

Vahlens Kurzlehrbücher

Geldtheorie und Geldpolitik

von
Prof. Dr. Karl-Heinz Moritz

3. Auflage

Geldtheorie und Geldpolitik – Moritz

schnell und portofrei erhältlich bei beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

Thematische Gliederung:

Geld, Kredit, Währung

Verlag Franz Vahlen München 2012

Verlag Franz Vahlen im Internet:

www.vahlen.de

ISBN 978 3 8006 4234 2

Zur Bekämpfung der Inflationsgefahr hätte die Zentralbank die Refinanzierungszinsen erhöhen müssen. Eine Erhöhung der Refinanzierungszinsen verschiebt die Kreditangebotsfunktion nach links. Wie aus dem rechten Teil der Abbildung 7.15 ersichtlich ist, kann durch die Erhöhung des Refinanzierungszinses die Kreditausweitung und damit die Geldmengenerhöhung zurückgeführt werden (Punkt C). Allerdings ist damit ein erneuter Zinsanstieg verbunden, welcher die Investitionstätigkeiten zusätzlich lähmt.

Die Bundesbank befand sich somit Anfang der neunziger Jahre in einer Zwickmühle. Eine für Investitionen notwendige niedrige Zinspolitik hätte die Inflation angekurbelt; eine stabilitätsorientierte Geldpolitik hätte insbesondere in den neuen Bundesländern die Konjunktur gebremst. Die Bundesbank hatte in dieser Situation also die Wahl zwischen einer Tolerierung einer hohen Inflationsrate oder einer Abkühlung der Konjunktur. Gemäß ihrer Interpretation des Gesetzesauftrages der Sicherung der Währung entschied sie sich für die letztere Strategie.

Wir wollen an dieser Stelle kurz der Frage nachgehen, inwieweit ein Anstieg der Staatsverschuldung zur Inflation führt. Betrachtet man die Quantitätstheorie, so kann die Inflation nur steigen, wenn das Geldmengenwachstum steigt. Eine Erhöhung der Staatsverschuldung über die Notenpresse erhöht die Geldmenge und trägt somit zweifellos zu einem Anstieg der Inflation bei. Aber wie sieht es aus, wenn der Staat sich bei den privaten Haushalten verschuldet. In diesem Fall steigt die Geldmenge nicht direkt. Allerdings können indirekte Effekte auftreten. Ein Anstieg der Staatsverschuldung erhöht die Kreditnachfrage und induziert einen Zinsanstieg. Dieser Zinsanstieg veranlasst die Kreditinstitute ihr Kreditangebot auszudehnen. Die zusätzliche Kreditgewährung führt zu einem Anstieg der Sichteinlagen, sodass auch die Geldmenge ansteigt.

Nun muss aber berücksichtigt werden, dass die Geschäftsbanken zur Bereitstellung der zusätzlichen Kredite mehr Zentralbankgeld benötigen. Die Nachfrage nach Refinanzierungskrediten steigt. Es liegt nun im Ermessen der Zentralbank, ob sie diese zusätzlichen Kredite bereitstellt. Sie kann die Bereitstellung von Refinanzierungskrediten begrenzen oder die Refinanzierungszinsen erhöhen und somit eine zusätzliche Kreditvergabe verhindern. Allerdings werden dadurch die Kreditmarktzinsen stark ansteigen, was zu einer Beeinträchtigung der privaten Investitionen führen kann.

Aus diesen Überlegungen geht auch hervor, dass die Geldmenge keinesfalls von der Zentralbank vorgegeben wird. Veränderungen des Kreditangebots- und Kreditnachfrageverhaltens können zu einer Veränderung der Geldmenge führen.

7.5 Theorien zur Erklärung der Zinsstruktur

7.5.1 Einführung

In den vorausgegangenen Abschnitten wurde immer nur ein Zins betrachtet. In der Realität treffen wir jedoch auf eine Vielzahl von Zinssätzen. Diese unterscheiden sich nach dem Risiko der Anlage, Restlaufzeit, Bonität des Emittenten usw. Bei der Bestimmung der Zinsstruktur geht es insbesondere um die Erklärung der Beziehungen zwischen kurz- und langfristigen Zinssätzen. Die Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen bezeichnet man als **Spread**. Ordnet man die jeweiligen Zinsen homogener Wertpapiere nach ihren Restlaufzeiten und stellt sie der jeweiligen Effektivverzinsung gegenüber, so erhält man die **Zinsstrukturkurve**.

Verläuft die Zinsstrukturkurve mit positiver Steigung, dann nimmt der Zins mit zunehmender Restlaufzeit zu. Die langfristigen Zinsen sind höher als die kurzfristigen Zinsen. Man spricht von einer **normalen Zinsstruktur**. Verläuft die Zinsstrukturkurve mit einer negativen Steigung, dann sind die kurzfristigen Zinsen größer als die langfristigen Zinsen. Es liegt eine **inverse Zinsstruktur** vor.

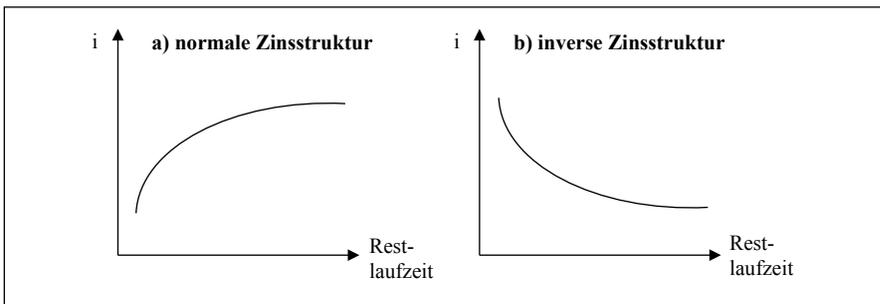


Abbildung 7.16: Zinsstrukturkurve

Inverse Zinsstrukturen gehen in der Regel mit hohen kurzfristigen Zinsen einher. Sie wurden in Deutschland in den Zeiträumen von 1969 bis 1971, von 1973 bis 1974, von 1979 bis 1981 sowie von 1990 bis 1993 beobachtet.

Betrachtet man die Zinsstrukturkurven der vergangenen Jahre, sind folgende Beobachtungen festzuhalten:¹⁵⁷

- In den meisten Jahren liegt eine normale Zinsstruktur vor.
- Eine inverse Zinsstruktur tritt meistens bei hohen Zinsen auf.
- Kurz- und langfristige Zinsen entwickeln sich in der Regel gleichmäßig.
- Kurzfristige Zinssätze schwanken stärker als langfristige Zinssätze.

Zur Erklärung dieser Beobachtungen werden im Folgenden drei verschiedene Ansätze skizziert.

¹⁵⁷ Vgl. hierzu Kath (1972), S. 32.

7.5.2 Erwartungstheorie

Die **Erwartungstheorie** erklärt den langfristigen Zins aus den erwarteten kurzfristigen Zinsen. Die Theorie geht von risikoneutralen Anlegern aus. Kurz- und langfristige Kredite werden als perfekte Substitute angesehen. Die Kapitalanleger haben identische Erwartungen.

Zur Erläuterung wird folgendes Beispiel betrachtet:¹⁵⁸ Ein Wirtschaftssubjekt kann einen Geldbetrag für drei Jahre zu einem gegebenen Jahreszins i_L anlegen. Bei einer langfristigen Anlage (dreijährige Laufzeit) erhält der Anleger pro angelegter Geldeinheit einen Erlös von:¹⁵⁹

$$(7-40) \quad E_L = (1 + i_L)^3$$

Alternativ könnte er den Betrag für das erste Jahr zu dem herrschenden Zinssatz i_1 , den Betrag E_2 für das zweite Jahr zum erwarteten Zins i_2^* und den Betrag E_3 für das dritte Jahr zum erwarteten Zinssatz von i_3^* anlegen. Da er in der ersten Periode die zukünftigen kurzfristigen Zinsen nicht kennt, muss er über die zukünftigen Zinskonstellationen Erwartungen bilden. Bei dreimaliger kurzfristiger Anlage resultiert ein erwarteter Erlös je Geldeinheit von:

$$(7-41) \quad E_K^* = (1 + i_1)(1 + i_2^*)(1 + i_3^*)$$

Da Risikoneutralität unterstellt wird, würde sich der Anleger für eine kurzfristige Anlage entscheiden, wenn $E_L < E_K^*$ und umgekehrt für eine langfristige Anlage, wenn $E_L > E_K^*$.

Der Ertrag der langfristigen Anlageform kann aber nicht von dem Ertrag der kurzfristigen Anlageform abweichen. Ist z. B. die langfristige Anlageform günstiger als die kurzfristige Anlageform,

$$(7-42) \quad (1 + i_L)^3 > (1 + i_1) \cdot (1 + i_2^*) \cdot (1 + i_3^*)$$

bieten die Halter kurzfristiger Wertpapiere ihre Papiere an und fragen langfristige Papiere nach. Durch das zusätzliche Angebot am kurzfristigen Wertpapiermarkt resultiert dort eine Zinssteigerung, und aufgrund der zusätzlichen Nachfrage am langfristigen Wertpapiermarkt resultiert eine Zinssenkung für langfristige Zinsen. Diese Anpassungsprozesse führen somit dazu, dass die Erträge aus der langfristigen Wertpapieranlage den Erträgen aus einer sukzessiven kurzfristigen Wertpapieranlage entsprechen müssen:

$$(7-43) \quad (1 + i_L)^3 = (1 + i_1) \cdot (1 + i_2^*) \cdot (1 + i_3^*)$$

Aus der Gleichung (7-43) kann durch entsprechende Umformung der langfristige Zins in Abhängigkeit der kurzfristigen Zinsen berechnet werden:

$$(7-44) \quad i_L = \left[(1 + i_1) \cdot (1 + i_2^*) \cdot (1 + i_3^*) \right]^{\frac{1}{3}} - 1$$

Der langfristige Zins entspricht dem um eins verminderten geometrischen Mittel der kurzfristigen Zinssätze. Wird keine Zinsänderung erwartet ($i_1 = i_2^* = i_3^*$), ist der langfristige Zins mit dem kurzfristigen Zins identisch. Wird ein Anstieg der kurzfristigen Zinsen erwartet ($i_1 < i_2^* = i_3^*$), ist der langfristige Zins größer als der kurzfristige Zins in Periode 1. Wird dagegen ein Rückgang

¹⁵⁸ Die folgenden Ausführungen orientieren sich an Jarchow (2010b), S. 124ff.

¹⁵⁹ Beachten Sie bitte, dass die Zinsen stets in Dezimalform angegeben werden.

der kurzfristigen Zinsen erwartet ($i_1 > i_2 = i_3$), dann liegt der langfristige Zins unter dem kurzfristigen Zins.

Betrachten wir ein Zahlenbeispiel: Der momentane kurzfristige Zinssatz beträgt 4 % und der in den nächsten beiden Perioden erwartete kurzfristige Zins 6 %. Für den langfristigen Zins folgt:

$$i_L = (1,04 \cdot 1,06 \cdot 1,06)^{0,33} - 1 = 1,053 - 1 = 0,053$$

Der langfristige Zins liegt also über dem kurzfristigen Zins der laufenden Periode. Wird eine Erhöhung der kurzfristigen Zinsen erwartet ($i_1 < i_2 = i_3$), dann ist der langfristige Zins (0,053) größer als der kurzfristige Zins der laufenden Periode (0,04). Es resultiert eine **normale Zinsstruktur**.

Betrachten wir kurz die Ursache für dieses Ergebnis: In der Ausgangssituation seien die kurzfristigen Zinsen und der langfristige Zins gleich. Erwarten die Anleger für die nächsten Perioden einen Anstieg der kurzfristigen Zinsen, dann gilt $E_L < E_K$.

Die Anleger werden langfristige Wertpapiere verkaufen und kurzfristige Wertpapiere kaufen. Die Kurse für langfristige Papiere werden fallen; die langfristigen Zinsen werden steigen. Dadurch entsteht eine normale Zinsstruktur.

Beträgt umgekehrt der momentane Zins 6 % und wird für die nächsten Perioden eine Zinssenkung auf 4 % erwartet, dann erhalten wir einen langfristigen Zins von:

$$i_L = (1,06 \cdot 1,04 \cdot 1,04)^{0,33} - 1 = 1,047 - 1 = 0,047$$

Der langfristige Zins liegt unter dem kurzfristigen Zins.

Eine erwartete expansive Geldpolitik kreiert die Erwartung fallender Zinsen und kann somit eine **inverse Zinsstruktur** auslösen. Die Erwartungstheorie liefert somit eine Erklärungsmöglichkeit für eine inverse Zinsstruktur.

Betrachten wir auch hier kurz die Ursache für dieses Ergebnis: In der Ausgangssituation seien wieder die kurzfristigen und langfristigen Zinsen gleich. Erwarten die Anleger für die nächsten Perioden eine Verringerung der kurzfristigen Zinsen, dann gilt $E_L > E_K$.

Die Anleger werden kurzfristige Wertpapiere verkaufen und langfristige Wertpapiere kaufen. Die Kurse für langfristige Papiere werden steigen und dementsprechend werden die Zinsen für langfristige Papiere fallen.

Da expansive geldpolitische Maßnahmen umso eher erwartet werden, je höher die Zinsen ausfallen, lässt sich mit Hilfe der Erwartungstheorie die Beobachtung erklären, dass eine inverse Zinsstruktur zumeist bei hohen Zinsen auftritt.¹⁶⁰

Untersuchen wir als nächstes die Auswirkungen einer kontraktiven Geldpolitik in der laufenden Periode. Zur Vereinfachung gehen wir davon aus, dass in der Ausgangssituation der kurzfristige Zins sowie die für die Zukunft erwarteten Zinsen 4 % betragen. Nun erhöht die Zentralbank den kurzfristigen Zins auf 6 %. Wird diese Zinserhöhung als einmalig angesehen, d. h. die erwarteten

¹⁶⁰ Vgl. Abschnitt 7.4.2.

kurzfristigen Zinsen verbleiben bei 4%, dann steigt der langfristige Zins auf 4,7%. Es entsteht eine inverse Zinsstruktur.

Wird die Zinserhöhung der Zentralbank dagegen als dauerhaft angesehen, d. h. es wird angenommen, die heutige Zinserhöhung bleibt in der nächsten Periode bestehen, dann steigt auch der langfristige Zins auf 6%. Die Zinsstruktur ändert sich nicht.

Unabhängig davon, ob die Zinserhöhung als temporär oder dauerhaft angesehen wird, erkennt man, dass die Zentralbank mittels der kurzfristigen Zinsen Einfluss auf die langfristigen Zinsen nehmen kann.¹⁶¹ Damit haben wir auch gleichzeitig eine weitere Beobachtung erklärt. Steigen die kurzfristigen Zinsen, so steigen auch die langfristigen Zinsen. Kurz- und langfristige Zinsen bewegen sich in die gleiche Richtung.

Da langfristige Zinsen sich als Durchschnitte kurzfristiger Zinsen berechnen, sind sie weniger schwankungsanfällig als kurzfristige Zinsen. Mittels der Erwartungstheorie lassen sich also drei der vier in Abschnitt 7.5.1 genannten Beobachtungen erklären, nicht aber die, wonach meistens eine normale Zinsstruktur vorliegt. Nach der Erwartungstheorie müsste genauso häufig eine normale wie eine inverse Zinsstruktur auftreten. Zur Erklärung der ersten Beobachtungen werden somit weitere Zinstheorien benötigt.

7.5.3 Marktsegmentierungstheorie

Die **Marktsegmentierungstheorie** geht davon aus, dass Marktteilnehmer risikoavers sind. Ein Risiko für den Kapitalgeber entsteht, wenn die Laufzeit des Wertpapiers nicht mit dem gewünschten Anlagezeitraum übereinstimmt. Geht die Laufzeit des Wertpapiers über den Zeitraum hinaus, für den der Kapitalgeber seine Mittel am Kapitalmarkt anlegen möchte, dann muss er das Wertpapier vor Ablauf der Restlaufzeit verkaufen. Er weiß aber heute nicht, zu welchem Kurs er das Papier zukünftig verkaufen kann. Die Anlage unterliegt somit einem **Preisänderungsrisiko (Kursrisiko)**. Ist umgekehrt die Laufzeit des Wertpapiers kürzer als der Zeitraum, für den dem Anleger Mittel zur Verfügung stehen, dann weiß der Anleger heute nicht, zu welchem Zins er die finanziellen Mittel für die Restlaufzeit anlegen kann. Für den Kapitalgeber entsteht dann ein **Einkommensrisiko**.

Für den Kreditnehmer resultieren analoge Probleme: Geht die Laufzeit des Wertpapiers über den Zeitraum eines zu finanzierenden Investitionsprojektes hinaus, entsteht für ihn ein **Preisänderungsrisiko (Kursrisiko)**, denn er weiß nicht, zu welchem Kurs er das Wertpapier vorzeitig aus dem Markt nehmen kann. Umgekehrt entsteht ein **Einkommensrisiko**, wenn die Laufzeit des Wertpapiers kürzer als der Zeitraum, für den der Investor Mittel benötigt, ausfällt. Die Finanzierungskosten für die Restlaufzeit des Investitionsprojektes sind dann unbekannt.

¹⁶¹ Der Einfluss auf den langfristigen Zins ist umso größer, je eher die Marktteilnehmer davon ausgehen, dass die Zinsänderung dauerhaft ist.

Zur Vermeidung jeglicher Risiken muss für einen Kapitalgeber die Anlageperiode mit der Laufzeit des Wertpapiers und für einen Kapitalnehmer die Laufzeit des Wertpapiers mit seiner Finanzierungsperiode übereinstimmen. Kapitalgeber und Kapitalnehmer werden nur Wertpapiere mit bestimmten Laufzeiten kaufen, sodass der Wertpapiermarkt in abgegrenzte Marktsegmente zerfällt und wegen strikter Risikoaversion keine Arbitrage stattfindet. Für jede Anlageform bildet sich in Abhängigkeit der Wünsche der Kreditnehmer und Kreditgeber ein eigener Zins.

Für die Geldpolitik ergibt sich als Konsequenz, dass sie mit ihren kurzfristigen Instrumenten zwar die Zinsen am kurzfristigen Ende beeinflussen kann, aufgrund der Marktsegmentierung haben diese kurzfristigen Zinsen aber keinen Einfluss auf das langfristige Zinsniveau.

Die Marktsegmentierungstheorie unterliegt der Kritik, dass die Annahme der strikten Risikoaversion sehr restriktiv ist. Bei großen Zinsunterschieden ist es wenig plausibel anzunehmen, dass keine Arbitragegeschäfte durchgeführt werden. Diese Einschränkung führt uns zur Liquiditätsprämientheorie.

7.5.4 Liquiditätsprämientheorie

Nach der **Liquiditätsprämientheorie** liegt der langfristige Zins als Ausgleich für den längerfristigen Liquiditätsentzug oberhalb des kurzfristigen Zinses. Dies geschieht unter der Voraussetzung, dass keine Veränderung der Zinsen erwartet wird. Als Ursache dafür sind unterschiedliche Präferenzen der Anleger und Kreditnehmer anzuführen. Die Kreditnachfrager präferieren aufgrund der Langfristigkeit ihrer Investitionsprojekte eher langfristige Kredite.

Kreditgeber haben eher eine Präferenz für kurzfristige Titel. Bei unerwarteten Liquiditätsproblemen müssen die Kreditgeber ihre Wertpapiere vor Ablauf der Restlaufzeit verkaufen. Während kurzfristige Anlagen relativ problemlos in Zahlungsmittel umgewandelt werden können, ist dies bei langfristigen Wertpapieren nicht der Fall. Ein Verkauf des Papiers vor Ablauf der Laufzeit kann mit Kursverlusten verbunden sein. Das Kreditangebot am kurzfristigen Markt wird daher größer als am langfristigen Markt und die Kreditnachfrage am kurzfristigen Markt geringer als am langfristigen Markt ausfallen. Kapitalnehmer können Wertpapiere mit längerfristigen Laufzeiten am Kapitalmarkt nur dann unterbringen, wenn sie dem Kapitalgeber als Entschädigung eine **Liquiditätsprämie** zahlen. Als Konsequenz liegt der kurzfristige Zins unter dem langfristigen Zins, sodass sich in dieser Konstellation eine **normale Zinsstruktur** ergibt.

Mittels der Liquiditätsprämientheorie kann also eine normale Zinsstruktur begründet werden. Allerdings müsste demnach immer eine normale Zinsstruktur vorliegen. Die Existenz einer inversen Zinsstruktur ist mit der Liquiditätsprämientheorie nicht kompatibel.

Halten wir unsere bisherigen Ergebnisse fest:

- Mit Hilfe der Erwartungstheorie lässt sich eine inverse Zinsstruktur erklären. Sie kann aber nicht erklären, warum meistens eine normale Zinsstruktur anzutreffen ist.
- Im Rahmen der Liquiditätstheorie kann eine normale Zinsstruktur erklärt werden. Sie ist aber nicht in der Lage, das Phänomen einer inversen Zinsstruktur zu begründen.

Aus diesen Überlegungen erscheint es naheliegend, beide Theorien miteinander zu verknüpfen.

7.5.5 Verknüpfung der Erwartungstheorie mit der Liquiditätsprämientheorie

Die Verknüpfung der Ergebnisse der Erwartungstheorie und der Liquiditätsprämientheorie zu einer Gleichung ergibt für die Betrachtung L Perioden:

$$(7-45) \quad i_L = \left[(1+i_1) \cdot (1+i_2^*) \cdot (1+i_3^*) \cdot \dots \cdot (1+i_L^*) \right]^{\frac{1}{L}} - 1 + LP(L)$$

LP: Liquiditätsprämie L: Restlaufzeit des Papiers

Der langfristige Zins resultiert aus dem geometrischen Mittel des aktuellen und der kurzfristig erwarteten Zinssätze zuzüglich einer Liquiditätsprämie. Die Liquiditätsprämie nimmt mit steigender Restlaufzeit des Papiers zu.

Nehmen wir zunächst einmal an, es existieren keine Zinsänderungserwartungen. Aufgrund der positiven Liquiditätsprämie resultiert eine normale Zinsstruktur. Tritt nun eine Zinssenkungserwartung auf, dann werden die Anleger folgende Umstrukturierungen vornehmen: Die Nachfrage nach Wertpapieren mit langer Laufzeit steigt, weil sich die Anleger für einen längeren Zeitraum die relativ hohen Zinsen sichern möchten bzw. mit Kursgewinnen rechnen. Das Angebot an langfristigen Wertpapieren sinkt, da sich die Kreditnehmer nicht mehr zu den hohen Zinsen verschulden möchten und in der Zukunft mit günstigeren Kapitalkosten rechnen. Am langfristigen Wertpapiermarkt entsteht ein Nachfrageüberhang. Die langfristigen Kurse steigen, die langfristigen Zinsen fallen.

Die zukünftige Zinssenkungserwartung bewirkt somit, dass sich die langfristigen Zinssätze relativ zum kurzfristigen Zinssatz vermindern. Die Zinsstrukturkurve verläuft dann flacher. Ein flacherer Verlauf der Zinsstrukturkurve deutet somit auf Zinssenkungserwartungen, ein steilerer Verlauf der Zinsstrukturkurve auf Zinssteigerungserwartungen hin.

Eine inverse Zinsstruktur tritt aber erst dann auf, wenn die erwartete Zinssenkung so stark ist, dass die Liquiditätsprämie überkompensiert wird. Für das Auftreten einer inversen Zinsstruktur ist die Erwartung einer expansiven Geldpolitik notwendig, aber nicht hinreichend.

Hinreichend starke Zinssenkungserwartungen können also dazu führen, dass der durch die Liquiditätsprämientheorie abgeleitete positive Anstieg der Zinsstrukturkurve kompensiert werden kann. Mit Hilfe der Synthese aus Erwartungs- und Liquiditätsprämientheorie kann also einerseits erklärt werden,

warum meistens eine normale Zinsstruktur anzutreffen ist. Andererseits liefert die Synthese auch eine Erklärung für das Auftreten inverser Zinsstrukturen.

7.5.6 Zinsstruktur und Konjunkturindikator

Im Aufschwung nimmt die Rentabilität der Investitionen zu, im Abschwung ab. Erwarten die Marktteilnehmer für die Zukunft einen Aufschwung, dann rechnen sie mit steigenden Zinsen. Rechnen die Marktteilnehmer mit einem Abschwung, dann erwarten sie eine expansive Geldpolitik in Verbindung mit fallenden Zinsen. Aus den obigen Überlegungen folgt daher, dass die Zinsstrukturkurve als **Frühindikator** für die Konjunktur dienlich ist. Eine zunehmende Zinsdifferenz kann als Vorbote einer Wachstumsbeschleunigung, eine abnehmende Zinsdifferenz hingegen als Vorbote eines Abschwungs interpretiert werden. Schwere Rezessionen gehen inversen Zinsstrukturen voraus.

Allerdings muss beachtet werden, dass auch Veränderungen der Liquiditätsprämien Einfluss auf den Verlauf der Zinsstrukturkurve nehmen. In einer Rezession werden die Wertpapieranlagen risikoreicher. Daher ist mit einem Anstieg der Liquiditätsprämie zu rechnen. Dieser führt bei gegebenen erwarteten Zinsen zu einer Zunahme des langfristigen Zinses. Die Zinsstrukturkurve verläuft dann steiler.

Eine erwartete Rezession löst somit zwei gegenläufige Effekte für den Verlauf der Zinsstrukturkurve aus:

- Die erwartete Zinssenkung führt zu einem flacheren Verlauf der Zinsstrukturkurve.
- Die höhere Risikoprämie führt zu einem steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve.

Aus Veränderungen der Zinsstruktur kann daher nur bedingt auf die erwartete Konjunkturentwicklung geschlossen werden.¹⁶²

7.5.7 Zusammenfassung

Die Marktsegmentierungstheorie geht von einer Risikoaversion der Marktteilnehmer aus. Anlagen verschiedener Fristigkeit sind keine Substitute. Die Geldpolitik kann die langfristigen Zinsen nicht beeinflussen.

Die Liquiditätsprämientheorie unterstellt unterschiedliche Präferenzen der Marktteilnehmer für Wertpapiere mit unterschiedlichen Laufzeiten. Mit Hilfe der Liquiditätsprämientheorie kann eine normale Zinsstruktur erklärt werden.

Die Erwartungstheorie geht von keiner Risikoaversion der Marktteilnehmer aus. Anlagen verschiedener Fristigkeit sind perfekte Substitute. Über Arbitragegeschäfte haben kurzfristige Zinsen Einfluss auf langfristige Zinsen. Die Erwartungstheorie bietet eine Möglichkeit zur Erklärung einer inversen Zinsstruktur.

¹⁶² Vgl. Europäische Zentralbank (2006), S. 34f.