf die Nachfrage nach deutschen Gütern aus dem Rest der Welt sowie die Veränderungen auf den deutschen Arbeitsmärkten (Arbeitsmarktreformen) und positive Angebotsschocks in Deutschland als wichtigste Faktoren für die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse. Die Konvergenz der Nominalzinsen im Vorlauf zur Europäischen Währungsunion ist hingegen nur von moderater Bedeutung. Ferner sind die gleichen Schocks, die die deutsche Leistungsbilanz treiben, auch für die Leistungsbilanzdefizite in den restlichen Mitgliedsländern der Währungsunion verantwortlich. Der zeitliche Verlauf der Bestimmungsfaktoren legt den Schluss nahe, dass die Ungleichgewichte der Leistungsbilanzen im Euroraum rückläufig sein werden. Im Rahmen ihres Modells finden die Autoren, dass eine Erhöhung der Staatsausgaben in Form von Konsum oder Investitionen zwar zu einer Erhöhung des deutschen BIPs führt, aber der Effekt der höheren inländischen Nachfrage auf den Leistungsbilanzüberschuss nur schwach ist.

*Federico S. Mandelman* (Federal Reserve Bank of Atlanta) untersucht in seinem Papier „Labor Market Polarization and International Macroeconomic Dynamics“ die möglichen Ursachen für die Polarisierung des Arbeitsmarktes in Industriestaaten über die letzten 30 Jahre. Er beschreibt eine unterschiedliche Entwicklung der Arbeitsmärkte für niedriges, mittleres und hohes Lohneinkommen. Am Beispiel der USA dokumentiert er für die 1980er Jahre einen Beschäftigungsrückgang im Niedriglohnssektor und eine Zunahme der Beschäftigung für hohes Lohneinkommen. In den 1990ern hingegen ging die Beschäftigung in den mittleren Einkommensgruppen zurück und die Beschäftigung in niedrigen und hohen Einkommensgruppen nahm zu. In den 2000ern nahm die Beschäfti-

gung im Niedriglohnsektor weiterhin zu. Über den Gesamtzeitraum beobachtet der Autor eine Polarisierung auf dem Arbeitsmarkt: Seit 1980 hat die Beschäftigung sowohl im Niedriglohnbereich als auch für hohe Einkommensgruppen zugenommen, die Beschäftigung für mittlere Einkommensgruppen hat jedoch abgenommen. Um dieses Phänomen zu beschreiben, identifiziert *Federico S. Mandelman* niedrige, mittlere und hohe Einkommensgruppen als Arbeitsmärkte für niedrige, mittlere und hohe Qualifikationen. Er sieht damit die Ursachen für die Polarisierung in der Verlagerung der Jobs weg von mittleren beruflichen Qualifikationen hin zu niedrigen und hohen beruflichen Qualifikationen. Den Grund für die Verlagerung der Qualifikationen selbst wiederum begründet der Autor mit einem Anstieg der internationalen Verflechtungen im Produktionsprozess. Im Rahmen eines stochastischen Wachstumsmodells, das zwei Länder abbildet, formalisiert *Federico S. Mandelman* sein Argument. Er zeigt, dass die Aufteilung von Aufgaben im Produktionsprozess in Aufgaben mit niedrigem, mittleren und hohen Qualifikationen dazu führt, dass durch den internationalen Handel dieser Aufgaben (eher als den Handel von Gütern im klassischen Sinne) die Polarisierung in den USA qualitativ erklärt werden kann. Im Rahmen des ökonometrisch geschätzten Modells repliziert er die Entwicklung in den USA. Dabei zeigt der Autor auch im Hinblick auf die unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Dekaden, dass die Polarisierung kein stetiger Prozess war, sondern wie verschiedene strukturelle Schocks, die in der ökonometrischen Schätzung seines Modells identifiziert werden, diese unterschiedlichen Entwicklungen erklären können.

*Fernando M. Martin* (Federal Reserve Bank of St. Louis) betrachtet in seinem Papier „Debt, Inflation and Central Bank Independence“ die Konsequenz einer unabhängigen Zentralbank auf die Inflationsdynamik in einer Volkswirtschaft. Der theoretische Beitrag bildet eine monetäre Ökonomie ab, die in ihrer Ausformulierung *Lagos* und *Wright* (2005) folgt.<sup>3</sup> *Fernando Martin* erweitert das Modell um einen Staatsektor, der verzerrende Besteuerung, nominale Staatsschuld sowie die Bereitstellung öffentlicher Güter berücksichtigt. Im Rahmen dieses Modells wird untersucht, welche Folgen eine Verlagerung der Zielsetzung der Zentralbank weg von der fiskalpolitischen Seite, die als nicht-benevolent unterstellt wird, hin zu einer Zielsetzung, die den Präferenzen der Haushalte in der Ökonomie entspricht. Die Verlagerung der Zielsetzung ist gesellschaftlich

---

<sup>3</sup> *Lagos*, R. and *Wright*, R. (2005), „A unified framework for monetary theory and policy analysis“, *The Journal of Political Economy* 113(3), 463–484.

wünschenswert und reduziert in der kurzen Frist die Inflation. Nichtsdestotrotz führt dies nicht zu einer langfristig, dauerhaft niedrigeren Inflationsrate. Zwar reduziert die veränderte Zielsetzung der Zentralbank die Verzerrung in der Ökonomie, die durch eine höhere Inflation ausgelöst wurde. Die Fiskalpolitik nutzt diesen Spielraum jedoch aus, um ihrerseits gegenwärtige fiskalische Defizite zu erhöhen und zukünftige Defizite zu reduzieren. Dies bedeutet also, dass die Fiskalpolitik den zusätzlichen Spielraum ihrer zur Finanzierung der Ausgaben induzierten Verzerrung in die Zukunft legt, um damit das gegenwärtige Defizit zu erhöhen. Da die Finanzierung der zukünftigen höheren nominalen Staatsschuld mit höheren Friktionen einhergeht, hat die Zentralbank wiederum den Anreiz, die reale Schuld durch eine höhere Inflation zu reduzieren. Im Ergebnis, so argumentiert *Fernando Martin*, steigt die Inflation in der langen Frist dauerhaft an.

*Gernot Müller* (Universität Bonn) widmet sich gemeinsam mit *Alexander Kriwoluzky* und *Martin Wolf* (beide Universität Bonn) der Frage, was das Risiko eines Austritts aus einer Währungsunion für ein Mitgliedsland bedeutet. Vor dem Hintergrund der aktuellen Krise im Euroraum und dem selbst durch den Präsidenten der EZB, Mario Draghi, offen benannten Szenario, dass eine Währungsunion nicht unumkehrbar sei, ist diese Forschungsfrage von großer Relevanz. In ihrem Papier „Exit expectations in currency unions“ betrachten die Autoren im Rahmen eines Allgemeinen Gleichgewichtsmodells mit Rationalen Erwartungen eine kleine offene Volkswirtschaft, die Mitglied einer Währungsunion ist, die aber unter Umständen die Währungsunion verlassen wird. Die Autoren zeigen, dass die Erwartungen eines Austritts dieser Ökonomie im Gleichgewicht steigen, wenn die Fiskalpolitik die öffentliche Verschuldung nicht stabilisieren kann. Sofern ein Austritt aus der Währungsunion eine nun unabhängige Geldpolitik zur Folge hätte, die die Staatsschuld durch Inflation akkommodierte, würde die Wechselkursumstellung zu einer Abwertung führen. Die mögliche Wechselkursumstellung bedeutet somit ein zusätzliches Risiko insbesondere für ausländische Investoren. Im Rahmen ihres Modells unterscheiden nun die Autoren zwischen dem Risiko eines direkten Zahlungsausfalls der Staatsschuld und dem Risiko durch die Wechselkursumstellung. Während das Risiko eines direkten Zahlungsausfalls der Staatsschuld nur den Zinsaufschlag auf die Staatsschuld erhöht, erhöht das Risiko einer Wechselkursumstellung den Zinsaufschlag für öffentliche und private Verschuldung gleichermaßen. Aus diesen Zusammenhängen leitet *Gernot Müller* gemeinsam mit seinen Koautoren die folgende zentrale Wirkungskette ab: Die höhere Staatsverschuldung ei-



nes Mitgliedslandes einer Währungsunion erhöht das Risiko eines Austritts dieses Landes aus der Währungsunion. Ein höheres Austrittsrisiko wiederum lässt den Zinsaufschlag auf private Verschuldung in dem Mitgliedsland steigen, was einen Rückgang der inländischen Nachfrage und Produktion zur Folge hat und damit negativ auf die wirtschaftliche Entwicklung wirkt. Die Autoren kalibrieren das Modell auf Griechenland und zeigen erfolgreich, dass das Risiko einer Wechselkursumstellung einen tatsächlichen Beitrag zur Beschreibung der aktuellen Entwicklung der griechischen Volkswirtschaft leistet.

*Paul Pichler* (Österreichische Nationalbank) präsentierte das Papier „Collateral, liquidity and debt sustainability“, das er zusammen mit *Stefan Niemann* (University of Essex) verfasst hat. Im Rahmen dieser Arbeit modellieren die Autoren eine geschlossene Volkswirtschaft, in der die Regierung die optimale Fiskalpolitik wählt und ein partieller Staatsbankrott möglich ist. In der bisherigen Literatur zu Staatsinsolvenzen wird vor allem die Tragbarkeit von Auslandsverschuldung in Schwellenländern betrachtet. Es existiert hingegen wenig Literatur bezüglich der Tragbarkeit von Staatsverschuldung in entwickelten Volkswirtschaften, deren Anleihen vorrangig im Inland gehalten werden, was zum Teil auch an dem Mangel historischer Daten liegt. Die Autoren nähern sich dieser Fragestellung und modellieren eine geschlossene Volkswirtschaft, in der die Regierung entscheiden kann, ob sie die Staatsschulden vollständig zurückzahlt. Dabei wägt sie die Kosten des Staatsbankrotts auf der einen Seite und die mit der Verschuldung wachsenden Steuerverzerrungen auf der anderen Seite ab. Ein wichtiges Merkmal der modellierten Volkswirtschaft ist die Tatsache, dass die Staatsanleihen die Rolle eines Liquiditätspuffers einnehmen und als Sicherheiten dienen können. Sie können von den Firmen auf dem Sekundärmarkt gehandelt werden und werden als Sicherheiten von den Banken benutzt, die die Anleihen der Einleger benötigen, um Kredite für die Industrie zu finanzieren. Dies führt dazu, dass im Gleichgewicht ohne die Möglichkeit des Staatsbankrotts die Staatsschulden einen positiven Wert von 84 % des BIP annehmen. Die Autoren zeigen weiterhin die Existenz eines fiskalischen Limits in der Volkswirtschaft mit der Möglichkeit eines teilweisen Zahlungsausfalls. Eine kalibrierte Version des Modells zeigt, dass dieses Limit bei ca. 95% des Outputs liegt. Wenn die Staatsschulden diesen Grenzwert übersteigen, wird die Entscheidung getroffen, einen Teil der Schulden nicht zurückzuzahlen (ca. 40%), da die Reputationskosten des Staatsbankrotts niedriger als die aus Steuerverzerrungen resultierenden Kosten sind.



Der Sprecher der traditionellen ‚Policy Session‘ war *Klaas Knot*, Präsident der Niederländischen Zentralbank. Er hat es sich nicht nehmen lassen, direkt von Sitzung des EZB-Rates am 06. Juni zum Konstanzer Seminar an den Bodensee zu reisen. Den ursprünglich geplanten Vortrag hat *Klaas Knot* durch einen spontanen Bericht über die Beschlüsse der Sitzung ersetzt. Die Sitzung des EZB-Rates am 06. Juni erhielt große Aufmerksamkeit, weil hier u.a. zum ersten Mal ein negativer Zinssatz für die Einlagefazilität (-0,10 % mit Wirkung vom 11. Juni 2014) beschlossen wurde. In einer lebhaften, spannenden Diskussion zwischen *Klaas Knot* und den Seminarteilnehmern wurde über die Umsetzung der Beschlüsse und die Effektivität dieser geldpolitischen Maßnahmen debattiert. Es wurde auch offen über die möglichen weiteren Schritte der EZB diskutiert, falls die erhoffte Wirkung ausbliebe, und auch ob die EZB vielleicht schon ihre Grenzen zur Einflussnahme auf die gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum erreicht hätte.

Abschließend bleibt zu sagen, dass das 45. Konstanzer Seminar sehr erfolgreich war. Eine tolle Beteiligung mit zahllosen Diskussionen sorgte für einen regen Austausch von Ideen. Als Höhepunkt des Seminars darf man in diesem Jahr wohl die diesjährige ‚Policy Session‘ hervorheben. Daher schauen wir mit viel Spannung auf das nächste, 46. Konstanzer Seminar.