

Gruber, Torsten; Ohr, Renate

Article — Digitized Version

Einheitliche europäische Geldpolitik bei unterschiedlichen Finanzstrukturen: Besonderheiten des britischen Finanzsystems

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Gruber, Torsten; Ohr, Renate (1996) : Einheitliche europäische Geldpolitik bei unterschiedlichen Finanzstrukturen: Besonderheiten des britischen Finanzsystems, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 76, Iss. 12, pp. 646-650

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137419>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Torsten Gruber, Renate Ohr

Einheitliche europäische Geldpolitik bei unterschiedlichen Finanzstrukturen Besonderheiten des britischen Finanzsystems

Wenn die Europäische Währungsunion zustande kommt, werden sich dort Länder mit unterschiedlichen Finanzsystemen und Finanzierungsgewohnheiten zusammenschließen. Professor Renate Ohr und Torsten Gruber zeigen am Beispiel Großbritanniens, welche Bedeutung diese Unterschiede für die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank haben können.

Die derzeitige Diskussion um die Europäische Währungsunion konzentriert sich vor allem auf die Frage, ob die Konvergenzkriterien geeignet sind, um einerseits eine hinreichende Homogenität und andererseits eine glaubwürdige Stabilitätsbereitschaft der potentiellen Mitgliedsländer zu dokumentieren. Darüber hinaus geht es um die Frage, inwieweit insbesondere die fiskalische Stabilität auch nach dem Start der Währungsunion gewährleistet werden könnte¹. Kaum beachtet wird jedoch ein weiterer kritischer Punkt, der Stabilitätsprobleme in der Europäischen Währungsunion hervorrufen kann: Die einheitliche zentrale Geldpolitik ist auch dann wenig erfolgversprechend, wenn sich die Übertragungsmechanismen der monetären Impulse auf die Realwirtschaft zwischen den betrachteten Ländern grundlegend unterscheiden. Eine effiziente Geldpolitik erfordert also eine genaue Kenntnis der monetären Transmissionsprozesse in den potentiellen Mitgliedsländern, und zwar sowohl in qualitativer als auch in quantitativer Hinsicht. Die im Vertrag von Maastricht genannten Konvergenzkriterien geben hierüber keinen Aufschluß.

Ausmaß, zeitlicher Ablauf und manchmal auch Richtung der Transmission hängen ganz wesentlich

von den Finanzstrukturen im jeweiligen Land ab. Von Bedeutung hierfür sind das Bankensystem, die Rolle von Finanzintermediären, die Finanzierungsgewohnheiten der Unternehmen und Haushalte sowie die Struktur des Privatvermögens und der privaten Verschuldung². In Europa ergeben sich hieraus Unterschiede sowohl hinsichtlich der Transmission innerhalb des finanziellen Sektors von den Geldmarktsätzen hin zum kurz- und langfristigen Kreditzinsniveau als auch hinsichtlich der Transmission vom monetären in den realen Sektor. Im folgenden sollen exemplarisch die institutionellen Rahmenbedingungen des britischen Finanzsystems dargestellt werden, da sie sich beispielsweise von denen des deutschen Finanzsystems in vielen Bereichen erheblich unterscheiden³. Im Anschluß daran soll kurz analysiert werden, welche Probleme sich aus so unterschiedlichen institutionellen Rahmenbedingungen für eine gemeinsame Geldpolitik ergeben können.

Kennzeichen des britischen Finanzsystems

Es sind zwei Hauptcharakteristika, die das britische Finanzsystem kennzeichnen: Zum einen ist das Geschäftsbankensystem im Gegensatz zum deutschen

Prof. Dr. Renate Ohr, 43, lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Außenwirtschaft, an der Universität Hohenheim in Stuttgart; ihre Hauptforschungsgebiete sind Währungstheorie und -politik, Makroökonomie offener Volkswirtschaften und Europäische Integration. Torsten Gruber, 29, Dipl.-Ökonom, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Außenwirtschaft der Universität Hohenheim.

¹ Vgl. R. Ohr: Implikationen einer zentralisierten europäischen Geld- und Währungspolitik, in: R. Caesar, R. Ohr (Hrsg.): Maastricht und Maastricht II: Vision oder Abenteuer?, Baden-Baden 1996, S. 110 ff.

² Vgl. R. Ohr: Monetäre Steuerungsprobleme in einer Europäischen Währungsunion, in: W. Zohlnhöfer (Hrsg.): Europa auf dem Weg zur politischen Union?, Schriften des Vereins für Socialpolitik 247, Berlin 1996, S. 75 ff.

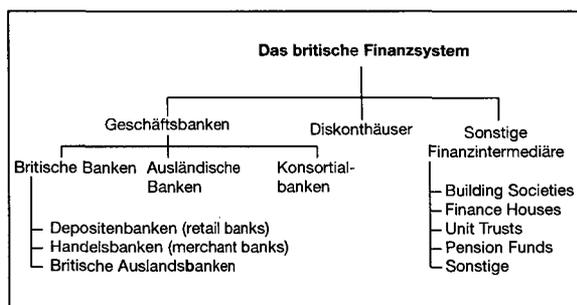
³ Für die folgende Analyse wird davon ausgegangen, daß Großbritannien – trotz seines Beitritts-Vorbehalts – kurz- oder mittelfristig doch die Mitgliedschaft in der Währungsunion anstrebt. Zudem sind eine Reihe der Kennzeichen des britischen Finanzsystems auch in einigen anderen EU-Ländern vorzufinden.

Universalbankensystem vom Prinzip her ein Trennbanken- oder Spezialbankensystem. Zum anderen gibt es neben den üblichen Geschäftsbanken noch die sogenannten Diskonhäuser, die als Intermediäre zwischen Notenbank und Geschäftsbanken agieren (vgl. Schaubild).

In der britischen Wirtschaftsstatistik werden innerhalb der Geschäftsbanken drei große Blöcke unterschieden: die britischen Banken, die ausländischen Banken und die Konsortialbanken. Innerhalb der britischen Banken wiederum wird zwischen Depositenbanken, Handelsbanken und britischen Auslandsbanken differenziert⁴. Das Kerngeschäft der Depositenbanken ist das kurzfristige Einlagen- und Kreditgeschäft. Infolge von Deregulierungsmaßnahmen haben die Depositenbanken ihre Geschäftstätigkeit heute auch auf Großfinanzierungen im Bereich des Investment-Banking und auf das internationale Bankengeschäft ausgedehnt sowie einen gewissen Zugang zum Wertpapiergeschäft gewonnen. Kennzeichnend für Großbritannien ist die hohe Konzentration des Publikumsgeschäfts auf die vier größten Institute. Durch diese im Vergleich zu Deutschland stark oligopolistische Bankenstruktur ist eine direkte Steuerung der Zinssätze durch die Zentralbank möglich.

Die Handelsbanken (merchant banks) dienten ursprünglich der Finanzierung von Handelsunternehmen, heute liegt ihr Geschäftsschwerpunkt außerdem bei der Beratung von Unternehmen auf dem Finanzsektor und im Emissionsgeschäft. Die dritte Gruppe, die britischen Auslandsbanken, haben ihren Sitz in London, sind aber vorwiegend im Ausland tätig.

Bereits in den 70er Jahren setzte allerdings ein gewisser Wandel im britischen Finanzsystem ein, der die klare Trennung in Spezialbanken zu verwischen begann⁵. Dieser Vorgang beschleunigte sich in den 80er Jahren durch die Deregulierungsmaßnahmen der Thatcher-Regierung stark. Ziel der Deregulierungsmaßnahmen war es, die führende Position Großbritanniens auf den internationalen Finanzplätzen da-



durch zu erhalten, daß die Wettbewerbsfähigkeit der britischen Finanzmärkte gestärkt wurde. Im Rahmen der Deregulierung erfolgte auch eine vollständige Umstrukturierung des Börsenwesens. Seither haben auch wichtige Depositenbanken und Handelsbanken große Wertpapierabteilungen aufgebaut.

Neben den britischen Banken spielen auch ausländische Banken (overseas banks) eine große Rolle im britischen Finanzsystem. Es sind Banken mit Sitz im Ausland, die mit Niederlassungen in London vertreten sind. Ihre hohe Anzahl beruht auf der Bedeutung Londons als internationaler Finanzplatz. Schließlich gibt es noch die Konsortialbanken, die als Gemeinschaftsgründungen verschiedener Banken mit der Emission von Eurowährungsanleihen mit hohem Ausgabevolumen befaßt sind.

Unter den sonstigen Finanzintermediären sind die Building Societies hervorzuheben, die eine Kombination aus Bausparkasse und Hypothekenbank darstellen und hauptsächlich im Bereich der Wohnbaufinanzierung tätig sind. Seit ihnen das Führen von Girokonten und die begrenzte Vergabe von ungedeckten Krediten erlaubt ist, haben sie sich zu den Hauptkonkurrenten der Depositenbanken entwickelt.

Als Ergebnis der Finanzreformen kam es zu einer Annäherung an das kontinentaleuropäische Universalbankensystem. Aus der Struktur des Geschäftsbankensektors würden sich somit voraussichtlich keine gravierenden Probleme für die Effizienz einer gemeinschaftlichen europäischen Geldpolitik ergeben.

Geldpolitische Impulse und Finanzinstitutionen

Die Diskonhäuser stellen dagegen eine institutionelle Besonderheit des britischen Bankensystems dar⁶. In ihrer Funktion sind die sieben Diskonhäuser als zentrale Akteure des kurzfristigen Geldmarktes einzigartig und von entscheidender Bedeutung für die britische Geldpolitik. Sie sind Mittler zwischen der Bank of England und den übrigen Banken, d. h., die britische Zentralbank erreicht den größten Teil des Bankensektors nur indirekt. Die Besonderheit der Diskonhäuser beruht darauf, daß sie als einzige Institute die Möglichkeit der Kreditaufnahme bei der Bank of

⁴ Vgl. im folgenden Her Majesty's Stationary Office (HMSO): Aspects of Britain: Financial Services, London 1995, S. 6 ff. und 16 ff.; sowie M. Paprotzki: Die geldpolitischen Konzeptionen der Bank von England, Frankfurt/M. 1991, S. 78 ff.

⁵ Vgl. M. Pawley: Financial Innovation and Monetary Policy, London 1993, S. 24 ff.

⁶ Vgl. HMSO, a. a. O., S. 17 ff.

England haben. Im Gegensatz zu deutschen Banken können die britischen Geschäftsbanken eine an den Geldmärkten nicht zu deckende Liquiditätsschlücke nicht direkt über eine Kreditaufnahme bei der Zentralbank schließen, sondern sie müssen sich bei den Diskonthäusern verschulden. Diese wiederum refinanzieren sich im Falle eines Liquiditätsengpasses bei der Bank of England, die als „lender of last resort“ dient.

Als Gegenleistung für ihr Privileg der Kreditaufnahme bei der Zentralbank sind die Diskonthäuser verpflichtet, die wöchentlich von der Bank of England zur kurzfristigen Finanzierung der Staatsverschuldung begebenen Schatzwechsel (treasury bills) vollständig zu übernehmen. Diese Verpflichtung ist sehr wichtig für die britische Geldpolitik, denn die Notenbank kann so jederzeit einen künstlichen Liquiditätsengpaß herbeiführen und darüber die Zinshöhe am Geldmarkt bestimmen.

Die Geschäftstätigkeit der Diskonthäuser besteht auch darin, Überschußliquidität der Geschäftsbanken in Form jederzeit fälliger oder sehr kurzfristiger Einlagen hereinzunehmen. Diese Mittel legen die Diskonthäuser entweder in Wechseln oder kurzfristigen Wertpapieren an, oder sie verleihen sie an andere liquiditätssuchende Geschäftsbanken weiter. Durch diese Aktivitäten der Diskonthäuser entsteht ein Markt für Wechsel, der Diskontmarkt, auf dem Wechsel mit den verschiedensten Restlaufzeiten angeboten werden, so daß eine Bank ihr Wechselportfeuille nach individuellen Wünschen zusammenstellen kann⁷. Neben Wechseln handeln die Diskonthäuser auch mit kurzfristigen Staatspapieren, Gemeindefschuldschreibungen und „certificates of deposits“ (CDs).

Vorteile aus dem System der Diskonthäuser ergeben sich für die Bank of England zum einen daraus, daß sie aufgrund der Verpflichtung der Diskonthäuser zur Übernahme der gesamten Schatzwechsel ihre Aufgabe der Finanzierung der kurzfristigen Regierungsverschuldung problemlos erfüllen kann⁸. Zum anderen erleichtert die begrenzte Anzahl der Diskonthäuser die Einflußnahme der britischen Zentralbank

auf die geldmarktpolitischen Zielgrößen. Dem entgegen steht der Nachteil einer nur indirekten Marktverbindung zum übrigen Geschäftsbankensektor, was den gezielten und effizienten Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente im Hinblick auf die gesamtwirtschaftlichen Zielgrößen erschwert.

Neben dem Diskontmarkt, der als Basis geldpolitischer Maßnahmen in Großbritannien gelten kann, gibt es noch einige Parallelmärkte für Titel mit hoher Liquidität. Zum einen ist dies der Interbankenmarkt, auf dem Forderungen mit hohen Beträgen gehandelt werden, allerdings nicht nur zwischen Banken, sondern auch mit und zwischen Industrieunternehmen, Pensionsfonds und Versicherungen. Weitere Parallelmärkte bestehen für kurzfristige Wertpapiere, die von Kommunen, Teilzahlungskreditinstituten und Industrieunternehmen emittiert wurden; nicht zu vergessen sind schließlich noch die Eurogeldmärkte. Insgesamt kommt den Geldmärkten im britischen Finanzsystem eine wesentlich größere Bedeutung zu als in Kontinentaleuropa. Ein Hauptgrund hierfür dürfte der fehlende direkte Zugang der Banken zu Notenbankkrediten sein.

Der Beitritt zur Währungsunion würde hier einige Strukturveränderungen erfordern. Eine unabhängige Europäische Notenbank würde die Bedeutung der Diskonthäuser automatisch verringern, da diese dann nicht mehr zur Übernahme kurzfristiger Staatstitel verpflichtet werden könnten⁹. In dem Maße, in dem die Diskonthäuser ihre Sonderstellung als Vermittler zwischen Notenbank und Geschäftsbanken aber beibehalten würden, könnten sie zur Ursache unterschiedlicher Zinsreaktionen in der Währungsunion (bezüglich Geschwindigkeit und Ausmaß) werden, da dann die Übertragung der geldpolitischen Zinsimpulse auf das gesamtwirtschaftliche Zinsniveau in Großbritannien von jener in EU-Ländern mit dezentraler Liquiditätsversorgung abweichen würde¹⁰.

Unterschiedliche Akzeptanz der Zinspolitik

Noch gravierendere Folgen für die gemeinsame Geldpolitik können die unterschiedlichen Finanzierungsgewohnheiten in Europa haben. Im Gegensatz zu Deutschland werden in Großbritannien Unternehmenskredite und private Immobilienkredite nicht als

⁷ Aufgrund des begrenzten Volumens des Diskontmarkts wird überlegt, ob die Bank of England zukünftig auch auf dem seit 1. Januar 1996 bestehenden „repo-gilt market“ (Markt für langfristige Staatsanleihen) aktiv werden sollte. Dies entspräche einer weiteren Annäherung an kontinentaleuropäische Verhältnisse.

⁸ In diesem Zusammenhang muß darauf hingewiesen werden, daß die Bank of England bis heute keine unabhängige Notenbank, sondern an das Schatzamt angebunden ist, das auch weisungsbefugt ist. Zudem besteht keine gesetzliche Regelung oder Limitierung der staatlichen Kreditaufnahme bei der Bank of England. Bis zum Eintritt in die dritte Stufe der Währungsunion müßten diese Bestimmungen allerdings gemäß Artikel 108 EG-Vertrag angepaßt, d.h. aufgehoben und die völlige Unabhängigkeit der Bank of England hergestellt werden.

⁹ In der Europäischen Währungsunion ist jegliche Kreditvergabe der Europäischen Zentralbank oder der nationalen Zentralbanken an Organe oder Einrichtungen der Gemeinschaft, an nationale Regierungen oder Gebietskörperschaften ausnahmslos verboten.

¹⁰ Vgl. hierzu C. Borio, W. Fritz: The Response of Short-Term Bank Lending Rates to Policy Rates: A Cross-Country Perspective, in: BIZ (Hrsg.): Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism, Basel 1995, S. 106 ff.

langfristige Darlehen mit festen Zinssätzen, sondern entweder als Kredite mit kurzer Ursprungslaufzeit oder bei langer Laufzeit mit variabler Verzinsung, d.h. kurzer Zinsbindungsfrist (mit Koppelung an die Geldmarktzinsen, z. B. an den Libor) vergeben. So sind dort z. B. über 90% der privaten Immobilienkredite variabel verzinst¹¹. Deshalb sind für die Kreditnachfrage der Unternehmen und Haushalte die kurzfristigen Zinsen in Großbritannien relevanter als in Deutschland, Belgien, den Niederlanden oder Österreich. Kurzfristige Kredite haben ebenfalls eine relativ hohe Bedeutung in Italien, Spanien und Schweden. Insoweit als doch noch längerfristige Kredite vergeben werden, geschieht dies auch dort vorrangig mit variabler Verzinsung¹².

Da die Kurzfristfinanzierung und die Verwendung variabler Zinssätze vor allem in Ländern mit geringeren Stabilitätserfahrungen vorherrschend sind, können sich aus den unterschiedlichen Finanzierungsstrukturen Spannungen zwischen den stabileren und den weniger stabilitätsorientierten Ländern ergeben, die möglicherweise den Handlungsspielraum der Europäischen Zentralbank einschränken. Wenn es nämlich zu einer inversen Zinsstruktur kommt – wie zuletzt 1994 in Deutschland –, können hieraus divergierende realwirtschaftliche Wirkungen in den einzelnen Ländern entstehen: Wird z.B. zur Inflationsbekämpfung eine restriktive Geldpolitik verfolgt, die den Geldmarktzins erhöht, so kann dies zu einem Rückgang des langfristigen Zinsniveaus führen, wenn die Maßnahme glaubwürdig erscheint und somit die längerfristigen Inflationserwartungen senkt. Hierdurch würde dann z.B. die Investitionsbereitschaft in Deutschland unterstützt, in England (oder Italien) aber beeinträchtigt werden, da dort der kurzfristige Zins für die Investitionsneigung entscheidend ist¹³. Da zudem bei Langfristfinanzierung eine Zinsveränderung nur neue Verträge betrifft, während sie bei einer kurzfristigen Finanzierung oder bei variabler Verzinsung auch in bestehende Finanzungsverhältnisse hineinwirkt, können hieraus Akzeptanzunterschiede hinsichtlich bestimmter zinspolitischer Maßnahmen entstehen.

Die unterschiedlichen Fristigkeiten sind auch aus folgenden Gründen von Bedeutung für die Effizienz der zentralen zinspolitischen Steuerung in einer Währungsunion: Eine Notenbank wirkt zunächst nahezu ausschließlich auf den Geldmarkt ein; dort kann sie mit ihren Instrumenten den Zinssatz relativ wirkungsvoll beeinflussen. Die Einwirkungsmöglichkeiten auf den langfristigen Zins des Kapitalmarktes sind viel geringer, da hier Bestimmungsgrößen wie die Inflationserwartungen eine dominierende Rolle spielen. Dies hat zur Folge, daß z. B. die Bank of England das Investitionsverhalten des britischen Unternehmenssektors viel direkter beeinflussen kann als die Bundesbank die deutsche Investitionstätigkeit. Der Bundesbank muß es schließlich gelingen, auch den langfristigen Zins in der gewünschten Weise zu steuern, was mit größeren Unsicherheiten und Zeitverzögerungen verbunden ist. Selbst wenn keine inverse Zinsstruktur vorliegt, ergeben sich allein hieraus schon unterschiedliche Auswirkungen einer zentralisierten zinspolitischen Strategie.

Auch im finanziellen Bereich der privaten Haushalte sind Strukturunterschiede zwischen Deutschland und Großbritannien vorzufinden¹⁴: So sind die Haushalte in Großbritannien durch einen höheren Verschuldungsgrad gekennzeichnet. Ursache hierfür ist der hohe Umfang an Immobilienkrediten, die im Zuge des politisch geförderten Erwerbs von Wohneigentum aufgenommen wurden. Aufgrund der beschriebenen variablen Verzinsung der Immobilienkredite und der hohen Anzahl an mit Darlehen belasteten Haushalten verbessern Zinssenkungen dort tendenziell und verhältnismäßig rasch das verfügbare Einkommen der Privaten. In Deutschland und in einer Reihe anderer EU-Länder ist dagegen der Anteil zinstragender Vermögenswerte (insbesondere Spareinlagen) relativ hoch. Zugleich ist dort die private Verschuldung bei zudem langfristiger Zinsbindung vergleichsweise niedrig, so daß Zinssenkungen in der Summe negative Einkommenseffekte im Haushaltssektor haben¹⁵. Auch diese Unterschiede sprechen für eine unterschiedliche Wirkung und zugleich unterschiedliche Akzeptanz zinspolitischer Maßnahmen in den einzelnen EU-Ländern.

Belege für Wirkungsunterschiede

Mittlerweile gibt es einige wenige empirische Untersuchungen zu den Auswirkungen der unterschiedli-

¹¹ Vgl. M. J. Artis, M. K. Lewis: *Après le Deluge: Monetary and Exchange-Rate Policy in Britain and Europe*, in: *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 9, Nr. 3, 1993, S. 52 ff.; und C. Goodhart: *Financial Innovation and Monetary Control*, in: *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 2, Nr. 4, 1986, S. 88.

¹² Vgl. C. Borio: *The Structure of Credit to the Non-Government Sector and the Transmission Mechanism of Monetary Policy: A Cross-Country Comparison*, in: BIZ (Hrsg.): *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, Basel 1995, S. 59 ff.; und BIZ: *Jahresbericht*, Basel 1994, S. 151.

¹³ Vgl. R. Ohr: *Implikationen ...*, a.a.O., S. 116.

¹⁴ Vgl. R. Ohr: *Monetäre Steuerungsprobleme...*, a.a.O., S. 6 f.

¹⁵ Vgl. J. T. Kneeshaw: *Analysis of Answers to the Questionnaire on Financial Structures. Non-Fiscal Sector Balance Sheets in the Monetary Policy Transmission Mechanism*, in: BIZ (Hrsg.): *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, Basel 1995, S. 1 ff.

chen Finanzstrukturen auf den geldpolitischen Transmissionsprozeß. Nach einer Untersuchung der BIZ¹⁶ ist die Reaktion der Kreditzinsen auf Geldmarktzinsveränderungen in Großbritannien (wie auch in den Niederlanden) schon kurzfristig sehr hoch, während sie in Deutschland (aber auch in Spanien oder Italien) nur verzögert stattfindet. Diese Unterschiede in der Zinstransmission sind vor allem in den ersten ein bis drei Monaten bedeutsam, weniger dagegen in der längeren Frist. Sie spiegeln sich zum Teil auch in der Zinsspanne zwischen dem Geldmarktzins und dem allgemeinen Kreditzinsniveau wider, die z.B. relativ groß ist in Deutschland, Belgien oder Spanien, während Großbritannien nur eine minimale Zinsmarge aufweist¹⁷.

Die oben angesprochenen europäischen Strukturunterschiede in den Verschuldungsgewohnheiten von Haushalten und Unternehmen sowie in den Vermögenspositionen der Haushalte können auch zu Unterschieden bei der Transmission geldpolitischer Impulse in den realen Sektor führen. Es gibt allerdings noch wenig konkrete empirische Aussagen darüber, inwieweit diese Strukturmerkmale auf gesamtwirtschaftlicher Ebene signifikante Unterschiede in den europäischen geldpolitischen Transmissionsprozessen bewirkt haben. Einige Studien der BIZ kommen jedoch zu dem Ergebnis, daß die Auswirkungen einer zinspolitischen Maßnahme auf das Bruttoinlandsprodukt in Großbritannien deutlich rascher und stärker erfolgt als etwa in Deutschland, Frankreich oder Italien¹⁸.

Fazit

Die Ausführungen haben gezeigt, daß es nicht einfach sein wird, eine einheitliche Geldpolitik zu definieren, die unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Finanzstrukturen überall in Europa die gleichen realwirtschaftlichen Wirkungen entfalten könnte. Speziell für Großbritannien werden sich ökonomische Zusatzkosten ergeben, wenn die gemeinsame Geldpolitik der Europäischen Zentralbank eher an den Strukturen

Kontinentaleuropas orientiert ist. Eine intensivere Analyse der Finanzstrukturen der beitriftswilligen Länder wäre also erforderlich, und es wäre sinnvoll, eine gewisse Annäherung dieser Strukturen in das Konvergenzprogramm aufzunehmen.

Das Argument, das Problem kurzfristiger Zinsbindungen werde sich mit dem Eintritt der betroffenen Länder in die Währungsunion als einer Zone stabiler Preisentwicklung und mithin weniger volatiler Langfristzinsen durch Veränderung der Marktusancen „automatisch“ lösen, greift zu kurz. Es ist eine rein komparativ-statische Sichtweise und vernachlässigt die Phase des Übergangs, also der schrittweisen Anpassung der institutionellen Gegebenheiten und Verhaltensweisen. Die mit einem solchen Übergang verbundenen Unsicherheiten könnten die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank gerade in ihrer Anfangsphase zusätzlich erschweren und hierdurch das Vertrauen in eine von Beginn an effiziente Geldpolitik schwächen.

Die Tatsache, daß die Konvergenzkriterien des Vertrags von Maastricht eine gewisse Zinskonvergenz fordern, ist für diese Problematik ebenfalls nicht ausreichend¹⁹. Zum einen vernachlässigt die dortige Betrachtung des langfristigen Zinssatzes die große Bedeutung der kurzfristigen Zinsentwicklung in einigen EU-Staaten. Zum anderen spiegelt der langfristige Zins ja vor allem die Inflationserwartungen wider. Es ist nur natürlich, daß sich die langfristigen Zinsen zwischen jenen Ländern annähern, die als potentielle Mitgliedsländer der Währungsunion angesehen werden, da diese später ja auch dieselbe Inflationsentwicklung aufweisen werden. Eine Annäherung der langfristigen Zinsen dokumentiert daher nur, daß für die betreffenden Länder die Mitgliedschaft in der Währungsunion erwartet wird. Damit ist dieses Zinskriterium eher eine Art abgeleitetes Kriterium, das die weitgehende Erfüllung der anderen Beitrittskonditionen oder sogar nur die Erwartung einer „politischen“ Lösung durch Aufweichung der Kriterien widerspiegelt, aber keinesfalls ein Beweis für Konvergenz der Finanzstrukturen ist.

Insgesamt zeigt sich auch durch diese Überlegungen, daß die Voraussetzungen, die der Vertrag von Maastricht für die Einführung der Währungsunion vorgibt, nicht ausreichend sind, um zu gewährleisten, daß die europäischen Partnerländer schon konvergent genug sind, um eine einheitliche zentrale Geldpolitik zu verkraften.

¹⁶ Vgl. C. Borio, W. Fritz, a.a.O.; eine andere Studie kommt in weiten Teilen zu ähnlichen Ergebnissen: vgl. C. Cottarelli, A. Kourelis: Financial Structure, Bank Lending Rates, and the Transmission Mechanism of Monetary Policy, in: IMF Staff Papers, Vol. 41, 1994, S. 587 ff.

¹⁷ Eine sehr ausführliche Analyse der Zinssensitivität der britischen Volkswirtschaft findet sich in P. Nölling: Großbritanniens Geldordnung im Konflikt mit der Europäischen Währungsunion, Baden-Baden 1996, S. 73 ff.

¹⁸ Vgl. z.B. F. Smets: Central Bank Macroeconomic Models and the Monetary Policy Transmission Mechanism, in: BIZ (Hrsg.): Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism, Basel 1995, S. 225 ff.; und EWU: Jahresbericht des Europäischen Währungsinstituts 1994, Frankfurt/M. 1995, S. 37.

¹⁹ Vgl. hierzu auch P. Nölling, a.a.O., S. 164 ff.