

Kapitel IV: Transmission geldpolitischer Impulse

Antworten zu den Kontrollfragen

- 1 Die „normale“ Zinsstruktur ist in zeitlicher Hinsicht durch übereinstimmende Entwicklungstendenzen von kurzfristigen und langfristigen Zinssätzen bei höherer Schwankungsbreite und im Durchschnitt niedrigerem Niveau der kurzfristigen Zinsen charakterisiert. Die Entwicklung der langfristigen Zinsen lässt sich als Durchschnitt der erwarteten kurzfristigen Zinsen, das überwiegend höhere Niveau der langfristigen Zinsen damit erklären, dass mit zunehmender Fristigkeit der Finanzanlagen Liquiditätseinbußen und Kursrisiken wachsen, die durch einen höheren Zins prämiert werden. Von inverser Zinsstruktur spricht man, wenn die kurzfristigen die langfristigen Zinsen übersteigen. Dies kann beispielsweise hervorgerufen werden durch eine restriktive Geldpolitik, die die kurzfristigen Zinsen erhöht und gleichzeitig die Inflationserwartungen dämpft, was zu sinkenden Kapitalmarktzinsen führt. Ebenso können durch die restriktive Politik ausgelöste Aufwertungserwartungen internationale Anleger zu einem Engagement am Kapitalmarkt bewegen und so auf die langfristigen Zinssätze drücken.
- 2 Wenn die Zentralbank die Geldmarktzinsen erhöht oder verringert, ändern sich die Refinanzierungskosten der Geschäftsbanken entsprechend. Da diese Kostenänderungen von den Geschäftsbanken in den Kreditzinsen weitergegeben werden und deshalb gleichgerichtete Kapitalkostenänderungen bei den Nichtbanken verursachen, kommt es „normalerweise“ zu gegenläufiger Kreditnachfrage und Geldmengenentwicklung. Substitutionseffekte ergeben sich aus dem Bestreben, ein optimales Portefeuille zu realisieren. Rationale Wirtschaftssubjekte werden eine Zusammensetzung ihres Vermögens aus Finanz- und Sachaktiva derart anstreben, dass – bei gleich bleibenden Risiken – eine Umschichtung zwischen den Aktiva keine Ertragsverbesserung mehr bewirkt. Wenn nun beispielsweise durch eine expansive Geldpolitik die Ertragsraten im finanziellen Sektor gefallen sind, ist die Anlage in realen Aktiva attraktiver, was zu steigender Nachfrage nach (langlebigen) Konsumgütern und Investitionsgütern führt. Einkommenseffekte ergeben sich bei Zinsschwankungen für Gläubiger und Schuldner infolge der variierenden Zinseinnahmen beziehungsweise -ausgaben. Der Saldo ist zwar Null, doch wegen der unterschiedlichen Ausgabenneigungen (bei Schuldnern höher als bei Gläubigern) ist dennoch mit Nachfragewirkungen zu rechnen.
- 3 Durch eine stabilitätsorientierte Zinsanhebung der Zentralbank kommt es zu einem zinsinduzierten Kapitalimport, was zur Währungsaufwertung führt. Diese Aufwertung beschneidet im Regelfall die inlandswirksame Nachfrage durch sinkende Exporte und verstärkte Importkonkurrenz. Dämpfend wirken auch wechselkursbedingte Einkommens- und Vermögenseffekte, da die Aufwertung die aus dem Ausland zufließenden Einkommen in inländischer Währung ebenso vermindert wie die in ausländischer Währung gehaltenen Vermögenswerte.
- 4 Geschäftsbanken sind generell mit Informationsproblemen über potenzielle Schuldner konfrontiert. Deren Reduktion verursacht Kosten, die in die Kreditkosten eingehen. Im Falle restriktiver Geldpolitik könnten potenzielle Kreditnachfrager trotz hoher Bonität wegen der höheren Kreditzinsen „zurücktreten“, sodass die verbleibenden schlechteren Risiken anteilmäßig zunehmen (adverse selection). Zugleich könnte angesichts höherer Kreditzinsen mancher Kreditnachfrager erhöhte Risiken eingehen (moral hazard). Um diese Wirkungen zu vermeiden, könnten Geschäftsbanken die Zinsanhebung unter dem Gleichgewichtsniveau belassen. Eine derartige Höchstpreisfixierung erfordert jedoch eine Kreditrationierung oder Kreditlektion. Die quantitative Wirkung des ursprünglichen geldpolitischen Impulses auf Kreditvolumen und Güternachfrage wird durch diese Verhaltensweisen mithin verstärkt.
- 5 Durch geldpolitische Maßnahmen kann die Risikoneigung von Kreditgebern und Kapitalanlegern verändert werden: Höhere Risikofreude durch expansive, steigende Risikoaversion durch restriktive Geldpolitik. So begünstigen niedrige Kurzfristzinsen riskantere Kreditvergabe und Kapitalanlagen, sodass bei (wieder) ansteigenden Zinsen die Ausfallrisiken zunehmen. Geldpolitisch bedingte Zinserhöhungen können umgekehrt restriktive „Überreaktionen“ bei Kreditvergabe und Kapitalanlagen (und damit verstärkte Probleme bei der Beschaffung von Wagniskapital) auslösen.
- 6 Das Eurosystem betreibt eine für alle Mitgliedsländer der EWU einheitliche Geldpolitik. Die Änderung des kurzfristigen Zinssatzes kann in den einzelnen Ländern jedoch in zeitlicher und

intensitätsmäßiger Hinsicht abweichende Effekte auslösen. In Ländern, in denen längerfristige Finanzierungsformen vorherrschen (z. B. Deutschland, Frankreich und den Niederlanden), ist der Transmissionsweg der Geldpolitik länger als in Ländern mit größerer Bedeutung kurzfristiger Finanzierungsformen (z. B. Italien, Spanien und Griechenland). Bei höherem Gewicht kurzfristiger Zinssätze für die Ausgabenentscheidungen könnten in den zuletzt erwähnten Ländern schwächere geldpolitische Dosierungen ausreichen. Entsprechend der Schwankungsbreite verschiedener Zinssätze ergeben sich unterschiedliche Einkommenseffekte und daraus resultierende Nachfragewirkungen. Nachfrageänderungen hängen auch von Vermögenseffekten ab, die wiederum in Abhängigkeit der Vermögensstrukturen (festverzinsliche Wertpapiere oder Aktien) international divergieren. Schließlich ist auch die Bedeutung der Banken im gesamten Finanzsystem relevant. Haben sie dominierendes Gewicht, können sie einerseits eine gewisse Pufferfunktion zwischen Zentralbank und Nichtbanken übernehmen. Andererseits verfügen sie infolge relativ geringer Konkurrenz beim Kreditgeschäft durch andere Finanzintermediäre über ein höheres Selektionspotenzial, das die Wirkungen der Geldpolitik zu verstärken erlaubt.

- 7 Die Glaubwürdigkeit des Eurosystems wird begünstigt durch den Verzicht auf eine rein diskretionäre Geldpolitik, eindeutigen Vorrang der Preisstabilität für den gemeinsamen Währungsraum ohne Rücksicht auf spezielle Interessen einzelner Mitgliedsländer und – bei der Erfüllung seiner Aufgaben – Unabhängigkeit von politischen Weisungen. Selbst wenn diese Bedingungen erfüllt sind, können noch die Glaubwürdigkeit beeinträchtigende Transparenzdefizite bestehen. Zwar ist vollkommene Transparenz unerreichbar. Die Zwei-Säulen-Strategie ist jedoch ein Mischkonzept, das wegen der Komplexität der Informationserfordernisse und der im Prinzip nicht ausschließbaren wechselnden Wichtigkeit der einzelnen Säulen Glaubwürdigkeitsrisiken in sich birgt. Um die Öffentlichkeit von der Angemessenheit der Geldpolitik des Eurosystems zu überzeugen, betreibt die EZB eine Kommunikationspolitik, die deutlich über die gesetzlichen Notwendigkeiten hinausgeht. Der Erwerb von Reputation erfordert allerdings einen langen Atem und vor allem nachhaltige Erfolge der Geldpolitik. Unabdingbar ist hierfür auch, dass die EZB selbst keine Instabilitäten erzeugt.
- 8 In demokratisch verfassten Staaten rührt die letzte geldpolitische Verantwortung des Parlaments daher, dass es für die gesetzliche Basis der Zentralbank zuständig ist. Dass demokratisch gewählte Politiker in diesem Sinne die Geldpolitik kontrollieren, gilt allerdings nicht für das Europäische Parlament. Diese Kompetenz liegt auch nicht bei einzelnen nationalen Parlamenten, die zwar über das nationale Zentralbankgesetz, nicht aber über das supranationale der EZB entscheiden können. Nicht auszuschließen ist jedoch, dass über die politisch bestimmten EZB-Ratsmitglieder nationale Interessen durch Mehrheitsentscheidungen zum Zuge kommen, auch wenn dies dem Preisstabilitätsziel widersprechen sollte. Für einen unmittelbaren Einfluss auf europäischer Ebene wäre hingegen eine Änderung des Gemeinschaftsrechts erforderlich, der alle nationalen Parlamente zustimmen müssten. Die Möglichkeit der Einflussnahme von demokratisch legitimierten Instanzen durch Anweisungen oder Gesetzesänderungen auf das Eurosystem sind deshalb beispielsweise im Vergleich zum Federal Reserve System der USA sehr gering. Dies ist teilweise Folge der noch schwachen politischen Integration in Europa – eine den nationalen Regierungen vergleichbare EU-Regierung gibt es nicht –, teilweise aber auch Folge konfligierender Zielsetzungen zwischen Demokratieprinzip einerseits und Unabhängigkeit der Zentralbank andererseits. Hinter der Entscheidung im EU Vertrag zugunsten der Unabhängigkeit stehen empirisch begründete Erfahrungen eines positiven Zusammenhangs zwischen Unabhängigkeit von Zentralbanken und stabilitätsorientierter Geldpolitik. Geht man von diesem empirischen Sachverhalt aus, wären steigende Inflationserwartungen der Preis für stärkere demokratische Einflussnahme. Dies aber würde die Glaubwürdigkeit des Eurosystems möglicherweise mehr beschneiden als der Glaubwürdigkeitsgewinn beträgt, den die EZB durch Informations- und Rechenschaftsbemühungen zu erzielen trachtet.



Egon Görgens, Karlheinz Ruckriegel, Franz Seitz

Europäische Geldpolitik

Theorie, Empirie, Praxis

2013, 6. Aufl., zweifarbig, 512 Seiten, geb., ISBN 978-3-8252-8555-5