

## 2. Literaturüberblick

### 2.1 Konventionelle geldpolitische Steuerung

#### 2.1.1 Ankündigung inflationärer Geldpolitik

Im folgenden Kapitel wird ein kurzer Überblick über die verschiedenen Ansätze in der Literatur präsentiert, die sich seit Ende der 90er Jahre mit der Liquiditätsfalle und möglichen Auswegen beschäftigen. Darunter finden sich Forschungsrichtungen, die den geldpolitischen Konsens verlassen haben und alternative monetäre Regime, vielfältige Transmissionsmechanismen oder die Renaissance der Fiskalpolitik in Betracht ziehen. Auffallend ist, wie kontrovers die verschiedenen Ansätze diskutiert werden und wie weit sich die Debatte von der Liquiditätsfalle des statischen IS-LM-Modells und ihren Schlussfolgerungen entfernt hat.

Im Mittelpunkt vieler Untersuchungen steht die Überprüfung der Hypothese von *Krugman, 1998*. Ihr zufolge kann die Geldpolitik in der Liquiditätsfalle expansiv wirken, indem sie durch die Ankündigung inflationärer Geldpolitik höhere Inflationserwartungen erzeugt. In der Literatur und in offiziellen Verlautbarungen der Zentralbanken hat sich für diese Politik die Bezeichnung *Forward Guidance* durchgesetzt, wie an späterer Stelle näher erläutert wird. Die Beeinflussung der Inflationserwartungen ist auf längere Sicht kein unabhängiges Politikinstrument, sondern darauf angewiesen, dass das konventionelle Zinsinstrument die angekündigte inflationäre Geldpolitik zu irgendeinem Zeitpunkt in der Zukunft auch austrägt.<sup>32</sup> Wie bereits *Krugman, 1998* betont, steht und fällt der Erfolg dieser Politik mit der Glaubwürdigkeit der geldpolitischen Institution.<sup>33</sup>

Die Hypothese wird vorwiegend innerhalb des neukeynesianischen Grundmodells untersucht, das explizit um die Nullgrenze des Nominalzinses ergänzt wird. Die optimale Geldpolitik wird aus einem intertemporalen Optimierungsproblem hergeleitet. Dieser Rahmen ist geeignet, weil er sich bereits bei der Analyse der Zeitinkonsistenz der Geldpolitik bewährt hat. Das Problem der Zeitinkonsistenz beschreibt den Anreiz der

<sup>32</sup> Vgl. *Bernanke/Reinhart, 2004*, S. 86; oder auch *Walsh, 2009*, S. 255.

<sup>33</sup> Vgl. *Krugman, 1998*, S. 142, 160 f. und 167.

Geldpolitik, von ihrer angekündigten Politik abzuweichen, sobald die Wirtschaftsakteure ihre Erwartungen gebildet haben.<sup>34</sup> Das neukeynesianische Grundmodell liefert die Erkenntnis, dass gesamtwirtschaftliche Verluste grundsätzlich reduziert werden können, wenn sich die Geldpolitik glaubwürdig auf einen zukünftigen Politikpfad festlegt.<sup>35</sup> Kapitel 4 wird sich ausführlich mit der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik befassen, weil sie Implikationen für das Konzept der Liquiditätsfalle birgt. Der folgende Abschnitt referiert die einflussreichsten Beiträge in der Literatur, auf denen die kritische Analyse in Kapitel 4 aufbaut.

*Jung/Teranishi/Watanabe, 2005* waren die ersten Autoren, die Krugmans Hypothese zur Liquiditätsfalle im neukeynesianischen Grundmodell belegt haben. Sie ergänzen das Modell explizit um die Nullgrenze des Nominalzinses und untersuchen die Wirksamkeit der Forward Guidance anhand eines negativen autoregressiven Nachfrageschocks.<sup>36</sup> Ihre Analyse beschränkt sich auf eine deterministische Umgebung. Die Forward Guidance äußert sich konkret in dem Versprechen, den Nominalzins für eine gewisse Zeit auch dann noch bei null zu belassen, wenn die ökonomischen Umstände wieder eine Anhebung des Nominalzinses zulassen würden.<sup>37</sup> In Erwartung der verlängerten Nullzinspolitik erhöhen die Wirtschaftsakteure ihre Inflationserwartungen und die Wirtschaft wird trotz der Beschränkung des Politikinstruments stimuliert. Verfügt die Geldpolitik nicht über die erforderliche Glaubwürdigkeit, um sich an diese Politik zu binden, wirkt sich der Nachfrageschock ungünstiger auf die realwirtschaftliche Entwicklung aus und führt zu höherer Deflation.<sup>38</sup>

*Campbell, 2013* bestätigt die Wirksamkeit der Forward Guidance mithilfe einer Indifferenzkurvenanalyse im neukeynesianischen Grundmodell.<sup>39</sup> *Levin et al., 2010* unterziehen die Ergebnisse einer quantitativen Sensitivitätsanalyse in Bezug auf die Spezifikation des Schockprozesses und einzelne Parameter des Modells. Sie wenden ein, dass die Wirksamkeit der Forward Guidance mit zunehmender Stärke und Persistenz eines autoregressiven Schocks nachlässt.<sup>40</sup>

---

<sup>34</sup> Vgl. u.a. *Romer, 2012*, S. 554 f.

<sup>35</sup> Vgl. u.a. *Gali, 2008*, S. 95-111, für eine ausführliche Darstellung der verschiedenen Aspekte des Glaubwürdigkeitsproblems, die im neukeynesianischen Grundmodell untersucht werden können.

<sup>36</sup> Vgl. *Jung/Teranishi/Watanabe, 2005*. Der Artikel ist in einer früheren Version bereits 2001 als Diskussionspapier am Kyoto Institute of Economic Research erschienen. Vgl. dazu *Jung/Teranishi/Watanabe, 2001*. Im Folgenden wird ausschließlich aus der späteren Veröffentlichung zitiert.

<sup>37</sup> Vgl. *Jung/Teranishi/Watanabe, 2005*, S. 824 f.

<sup>38</sup> Vgl. *Jung/Teranishi/Watanabe, 2005*, S. 827-830.

<sup>39</sup> Vgl. *Campbell, 2013*, S. 133-135. Seine Methodik wird in Kapitel 4 als Einstieg in die Problematik genutzt.

<sup>40</sup> Vgl. *Levin et al., 2010*, S. 163-166, 173.

Aufbauend auf diese Ergebnisse hat eine Reihe von Arbeiten die Analyse auf stochastische Umgebungen erweitert. Allen voran haben *Eggertsson/Woodford, 2003* die Folgen der Nullgrenze des Nominalzinses untersucht, indem sie das neukeynesianische Grundmodell mit einem stochastischen Markov-Schock gestört haben. Der Schock senkt den natürlichen Realzins auf ein konstant negatives Niveau. In jeder folgenden Periode kehrt er mit einer vorgegebenen Wahrscheinlichkeit zurück zu seinem positiven Ausgangswert – oder verbleibt in seinem negativen Zustand.<sup>41</sup> Auch unter diesen Voraussetzungen ist es für die Geldpolitik vorteilhaft, den Nominalzins auch dann noch bei null zu halten, wenn der natürliche Realzins schon wieder sein Ausgangsniveau erreicht hat.<sup>42</sup> In Erwartung der expansiven Geldpolitik erhöhen die Wirtschaftsakteure ihre Inflationserwartungen.

*Nakov, 2008* hat die stochastische Analyse auf autoregressive Nachfrageschocks ausgedehnt. In seiner und der Arbeit von *Adam/Billi, 2004* stellt sich heraus, dass die Wohlfahrtsverluste einer Geldpolitik, welche die Inflationserwartungen nicht beeinflussen kann, in der Liquiditätsfalle noch höher sind, als die deterministische Analyse von *Jung/Teranishi/Watanabe, 2005* vermuten ließ.<sup>43</sup>

Alle genannten Arbeiten bestätigen die Hypothese von *Krugman, 1998*. Die Liquiditätsfalle ist dieser Auffassung zufolge immer ein temporäres Phänomen, das durch die glaubhafte Ankündigung und Durchführung expansiver Geldpolitik in der Zukunft überwunden werden kann. Demgegenüber stehen die Erkenntnisse von *Benhabib/Schmitt-Grohé/Uribe, 2001*, die Geldpolitik mithilfe einer Taylor-Regel modellieren.

### 2.1.2 Taylor-Regel

Unter dem Begriff *Taylor-Regel* werden im Folgenden alle Regeln subsumiert, die Geldpolitik als systematische Reaktion des Nominalzinses auf Bewegungen der geldpolitischen Zielvariablen beschreiben. Sie werden nicht aus einem expliziten Optimierungsproblem der Geldpolitik abgeleitet. *Taylor, 1993* demonstriert, dass ein einfaches Reaktionsschema, welches den Zins in Abhängigkeit von Output-Gap und Inflationsrate setzt, die reale Zinspolitik der Federal Reserve Bank von 1987 bis 1992 gut nachbildet.<sup>44</sup>

---

<sup>41</sup> Vgl. *Eggertsson/Woodford, 2003*, S. 170, 176. *Eggertsson, 2006* greift diese Modellierung auf und widmet sich vor allem dem Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik.

<sup>42</sup> Vgl. *Eggertsson/Woodford, 2003*, S. 174-179.

<sup>43</sup> Vgl. *Nakov, 2008*, S. 88; *Adam/Billi, 2004*, S. 15 f.

<sup>44</sup> Vgl. *Taylor, 1993*, S. 199-204.

Mit der Rückkehr der Liquiditätsfalle haben *Benhabib/Schmitt-Grohé/Uribe, 2001* eine kontroverse Diskussion um die grundsätzliche Eignung der Taylor-Regel angestoßen. Sie warnen vor der Möglichkeit, dass eine Taylor-Regel multiple Gleichgewichte erzeugen könnte, sobald die Nullgrenze des Nominalzinses berücksichtigt wird. Ihr Hauptargument, das sie im Rahmen eines anspruchsvollen, zeitstetigen Modells entwickeln, kann in einem einfachen Modell aus *Walsh, 2010* veranschaulicht werden. Es wird hier verkürzt dargestellt durch die Gleichgewichtsbeziehung:<sup>45</sup>

$$\bar{i}_t = \pi_{t+1} + \bar{r}. \quad (2.1)$$

$\bar{r}$  ist der langfristige Gleichgewichtswert des Realzinses, der auch als natürlicher Realzins bezeichnet wird. Die Geldpolitik wird durch eine Taylor-Regel repräsentiert, die den Nominalzins als Reaktion auf Veränderungen der aktuellen Inflationsrate  $\pi_t$  beschreibt.<sup>46</sup>

$$\bar{i}_t = \bar{r} + \mu\pi_t. \quad (2.2)$$

Das Taylor-Prinzip verlangt, dass die Zinsreaktion auf Veränderungen der Inflationsrate stärker als eins zu eins ausfällt ( $\mu > 1$ ).<sup>47</sup> Der Gleichgewichtspfad der Inflationsrate wird ersichtlich, indem die Taylor-Regel in (2.1) eingesetzt und die resultierende Gleichung nach  $\pi_{t+1}$  aufgelöst wird:

$$\pi_{t+1} = \mu\pi_t. \quad (2.3)$$

*Abbildung 2.1* veranschaulicht die Inflationsdynamik (2.3). Im linken Phasendiagramm wird die Nullgrenze des Nominalzinses ignoriert, im rechten Phasendiagramm wird die Taylor-Regel durch  $\bar{i}_t \geq 0$  beschränkt:

<sup>45</sup> Vgl. *Walsh, 2010*, S. 461 f. Die Gleichgewichtsbeziehung wird aus einem „money-in-the-utility function“ Modell hergeleitet, indem Euler-Bedingung und Fisher-Identität kombiniert werden.

<sup>46</sup> Die Zinsregel weicht von der ursprünglichen Taylor-Regel insofern ab, als sie nur auf die Inflationsrate reagiert.

<sup>47</sup> Das Argument geht zurück auf *Taylor, 1999*.

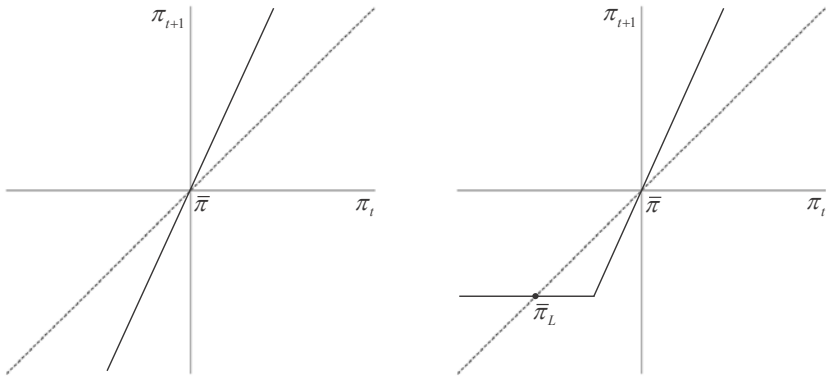


Abbildung 2.1: Multiple Gleichgewichte mit der Taylor-Regel

Im linken Phasendiagramm existiert ein eindeutiges Gleichgewicht unter Rationalen Erwartungen, weil nur ein einziger Schnittpunkt der Inflationsdynamik mit der Gleichgewichtslinie bei  $\bar{\pi}$  existiert. Kapitel 4 wird sich ausführlicher mit der Methodik Rationaler Erwartungen und den Bedingungen für Existenz, Eindeutigkeit und Stabilität von Gleichgewichten befassen. Das rechte Phasendiagramm berücksichtigt die Nullgrenze des Nominalzinses. Sie führt zu einem Knick im Graphen, weil der Zins  $i_t = 0$  in Gleichung (2.1) eine alternative Gleichgewichtsbedingung  $\pi_{t+1} = -\bar{r}$  ermöglicht.<sup>48</sup> Eindeutigkeit und Stabilität von  $\bar{\pi}$  können nicht mehr gewährleistet werden.<sup>49</sup>

*Benhabib/Schmitt-Grohé/Uribe, 2001* führen mit ihrem Argument zum ersten Mal die Möglichkeit einer dauerhaften Liquiditätsfalle bei  $\bar{\pi}_L$  in die Diskussion ein. In Kapitel 4 wird gezeigt, dass die Gefahr einer permanenten Liquiditätsfalle unter bestimmten Umständen auch dann besteht, wenn die Geldpolitik mithilfe eines intertemporalen Optimierungsproblems modelliert wird.

<sup>48</sup> Vgl. *Walsh, 2010*, S. 462 f.

<sup>49</sup> *McCallum, 2000*, S. 35-39, bestreitet die ökonomische Relevanz dieses Ergebnisses. Er bezeichnet das zweite Gleichgewicht als „Bubble Solution“, das ausgeschlossen werden könnte, um die Eindeutigkeit des Gleichgewichts mit Taylor-Regel sicherzustellen.

## 2.2 Unkonventionelle Politikmaßnahmen

### 2.2.1 Price Level Targeting

Die Aussicht, die Effektivität der Geldpolitik in der Liquiditätsfalle aufrechtzuerhalten, indem die Inflationserwartungen beeinflusst werden, hat den Blick auf ein alternatives monetäres Regime gelenkt: *Price Level Targeting*.

Price Level Targeting fasst Preisstabilität wörtlich als Rückkehr zu einem von der Geldpolitik festgelegten Preisniveau auf. Für die Inflationsrate folgt daraus, dass eine Periode überdurchschnittlich hoher Inflation durch eine unterdurchschnittlich niedrige Inflation in der nächsten Periode ausgeglichen werden muss, damit das avisierte Preisniveau wieder hergestellt werden kann.<sup>50</sup> Die Wirtschaftsakteure antizipieren diese Vorgehensweise, so dass sie in Zeiten unterdurchschnittlicher Inflation höhere Inflationserwartungen über die Zukunft hegen und umgekehrt.<sup>51</sup> *Vestin, 2006* zeigt, dass Price Level Targeting auf diese Weise die Vorzüge einer glaubwürdigen Geldpolitik im neuklassischen Grundmodell nachbilden kann. Andere Arbeiten wie die von *Berentsen/Waller, 2011* oder *Svensson, 1999a* stützen dieses Ergebnis in unterschiedlichen Modellen.<sup>52</sup>

Der eingebaute Effekt auf die Erwartungen der Wirtschaftsakteure könnte die von *Krugman, 1998* geforderte Erhöhung der Inflationserwartungen in der Liquiditätsfalle bewirken. *Eggertsson/Woodford, 2003* und *Wolman, 2005* untersuchen die Wirksamkeit einer Politikregel, die sich an der Abweichung des Preisniveaus von einem Zielwert orientiert.<sup>53</sup> Beide Arbeiten bestätigen die Vorteile von Price Level Targeting in der Liquiditätsfalle, die sich aus dem Einfluss auf die Inflationserwartungen ergeben.

*Levin et al., 2010* äußern sich dagegen kritisch zur Eignung einer Regel mit konstantem Preisniveauziel. Je größer und persistenter der Schock, desto weniger ist die Politikregel in der Lage, die optimale Forward Guidance in der Liquiditätsfalle nachzubilden.<sup>54</sup> Dieses Defizit rührt daher, dass die Forward Guidance in der Liquidi-

---

<sup>50</sup> Vgl. *Kahn, 2009*, S. 38-40.

<sup>51</sup> Vgl. *Vestin, 2006*, S. 1369, 1374 f.

<sup>52</sup> *Berentsen/Waller, 2011* weisen den positiven Effekt auf die Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure in einem Modell mit flexiblen Preisen nach. *Svensson, 1999a* untersucht Price Level Targeting in einem Modell mit einer Variante der Lucas' Angebotsfunktion und spricht gegenüber den bestehenden Inflation Targeting Regimen sogar von einem „free lunch“.

<sup>53</sup> Vgl. *Eggertsson/Woodford, 2003*, S. 186-189, für ein konkretes Beispiel.

<sup>54</sup> Vgl. *Levin et al., 2010*, S. 167-169.

tätsfälle eine dauerhafte Verschiebung des Preisniveaus impliziert, die einem konstanten Preisniveaueziel widerspricht.<sup>55</sup>

*Kahn, 2009* äußert sich kritisch in Hinsicht auf die fehlenden praktischen Erfahrungen mit Price Level Targeting. Die schwedische Riksbank war die erste und einzige Zentralbank, die in den 1930er Jahren zeitweise ein Preisniveaueziel einführte.<sup>56</sup> Der Mangel an praktischen Erfahrungen erschwert den Wechsel vom gegenwärtigen Regime zu Price Level Targeting. Der Erfolg des Regimewechsels ist abhängig von der Kommunikation gegenüber der Öffentlichkeit, weil die Effekte auf die Erwartungen der Wirtschaftsakteure sich nur einstellen, wenn diese das neue Regime verstanden haben und für glaubwürdig erachten.<sup>57</sup> *Evans, 2011* befürwortet die Verfolgung eines Preisniveaueziels aber lediglich als Übergangslösung, die eine Rückkehr zum Inflation Targeting vorsieht, sobald die Wirtschaft aus der Liquiditätsfalle befreit ist. Vor diesem Hintergrund wird es umso schwieriger, den Regimewechsel glaubwürdig zu vollziehen.<sup>58</sup> Die theoretisch herausgearbeiteten positiven Effekte, die Price Level Targeting durch den impliziten Einfluss auf die Inflationserwartungen erzielt, könnten unter Umständen gar nicht zum Tragen kommen.

### 2.2.2 Quantitative Easing

Nach dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise war in Großbritannien und den USA eine aggressive Ausweitung der Geldmenge zu beobachten, obwohl sich die Nominalzinsen bereits bei Werten nahe null befanden. In ähnlicher Weise hatte bereits die Bank of Japan die Geldmenge zwischen 1998 und 2005 ausgeweitet.<sup>59</sup> Diese Politik ist von der Bank of England als *Quantitative Easing* tituliert worden.

Quantitative Easing wird vorwiegend von Verfechtern der *Portfolio Balance Theorie* vertreten, denen die vermeintliche Ineffektivität der Geldpolitik in der Liquiditätsfalle neuen Auftrieb gegeben hat. Umschichtungen im Vermögensportfolio der Wirtschaftsakteure ziehen dieser Sichtweise zufolge auch Änderungen der relativen Preise von Vermögenswerten nach sich.<sup>60</sup> Eine Geldmengenerweiterung führt dazu, dass

---

<sup>55</sup> Vgl. *Levin et al., 2010*, S. 168 f., und die Diskussion von *King, 2010*, S. 197-199.

<sup>56</sup> Vgl. *Berg/Jonung, 1999*, für eine ausführliche Analyse. *Straumann/Woitek, 2009* relativieren die Bedeutung dieser kurzen historischen Episode, weil die Riksbank ihrer Deutung zufolge Price Level Targeting nicht konsequent verfolgte.

<sup>57</sup> Vgl. *Kahn, 2009*, S. 54 f. Aus theoretischer Perspektive zeigen *Gaspar/Smets/Vestin, 2007*, dass Price Level Targeting formal erlernbar ist und die langfristigen Vorteile des Regimes die kurzfristigen Nachteile während des Übergangsprozesses aufwiegen.

<sup>58</sup> Vgl. *Walsh, 2009*, S. 284 f.

<sup>59</sup> Vgl. *Wieland, 2009*, S. 2 f., 9-13, für eine kurze Zusammenfassung.

<sup>60</sup> Vgl. *Walsh, 2009*, S. 261.

sich die Wirtschaftsakteure vermögenger fühlen, wodurch die aggregierte Nachfrage stimuliert wird, ohne auf die Transmission durch den Nominalzins angewiesen zu sein.<sup>61</sup> *Orphanides/Wieland, 2000* konstruieren eine Variante des Svensson-Ball-Modells, in der Vermögenseffekte zugelassen werden und die Geldpolitik zu einer Geldmengenregel wechselt, sobald der Nominalzins an seine Nullgrenze stößt. Der Wechsel des Politikinstruments verhindert in ihrem Modell die Entstehung multipler Gleichgewichte, vor der *Benhabib/Schmitt-Grohé/Uribe, 2001* warnen.

Theoretisch ist der von *Orphanides/Wieland, 2000* unterstellte Effekt umstritten, da Geld und verzinsliche Staatsanleihen bei einem Nominalzins von null gemeinhin als perfekte Substitute angesehen werden. Eine weitere Geldmengenexpansion führt nur dazu, dass die privaten Wirtschaftsakteure ihr Portfolio umstrukturieren, ohne einen realen Effekt auf die aggregierte Nachfrage zu erzeugen.<sup>62</sup> *Eggertsson/Woodford, 2003* beweisen in einem neuk Keynesianischen Modell die Irrelevanz von Offenmarktoperationen in der Liquiditätsfalle.<sup>63</sup>

Empirische Arbeiten finden zwar Hinweise für die Wirksamkeit von Quantitative Easing, führen diese aber auf mehrere mögliche Transmissionskanäle zurück. *Harada/Masujima, 2009* weisen die Wirksamkeit von Quantitative Easing in Japan hauptsächlich Vermögenseffekten zu, die den portfoliotheoretischen Erklärungsansatz zu stützen scheinen. *Krishnamurthy/Vissing-Jorgensen, 2011* untersuchen die Quantitative Easing Programme der Federal Reserve Bank, die sich vor allem auf den Kauf langfristiger Wertpapiere gestützt haben. Ihre Ergebnisse führen die Wirksamkeit von Quantitative Easing allerdings auf eine Signalwirkung für zukünftig inflationäre Geldpolitik zurück, die in diesem Sinne der Forward Guidance Politik aus Abschnitt 2.1.1 nahekommt.

Die teilweisen Widersprüche zwischen Theorie und Empirie und die vielfältigen Transmissionskanäle konnten bislang nicht in einem einheitlichen Rahmen zusammengeführt werden.

### 2.2.3 Wechselkurspolitik

Die Betrachtung offener Volkswirtschaften erweitert das Instrumentarium der Geldpolitik um den Wechselkurs. Ein möglicher Wirkungskanal öffnet sich, wenn den Wirtschaftsakteuren Risikoaversion bei der Zusammenstellung ihres Vermögensportfolios unterstellt wird. Ausländische Wertpapiere werden als risikoreicher eingeschätzt als

---

<sup>61</sup> Vgl. *Meltzer, 1995*, S. 52 f.

<sup>62</sup> Vgl. *Clouse et al., 2003*, S. 19.

<sup>63</sup> Vgl. *Eggertsson/Woodford, 2003*, S. 146-159.



heimische, beide sind folglich keine perfekten Substitute.<sup>64</sup> Geldpolitische Interventionen auf dem Devisenmarkt verschieben die relativen Angebotsmengen heimischer und ausländischer Wertpapiere und erzeugen Vermögenseffekte.

In der Liquiditätsfalle könnte die Geldpolitik expansive Impulse auf die aggregierte Nachfrage ausüben, indem sie die heimische Währung abwertet. Innovative Ansätze, Wechselkurspolitik als Ausweg aus einer Liquiditätsfalle zu nutzen, stammen von *Svensson, 2001* und *McCallum, 2001*. *McCallum, 2001* konstruiert eine Variante der Taylor-Regel, die mit dem Wechselkurs als Politikinstrument anstelle des Nominalzinses operiert.<sup>65</sup> Die Regel verlangt eine Abwertung der heimischen Währung, wenn Wirtschaftsleistung und Inflationsrate unterhalb der geldpolitischen Zielwerte liegen. Die Abwertung erzeugt expansive Effekte auf die aggregierte Nachfrage, auch wenn sich der Nominalzins an der Nullgrenze befindet.

*Svensson, 2001* schlägt eine Kombination von Price Level Targeting und Wechselkurspolitik vor. Die Wechselkurspolitik wird an einen Zielpfad für das Preisniveau gebunden und die heimische Währung durch den Kauf von Devisen so lange abgewertet, bis das Preisniveau sich auf dem Zielpfad befindet.

In beiden Vorschlägen müssen die Interventionen am Devisenmarkt sehr große Volumina haben, weil die realwirtschaftlichen Effekte von Devisenmarktoperationen empirisch eher gering und schwierig zu beobachten sind.<sup>66</sup> *Svensson, 2003* entgegnet, dass die Verteidigung des Wechselkurses gegen eine Aufwertung vergleichsweise einfach ist, weil unbegrenzt Geld gedruckt werden kann, um ausländische Wertpapiere zu kaufen. Die Wechselkurspolitik in der Liquiditätsfalle setzt weder voraus, dass Devisenmarktinterventionen sterilisiert werden noch misst sie der Menge an Geld Bedeutung bei, die nötig ist, um die für die Abwertung erforderlichen Devisen zu kaufen.

*Coenen/Wieland, 2003* weisen darauf hin, dass diese *Beggar Thy Neighbour* Politik auf Kosten ausländischer Volkswirtschaften dann an ihre Grenzen stößt, wenn die Niedrigzinsen zu einem globalen Phänomen ausgewachsen sind.<sup>67</sup> Angesichts der wirtschaftlichen Lage in den USA, Großbritannien, der Europäischen Währungsunion und Japan muss dieser Einwand ernstgenommen werden.

---

<sup>64</sup> Vgl. *Clouse et al., 2003*, S. 34.

<sup>65</sup> Das Argument wird in *McCallum, 2005* weiterentwickelt, um der Gefahr einer Liquiditätsfalle präventiv zu begegnen.

<sup>66</sup> Vgl. *Clouse et al., 2003*, S. 35.

<sup>67</sup> Vgl. auch *Svensson, 2003*, S. 163.

### 2.3 Fiskalpolitik

Im traditionellen Lehrbuchansatz ist der Einsatz expansiver Fiskalpolitik die logische Antwort auf die Ineffektivität der Geldpolitik. Mit der Rückkehr der Liquiditätsfalle hat diese Denkweise ihren Weg zurück in den makroökonomischen Diskurs gefunden, aus dem sie seit dem empirischen Scheitern staatlicher Konjunkturpolitik in den 50er und 60er Jahren lange Zeit verschwunden war. In den vergangenen Jahren hat sich eine Debatte herausgebildet, die das Für und Wider expansiver Fiskalpolitik vor dem Hintergrund der Liquiditätsfalle neu bewertet. Im Mittelpunkt vieler Untersuchungen steht der Multiplikator der Staatsausgaben. Der Multiplikator bemisst, mit welchem Faktor sich eine gegebene Menge zusätzlicher Staatsausgaben auf die aggregierte Nachfrage auswirkt.<sup>68</sup>

*Delong/Summers, 2012* weisen anhand des einfachen Modells von *Romer, 2000* nach, dass der Multiplikator in der Liquiditätsfalle theoretisch höher sein müsste, als vorhandene empirische Schätzungen aus wirtschaftlich moderaten Zeiten suggerieren.<sup>69</sup> *Woodford, 2010* und *Christiano/Eichenbaum/Rebelo, 2011* widmen sich dem Multiplikator in einem neukeynesianischen Modell, in dem sich die Wirtschaft in der Liquiditätsfalle befindet. Zusätzliche Staatsausgaben beeinflussen die aggregierte Nachfrage mit einem Multiplikator von deutlich größer als eins, weil die Geldpolitik den fiskalpolitischen Stimulus nicht konterkariert, wenn sich der Nominalzins bei null befindet.<sup>70</sup> Expansive Fiskalpolitik ist unter diesen Voraussetzungen grundsätzlich geeignet, die Wirtschaft aus der Liquiditätsfalle herauszuführen. Ihre Wirksamkeit ist in dynamischen Modellen mit Rationalen Erwartungen jedoch daran geknüpft, dass sie zeitgleich mit der Nullzinspolitik zurückgenommen wird. Anderenfalls antizipieren die Wirtschaftsakteure den Konflikt, der zwischen Geld- und Fiskalpolitik entstehen wird, und der expansive Effekt in der Liquiditätsfalle schwindet.<sup>71</sup> Die Arbeit von *Erceg/Lindé, 2012* ergänzt, dass die Höhe des Multiplikators auch mit der Höhe der Staatsausgaben variiert. Je höher die Staatsausgaben, desto eher wird die Wirtschaft aus der Liquiditätsfalle befreit und die Antizipation dieses Effekts senkt wiederum den Multiplikator.<sup>72</sup>

Einen kontroversen Aspekt hat *Eggertsson, 2011* in die Diskussion eingebracht. In seinem neukeynesianischen Modell führen Senkungen der Einkommen- und Kapitalertragsteuer zu *negativen* Effekten auf die aggregierte Nachfrage, wenn sich die Wirt-

<sup>68</sup> Vgl. *Dornbusch/Fischer/Startz, 2008*, S. 244.

<sup>69</sup> Vgl. *Delong/Summers, 2012*, S. 244-253.

<sup>70</sup> Vgl. *Woodford, 2010*, S. 25-28; *Christiano/Eichenbaum/Rebelo, 2011*, S. 90-93.

<sup>71</sup> Vgl. *Woodford, 2010*, S. 31-33.

<sup>72</sup> Vgl. *Erceg/Lindé, 2012*, S. 8-13.



<http://www.springer.com/978-3-658-12339-0>

Zum Konzept der Liquiditätsfalle  
Kritische Analyse anhand alternativer Spezifikationen  
der Phillips-Kurve

Knapp, C.

2016, XVI, 186 S. 31 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-12339-0