

# Das Verhältnis von Geldpolitik, Fiskalpolitik und Finanzstabilitätspolitik

Seine Implikationen für das finanzstabilitätspolitische Mandat  
der Zentralbank am Beispiel der Eurorettungspolitik

Von

Max Danzmann



Duncker & Humblot · Berlin

## Inhaltsverzeichnis

<b>A. Einleitung</b> .....	19
<b>B. Voraussetzungen finanzwirtschaftlicher Ordnung</b> .....	21
I. Freiheitsbegriff .....	21
II. Rechtsbegriff .....	24
III. Staat, Gemeinwohl und Repräsentation .....	27
IV. Allgemeiner Politikbegriff .....	30
V. Wirtschaftsordnung .....	33
VI. Finanzwirtschaftliche Ordnung und Finanzpolitik .....	38
<b>C. Die Finanzpolitiken im Einzelnen</b> .....	42
I. Die Grundlagen der Geldpolitik .....	42
1. Begriffliche Grundlagen .....	42
2. Ziele der Geldpolitik .....	46
a) Preisstabilität als vorrangiges Ziel .....	47
b) Zwischenziele .....	48
aa) Wechselkurse .....	49
bb) Geldmenge .....	49
c) Inflationssteuerung über operative Zinsziele .....	50
3. Instrumente der Geldpolitik und deren Wirkung .....	51
a) Offenmarktgeschäfte .....	52
b) Ständige Fazilitäten .....	55
c) Mindestreserve .....	56
d) Wirkung monetärer Impulse .....	57
e) Transmissionskanäle .....	59
4. Akteure der Geldpolitik .....	61
a) Unabhängige Zentralbank .....	62
b) Wirtschafts- und Finanzministerien .....	65
c) Internationale Akteure .....	65
II. Die Grundlagen der Fiskalpolitik .....	65
1. Begriffliche Grundlagen .....	66
2. Ziele der Fiskalpolitik .....	68
a) Ausgleich der Ausgaben durch Einnahmen .....	68
b) Verteilungsziele .....	69
c) Allokationsziele .....	69

d) Stabilisierungsziele .....	70
3. Instrumente der Fiskalpolitik und deren Wirkung .....	71
a) Staatshaushalt .....	71
b) Fiskalische Einnahmearinstrumente .....	74
aa) Steuern .....	74
bb) Nichtsteuerliche Abgaben .....	78
cc) Veräußerung von Staatsvermögen .....	79
dd) Verschuldung .....	80
ee) Sonstige Einnahmen des Fiskus .....	83
c) Fiskalische Ausgabeninstrumente .....	83
aa) Fiskalpolitische Nachfrage .....	84
bb) Subventionen .....	85
cc) Sozialpolitische Ausgaben .....	85
dd) Schuldendienst .....	87
d) Fiskalausgleich .....	87
e) Fiskalplanung .....	88
f) Fiskalkontrolle .....	89
4. Akteure der Fiskalpolitik .....	90
a) Fiskalhoheit und Parlament .....	90
b) Fiskalverwaltung .....	91
c) Sozialversicherungsträger .....	92
d) Rechnungshöfe .....	92
III. Die Grundlagen der Finanzstabilitätspolitik .....	93
1. Begriffliche Grundlagen .....	93
a) Finanzwirtschaft, Finanzsystem und Stabilität .....	93
b) Finanzstabilität .....	94
c) Finanzinstabilität und Finanzkrise .....	96
d) Finanzstabilitätspolitik .....	98
e) Makroprudentielle Politik .....	100
2. Ziele der Finanzstabilitätspolitik .....	101
a) Prävention der Ursachen von Finanzinstabilität .....	102
aa) Geldmenge und Wirtschaftszyklen .....	102
bb) Intermediationsfunktion .....	103
cc) Vermögenspreisschwankungen .....	104
dd) Asymmetrische Informationsgrundlagen .....	106
ee) Fiskalische und monetäre Instabilitäten .....	107
ff) Systemgefährdung („too big to fail“) .....	107
gg) Ansteckungs- und Rückkopplungseffekte .....	109
b) Reaktion auf finanzielle Instabilität .....	110

c)	Makroprudentielle Ausrichtung der Finanzstabilitätspolitik .....	112
d)	Finanzstabilität als sich permanent verändernder Zusammenhang ..	113
e)	Internationalisierung der Finanzstabilitätspolitik .....	114
f)	Volkswirtschaftliche Funktion finanzieller Instabilitäten .....	115
3.	Instrumente der Finanzstabilitätspolitik und deren Wirkung .....	115
a)	Präventive Instrumente .....	116
aa)	Finanzwirtschaftlicher Wettbewerb .....	116
bb)	Aufsicht über Finanzunternehmen .....	117
(1)	Gewährleistung der Solvabilität .....	118
(2)	Liquiditäts- und Risikosteuerung .....	120
(3)	Informationspflichten .....	121
cc)	Einlagensicherung .....	122
dd)	Präventive Instrumente der Zentralbank .....	123
ee)	Bilanzierungsgrundsätze .....	124
ff)	Finanzstabilitätsanalyse .....	125
(1)	Finanzstabilitätsindikatoren .....	126
(2)	Frühwarnsysteme .....	128
(3)	Stresstests .....	129
(4)	Analytische Grenzen .....	131
b)	Reaktive Instrumente .....	132
aa)	Instrumente zur Eindämmung der finanziellen Instabilität ....	133
(1)	Instrumente der Zentralbank zur Eindämmung .....	133
(2)	Instrumente des Fiskus zur Eindämmung .....	133
(3)	Instrumente der Finanzaufsicht zur Eindämmung .....	135
bb)	Instrumente zur Abhilfe von finanzieller Instabilität .....	136
c)	Fehlanreize .....	136
d)	Dauerhafte Finanzstabilität als Gefahr .....	137
e)	Aushebelung präventiver Instrumente durch Abwanderung .....	138
4.	Akteure der Finanzstabilitätspolitik .....	138
a)	Parlament .....	139
b)	Zentralbank .....	139
c)	Akteure aus dem fiskalpolitischen Bereich .....	140
d)	Finanzaufsichtsbehörden .....	141
e)	Beratende und koordinierende Gremien .....	141
<b>D.</b>	<b>Die finanzpolitischen Verhältnisse im Einzelnen .....</b>	<b>144</b>
I.	Das Verhältnis von Geldpolitik und Fiskalpolitik .....	144
I.	Die Bedeutung der Geldpolitik für fiskalpolitische Parameter .....	145
a)	Reale Verringerung der Staatsschuld durch Inflation .....	146
b)	Einfluss der Zentralbank auf die Kreditzinsen .....	148
c)	Seigniorage zugunsten des Fiskus .....	151

d)	Monetarisierung der Staatsschuld .....	151
e)	Zentralbank als Lender of Last Resort des Fiskus .....	154
f)	Zentralbank als quasi-fiskalpolitischer Akteur .....	154
2.	Die Bedeutung der Fiskalpolitik für geldpolitische Parameter .....	155
a)	Abhängigkeit der Inflationsrate und Kapitalmarktzinsen von der Fiskalpolitik .....	155
b)	Einfluss fiskalpolitischer Ausgabeninstrumente .....	157
c)	Einfluss fiskalpolitischer Einnahmeninstrumente .....	158
3.	Koordination von Geldpolitik und Fiskalpolitik .....	162
a)	Strukturelle Unterschiede zwischen Geldpolitik und Fiskalpolitik ..	162
b)	Geldpolitische oder fiskalpolitische Dominanz .....	163
c)	Funktionale Trennung von Geldpolitik und Fiskalpolitik .....	168
aa)	Unabhängige Implementierung der Geldpolitik durch die Zentralbank .....	171
bb)	Funktionale Trennung durch formale Regeln .....	172
d)	Staatsverschuldung in einer Währungsunion .....	175
II.	Das Verhältnis von Geldpolitik und Finanzstabilitätspolitik .....	178
1.	Monetäre Stabilität und finanzielle Stabilität .....	178
a)	Zusammenhang von Inflation und Finanzstabilität .....	179
aa)	Auswirkungen der Preisstabilität auf die Finanzstabilität .....	179
bb)	Auswirkungen finanzieller Instabilität auf die Preisstabilität ...	182
b)	Zusammenhang von Geldmenge und Finanzstabilität .....	183
c)	Monetäre Stabilisierung durch materielle Anbindung .....	185
d)	Zusammenhang zwischen Verbraucherpreisen und Vermögenspreisen .....	186
e)	Preisstabilität als nicht hinreichende Bedingung der Finanzstabilität	187
2.	Implementierung der Geldpolitik unter Berücksichtigung finanzstabilitätspolitischer Ziele durch die Zentralbank .....	189
a)	Das Maß und die Art und Weise finanzstabilitätspolitischer Aktivität der Zentralbank .....	190
b)	Vermögenspreissteuerung als Zentralbankaufgabe .....	193
aa)	Aufstechen von Vermögenspreisblasen .....	194
bb)	Bewusste Inaktivität gegenüber Preisblasen .....	196
cc)	Frühzeitiges Gegensteuern .....	200
c)	Zusammenhänge zwischen geldpolitischen Standardinstrumenten und Finanzstabilität .....	201
aa)	Kreditausfallkanal .....	203
bb)	Risikobereitschaftskanal .....	204
cc)	Risikoverlagerungskanal .....	205
dd)	Vermögenspreiskanal .....	205
ee)	Wechselkurskanal .....	205

ff) Zahlungsverkehrskanal .....	207
d) Reaktive Finanzstabilisierung durch die Zentralbank .....	207
aa) Notfallliquidität von der Zentralbank als Lender of Last Resort	208
bb) Übernahme destabilisierender Finanzen durch die Zentralbank	214
3. Implementierung der Finanzstabilitätspolitik durch die Zentralbank ...	215
a) Abhängigkeit der Zentralbank von der Finanzstabilitätspolitik .....	216
b) Bankenaufsicht durch die Zentralbank .....	218
III. Das Verhältnis von Fiskalpolitik und Finanzstabilitätspolitik .....	220
1. Fiskalische Stabilität und finanzielle Stabilität .....	220
a) Ursachen fiskalischer Instabilitäten .....	222
b) Insolvenzfestigkeit des Fiskus .....	223
c) Fiskalische Zahlungsunwilligkeit .....	225
2. Anreize zur Rückzahlung: Kosten fiskalischer Instabilitäten .....	227
a) Verlust von Wirtschaftsleistung .....	228
b) Abkopplung des Fiskus vom Kapitalmarkt .....	229
c) Abhängigkeit von der Gläubigerherkunft .....	231
3. Transmission finanzieller Instabilitäten .....	232
a) Dynamik eines Liquiditätsansturms bei Staatsschuldpapieren .....	232
b) Ansteckungskanäle vom Fiskus zu den Finanzunternehmen .....	234
aa) Bilanzkanal .....	235
bb) Liquiditätskanal .....	237
cc) Preiskanal .....	238
dd) Eingeschränkte Wirksamkeit der reaktiven finanzstabilitäts-	
politischen Instrumente .....	239
c) Ansteckungskanäle von den Finanzunternehmen zum Fiskus .....	239
aa) Kanal der reaktiven finanzstabilitätspolitischen Instrumente ..	240
bb) Risikokanal .....	241
cc) Liquiditätskanal .....	242
dd) Mittelbare Ansteckungsgefahren .....	242
d) Wechselseitige Ansteckungseffekte .....	243
4. Instrumente zur Finanzstabilisierung .....	245
a) Instrumente zur Finanzstabilisierung der privaten Finanzwirtschaft	
durch den Fiskus .....	245
aa) Finanzhilfen an Finanzunternehmen .....	245
bb) Steuerliche Stabilisierungsfunktionen .....	246
cc) Bankenabgabe .....	248
b) Instrumente zur Fiskalstabilisierung .....	249
aa) Präventive Instrumente .....	249
(1) Finanzstabilitätsanalyse .....	249
(2) Haushaltskonsolidierung und Verschuldungsgrenzen .....	250

(3) Bindung der Zinssätze an die Wirtschaftsleistung .....	252
bb) Reaktive Instrumente .....	253
(1) Endlagerinstrumente .....	253
(2) Internationaler Währungsfonds und Europäischer Stabilitätsmechanismus als internationale Lender of Last Resort ..	253
(3) Schuldenerlass und Umschuldung als fiskalische Restrukturierung .....	257
c) Privilegierung des Fiskus als Schuldner .....	260
IV. Das Verhältnis von Geldpolitik, Fiskalpolitik und Finanzstabilitätspolitik ..	261
<b>E. Seine Implikationen für das finanzstabilitätspolitische Mandat der Zentralbank am Beispiel der Eurorettungspolitik .....</b>	<b>265</b>
I. Die Zentralbankbilanz als Endlager finanziell destabilisierender Verluste ..	266
1. Endlagerbegriff und Endlagerfunktion .....	266
2. Endlagerungsinstrumente .....	268
a) Übernahme finanziell destabilisierender Verluste durch die Zentralbank .....	269
b) Zulassung minderwertiger Sicherheiten zur geldpolitischen Refinanzierung .....	270
c) Übernahme der Endlagerfunktion durch ein Vehikel der Zentralbank ..	272
3. Auswirkungen der Endlagerung .....	273
a) Auswirkungen auf die Zentralbank .....	274
b) Auswirkungen auf die Fiskalpolitik .....	276
c) Auswirkungen auf Kreditinstitute und andere Finanzunternehmen ..	277
d) Auswirkungen auf die übrigen privaten Finanzwirtschaftsakteure ..	278
II. Finanzstabilitätsverfassung mit Endlager .....	281
1. Zuordnung der Endlagerinstrumente zur Finanzstabilitätspolitik und Abgrenzung von der Geldpolitik und Fiskalpolitik .....	281
2. Bedeutung der Endlagerinstrumente für die Finanzstabilitätsverfassung ..	283
a) Wirkungsvollste reaktive Instrumente der Finanzstabilitätsverfassung .....	283
b) Vorrang präventiver finanzstabilitätspolitischer Instrumente .....	284
c) Hinauszögern der falschen Finanzstabilitäts- und Geldverfassung ..	285
3. Gesetzgeberischer Regelungsbedarf infolge des Endlagers .....	285
a) Faktische Finanzverfassung .....	285
b) Demokratieprinzip gebietet ausdrückliche Regelung .....	286
c) Parlamentarische Kontrolle des finanzstabilitätspolitischen Mandats der Zentralbank .....	287
aa) Verschiebung des Kompetenzgefüges zur Exekutive durch Endlagerung .....	287
bb) Unabhängigkeit der Zentralbank .....	288

cc) Parlamentsbeteiligung an finanzstabilitätspolitischen Entscheidungen .....	289
4. Gesetzgeberische Regelungsmöglichkeiten im Rahmen der Endlagerung .....	289
a) Formalisierung des Endlagerverfahrens .....	290
b) Anspruch der privaten Finanzwirtschaftsakteure auf Endlagerung ..	290
c) Beteiligung der privaten Finanzwirtschaftsakteure an den Kosten ..	291
III. Endlagerung in der Europäischen Währungsunion .....	291
1. Währungsunion heterogener Staaten als finanzielle Instabilität .....	291
a) Heterogenität der europäischen Volkswirtschaften .....	292
b) Kein finanzstabilitätspolitisches Mandat für Endlagerung .....	297
2. Endlagerungsinstrumente in der Europäischen Währungsunion .....	300
a) Übernahme finanziell destabilisierender Verluste durch das Eurosystem .....	300
b) Zulassung minderwertiger Sicherheiten zur geldpolitischen Refinanzierung .....	303
c) Übernahme der Endlagerfunktion durch ein Vehikel des Eurosystems .....	307
3. Umverteilungseffekte und Fiskalausgleich .....	308
4. Externalitäten und Verursachergrundsatz .....	310
5. Parlamentsbeteiligung an der Endlagerung des Eurosystems .....	312
6. Rechtliche Grenzen der Endlagerinstrumente des Eurosystems .....	314
a) Outright Monetary Transactions .....	314
aa) Grenzen des geldpolitischen Mandats der Europäischen Zentralbank .....	315
bb) Verstoß gegen das Verbot monetärer Staatsfinanzierung .....	319
cc) Keine Rechtfertigung durch den Einfluss der Outright Monetary Transactions auf den geldpolitischen Transmissionsmechanismus .....	321
b) Zulassung minderwertiger Sicherheiten zur geldpolitischen Refinanzierung .....	321
c) Europäischer Stabilitätsmechanismus mit Banklizenz als Vehikel ..	324
7. Eurosystem ohne Funktion einer Bad Bank .....	325
IV. Die Finanzstabilitätsunion: Souveränitätsbedeutsame Finanzstabilitätshoheit als Integrationsmoment des Europäischen Bundesstaats? .....	325
1. Souveränitätsbegriff .....	326
2. Souveränitätsbedeutsame Hoheitsrechte: Wesentliche Bestandteile staatlicher Souveränität .....	327
3. Divergenz von Geldhoheit und Finanzstabilitätshoheit als finanzielle Instabilität .....	331
4. Konsequenzen der Divergenz von Geldhoheit und Finanzstabilitätshoheit .....	333



a) Formale Trennung der Hoheiten .....	333
b) Zusammenführung der Hoheiten auf Ebene der Mitgliedstaaten: Austritt aus der Währungsunion .....	335
c) Zusammenführung der Hoheiten auf Ebene der Europäischen Union: die Finanzstabilitätsunion .....	337
<b>F. Zusammenfassung und Ausblick .....</b>	<b>342</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>350</b>
<b>Sachwortverzeichnis .....</b>	<b>375</b>