

## 47. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik 2016

Jens Herold, Katja Mann und Lukas Püttmann\*

Die 47. Auflage des Konstanzer Seminars zur Geldtheorie und Geldpolitik fand vom 10. bis zum 13. Mai 2016 auf der Insel Reichenau statt. Organisatoren des Seminars waren Jürgen von Hagen und Keith Kuester (beide Universität Bonn). Sie führten die Tradition der Begründer Karl Brunner und Allan H. Meltzer fort, die das Konstanzer Seminar im Jahr 1970 ins Leben riefen. Auch in diesem Jahr zählten namhafte Wissenschaftler zu den Teilnehmern. Ganz im Sinne der Begründer diskutierten die Teilnehmer lebhaft über Probleme der aktuellen Wirtschafts- und Währungspolitik und -theorie. Mehrere Konferenzbeiträge beschäftigten sich mit der Effektivität und Wirkungsweise von Geldpolitik in Zeiten der Nullzinsgrenze. Außerdem ging es in den Vorträgen und Diskussionen um den Wohlfahrtsnutzen von automatischen Stabilisatoren, internationale Unterschiede in der Verteilung von Produktionsfaktoren, das Zustandekommen von langfristig hoher Arbeitslosigkeit und um einen neuen historischen makroökonomischen Datensatz.

Die Vorträge des 47. Konstanzer Seminars werden im Folgenden in alphabetischer Reihenfolge kurz zusammengefasst.

*Brent Bundick* (Federal Reserve Bank of Kansas City) präsentierte seine mit *A. Lee Smith* (ebenfalls Federal Reserve Bank of Kansas City) verfasste Arbeit „The Dynamic Effects of Forward Guidance Shocks“, worin die Autoren die Auswirkungen von „Forward Guidance“ empirisch untersuchen. Eine wichtige aktuelle Frage ist für Zentralbanken: Kann Geldpolitik die Entscheidungen von Personen und Firmen beeinflussen, wenn der Leitzins sich bereits bei Null befindet? Eine Theorie besagt, dass die Zentralbank über ihre Kommunikation mit der Öffentlichkeit die Erwartungen über zukünftige Zinsen steuern kann. Genau diesen Kanal wollen Bundick und Smith isolieren und seine Auswirkungen messen.

---

\* Alle Autoren: BGSE und Institut für International Wirtschaftspolitik, Universität Bonn, Lennéstraße 37, 53113 Bonn. E-Mail: Jens Herold: jens.herold@uni-bonn.de; Katja Mann: katja.mann@uni-bonn.de; Lukas Püttmann: Lukas.puettmann@uni-bonn.de.

Die Autoren identifizieren den Effekt von Änderungen in der Erwartungssetzung der Federal Reserve Bank mithilfe von Preisanpassungen am Finanzmarkt. Sie vergleichen dafür die Preise für Terminkontrakte einen Tag vor und einen Tag nach Zentralbankentscheidungen und messen so die vorherrschenden Erwartungen über künftige Zinsentwicklungen. Geldpolitische Kommunikation beeinflusst jedoch nicht nur Zinsen, sondern beinhaltet auch Informationen über veränderte ökonomische Rahmenbedingungen (*Nakamura* und *Steinsson* 2015)<sup>1</sup>. Dafür kontrollieren die Autoren mit einer Vektorautoregression und testen die Robustheit ihrer Identifikation mit verschiedenen Regressionsvarianten.

Da *Bundick* und *Smith* Daten aus den USA ab 2009 verwenden, können sie analysieren, wie sich Geldpolitik in einer Ökonomie an der Nullzinsgrenze auswirkt. Sie messen eine Wirkung durch eine Änderung in den Erwartungen auf ökonomische Aktivität und Inflation ähnlich wie zu Zeiten positiver Zinsen. Also ist Geldpolitik kurzfristig wirkungsvoll und nicht neutral. Insbesondere stimmen die empirischen Resultate mit den Vorhersagen eines gewöhnlichen nekeynesianischen Modelles überein. Dafür kalibrieren die Autoren ein Standardmodell so, dass die modelltheoretische Terminkontraktkurve möglichst nahe an den tatsächlich beobachteten Daten liegt. Die Arbeit zeigt daher, dass Zentralbanken auch an der Nullzinsschranke weiterhin Einfluss auf die Realökonomie nehmen können.

*David Martinez-Miera* (Universidad Carlos III de Madrid) präsentierte sein Paper „Search for Yield“ (mit *Rafael Repullo*, CEMFI). Darin beschreiben die Autoren theoretisch, wie ein Rückgang des Realzinses die Stabilität des Finanzsystems gefährden kann. Diese Fragestellung erhält ihre Relevanz unter anderem dadurch, dass sie das Zustandekommen der weltweiten Finanzkrise von 2007–09 erklären kann. Im Paper von *Martinez-Miera* und *Repullo* ist der entscheidende Einflusskanal der „search for yield“ der Banken, die Suche nach Renditen: Wenn das Angebot an Ersparnissen relativ zur Nachfrage steigt, verringert sich für Banken die Kreditspanne und sie sind infolge dessen bereit, größere Risiken einzugehen. Dadurch wird das Finanzsystem instabiler und es kann zu einer Welle von Insolvenzen im Bankensektor kommen. Wird die Wirtschaft von einer solchen Finanzkrise getroffen, gehen die Ersparnisse zurück und damit steigt auch der Realzins wieder; auf diese Weise entstehen Boom-Bust Zyklen.

In dem Modell von *Martinez-Miera* und *Repullo* ist die Überwachung von Investitionsprojekten durch Banken von entscheidender Bedeutung. Für die Banken ist es rational, Projekte mit hoher Rendite und hohem Risiko zu überwachen und mit Eigenkapital zu finanzieren, während Projekte mit geringerer Rendite und geringerem Risiko nicht überwacht und an externe Investoren wei-

---

<sup>1</sup> *Nakamura* and *Steinsson* (2015): High Frequency Identification of Monetary Non-Neutrality. Working Paper.

tergeleitet werden. Wenn das Angebot an Ersparnissen steigt, verringert sich die Kreditspanne und es wird für Banken weniger attraktiv, Projekte mit Eigenkapital zu finanzieren. Dadurch, dass nun ein höherer Anteil an Projekten an Investoren weitergeleitet wird, sinkt die Überwachung der Kreditnehmer und das Ausfallrisiko der Kredite steigt. Infolge dessen kann es zum Zusammenbruch bestimmter Banken kommen.

In ihrem Paper analysieren die Autoren außerdem, wie sich eine Krediterschwemme auf das langfristige Finanzierungskonzept von Banken auswirkt, welche Effekte eine Zunahme der Risikobereitschaft der Investoren hat und was passiert, wenn die Finanzierung besonders risikoreicher Projekte vom Kreditangebot abhängt. All diese Aspekte sind entscheidend, um das Zustandekommen von Finanzkrisen zu verstehen.

*Alisdair McKay* (Boston University) griff in seinem in Zusammenarbeit mit *Ricardo Reis* (London School of Economics) entstandenen Papier „Automatic Stabilizer Property of Social Insurance Programs“ die Rolle von progressiver Einkommensbesteuerung bzw. Arbeits- und Sozialversicherungen als automatische Stabilisatoren auf. Wohlfahrtsprogramme, wie zum Beispiel Arbeitslosenversicherung oder progressive Besteuerung, haben ein Versicherungs- und ein Umverteilungsmotiv. Ein Großteil der Literatur in diesem Bereich berechnet optimale Progressionsstufen der Besteuerung welche durch ein Wohlfahrtskriterium gemessen werden. Dieses berücksichtigt Anreizeffekte der individuellen Entscheidung zu arbeiten oder dem Arbeitsmarkt fern zu bleiben. Dieses Kriterium, auch als Baily-Chetty Formel bekannt, stellt das moralische Risiko, das eine Arbeitslosenversicherung für die Arbeitssuche bedeutet, mit dem Sozialversicherungsnutzen, den diese bereitstellt, in Verbindung. Allerdings vernachlässigt diese Literatur den aus der keynesianischen Tradition bekannten, stabilisierenden Effekt dieser Instrumente auf den Konjunkturzyklus. Das vorliegende Papier vereint diese beiden Literaturstränge und berechnet den Wohlfahrtsnutzen automatischer Stabilisatoren anhand einer um einen neuen, makroökonomischen Stabilisierungsterm erweiterten Baily-Chetty Formel für die Arbeitslosenversicherung bzw. analog für die optimale Einkommenssteuerprogression. Die Autoren zeigen, dass dieser Stabilisierungsterm in der Regel eine Erhöhung der Progression der Einkommenssteuer empfiehlt, solange ökonomischer Stillstand während Rezessionen stärker auf Konjunkturprogramme reagiert. Angewandt auf ein für die US-Volkswirtschaft kalibriertes Modell zeigt sich, dass die zusätzliche Berücksichtigung der Rolle dieser Instrumente auf den Konjunkturzyklus das optimale Arbeitslosengeld um 13 Prozentpunkte erhöht, gleichzeitig aber einen vernachlässigbaren Effekt auf die optimale Progression der Einkommensbesteuerung hat.

*Alexander Monge-Naranjo* (Federal Reserve Bank of St. Louis) stellte seine Arbeit „Natural Resources and Global Misallocation“ vor, die in Zusammenarbeit

mit *Juan Sánchez* und *Raül Santaeuàlia-Llopis* (beide ebenfalls Federal Reserve Bank of St. Louis) entstand. Dabei untersuchen die Autoren, inwiefern Unterschiede zwischen armen und reichen Ländern mithilfe der Effizienz der Verteilung von Kapital und Arbeit über die Länder zu erklären sind.

Als Maß für Verzerrungen, welche zu ineffizient viel Kapital oder Arbeit in einem der Länder führen, benutzen *Monge-Naranjo* und seine Koautoren das Grenzprodukt der Produktionsfaktoren. Ausgangspunkt für diese Literatur war die Beobachtung, dass für Standardtheorien unplausibel wenig Kapital in Richtung ärmerer Länder fließt<sup>2</sup>. *Caselli* und *Feyrer* (2007)<sup>3</sup> zeigten daraufhin, dass ein Teil dieses Effektes durch die fehlende Berücksichtigung von natürlichen Ressourcen und der relativen Preise von Kapital und Arbeit zu erklären sind. Da arme Länder häufig viele natürliche Ressourcen haben und diese besonders profitabel sind, führt das dazu, dass die Investitionsmöglichkeiten für Kapital in armen Ländern von außen attraktiver scheinen, als sie tatsächlich sind. Der Beitrag des Papiers von *Monge-Naranjo* und seinen Koautoren besteht nun darin, diese Grenzprodukte für physisches Kapital genauer zu berechnen, indem sie dafür kontrollieren, dass Kapital in manchen Ländern intensiver benutzt wird, und indem sie darauf achten, dass vorhandene natürliche Ressourcen nicht einfach von einem Land in andere verlegt werden können.

Die Autoren sind im Stande aufzuzeigen, dass die Verteilung von physischem Kapital seit 1970 effizienter geworden ist und der Kapitalstock insbesondere dort wuchs, wo anfänglich besonders hohe Renditen zu erzielen waren. Das Papier zeigt weiterhin, dass dies jedoch nicht an internationalen Kapitalströmen lag, sondern an heimischer Kapitalakkumulation. Die Verteilung von hochproduktiven Arbeitern ist jedoch über die Zeit noch weniger effizient geworden. In normalen Zeiten würde man bei freiem Kapitalverkehr verstärkte Finanzströme in Richtung der ärmeren Länder erwarten. Aber die Autoren zeigen hier, dass wenn sowohl die Arbeits- als auch die Finanzmärkte integriert sind, sich die erwartete Richtung dieser Ströme umkehren könnte und sich sowohl Arbeiter, als auch Kapital in die reicheren Länder bewegen könnten. Mit diesem Papier stellen die Autoren außerdem einen interessanten Datensatz für die Forschung bereit.

*Raphael Schoenle* (Brandeis University) präsentierte sein Papier „Production Networks and the Propagation of Monetary Policy Shocks“. Gemeinsam mit *Ernesto Pasten* (Chilenische Nationalbank) und *Michael Weber* (Booth School of Business, University of Chicago) leistet er einen wichtigen Beitrag zur Diskussi-

---

<sup>2</sup> *Lucas* (1990): Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?. American Economic Review 80, S. 92–96.

<sup>3</sup> *Caselli* and *Feyrer* (2007): The Marginal Product of Capital. Quarterly Journal of Economics 122, S. 535–568.

on, wie sich Leitzinsveränderungen auf die Realwirtschaft auswirken. Die Autoren untersuchen die Rolle von Produktionsketten in der Übertragung von Schocks des Geldmengenangebots. Entscheidend sind dafür Preisrigiditäten von Zwischenproduktherstellern, die sich auf die Preise und Mengen der Endprodukthersteller auswirken. *Schoenle* und seine Koautoren zeigen dies in einem neukeynesianischen Modell mit Zwischenprodukten, in dem Input-output Vernetzungen nicht nur direkt die Grenzkosten der Endgüterproduzenten beeinflussen, sondern zusätzlich einen indirekten Einfluss auf Löhne und auf die Zusammensetzung des Bruttoinlandsprodukts ausüben. Geldpolitische Schocks haben dadurch negative Auswirkungen auf den Endkonsum, während die Verbraucherpreise weniger stark reagieren. Der Effekt von Preisrigiditäten ist stärker, je größer der Anteil von Zwischenprodukten im Produktionsprozess und je wichtiger die Rolle von Zulieferern mit rigiden Preisen ist.

*Schoenle* und seine Koautoren kalibrieren das Modell für 350 Industriesektoren in den USA. Sie nutzen dafür einen neuen Datensatz von Erzeugerpreisindizes auf Sektorebene, aus dem sie die durchschnittliche Preisrigidität in jedem Sektor berechnen. Mithilfe dieser Daten zeigen sie, dass eine Leitzinserhöhung andere Auswirkungen auf Konsum und Inflation hat, wenn die Preisrigidität der Sektoren heterogen ist. In einer alternativen Kalibrierung überprüfen die Autoren, ob sich der Effekt auch finden lässt, wenn man 58 Industrie-Oberklassen betrachtet. Während der Konsum weiterhin auf heterogene Preisrigiditäten anders reagiert, gibt es keine Änderung in der Reaktion der Inflation relativ zu einem Szenario mit homogenen Preisrigiditäten.

Das Paper hebt die Rolle von Produktmärkten für das Zustandekommen von wirtschaftlichen Ineffizienzen hervor und ergänzt damit die Literatur, die sich auf die Rolle von Arbeitsmärkten konzentriert.

*Moritz Schularick* (Universität Bonn) präsentierte eine gemeinsam mit *Òscar Jordà* und *Alan M. Taylor* (beide UC Davis) verfasste Arbeit, „Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts“. Ökonomen modellieren die Makroökonomie basierend auf einem Fundament von allgemein akzeptierten Fakten und Daten. Dafür dienten bisher insbesondere die Beiträge von *Backus* und *Kehoe* (1992)<sup>4</sup> und *Basu* und *Taylor* (1999)<sup>5</sup>, welche Zusammenhänge zwischen makroökonomischen Variablen dokumentierten. *Schularick*, *Jordà* und *Taylor* haben nun aus Primär- und Sekundärquellen über viele Jahre einen umfangreichen Datensatz für 17 Länder seit 1870 zusammengestellt, welcher neue historische Fakten über den Konjunkturzyklus darlegt und aus der Perspektive nach

---

<sup>4</sup> *Backus*, *Kehoe* und *Kydland* (1992): International Real Business Cycles. *Journal of Political Economy* 100, S. 745–775.

<sup>5</sup> *Basu* und *Taylor* (1999): Business Cycles in International Historical Perspective. *Journal of Economic Perspectives* 13, S. 45–68.

der Finanzkrise von 2008 neu die Interaktion von Finanzmarkt und Realwirtschaft beleuchtet. Der lange Zeithorizont erlaubt, auch seltene Ereignisse wie Finanzkrisen statistisch zu untersuchen. Diesen Datensatz stellen die Autoren nun über die Webseite des amerikanischen National Bureau of Economic Research (NBER) bereit. Darin enthalten sind gängige Variablen wie Wertschöpfung oder Konsum, aber auch zuvor wenig gut dokumentierte Variablen wie Privatverschuldung und aggregierte Bankbilanzen. Die erste wichtige Beobachtung ist, dass sich Haushalte in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts rund um die Welt stark verschuldeten. Privatpersonen kauften mehr Häuser und verschuldeten sich dafür stärker mit Hypothekenkrediten, als das in der Vergangenheit der Fall war. Die gestiegene Bedeutung des Finanzsektors bezeichnen *Schularick* und seine Koautoren als „financial hockey stick“. Sie argumentieren, dass dies zu mildereren Konjunkturzyklen in normalen Zeiten – wie der „Great Moderation“ – führte. Dies sei jedoch mit den Kosten von seltenen, aber deutlich heftigeren, Finanzkrisen verbunden. Ebenfalls zeigen die Autoren, dass in Zeiten hoher finanzieller Verflechtung die Konjunkturzyklen verschiedener Länder stärker miteinander korreliert sind.

*Vincent Sterk* (University College London) widmet sich in seinem Paper „The Dark Corners of the Labor Market“ einem aktuellen Thema: Er untersucht, wie die Wirtschaft während einer Rezession in eine Situation mit hoher Arbeitslosigkeit geraten kann, die auch im nächsten Aufschwung nicht zurückgeht. *Sterk* konstruiert dazu ein leicht verständliches Modell mit den Schlüsselvariablen Jobfindungsrate, Jobverlustrate und Arbeitslosigkeit. Von entscheidender Bedeutung ist, dass Arbeitern während der Arbeitslosigkeit jobspezifische Fertigkeiten verloren gehen. Ein Arbeitgeber muss deshalb einen Arbeitslosen erst wieder anlernen, was die Kosten einer Einstellung erhöht. Wenn durch einen wirtschaftlichen Schock die Arbeitslosigkeit steigt, steigt zwar das Angebot an Arbeitern, aber wegen der zusätzlichen Kosten kann es für Firmen trotzdem unattraktiv sein, offene Stellen zu füllen. Dadurch steigt die Arbeitslosigkeit weiter und es kann zu einer Abwärtsspirale kommen, in der am Ende niemand mehr einen Arbeitsplatz hat. Dies ist ein Gleichgewicht des Modells. Daneben gibt es noch ein weiteres Gleichgewicht, eine gesunde Arbeitsmarktsituation mit etwa fünf Prozent Arbeitslosigkeit. Welches Gleichgewicht in einem Land langfristig erreicht wird, hängt entscheidend davon ab, wie sich die Volkswirtschaft um einen kritischen Punkt herum verhält, an dem es etwa zehn Prozent Arbeitslosigkeit gibt. Von hier kann der Arbeitsmarkt entweder zum guten oder zum schlechten Gleichgewicht hin entwickeln. Positive Produktivitätsschocks, aber auch wirksame Politik können die Wirtschaft auf den richtigen Pfad bringen.

*Sterk* zeigt in einer empirischen Analyse mit US-amerikanischen Haushaltsdaten, dass sein Modell die Situation des US-Arbeitsmarktes in der Großen Rezession gut beschreibt. In dieser Zeit befand sich die US-Wirtschaft nahe dem

instabilen Gleichgewicht und wäre fast in die „dunklen Ecken“ des Arbeitsmarktes abgedriftet. Die Schätzergebnisse zeigen außerdem, dass das Modell – im Gegensatz zu Modellen mit nur einem Gleichgewicht – auch die nur langsame Erholung des US-Arbeitsmarktes erklären kann. Die Einführung mehrerer Gleichgewichte ist deshalb ein entscheidender Beitrag des Autors zur bestehenden Literatur.

*Mirko Wiederholt* (Goethe Universität Frankfurt) präsentierte das Papier „Empirical Properties of Inflation Expectations and the ZLB“, in dem er analysiert, inwiefern heterogene und nicht-vollständige Informationen der Haushalte bezüglich der (zukünftigen) Inflationserwartungen die Propagierung bzw. Effektivität eines Schocks auf die Volkswirtschaft beeinflussen. Sein Papier leistet einen Beitrag zu der im Zuge der US-amerikanischen Finanzkrise und europäischen Schuldenkrise aufgekommenen Diskussion über die Effektivität von Geld- und Fiskalpolitik an der Nullzinsgrenze. Innerhalb eines Neukeynesianischen Modells mit bindender Nullzinsrestriktion und verteilten („dispersed“) Inflationserwartungen der Haushalte gelingt es *Wiederholt*, empirische und theoretische Zusammenhänge miteinander zu verbinden. In *Wiederholts* Modell beträgt die Reaktion des aggregierten Konsums auf einen Schock nur ein Drittel der Reaktion eines Schocks unter rationalen Erwartungen. Die kumulierten Auswirkungen eines Schocks auf z.B. den aggregierten Konsum betragen die Hälfte relativ zum Standardmodell. *Wiederholt* erklärt dieses Ergebnis an Hand mehrerer Zusammenhänge. Erstens sind Auswirkungen einer deflationären Spirale weniger stark ausgeprägt, da sich langsamer anpassende Inflationserwartungen auch mit Verzögerung auf den Konsum bzw. die aggregierte Nachfrage auswirken. Des Weiteren sind durch heterogene Inflationserwartungen manche Konsumententscheidungen komplementär zu den Entscheidungen anderer Haushalte, was den Effekt verringert. Dies führt dazu, dass bereits ein relativ kleiner Schock zu einer großen Abweichung der Modellaussage relativ zum Standardmodell führt. Zweitens beeinflusst Zentralbankkommunikation die Reaktion der Ökonomie an der Nullzinsgrenze anders als im Normalfall, da an der Nullzinsgrenze niedrigere Inflationserwartungen destabilisierend wirken. Wenn Unsicherheit über den Zustand der Ökonomie (wie im Modell angenommen) herrscht, hat dies anders als im Standardmodell Auswirkungen auf den Konsum. Drittens führt Forward Guidance zu folgenden Auswirkungen in *Wiederholts* Modell: Haushalte, die ihre Inflationserwartungen nicht anpassen, verändern auch ihren Konsum nicht. Haushalte, die ihre Inflationserwartungen hingegen anpassen, tun dies bezüglich zweier gegenläufiger Effekte. Ihre Inflationserwartungen steigen, wenn Forward Guidance glaubwürdig ist. Die Aussage einer Zentralbank expansiv zu sein offenbart gleichzeitig, dass die Ökonomie sich in keinem guten Zustand befindet, was zu Deflationserwartungen führt. Abschließend zeigt *Wiederholt*, dass auf Grund derselben Argumente bezüglich der Richtung der Anpassung der Inflationserwartungen der Mul-

tiplikator einer expansiven, fiskalischen Politikmaßnahme kleiner als im Standardmodell ist.

*Loretta J. Mester*, Präsidentin der Federal Reserve Bank of Cleveland und zur Zeit stimmberechtigtes Mitglied im US-Zentralbankrat, hielt die Rede zur diesjährigen Politikdebatte der Konferenz unter dem Titel „Recent Inflation Developments and Challenges for Research and Monetary Policymaking“. Zu Beginn Ihrer Rede erinnerte sie mit den Worten Karl Brunners an die Zielsetzung des Konstanzer Seminars, der sinngemäß sagte, dass in seiner Disziplin Theorie ohne Anwendung nutzlos sei und politische Diskussionen oder Beurteilungen, welche nicht auf einer ökonomischen Analyse basierten, gefährlich wären. Als gutes Beispiel, welches die oben genannten Ziele miteinander verknüpft, nannte Mester das Inflationsziel bzw. die Rolle von Preisstabilität für die Ökonomie und in der öffentlichen Wahrnehmung. Nach einem kurzen Rückblick auf historische Erfolge bzw. Misserfolge der Geldpolitik des letzten Jahrhunderts widmete sie sich der Bedeutung von Geldpolitik an der Nullzinsgrenze, deren Fokus seit 2008 auf der Bekämpfung einer deflationären Spirale und einer Stärkung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage liegt. Neben der nachfrageseitigen Schwächung der US-Wirtschaft trugen in den letzten Jahren die Dollaraufwertung und die historisch niedrigen Energie- und Rohstoffpreise zu einem Preisverfall und sehr niedrigen Inflationsraten bei. Zur Verknüpfung mit dem aktuellen Stand ökonomischer Forschung hob sie die Rolle von Umfrage- bzw. Finanzmarktdaten zur Messung von Inflationserwartungen hervor. Sie betonte, dass Inflationserwartungen der Schlüssel einer glaubwürdigen Zentralbankpolitik, die das Inflationsziel in der Erwartungsbildung der Haushalte verankert, darstellten. Abschließend folgte ein Exkurs zur Rolle von multiplen Gleichgewichten in Dynamischen Stochastischen Allgemeinen Gleichgewichtsmodellen (DSGE), die explizit das Lernverhalten der Haushalte berücksichtigen. Hier könne Kenntnis über die Inflationserwartungsbildung dazu führen, den Anpassungspfad zwischen zwei Gleichgewichten besser zu verstehen. Zum Abschluss ihrer Rede und zur abermaligen Verknüpfung von Anwendung und Forschung betonte Mester, dass das Federal Open Market Committee (FOMC) neben Analysen aus der Privat- und Finanzwirtschaft auch moderne DSGE Modelle seiner Entscheidungsfindung zu Grunde legt. Die anschließende Diskussion drehte sich neben allgemeinen Fragen zur Einschätzung der zukünftigen Entwicklung der amerikanischen Volkswirtschaft um die Bedeutung von Unsicherheit bezüglich der Inflationsvorhersage des FOMC. Diese gäben eine klar interpretierbare, statistische Aussage über die mit der Inflationsprognose der Zentralbank verknüpften Unsicherheit der Marktteilnehmer. Zusätzlich wurde von Seiten der Teilnehmer bedauert, dass anders als zum Beispiel die Bank of England das FOMC keine Konsensvorhersage der Inflationsrate veröffentlicht.