

Christoph Ohler

Unkonventionelle Geldpolitik



Mohr Siebeck

Christoph Ohler

Unkonventionelle Geldpolitik



Christoph Ohler

Unkonventionelle Geldpolitik

Mohr Siebeck

Christoph Ohler, ist Inhaber des Lehrstuhls für Öffentliches Recht, Europarecht, Völkerrecht und Internationales Wirtschaftsrecht an der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Friedrich-Schiller-Universität Jena.

Die Publikation dieses Werkes wurde durch Mittel der Deutschen Forschungsgemeinschaft ermöglicht.

ISBN 978-3-16-159948-4 / eISBN 978-3-16-159983-5
DOI 10.1628/978-3-16-159983-5

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2021 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen aus der Minion Pro gesetzt, auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Nädle in Nehren gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Die vergangenen 14 Jahre brachten auf dem Gebiet der europäischen Geldpolitik tiefgreifende Änderungen mit sich. Sie darzustellen und rechtlich einzuordnen ist das Anliegen dieses Werkes. Sein Entstehen verdankt sich der Förderung durch die Deutsche Forschungsgemeinschaft (DFG), die das Vorhaben seit 2017 mit einer Sachbeihilfe unterstützte. Die Stiftung Geld und Währung finanzierte 2019 ein dringend benötigtes Forschungssemester, das mir Zeit gab, tiefer in die ökonomischen Grundlagen einzusteigen. Für die Förderung durch beide Institutionen bin ich außerordentlich dankbar.

Dr. Stephan Kohns von der Deutschen Bundesbank danke ich für die geduldigen und weiterführenden Antworten auf meine Fragen. Die Mitarbeiter meines Lehrstuhls unterstützten mich in allen Phasen der Entstehung des Werkes durch kritische Hinweise und Anmerkungen. Hierfür gilt mein Dank Arne Hettwer, Sven Lehmann, Martin Meier und Leonard-Roman Rüdtenklau sowie Michelle Günther und Leo Kriese. Größte Verdienste erwarb sich Susanne Prater, die das Vorhaben seit seiner Entstehung unermüdlich begleitete und für den redaktionellen Abschluss des Manuskripts sorgte. Ihr gebührt hierfür mein Dank. Schließlich möchte ich mich bei Daniela Taudt vom Verlag Mohr Siebeck bedanken, die es wagte, das Werk zur Veröffentlichung anzunehmen.

Jena, 1. März 2021

Christoph Ohler

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	IX
Abkürzungsverzeichnis	XIX
§ 1 Einleitung	1
§ 2 Grundlagen der Geldpolitik	11
§ 3 Unkonventionelle Geldpolitik der EZB: eine Bestandsaufnahme	125
§ 4 Der geldpolitische Transmissionsmechanismus	213
§ 5 Zurechnung der wirtschaftlichen Folgen	261
§ 6 Folgen für das Mandatsverständnis der EZB	295
Literaturverzeichnis	349
Stichwortverzeichnis	365

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
Abkürzungsverzeichnis	XIX
§ 1 Einleitung	1
I. Herausforderungen der unkonventionellen Geldpolitik	1
II. Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion als politisches Projekt	2
III. Geldpolitik im Spannungsfeld rechtlicher Vorgaben und wirtschaftlicher Logiken	6
IV. Gang der Untersuchung	8
§ 2 Grundlagen der Geldpolitik	11
I. Geld und Geldsystem	11
1. Wirtschaftliche Funktionen und Rechtscharakter des Geldes	11
a) Funktionentrias	11
b) Geld als soziale Praxis	14
c) Warengeld, Goldstandard und Schuldgeld	15
2. Geldsysteme und ihre Merkmale	18
a) Begriff des Geldsystems	18
b) Zweistufige und einstufige Geldsysteme . .	19

c) Geld und Währung	22
d) Technische Neutralität des Geldes	22
e) Digitalisierung	24
3. Geldfunktionen und Vertrauen der Nutzer . .	30
4. Geld, Kredit und Kapital	32
a) Sichteinlagen und befristete Einlagen . . .	32
b) Kredite	33
c) Kapital	37
II. Geldpolitik als hoheitliche Aufgabe	39
1. Die Zentralbank als Teil der Exekutive und Akteurin des Finanzmarktes	39
a) Begriff der Geldpolitik	39
b) Zentralbanken als unabhängige Währungsbehörden	42
c) Doppelrolle der Zentralbanken als Finanzmarktakteure	45
2. Gesetzesbindung vs. fundamentale Unsicherheit der Geldpolitik	46
3. Konkretisierungsbedurftigkeit der geldpolitischen Aufgaben	50
a) Definition von Preisstabilität	50
b) Unterstützung der Wirtschaftspolitik . . .	52
c) Geldpolitische Strategien; makroökonomische Analysen	55
d) Operationelle Zielgrößen und rechtliche Instrumente	57
III. Geldpolitik in einer Marktwirtschaft	59
1. Wettbewerbstheoretische Fragen	59
a) Wahrungsmonopol und gesetzliche Zahlungsmittel	59
b) Insolvenzunfahigkeit der Zentralbank . .	62

2. Rechtliche Vorgaben in der Europäischen Union	63
a) Grundsatz der offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb	64
b) Steuerung marktmäßiger Größen	67
c) Gebot der Wettbewerbsneutralität der Geldpolitik; Ausnahmen	69
d) Übernahme geschäftlicher Risiken durch die Zentralbank	70
e) Keine Übernahme von Insolvenzrisiken	74
IV. Geldtheoretische Grundfragen	76
1. Neutralität des Geldes; Grenzen dieses Konzepts	76
a) Quantitätstheorie	76
b) Besonderheiten der Zinspolitik	78
c) Bekämpfung von Systemkrisen	79
2. Geldangebot	80
a) Basisgeld	81
b) Geldangebot der monetären Finanzinstitute; Geldmengen	82
c) Geldschöpfungsmultiplikator	84
3. Geldnachfrage	87
a) Geldnachfrage der Banken: Faktoren	89
b) Die Bedeutung von Zahlungssystemen für die Geldnachfrage	92
c) Geldnachfrage der Nicht-Banken: Faktoren	94
4. Zinsen	96
a) Wirtschaftliche und rechtliche Grundlagen	96
b) Zinsbildende Faktoren	99
c) Zinssetzung durch die Zentralbank	101
d) Zinssetzung durch Kreditinstitute	102

e) Nominalzins, Realzins, Gleichgewichtszins und natürlicher Zins	104
f) Negativzinsen	106
5. Güterpreise; Inflation und Deflation; Nominalismus	110
V. Geldpolitik im föderativen System der EU	113
1. Kompetenzverteilung zwischen Union und Mitgliedstaaten	113
2. Euro-Währungsraum; Eurosystem	114
3. Gebot der einheitlichen Geldpolitik	116
VI. Konventionelle geldpolitische Modelle im internationalen Vergleich	118
1. Federal Reserve System	118
2. Bank of England	120
3. Eurosystem	121
§ 3 Unkonventionelle Geldpolitik der EZB: eine Bestandsaufnahme	125
I. Der Begriff der unkonventionellen Geldpolitik	125
1. Fehlen einer Definition	125
2. Phasen der unkonventionellen Geldpolitik und Wandel des Begriffsgehalts	127
a) Unkonventionelle Geldpolitik in der Finanzkrise 2007 bis 2009	128
b) Ausweitung der Instrumente in der Schuldenkrise 2010 bis 2015	130
c) Verstetigung ab 2015; Wirkung des Effective Lower Bound	131
d) Folgen der Corona-Pandemie seit 2020	133
3. Unkonventionelle Geldpolitik als „Maßnahmenpolitik“	135

II.	Ursprünge: Von der Finanz- zur Schuldenkrise .	137
1.	Überblick	137
2.	Ursachen und Folgen der Finanzkrise 2007 bis 2009	140
a)	Unmittelbare Ursachen	140
b)	Verbreitungswege	143
c)	Strukturelle Zusammenhänge	146
d)	Wirtschaftliche Folgen	148
3.	Ursachen und Folgen der Schuldenkrise 2010 bis 2015	153
a)	Ausgangspunkt Griechenland	153
b)	Erste Hilfsmaßnahmen	155
c)	Ausweitung der Schuldenkrise	157
d)	Multilaterale Hilfsprogramme; OMT . . .	161
e)	Gründung des ESM; weitere Hilfsprogramme	163
f)	Gründung der Bankenunion	166
III.	Geldpolitische Maßnahmen der EZB seit 2008: eine Bestandsaufnahme	168
1.	Zinssenkungen, Vollzuteilung und niedrigere Anforderungen an Sicherheiten . .	168
2.	Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte; gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	171
3.	Emergency Liquidity Assistance	174
4.	Wertpapierkaufprogramme	180
a)	Rechtliche Grundlagen	180
b)	Covered Bond Purchase Programmes (2009 bis 2011)	180
c)	Securities Markets Programme (2010 bis 2012)	182
d)	OMT (2012)	183

e) (Expanded) Asset Purchase Programme (seit 2014)	186
aa) Erste Schritte	186
bb) Public Sector Purchase Programme . .	187
cc) Corporate Sector Purchase Programme	193
dd) Volumen und zeitliche Verteilung der Käufe	194
f) Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) (2020)	196
IV. Rechtliche Bewertung durch EuGH und BVerfG – ein Überblick	198
1. Securities Markets Programme (SMP)	198
2. Outright Monetary Transactions (OMT) . . .	200
3. Public Sector Purchase Programme (PSPP) .	204
a) Ausgangsrechtsstreit vor dem BVerfG . . .	204
b) Weiss-Urteil des EuGH	205
c) Urteil des BVerfG vom 5. Mai 2020	209
§ 4 Der geldpolitische Transmissionsmechanismus	213
I. Überblick	213
II. Steuerungstheoretische Betrachtung	215
1. Steuerungsobjekte	215
a) Unmittelbare Steuerungsobjekte	215
b) Mittelbare Steuerungsobjekte	218
2. Steuerungsinstrumente	218
a) Mengensteuerung und Zinssatzsteuerung .	218
b) Instrumentenbezogene Steuerung	219
c) Kommunikative Steuerung (forward guidance)	220
3. Steuerungsziele	223

4. Steuerungszusammenhänge	225
a) Steuerung über Wirtschaftskreisläufe	225
b) Beschränkte Steuerungskraft und Prozesscharakter	227
c) Zeitliche Komponente	229
d) Direkt und indirekt steuerbare Ziele	230
e) Ex-ante- und ex-post-Betrachtungen	230
III. Voraussetzungen effektiver geldpolitischer Transmission	231
1. Funktionsfähigkeit der Kreditwirtschaft und der Finanzmärkte	231
2. Konsum- und Investitionsbereitschaft der Realwirtschaft	232
3. Störungen der geldpolitischen Transmission	233
IV. Die geldpolitischen Kanäle	235
1. Zinskanal	236
2. Kreditkanal	240
3. Vermögenskanal	241
4. Bilanzkanal	243
5. Wechselkurskanal	244
6. Erwartungskanal	246
7. Portfolio-Umstrukturierung (portfolio rebalancing)	248
V. Ziele und Wirkungen der unkonventionellen Instrumente	250
1. Niveau der längerfristigen Zinsen	250
2. Stabilisierung der Zinserwartungen	252
3. Geldpolitik und die These der „säkularen Stagnation“	253
4. Folgen für die Risikofunktion des Zinses	257
5. Preisniveau	258

§ 5	Zurechnung der wirtschaftlichen Folgen	261
I.	Analytische Grenzen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus	261
	1. Notwendigkeit juristischer Zurechnungsregeln	261
	2. Rechtliche Grundlagen der Zurechnung im Bereich der Geldpolitik	263
II.	Funktionen von Zurechnungsregeln	263
III.	Allgemeine Wertungsgesichtspunkte: ein Rechtsvergleich	267
	1. Äquivalenztheorie	267
	2. Adäquanztheorie und Schutzzweck der Norm	269
	3. Zurechnungsregeln im öffentlichen Recht	271
	4. Zurechnungsregeln im Unionsrecht	272
IV.	Maßstäbe für die Zurechnungsproblematik in der Geldpolitik: ökonomische und juristische Kriterien	275
V.	Einzelne Zurechnungsfragen	277
	1. Einfluss auf die staatliche Haushaltspolitik	278
	2. Einfluss auf die Kreditvergabe der Banken	282
	3. Rückgang der Zinserträge	287
	4. Die Frage nach der angemessenen Zinshöhe; Ordnungsfunktion der langfristigen Zinsen	289
§ 6	Folgen für das Mandatsverständnis der EZB	295
I.	Konstanten und Verschiebungen im rechtlichen Verständnis	295
II.	Preisniveaustabilität	297
	1. Bedeutung und Zweck	297

2. Das 2 %-Ziel	300
3. Abweichungen vom Inflationsziel:	
Disinflation	303
III. Unterstützung der allgemeinen	
Wirtschaftspolitik in der Union	305
1. Bedeutung	305
2. Für und Wider aktiver Geldpolitik	308
3. „Wirtschaftspolitische Auswirkungen“ in der Rechtsprechung des BVerfG	311
IV. Sicherung der Finanzstabilität	312
1. Strittige rechtliche Einordnung	312
2. Wirtschaftliche Bedeutung	314
3. Überschneidungsbereiche der Geldpolitik mit anderen Zuständigkeiten	316
4. Spannungsverhältnis zum Wettbewerbsgrundsatz und zur Haushaltsautonomie der Mitgliedstaaten	318
V. Das Problem selektiver Maßnahmen	319
1. ELA	319
2. SMP und OMT	320
3. Ankäufe von Unternehmensanleihen	322
VI. Die Schranke der Verhältnismäßigkeit	325
1. Rechtsgrundlage	325
2. Abwägungskonzepte des EuGH und des BVerfG	328
3. Systematische Anforderungen	330
a) Einheitlichkeit der Geldpolitik, Art. 119 Abs. 2 AEUV	331
b) Finaler Charakter der Geldpolitik; Konkretisierungsstufen	332
c) Realitätsgerechte Ermittlung aller zurechenbaren Gemeinwohlbelange	333

d) Bewältigung der Zielkonflikte; Abwägung der Gemeinwohlaspekte	334
4. PSPP: eine Zwischenbilanz	335
VII. Verbot der monetären Staatsfinanzierung	338
1. Inhalt und Ausnahmen	338
2. Umgehungsverbot bei Sekundärmarktgeschäften	341
3. Insolvenzrisiko; Verlusttragung	343
4. Quantitative Grenzen von Sekundärmarktkäufen	346
Literaturverzeichnis	349
Stichwortverzeichnis	365

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	andere/r Ansicht
a. a. O.	am angegebenen Ort
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union (Nr. L und C)
ABS	Asset Backed Securities
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AIG	American International Group
APP	Asset Purchase Programme
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bd.	Band
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBL.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIS	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BOJ-NET	Bank of Japan Financial Network System
BPolG	Gesetz über die Bundespolizei (Bundespolizeigesetz)
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa

CDO	Collateralized Debt Obligations
CEPR	Centre for Economic Policy Research
CGFS	Committee on the Global Financial System
CHAPS	Clearing House Automated Payment System
CMLRev.	Common Market Law Review
CSPP	Corporate Sector Purchase Programme
d.h.	das heißt
DJT	Deutscher Juristentag
EBA	European Banking Authority
ECB	European Central Bank
EFSF	European Financial Stability Facility
EFSM	European Financial Stabilisation Mechanism
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
EinSiG	Einlagensicherungsgesetz
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ELA	emergency Liquidity Assistance
EMU	European Monetary Union
EONIA	Euro Overnight Index Average
ESFS	Europäisches System der Finanzaufsicht (European System of Financial Supervision)
ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus (European Stability Mechanism)
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
€STR	Euro Short-Term Rate
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EuG	Gericht (früher: Europäisches Gericht erster Instanz)
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union
EuR	Europarecht
EURIBOR	Euro Interbank Offered Rate
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
EWU	Europäische Währungsunion

EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende
Fed	Federal Reserve System
ff.	fortfolgende
GA	Generalanwalt/Generalanwältin
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
h. M.	herrschende Meinung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
i. S. d.	im Sinne des
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
IMFS	Institute for Monetary and Financial Stability
ILO	International Labour Organization
IMF	International Monetary Fund
IWF	Internationaler Währungsfonds
JIEL	Journal of International Economic Law
JM	juris – Die Monatszeitschrift
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristenzeitung
Kap.	Kapitel
KG	Kammergericht
KritV	Kritische Vierteljahresschrift
KWG	Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz)
LG	Landgericht
LIBOR	London Interbank Offered Rate
LTRO	longer-term refinancing operations
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MaRisk	Mindestanforderungen zum Risikomanagement
Mrd.	Milliarde/n
NBER	National Bureau of Economic Research
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	NJW-Rechtsprechungs-Report Zivilrecht
No	number

Nr.	Nummer
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht
OMT	Outright Monetary Transactions
PELTRO	Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operations
PEPP	Pandemic Emergency Purchase Programme
PSPP	Public Sector Asset Purchase Programme
QE	Quantitative Easing
RGBL	Reichsgesetzblatt
RIX	Riksbankens system för överföring av kontoförda pengar
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer(n)
Rs.	Rechtssache(n)
S.	Seite
s.	siehe
s. o.	siehe oben
SchVG	Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen (Schuldverschreibungsgesetz)
SIC	SIX Interbank Clearing
SMP	Securities Markets Programme
sog.	so genannte/so genannter/so genanntes
SPV	Special Purpose Vehicle
SRM	Einheitlicher Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism)
SSM	Einheitlicher Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism)
StVG	Straßenverkehrsgesetz
TARGET2	Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System
TIPS	TARGET Instant Payment Settlement
TLTROs	targeted longer-term refinancing operations
u. a.	und andere, unter anderem
UAbs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
usw.	und so weiter

v.	vom
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz)
WWU	Europäische Wirtschafts- und Währungsunion
z. B.	zum Beispiel
ZAG	Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz
ZEuS	Zeitschrift für Europarechtliche Studien
ZG	Zeitschrift für Gesetzgebung
ZGR	Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer(n)

§ 1 Einleitung

I. Herausforderungen der unkonventionellen Geldpolitik

Im Mittelpunkt dieses Beitrags steht die unkonventionelle Geldpolitik, die die Europäische Zentralbank (EZB) seit Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 verfolgte, im Laufe der Schuldenkrise seit 2010 verstärkt fortsetzte und die während der COVID-19-Pandemie 2020/2021 einen vorläufigen Höhepunkt erreichte. In inhaltlicher Hinsicht zeichnet sie sich durch zwei wesentliche Merkmale aus: erstens ein Absenken der Leitzinsen für Darlehensgeschäfte mit Kreditinstituten im kurzfristigen Bereich bis auf ein Niveau von 0 % und zweitens die Durchführung von verschiedenen Maßnahmen mit dem Ziel, auch das Niveau der langfristigen Zinsen niedrig zu halten. Diese Geldpolitik beruht auf einer Kombination unterschiedlicher Instrumente. Dazu gehören im Euroraum negative Zinssätze auf die Einlagen der Kreditinstitute bei den Zentralbanken, langfristige Darlehensprogramme für den Bankensektor, die kommunikative Steuerung von Inflationserwartungen („forward guidance“) und umfangreiche Wertpapierkäufe von Anleihen des öffentlichen und privaten Sektors. Alle diese Maßnahmen zogen seit ihrem Beginn eine erhebliche Ausweitung der Zentralbankbilanzen im Eurosystem nach sich. Vor allem bewirkten sie, und das ist das maßgeblich Neue der unkonventionellen Geldpolitik, ein Absinken des allgemeinen Niveaus der langfristigen Zinsen. Damit

griff die unkonventionelle Geldpolitik, die sich früher darauf beschränkte, den kurzfristigen Geldmarktzins zu steuern, weit in die Mechanismen der Kapitalmärkte ein. Ein vergleichbares Vorgehen lässt sich in praktisch allen anderen westlichen Industrienationen beobachten,¹ ohne dass ein Ende dieser Zinspolitik derzeit absehbar ist. Schon aus diesem Grund kann das vorliegende Werk nur eine Zwischenbilanz ziehen. Sie betrifft die Frage, welche stabilisierenden Wirkungen die unkonventionelle Geldpolitik in Europa auslöste und welchen Beitrag sie für den wirtschaftlichen Wiederaufschwung nach mittlerweile drei schweren, auf unterschiedlichen Ursachen beruhenden Krisen leistete. Welche nachteiligen Folgen hatte sie aber auch für private Anleger und die Stabilität von Banken, Versicherungen und Pensionsfonds? Welche Veränderungen für das Selbstverständnis der EZB traten ein und welche strukturellen Folgen hatten sie für das Verhältnis von staatlicher Haushaltspolitik und unabhängiger Geldpolitik?

II. Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion als politisches Projekt

Die damit verbundenen Herausforderungen sind, so ist jedenfalls zu vermuten, für die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) höher als für andere Währungsräume. Sie bilden eine Bewährungsprobe für die Funktionsfähigkeit und die politische Akzeptanz der einheitlichen Geld-

¹ Ausführliche Würdigung bei *Bank for International Settlements, Committee on the Global Financial System, CGFS Papers No 63, Unconventional Monetary Policy Tools: A cross-country analysis*, Oktober 2019.

politik der EZB. Denn die Währungsunion, deren Kern eben diese Geldpolitik ist, entstand im Jahr 1992, als die Mitgliedstaaten den Vertrag von Maastricht vereinbarten, nicht als Konsequenz einer volkswirtschaftlich gebotenen Lage, sondern als ein hochpolitisches Projekt.² Ungeachtet ihrer großen Erfolge für die Verwirklichung des Binnenmarktes und den steigenden Wohlstand in allen Mitgliedstaaten ist sie dies bis in die Gegenwart geblieben. Damit verbinden sich alte und neue Konfliktlagen. Einer der Gründe hierfür liegt darin, dass ihre Konstruktion auf mehreren politischen Kompromissen beruht.

So verfügt die Europäische Union zum Schutz der Souveränität der Mitgliedstaaten nur über die ihr ausdrücklich übertragenen Zuständigkeiten. Auch im Bereich der Geldpolitik hat sie nur begrenzte gesetzgeberische und administrative Zuständigkeiten, selbst wenn diese nach Art. 3 Abs. 1 Buchstabe c) AEUV ausschließlicher Natur sind. Das löst immer wieder Kontroversen aus, wie weit im Einzelfall diese Zuständigkeiten reichen und ob möglicherweise eine bestimmte Maßnahme bereits als „*ultra vires*“ anzusehen ist. Ausgesprochen schwach ist zudem die fiskalische Position der Europäischen Union, denn der überwiegend aus Beiträgen der Mitgliedstaaten finanzierte Haushalt ist (bislang) zu gering, um als konjunktureller Stabilisator in wirtschaftlich schwierigen Zeiten zu wirken. Die Mitgliedstaaten hielten auch in der im Jahr 2010 beginnenden Schuldenkrise an dieser Grundent-

² *Padoa-Schioppa*, *The Road to Monetary Union in Europe*, 1994, S. 131; *Rödder*, 21.0 – Eine kurze Geschichte der Gegenwart, 2016, S. 289f.; *Tietmeyer*, *Integration 1992*, S. 17 (18); ähnlich auch *Nettesheim*, in: *Oppermann/Classen/Nettesheim*, *Europarecht*, 8. Aufl. 2018, § 19 Rn. 1. Vgl. auch *Deutsche Bundesbank*, *Monatsbericht* Februar 1992, S. 53, unter Ziff. 1.

scheidung fest und errichteten im Jahr 2012 den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) als zwischenstaatliche Konstruktion außerhalb der Verträge. Für die EZB bedeutete diese Situation, dass sie sich, ob berechtigt oder nicht, häufig in eine Situation gedrängt sah, in der es an ihrer Reaktion lag, ob der Zusammenhalt und die Funktionsfähigkeit der Währungsunion aufrechterhalten werden konnte. Ob diese Situation sich grundlegend ändern wird, wenn die Europäische Union ein Recht zur Kreditaufnahme ausüben kann, wie es im Dezember 2020 beschlossen wurde,³ steht dahin. Denn das Aufbauinstrument „Next Generation EU“, wie die Verschuldungsermächtigung in der politischen Sprache genannt wird, ist zeitlich befristet und dient ausschließlich der Bewältigung der Folgen der COVID-19-Pandemie.

Zu den strukturell weitreichenden politischen Kompromissen, die im europäischen Primärrecht ihren Niederschlag gefunden haben, zählt zudem die Trennung zwischen den Sphären der Geld- und Haushaltspolitik. Während die geldpolitischen Zuständigkeiten auf die Union übertragen wurden, wahrten die Mitgliedstaaten gleichzeitig ihre haushaltspolitische Autonomie auf der Einnahmen- und Ausgabenseite. Grenzen dieser Autonomie ziehen nur das Verbot monetärer Finanzierung (Art. 123 AEUV), das Beistandsverbot (Art. 125 AEUV) und das Verbot übermäßiger Defizite (Art. 126 AEUV). Die juristische Deutung und Anwendung dieser Regeln wird allerdings durch verschiedene, gegenläufige Erwartungen und politische Grundüberzeugungen erschwert.⁴

³ Siehe Art. 5 des Beschlusses (EU, Euratom) 2020/2053 des Rates vom 14. Dezember 2020 über das Eigenmittelsystem der Europäischen Union und zur Aufhebung des Beschlusses 2014/335/EU, Euratom, ABl. 2020 L 424, S. 1.

⁴ Brunnermeier/James/Landau, *The Euro and the Battle of Ideas*, 2016,

Auch die wirtschaftlichen Interdependenzen zwischen dem Zuständigkeitsbereich der Geldpolitik und dem der Haushalts- und Wirtschaftspolitik fordern die europarechtliche Dogmatik heraus.⁵

Die integrationspolitischen Konsequenzen der Währungsunion reichen jedoch weit über rechtsdogmatische Fragen hinaus. Was vor Inkrafttreten des Vertrags von Maastricht von Ökonomen als Mahnung geäußert wurde,⁶ erfüllte sich in den vergangenen Jahrzehnten. Mit der Währungsunion begründeten die Mitgliedstaaten, ob es ihnen und ihren Bevölkerungen bewusst war oder nicht, zugleich eine wirtschaftliche und politische Solidargemeinschaft, in der sie seitdem die positiven und negativen Konsequenzen des Verhaltens ihrer Mitglieder auf die Entwicklung des gemeinsamen Geldwertes tragen.⁷ Wie die Finanz- und Schuldenkrise gezeigt haben, erstreckt sich diese Solidargemeinschaft nicht nur auf den Geldwert, sondern auf die Stabilität des Währungsraums, dessen Funktionsfähigkeit auf das engste mit dem Finanzsystem aus Banken, Versicherungsunternehmen, Fondsgesellschaften und weiteren Akteuren auf den Finanzmärkten verbunden ist. Schrittweise hat die monetäre Integration zudem die Notwendigkeit nach sich gezogen, gemeinsame Unterstützungsmaßnahmen zum Schutz der fiskalischen Stabilität der Mitgliedstaaten vorzusehen, die weit über den ursprüngli-

S. 85 ff.; *Pisany-Ferry*, *The euro crisis and its aftermath*, 2014, S. 19 ff.; vgl. auch *Padoa-Schioppa*, *The Road to Monetary Union in Europe*, 1994, S. 165 f.

⁵ *Broemel*, ZG 2019, S. 276 (277).

⁶ Vgl. statt vieler *Jochimsen*, *Perspektiven der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion*, 2. Aufl. 1998; *Nölling*, *Unser Geld*, 1993; *Ohr*, *Wirtschaftsdienst* 1996/I, S. 24 ff.

⁷ Siehe beispielhaft die Aussage des späteren Präsidenten der Deutschen Bundesbank: *Tietmeyer*, *Integration* 1992, S. 17 (18).

chen Ansatz einer repressiven Kontrolle übermäßiger Verschuldung (Art. 126 AEUV) hinausreichen. Eine weitere, dringende Frage lautet, wie es gelingen kann, in den von den verschiedenen Krisen besonders schwer getroffenen Mitgliedstaaten wieder Wirtschaftswachstum auszulösen.

III. Geldpolitik im Spannungsfeld rechtlicher Vorgaben und wirtschaftlicher Logiken

Das Anliegen dieses Werkes besteht darin, Geldpolitik als eine hoheitliche Tätigkeit zu betrachten, die von der EZB im Spannungsfeld von rechtlichen Vorgaben und wirtschaftlichen Logiken ausgeübt wird. Daher sollen die Funktionsweise der Geldpolitik und ihre besonderen Eigenarten dadurch verdeutlicht werden, dass die wirtschaftlichen Bedingungen und rechtlichen Vorgaben in ihrem Verhältnis wie auch ihren Wechselwirkungen zueinander untersucht werden. Diese Betrachtung betrifft alle Aspekte der Geldpolitik: nämlich ihren Bezugspunkt, Geld und Kredit, ihre wirtschaftliche Infrastruktur in Gestalt des Bankwesens und bestimmter Zahlungssysteme, die Doppelstellung der Zentralbank als Behörde und Wirtschaftsakteur und ihre Einbettung in ein marktwirtschaftliches System. Diese Rahmenbedingungen haben wiederum Folgen für das Verständnis ihres Mandats wie auch die Anwendungsvoraussetzungen, Wirkungen und Grenzen der geldpolitischen Instrumente. Ein solcher gemischter Ansatz ist nicht neu, gerade wenn es um das Phänomen Geld geht.⁸ Ange-

⁸ Vgl. *Nußbaum*, Das Geld, 1925, S. XII ff.; *Höpker Aschoff*, Geld und Gold, 1939, S. V f.; von einem „vorrechtlichen“ Begriff des Geldes spricht *Herrmann*, Währungshoheit, Währungsverfassung und subjektive Rechte, 2010, S. 78. Vgl. ferner *Langenbacher*, AcP 2018, S. 385 (387 ff.).

sichts der grundlegend gewandelten Strukturen der unkonventionellen Geldpolitik, nicht zuletzt auch des rasanten technischen Fortschritts im Bereich der Digitalisierung, bedarf es aber einer Überprüfung bestehender Erkenntnisse und ggf. ihrer Aktualisierung.

Das vorliegende Werk verfolgt dabei keine besondere Wirtschaftstheorie – schon weil der Autor als Jurist auf das rechtswissenschaftliche Instrumentarium begrenzt ist. Ein Hauptanliegen besteht aber darin, die geldpolitische Wirklichkeit und die sie formenden rechtlichen Vorgaben so genau wie möglich zu erfassen. Dabei geht es darum, Erkenntnisse aus der Zentralbankpraxis in die wissenschaftliche Diskussion zu integrieren und, wirtschaftlich gesprochen, der Mikro-Ebene mit Banken, Unternehmen und privaten Haushalten ebenso Beachtung zu schenken wie der aggregierten Betrachtung, die für die Makroökonomie typisch ist. Auf der rechtlichen Seite bedeutet es, dass die Auseinandersetzung mit den zivilrechtlichen Grundlagen des Geldes und der Geldpolitik ebenso unerlässlich ist wie die Analyse des Binnenrechts im Eurosystem, d. h. der Leitlinien und Beschlüsse der EZB. Das bedingt zugleich eine Auseinandersetzung mit den operativen Zielen und Instrumenten der Geldpolitik. Erst auf der Grundlage dieser oftmals komplizierten Mechanik lassen sich die großen Veränderungen, die zu den verfassungsrechtlichen Auseinandersetzungen Anlass geben, besser verstehen. Die wirtschaftliche und die juristische Analyse sollen schließlich nicht als getrennte Sphären behandelt werden. Die Untersuchung zielt daher darauf ab, die unkonventionelle Geldpolitik, die ja mehrere Instrumente umfasst, in ihrem gesamtwirtschaftlichen Wirkungszusammenhang nach juristischen Gesichtspunkten zu bewerten.

IV. Gang der Untersuchung

Die in den vergangenen Jahren eingetretenen Veränderungen werden überdies nur deutlich, wenn man sich vor Augen hält, was bis zum Jahr 2007, dem Beginn der Finanzkrise, als konstituierende Merkmale der – konventionellen – Geldpolitik angesehen wurde. Nicht alle Erkenntnisse sind durch die seitherigen Entwicklungen obsolet geworden, so dass es im nachfolgenden § 2 zunächst um die Grundlagen jeglicher Geldpolitik geht. Das betrifft die Funktionen des Geldes ebenso wie die verschiedenen Arten von Geldsystemen und die Entkörperlichung des Geldes, die gegenwärtig unter dem Schlagwort der Digitalisierung erneut verhandelt wird. Zu den geldpolitischen Grundlagen gehören in einer wettbewerblichen Marktwirtschaft aber auch die Finanzmärkte und ihre Akteure sowie die Faktoren von Geldangebot und Geldnachfrage. Ausführlich werden überdies die wirtschaftlichen und zivilrechtlichen Grundlagen des Zinses gewürdigt.

§ 3 beschreibt die wirtschaftlichen Ursachen und Folgen der verschiedenen Krisen seit 2007 bis heute und die damit einhergehenden Maßnahmen der EZB. Sie werden unter dem Begriff der unkonventionellen Geldpolitik zusammengefasst und entsprechen im Kern auch den Reaktionsmustern anderer Zentralbanken in den westlichen Industriestaaten. Mit § 4 beginnt die Aufarbeitung der Folgen und Nebenfolgen dieser Politik. Zunächst wird beschrieben, wie sich aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht der Transmissionsmechanismus konventioneller und unkonventioneller Maßnahmen der Geldpolitik darstellt. Im Mittelpunkt dieser Betrachtung stehen die geldpolitischen Kanäle, die der Beschreibung typischer wirtschaftlicher Funktionszusammenhänge dienen. Diese Wirkungsanalyse bedarf jedoch einer juristischen Einord-

nung, die in § 5 anhand der Kategorie der normativen Zurechnung erfolgt. Daher müssen die Wirkungen herausgearbeitet werden, die die EZB steuern kann und die sie auch tatsächlich steuert, um sie von den wirtschaftlichen Phänomenen zu unterscheiden, die von der Geldpolitik nicht beeinflussbar sind. In normativer Hinsicht geht es um die Frage, wie weit der rechtliche Verantwortungsbereich der EZB für die Folgen und Nebenfolgen ihrer Geldpolitik zu ziehen ist und nach welchen rechtlichen Vorgaben sich die Verantwortungsbereiche anderer Akteure, vor allem der Mitgliedstaaten im Rahmen ihrer Haushaltspolitik und der Banken im Rahmen des Bankenaufsichtsrechts, bestimmen.

§ 6 fasst zusammen, in welcher Weise sich das rechtliche Verständnis des geldpolitischen Mandats (Art. 127 AEUV) und des Verbots monetärer Haushaltsfinanzierung (Art. 123 AEUV) in den vergangenen Jahren veränderte. Beide Vorschriften wurden ihrem Wortlaut nach seit Inkrafttreten des Vertrags von Maastricht im Jahr 1993 nicht geändert, doch ihre Interpretation erfuhr angesichts der Krisenerfahrungen seit 2007 einen erheblichen Wandel. Insofern setzt sich die Untersuchung ausführlich mit den bislang ergangenen vier Urteilen des Gerichtshofs der Europäischen Union (EuGH) und des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) in den Rechts-sachen *Gauweiler* und *Weiss* auseinander,⁹ die jeweils Wertpapierkaufprogramme der EZB zum Gegenstand hatten. In einem weiteren Schritt soll untersucht werden, welche Besonderheiten die Prüfung der Verhältnismäßigkeit, die beide Gerichte einforderten, im Rahmen der Geldpolitik mit sich bringt. Solche Besonderheiten müssen schon deshalb berück-

⁹ Siehe EuGH, Rs. C-62/14, *Gauweiler*, ECLI:EU:C:2015:400 und BVerfGE 142, 123 ff. sowie EuGH, Rs. C-493/17, *Weiss u. a.*, ECLI:EU:C:2018:1000 und BVerfGE 154, 17 ff.

sichtigt werden, weil es sich bei der Geldpolitik – grundsätzlich – nicht um unmittelbar in Grundrechte eingreifende Maßnahmen handelt. Die geldpolitischen Maßnahmen der Zentralbank sind auch nicht mit abstrakt-generellen Normen des Gesetzgebers oder den herkömmlichen Handlungsformen der Verwaltung vergleichbar, für die jeweils eigene Maßstäbe der Verhältnismäßigkeitsprüfung anerkannt sind (z. B. bei der gerichtlichen Überprüfung von Plänen). Geldpolitik ist dagegen durch ihren finalen, d. h. auf allgemeine Ziele bezogenen Charakter sowie durch die Wechselwirkung mit anderen wirtschaftlichen Prozessen gekennzeichnet, die nicht durch die Zentralbank gesteuert werden können.

Stichwortverzeichnis

- €STR 104
- ABS
 - *siehe* Asset Backed Securities
- Abwägungskonzepte 328 ff.
- Adäquanztheorie 269 ff.
- Agiotheorie 97
- AIG
 - *siehe* American International Group
- Aktien 325
- Altersvorsorge 328
- American International Group 149
- Anleger 337
- Anleihen 35
- Annahmezwang 22, 60
- Anreize 328
- Ansteckungseffekte 235
- APP
 - *siehe* Asset Purchase Programme
- Äquivalenztheorie 267 ff.
- Asset Backed Securities 144
- Asset Purchase Programme 186 f.
- Bank deutscher Länder 44
- Bank of England 40, 120 f.
- Bankenaufsicht 32, 217, 231, 283
- Bankenunion 74, 167
- Barwert 97, 241 f.
- Basisgeld 81 f., 218
- Bear Stearns 149
- Bilanzkanal 243 f.
- Bitcoin 27
- Bundestag 211
- Bundesverfassungsgericht 9, 198 ff., 311 f.
- Collective Action Clauses 192 f.
- Commercial Paper 150
- Commerzbank AG 152
- Corona-Pandemie 127, 133 ff.
- Corporate Sector Purchase Programme 193 f., 322
- Covered Bond Purchase Programmes 180 f.
- Credit Default Swaps 143
- CSPP
 - *siehe* Corporate Sector Purchase Programme
- Debitkarten 23
- Defizite
 - strukturelle 279
- Deflation 51, 111, 131, 224
- Demokratieprinzip 46, 204
- Deutsche Bundesbank 44

- digitales Zentralbankgeld 27
 Digitalisierung 8, 24 ff.
 Disinflation 303 ff.
 Diskontierungsfaktor 96
 Distributed Ledger-Technologie 26
 Draghi, Mario 184
 Dresdner Bank AG 152

 EBA
 – *siehe* European Banking Authority
 Effective Lower Bound 131 ff., 246
 EFSF
 – *siehe* European Financial Stability Facility
 EFSM
 – *siehe* European Financial Stabilisation Mechanism
 E-Geld 23
 E-Geld-Institute 82
 Eigentumsgrundrecht 288
 Einheitlicher Abwicklungsmechanismus 74 f., 167
 Einheitlicher Aufsichtsmechanismus 167, 316
 Einzelermächtigung 47
 ELA
 – *siehe* Emergency Liquidity Assistance
 Emergency Liquidity Assistance 73, 174 ff., 319
 enhanced credit support 169
 EONIA 103
 Erwartungen 221
 Erwartungskanal 246 ff.

 ESFS
 – *siehe* Europäisches System der Finanzaufsicht
 ESM
 – *siehe* European Stability Mechanism
 ESRB
 – *siehe* European Systemic Risk Board
 ESZB
 – *siehe* Europäisches System der Zentralbanken
 EuGH 9, 198 ff.
 EURIBOR 103
 Eurokrise 139
 Europäisches System der Finanzaufsicht 163, 167
 Europäisches System der Zentralbanken 114
 European Banking Authority 167
 European Financial Stabilisation Mechanism 156
 European Financial Stability Facility 156
 European Stability Mechanism 4, 163 ff., 317
 European Systemic Risk Board 167
 Euro-Rettungsschirm 156
 Eurosystem 114, 121 ff.
 EZB 44, 114, 115

 Fannie Mae 129, 149
 Federal Funds Rate 118, 141
 Federal Reserve System 41 f., 118 ff., 129

- Feinststeuerungsoperationen 123
- Festgeld 33
- „fiat“-Geld 15
- Finanzkrise 8, 80, 127, 128 ff., 140
- Finanzstabilität 70, 129, 283, 312 ff.
- Finanzsystem 5
- Fisher-Effekt 105
- Forderungsverbriefung 143
- forward guidance 126, 220
- Freddie Mac 129, 149
- Friedman, Milton 84, 233

- Gauweiler-Urteil 9, 200 ff.
- Gegenwartspräferenz 97
- Geld
 - als soziale Praxis 11
 - Banknoten 16, 21
 - Bargeld 18
 - Basisgeld 21
 - Buchgeld 18
 - Funktionentrias 9
 - Geldbasis 21
 - Geldsubstitute 16
 - Metallgeld 15
 - Münzen 21
 - Neutralität 76 ff.
 - Papiergeld 15
 - Schuldgeld 15, 17
 - Vertrauensgeld 11
 - Warengeld 15
- Geldangebot 80 ff.
- Gelddarlehen 35
- Geldkarten 23
- Geldmarkt 68, 79, 101
- Geldmarktfonds 82, 150
- Geldmarktzins 58
- Geldmenge 77, 83
- Geldmonopol 60
- Geldnachfrage 87 ff.
 - der Banken 89 ff.
 - der Nichtbanken 94 ff.
- Geldpolitik
 - Definition 41
 - gesamtwirtschaftliche Ziele 41
 - konventionelle 58
 - operationelle Zielgrößen 57 ff.
 - Strategien 55
 - Tender 67
 - unkonventionelle 125 ff.
 - Ursprung 39 ff.
- Geldschöpfungsmultiplikator 57 f., 84 ff.
- Geldsystem 17
- gesetzliche Zahlungsmittel 60
- Gleichgewichtszins 105
- Goldstandard 15, 16
- Great Depression 137
- Great Recession 137
- Griechenland 131, 139, 153, 161
- Grundfreiheiten 66
- Grundrechte 64, 66, 327

- Haftungskredit 34
- Haftungsübernahme 211
- Harmonisierter Verbraucherpreisindex 111
- Hauptrefinanzierungsgeschäfte 122 f., 168
- Haushaltsautonomie 318 f.

- Haushaltsdefizit 134
 Haushaltspolitik 278 ff.
 haushaltspolitische Autonomie 279
 HVPI
 – *siehe* Harmonisierter Verbraucherpreisindex
 Hypo Real Estate Holding GmbH 152
- Inflation 43 f., 61, 111
 Inflationserwartung 31, 68
 Insolvenzrisiko 74 f., 343 ff.
 instant payments 25, 93 f.
 Interbankenmarkt 89, 92, 128, 151
 Internationaler Währungsfonds 155, 157
 Irland 139, 161
 Italien 139
 IWF
 – *siehe* Internationaler Währungsfonds
 IWF-Abkommen 16
- J. P. Morgan 149
- Kanäle, geldpolitische 235 ff.
 – Bilanzkanal 243 f.
 – Erwartungskanal 246 ff.
 – Kreditkanal 240 f.
 – Portfolio-Umstrukturierung 248 f.
 – Vermögenskanal 241 ff.
 – Wechselkurskanal 244 ff.
 – Zinskanal 236 ff.
 Kapital 32, 37 ff.
- Kapitalmärkte 78
 Kapitalverkehrsrichtlinie 38
 Kaufkraft 111
 Keynes, John Maynard 84, 87
 Konditionalität 157
 Kontokorrentverhältnis 20
 Konvergenz 113, 117
 Kredit 32, 33 ff.
 Kreditfazilitäten 81
 Kreditinstitute 32 f., 71, 215
 Kreditkanal 214, 240 f.
 Kreditkarte 23
 Kryptowerte 26
 Kündigungsgelder 33
- längerfristige Refinanzierungsgeschäfte 123, 171 ff.
 langfristige Darlehensgeschäfte 136
 langfristige Zinsen 133, 135, 219
 Lehman Brothers Inc. 138, 149
 Leistungswettbewerb 65
 Leitzins 78
 lender of last resort 73, 174 f.
 LIBOR 103
 Liquidität 89
 Liquiditätskrise 128
 Lock-Down 134
- Marktwirtschaft 63 ff.
 Marktzinsmethode 102 f.
 Marx, Karl 37
 Mengentender 168
 Mengentenderverfahren 122
 Mindestreservepflichten 90

- monetäre Aggregate 83
monetäre Finanzinstitute 82
monetäre Haushaltsfinanzierung 45, 338 f.
Monetarismus 68
monetary dominance 278
moral hazard 72 f., 160, 318
Münzregal 21
- nationale Zentralbanken 114, 115
natürlicher Zins 105 f.
negativer Zins 106 ff., 132, 136
Negativzinspolitik 170
Next Generation EU 4
Nominalismus 22, 111
Nominalzins 104 ff.
Northern Rock 148
Nullzinsgrenze 246
- Offenmarktgeschäfte 121
Öffentlichkeitsarbeit 221
OMT
– *siehe* Outright Monetary Transactions
Outright Monetary Transactions 163, 183 ff., 200 ff., 313, 320 f.
- Pandemic Emergency Purchase Programme 135, 196 ff.
Pandemie 4
PEPP
– *siehe* Pandemic Emergency Purchase Programme
Pfandbriefe 181
- Portfolio-Umstrukturierung 248 f.
Portugal 139, 161
Preise 110
– relative 77
Preisniveau 110
Preisstabilität 49, 65, 223, 297
– Definition 50
private sector involvement 317
Privatnotenbanken 61
Produktionsfaktor 37
Public Sector Purchase Programme 187 ff., 204 ff.
- Quantitative Easing 126
Quantitätstheorie 76 f.
- Realzins 104 ff.
Rechtsstaatsprinzip 46
Referenzzinssatz 103
relative Preise 77
Rendite 98
Repogeschäfte 71, 83, 119
Riksbank 40
Risiken 70 ff.
Risikomanagement 284, 316
Risikoübernahme 72
Risikovorsorge 72
Royal Bank of Scotland 152
- säkulare Stagnation 253 ff.
saving glut 254
Schuldenkrise 3 f., 80, 127, 130, 153 ff.
Schuldenschnitt 162
Schuldenstand, öffentlicher 279

- Schuldverschreibungen 35
 Schweizer Nationalbank 132
 Securities Markets Programme 74, 157, 182 f., 198 ff., 320 f.
 Sekundärmarktgeschäfte 341 ff.
 Sicherheiten 71
 Sichteinlagen 32 f.
 Smith, Adam 60
 SMP
 – *siehe* Securities Markets Programme
 Solidargemeinschaft 5
 Solvenz 316
 Spanien 139
 Spareinlagen 33
 Sparer 337
 Special Purpose Vehicle 143
 Spitzenrefinanzierungsfazilität 169
 SPV
 – *siehe* Special Purpose Vehicle
 SRM
 – *siehe* Einheitlicher Abwicklungsmechanismus
 SSM
 – *siehe* Einheitlicher Aufsichtsmechanismus
 Staat-Banken-Nexus 160
 Staateninsolvenz 75
 Stabilitäts- und Wachstumspakt 281
 ständige Fazilitäten 123
 Systemkrisen 78 f.
 TARGET2 19, 93
 targeted longer-term refinancing operations 172 f., 251
 Tendersverfahren 121 f.
 TIPS 93
 TLTROs
 – *siehe* targeted longer-term refinancing operations
 Token 26
 Transmissionsmechanismus 130, 213
 Transparenzgrundsatz 220
 ultra-vires 204, 209
 Umgehungsverbot 341 ff.
 Umschuldung 162, 193
 Unternehmensanleihen 322 ff.
 US-Immobilienmarkt 141
 Verbraucherpreisindizes 111
 Verfassungsidentität 204
 Verhältnismäßigkeit 201, 325 ff.
 Vermögenskanal 241 ff.
 Vermögenswert 241 f.
 Vertrag von Maastricht 3, 9
 Vertrauen 30
 Vollbeschäftigung 224, 305
 Vollzuteilung 168
 Währung 22
 Währungsmonopol 59 ff.
 Wechsel 16
 Wechselkurse 78
 Wechselkurskanal 244 ff.
 Wechselkurssystem 55
 Wechselkurzziel 55
 Weiss-Urteil 9, 205 ff.
 Weltwirtschaftskrise 137

- Wertpapierkaufprogramme
180 ff.
- Westdeutsche Landesbank 152
- Wettbewerb 63 ff.
- Wettbewerbsgrundsatz 318 f.
- Wettbewerbsneutralität 70
- Wirtschafts- und Währungs-
politik 53
- Wirtschaftspolitik 49, 223, 305
- Definition 52
 - Verhältnis zur Währungs-
politik 53
- Wirtschaftswachstum 224, 305
- yield to maturity 97
- Zahlungskredit 34
- Zahlungssysteme 92 f.
- Zentralbanken
- als Exekutive 42
 - als wirtschaftliche Akteure
45
- Geldschöpfung 62 f.
 - Glaubwürdigkeit 247
 - Insolvenzunfähigkeit 62 f.
 - Unabhängigkeit 43
- Zentralbankgeld 218
- Zentralbankkommunikation
220, 247
- zero lower bound 132
- Zielkonflikte 334
- Zinsänderungen 101
- Zinsänderungsrisiko 291
- Zinsen 96 ff.
- langfristige 133, 135, 219
 - negative 106 ff., 132, 136
 - *siehe auch* langfristige Zinsen
 - *siehe auch* Leitzinsen
 - *siehe auch* natürlicher Zins
- Zinserträge 287 f.
- Zinshöhe 289 ff.
- Zinskanal 214, 236 ff.
- Zinstenderverfahren 122
- Zurechnungsregeln 262 ff.