

Absicherung der Eurozone – was jetzt zu tun ist

Nach wie vor fehlen trotz einer Reihe von EU-Gipfeln glaubwürdige und überzeugende Lösungen der Euro-Schuldenkrise. Dies führt entweder zur Gefahr immer grösser werdender aneinander gereihter Rettungspakete und -transfers oder eines Zerfalls der Eurozone. Im folgenden Artikel wird ein 9-Punkte-Programm zur Rettung und Stabilisierung der Eurozone präsentiert. Die Punkte 1-3 sind kurzfristig umzusetzen, um die Eurozone gegen eine sich selbst verstärkende Abwärts spirale zu schützen. Die Glaubwürdigkeit der darin skizzierten Massnahmen und ihrer Macht, das Vertrauen der Märkte zurückzubringen, hängt entscheidend von den langfristigen Massnahmen ab, die in den Punkten 4-9 beschrieben sind.



Griechenland braucht eine geordnete Umschuldung. Das Land einfach in die Insolvenz gehen zu lassen, wäre angesichts der systemischen Folgekosten unverantwortlich.

Foto: Keystone

Punkt 1: Schuldenschnitt und Umschuldung für Griechenland

Es muss zu einem Schuldenschnitt für Griechenland kommen. Denn die Alternative zum «weiter wie bisher» – also der schrittweise Transfer der Risiken auf die Europäische Zentralbank und den europäischen Steuerzahler – ist nicht notwendigerweise die ungeordnete Insolvenz. Diese wäre viel zu teuer. Auch ist das «weiter so» allen Berechnungen zufolge nicht harmloser als das

Zulassen des Staatsbankrotts. Die Staatsschulden Griechenlands müssen zur Wiederherstellung seiner finanziellen Stabilität mindestens zu Hälfte erlassen werden. Die Ergebnisse des EU-Gipfels vom 21. Juli 2011 waren hinsichtlich des Ausmasses eines solchen «Haircuts» so unzureichend, dass sofort klar war, dass mit einem weiteren Nachlass oder grossen Transfer in Bälde zu rechnen sein würde.

Stattdessen braucht Griechenland eine geordnete Umschuldung. Das Land einfach in die Insolvenz gehen zu lassen, wäre angesichts der systemischen Folgekosten unverantwortlich. Die Gläubiger sollten auf ungefähr die Hälfte des Nominalwerts ihrer ausstehenden griechischen Staatsanleihen verzichten. Dadurch würde das Verhältnis der griechischen Staatsschulden zum Bruttoinlandsprodukt beträchtlich reduziert. Für Griechenland wäre es dann möglich, seine Staatsverschuldung durch eigene Bemühungen, die im Gegenzug durch harte institutionelle Rahmenbedingungen durchgesetzt werden, auf ein nachhaltiges Niveau abzusenken. Ein möglicher Reputationsverlust könnte dadurch, dass Griechenland die «Kreditkarte» entzogen wird, schon nach wenigen



Prof. Dr. Ansgar Belke
Professor für Makroökonomie an der Uni Duisburg-Essen, Forschungsdirektor internationale Makroökonomie am DIW Berlin, Mitglied des Monetary Expert Panels des Europa-Parlaments

Jahren in einen Gewinn umschlagen. Erfahrungsgemäss vergessen Finanzmärkte im Falle von Emerging Markets und ehemaligen Transformationsökonomien schnell – wie das Beispiel Argentiniens zeigt. Kontrovers diskutiert wird in der aktuellen Forschung hingegen, ob dies auch im Fall führender Industrieländer so unproblematisch ist. Aber das Problem Griechenland ist ja gerade, dass es im Grunde (noch) kein Industrieland ist.

Ein grosser Vorteil dabei wäre, dass sich die Europäische Zentralbank (EZB) wieder auf ihre Aufgabe, nämlich die Sicherung der Preisstabilität, konzentrieren könnte. Sie sollte sich langfristig aus der Finanzierung von Staaten heraushalten, denn sonst wäre ihre Reputation, der Anker der Eurozone zu sein, bald vollends zerstört. Damit sich die kurze Frist nicht verstetigt, sollte der EZB ermöglicht werden, ihre griechischen Staatsanleihen zum ursprünglichen Kaufpreis gegen Anleihen der European Financial Stability Facility (EFSF) einzutauschen.

Gleichwohl könnte eine Umschuldung Griechenlands als Lösung des Insolvenzproblems durch Ansteckung (*Contagion*) Kettenreaktionen bei anderen Problemstaaten auslösen. Es besteht das Risiko einer sich selbst erfüllenden Liquiditätskrise, sollte ein Reformersfolg in Ländern wie Spanien, Italien, Portugal und Irland ausbleiben. Dann kann kurzfristig nur entschlossenes und gemeinsames Handeln der Regierungen der Eurozone sowie von EFSF und EZB weiterhelfen. Präventive Kreditlinien sind dabei aus ordnungspolitischer Sicht allemal Käufen von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt vorzuziehen. Die EFSF sollte sich dabei auf Liquiditätshilfen für Krisenländer konzentrieren und diese Hilfe zeitlich – beispielsweise auf zwei Jahre – begrenzen. Langfristig kann diese Politik der Rettungsschirme jedoch konzeptionell keinesfalls überzeugen. Die Situation in den Krisenländern wird nur durch einen wirklichen und nachhaltigen Schuldenabbau verbessert. Staatsinsolvenzen sind auch in einer Währungsunion nicht immer zu verhindern und werden eintreten. Die entscheidende Frage ist, wie man mit ihnen umgeht. Ansteckungseffekte vermeidet man am besten durch eine rechtzeitige Rekapitalisierung der Banken und nicht allein durch Garantieerklärungen für Staatsschulden (d.h. Rettungsschirme).

Punkt 2: Hebelung des EFSF nur im Fall nicht konsistenter Langfristlösungen

In der letzten Zeit scheinen die Kapitalmärkte ein *Doomsday-Szenario* nicht mehr auszuschliessen, in dem die Volkswirtschaften abrupt in eine Rezession fallen, da der

Interbankenmarkt zusammenbricht und die öffentliche Verschuldung weiter wächst. Um nur die schlimmsten denkbaren Szenarien zu umgehen, wäre eine Option, dem Euro-Raum eine gross angelegte Liquiditätsspritze zu geben. Da die Kaskaden-Struktur des EFSF – je grösser der Schirm, desto weniger AAA-Garantiegeber, und: je mehr solvente Garantiegeber noch an Bord, desto grösser der Anreiz zur Erklärung der Illiquidität oder gar Insolvenz – ein Teil des Problems ist, kann die Lösung nicht in einem massiven Anstieg des Umfangs der EFSF bestehen. Vielmehr könnte die EFSF mit einer Banklizenz Zugang zur Refinanzierung bei der EZB als *Lender of Last Resort* erhalten. Als Sicherheiten würden Anleihen der Länder wie Italien dienen, die zur Abwehr einer sich selbst verstärkenden Vertrauenskrise Liquiditätsinjektionen benötigen, aber keineswegs wie Griechenland nahezu insolvent sind. Die EFSF würde damit endgültig in einen Europäischen Währungsfonds umgewandelt. Statt über die Notenpresse kann die Hebelung auch dadurch erfolgen, dass der Fonds die notleidenden Anleihen nicht kauft, sondern deren Rückzahlung zu einem Teil garantiert. Institutionell ist diese Lösung dem Status quo der uneingeschränkt Staatsanleihen ankauenden EZB überlegen, da es im EZB-Rat keine Repräsentanz des europäischen Steuerzahlers gibt, die dessen Interessen vertreten könnten. Darüber hinaus könnte Art. 123 §2 des EU-Vertrags mit der Vergabe einer Banklizenz an die EFSF als «öffentliche Bank» durchaus kompatibel ein. Allerdings müsste diese Lösung gegen die kurzfristigen Interessen der deutschen Regierung durchgesetzt werden.

Punkt 3: Bankenrekapitalisierung

Ein weiteres Ziel muss die Entkoppelung der Performance der Banken des Euro-Raums vom Schicksal ihrer Volkswirtschaften sein. Denn die parallele Bewertung von Bankpapieren und den Staatsanleihen «ihrer» Länder sowie der sich daraus ergebende Domino-Effekt sind der zentrale Ausgangspunkt der sich abzeichnenden neuen Finanzkrise.

Banken, die stark in griechische Staatsanleihen investiert sind, stehen hier besonders im Fokus – insbesondere griechische Kreditinstitute. Eine Möglichkeit wäre, die EFSF die erforderliche Eigenkapitalzuführung vornehmen zu lassen. Diese Kapitalspritze käme dann zu den im Juli beschlossenen Mitteln des IWF/EU-Programms für die Rekapitalisierung griechischer Kreditinstitute hinzu. Die Geschäftsbanken in den übrigen Ländern der Eurozone könnten prinzipiell frisches

Kapital von ihren jeweiligen nationalen Notenbanken und im Notfall auch von der EFSF erhalten.

Ordnungspolitisch angezeigt erscheint in diesem Zusammenhang eine Erhöhung der Risikogewichte für Staatsschulden im Basel-III-System für die Bankenregulierung, eine substanzielle Vergrößerung der Eigenkapitalquoten gegenüber Basel III sowie eine Zwangskapitalisierung und Teilverstaatlichung von Banken, die nicht genug Eigenkapital am Markt aufbringen können, um diesen gehärteten Vorgaben entsprechen zu können. Eine derartige zwangsweise Rekapitalisierung gefährdeter Banken könnte die Rettungsfonds für hochverschuldete Euroländer im Extremfall sogar ersetzen. Hierdurch könnten die «schlechten» von den «guten» Banken getrennt werden. Der Markt würde seine Selektionsfunktion wieder übernehmen können.

Für die deutschen Steuerzahler wäre das günstiger. Und eine geordnete Insolvenz Griechenlands könnte dessen Siechtum im Teufelskreis von Schuldendienst, Austeritätspolitik und zunehmend negativem Wachstum mit einem Befreiungsschlag beenden (zur Frage des Austritts Griechenlands aus der Eurozone vgl. *Kasten 1*).

Punkt 4: Wiederherstellung der politischen und finanziellen Unabhängigkeit der EZB

Die politische Unabhängigkeit der EZB ist wiederherzustellen, nachdem sich die EZB – ohne wirklich über das entsprechende Mandat zu verfügen – in den letzten Monaten mehr und mehr bei den Rettungspaketen für die einzelnen Länder engagiert hat. Es bleibt abzuwarten, ob Mario Draghi, der designierte Präsident der EZB und Nachfolger von Jean-Claude Trichet, die Überzeugung und die Autorität haben wird, sich gegen Paris, Berlin und Rom durchzusetzen. Die Zukunft des Euro könnte davon abhängen.

Mario Draghi sollte sich dringend einer «Reparatur» der EZB-Bilanz zuwenden. Die EZB hat ihre Kapitalbasis durch den Ankauf und die Besicherung von Refinanzierungsgeschäften durch toxische Papiere aus hochverschuldeten Ländern deutlich geschwächt. In jedem Fall ändern sich die Verhaltensweisen der Märkte und Akteure, wenn sie regelmäßig mit Interventionen durch öffentliche Instanzen rechnen dürfen – mit verheerenden Folgen, wie die EU-Schuldenkrise zeigt. Notenbanken können nicht bankrottgehen, wird in alten Lehrbüchern häufig noch referiert. Auch Rating-Agenturen geben Volkswirtschaften einen Bonus, in denen die Notenbank regelmässig für einen Bailout von

Staatsschulden herhalten kann. Zunehmend wittern Ökonomen, unter ihnen auch Kenneth Rogoff, dass der früher so gefeierte Tango zwischen einer Notenbank, die wegen der Möglichkeit zu inflationieren nie illiquide werden kann, und einem Staat, der wegen seiner Steuerhoheit nie bis in den Bankrott geht, auch überspannt werden kann. Auch Lehrbuchweisheiten sind manchmal zu überholen. Das beste Negativbeispiel liefern gegenwärtig die USA, wo die «Nachhaltigkeit» des Tangos nur noch durch die Bedeutung des Dollars als Leitwährung sichergestellt werden kann.

Spätestens seit der Entscheidung der EZB im Mai 2010, griechische Staatsanleihen zu kaufen, bewegte sich die EZB auf gefährliches Terrain. Seitdem ist es Trichet nicht gelungen, eine klare Linie zu vermitteln – auch deshalb, weil es den nationalen Regierungen offensichtlich gelungen ist, die nationalen Zentralbanken als Vertreter der nationalen Interessen der Regierung zu nutzen. So erhielt in der jüngsten Vergangenheit fast jeder etwas: Die Banken einiger südlicher Mitgliedsländer können fragwürdige Wertpapiere als Sicherheiten für geldpolitische Operationen einreichen. Den Deutschen, die traditionell die Gefahren der Inflation fürchten, wurden bisher zwei Zinserhöhungen gewährt. Und die Regierungen der in Schwierigkeiten geratenen Länder erhielten den Kauf von Staatsanleihen durch die EZB.

Punkt 5: Stärkere Betonung des Geld- und Kreditwachstums in der geldpolitischen Strategie der EZB

Jean-Claude Trichet fokussierte die Aktivitäten der EZB ausschliesslich auf das Ziel der Preisstabilität und zeigt sich angesichts des über seine Amtszeit erreichten Durchschnitts von 1,97% Verbraucherpreisinflation sehr zufrieden. Die EZB hatte somit keinen Anreiz, tätig zu werden, als das Geldmengen- und Kreditwachstum auf hohem Niveau verharnte, obwohl dies zu einer Hebelung (*Leverage*) durch einen zunehmend exzessiven Einsatz von Fremdkapital – und damit zu einer steigenden Fragilität des Finanzsektors – führte. Das Hauptproblem dabei ist, dass diese Entwicklung auch andere volkswirtschaftliche Akteure – wie den Staat und den Privatsektor – betrifft und in der Regel hartnäckig ist.

Warum die EZB unter Trichet keinerlei Reaktion auf überschüssiges Geld, zuviel Kredit und Leverage sowie Ausschläge gut geeigneter Indikatoren zur Krisenfrüherkennung zeigte, sondern stattdessen mit einer Erhöhung der von der EZB selbst eingegangenen Hebelung durch einen stetigen Rück-

Kasten 1

Rauswurf Griechenlands aus der Eurozone nicht unbedingt zielführend

Ein Rauswurf Griechenlands aus der Eurozone oder ein «Zwang zum freiwilligen Austritt» wäre – abgesehen von seiner rechtlichen Zulässigkeit – keine nachhaltige Lösung. Da die Märkte dann auch für andere Krisenländer die Wahrscheinlichkeit des Verbleibs testen würden, wären neben der Euro-Schuldenkrise eine Währungskrise, ein Bankensturm sowie politische Turbulenzen nicht mehr auszuschliessen. Der Zusammenhalt der Eurozone wäre dann zunehmend fraglich.

Manche Schwellenländer haben sich in den 1980er-Jahren in einer noch extremeren Situation befunden. Trotzdem haben sie durchschlagende Konsolidierungsmassnahmen durchgeführt und innerhalb weniger Jahre das Vertrauen der Kapitalmärkte wiedergewonnen. Nun mag man einwenden, dies habe an einem flexiblen Wechselkurs gelegen. Aber gerade Länder mit einem harten Wechselkurs-Anker können als Gegenbeispiele dienen. Irland mit seinem harten Kurs der Deflationierung hat unter Beweis gestellt, dass ein Land sich durch eine reale Abwertung innerhalb einer Währungsunion erholen und sein Leistungsbilanzdefizit loswerden kann. Die Ursache hierfür sind härtere Budgetbeschränkungen, die eine interne reale Abwertung erzwingen. Ein weiteres viel zitiertes Beispiel mit ähnlichem Muster ist Lettland, das trotz oder gerade wegen seiner harten Wechselkursbindung bei niedrigerem Einkommensniveau als Griechenland zu durchgreifenden Reformen fähig war. Auch die Forschung belegt, dass eine glaubwürdige feste Wechselkursbindung, die dann auch die Geldpolitik bindet, häufig zu mehr Reformen führt, weil die Akteure dann zu sehr auf die Notenpresse vertrauen, um Strukturprobleme ihrer Volkswirtschaft anzugehen, wie das Beispiel der USA zeigt. Genau dieser Effekt würde ausgehebelt, wenn man Griechenland vorab schon die Chance nehmen würde, in der Eurozone zu bleiben.

gang des EZB-Eigenkapitals reagierte, bleibt ihr Geheimnis. Zumal die drohende Aufzehrung des EZB-Eigenkapitals Ende des letzten Jahres eine erste Kapitalerhöhung notwendig machte. Einfach auf steigende Spreads als Grund für Eingriffe in den Anleihemärkten zu verweisen, ist in diesem Zusammenhang nicht hinreichend, da die EZB am Ende diese Spreads nicht deutlich drücken konnte. Ausserdem hat sie auf diese Weise die staatlichen Anleihenrenditen als Indikator für die Gefahr einer staatlichen Insolvenz wirkungslos gemacht. Langfristig sollte der mittelfristigen Orientierung der europäischen Geldpolitik am Geldmengen- und Kreditwachstum in der geldpolitischen Strategie der EZB wieder Priorität geschenkt werden.

Punkt 6: Stärkere Betonung von Stand-alone-Ratings von Staaten

Märkte sind das beste Disziplinierungsinstrument für Staaten, wenn der Ordnungsrahmen anreizkompatibel und daher stimmig ist. Das Fehlen von *Stand-alone-Ratings* und vor allem eines Ordnungsrahmens für eine geordnete Insolvenz verhindert dies aber.

Rating-Agenturen stuften die GIPS-Staaten¹ falsch ein, da sie eine Rettung durch die Eurozone einkalkulierten. Transparenter wäre eine Länderbewertung, die externe Hilfen völlig ausklammert. Solche *Stand-alone-Ratings* haben folgende Vorteile: Sie sind präziser, liefern Qualitätskriterien zur Beurteilung der Regierungsarbeit und machen eine genauere Einschätzung des Wertes der expliziten oder impliziten Haftungszusagen für den betroffenen Staat möglich.

Die aktuelle EU-Schuldenkrise und ihre vorläufige (Schein-)Lösung durch den Rettungsschirm hat neben den offenkundigen Komponenten des Staatsversagens – vor allem dem Versagen der Disziplinierungsinstrumente der EU – auch eine Dimension des Marktversagens. Hätten die Märkte das Kreditausfallrisiko bestimmter Staaten realistischer eingeschätzt, wäre es nicht zu einer so weitgehenden Konvergenz der Zinssätze gekommen. Genau diese Konvergenz wurde zwar durch die Schaffung der Eurozone angestrebt. Sie wurde aber auf dem nicht beabsichtigten Weg der faktischen Ausschaltung der *No-Bailout-Klausel* realisiert. Dies hatte verheerende Folgen, wie die akute EU-Schuldenkrise zeigt.

Punkt 7: Ordnungsrahmen für geordnete staatliche Insolvenz

Der Ordnungsrahmen für staatliche Insolvenz muss vor allem ein Kriterium ein-

schliessen, das sauber zwischen Insolvenz und Illiquidität eines Staates entscheiden lässt. Es muss neben Staats- auch private und Auslandsschulden mit einbeziehen, dafür aber keine Bailout-Programme. Dass diese Abgrenzung nicht so leicht zu ziehen ist, ist kein Gegenargument gegen die Sinnhaftigkeit eines geordneten Insolvenzverfahrens. Denn dieselbe Debatte ist auch bei der Festlegung einer geeigneten Schuldengrenze gemessen am BIP zu führen.

Ein Europäischer Währungsfonds nach dem Modell von Daniel Gros und Thomas Mayer könnte eine geeignete Blaupause für ein geordnetes staatliches Insolvenzverfahren abgeben, das seinen Namen auch wirklich verdient. Seine Verwirklichung würde entscheidend zur Befreiung der EZB von ihrer Rolle als Bad Bank beitragen. Die Installation eines EWF liesse sowohl die Schuldner als auch die Gläubiger gemäss dem Verursacherprinzip an den Kosten einer Staateninsolvenz partizipieren. Andernfalls würde die Reputation der EZB zu stark geschädigt, und man würde immer tiefer in eine Transferunion abgleiten. Zu beachten ist, dass die Entwicklung dieses Ordnungsrahmens Zeit benötigt und sich besser einpassen liesse, wenn der Europäische Stabilitätsmechanismus ESM bereits in Kraft wäre.

Punkt 8: Langfristig orientiertes Programm zum Schuldenabbau

Will man die Eurozone wieder nachhaltig auf die Spur setzen, müssen die Regierungen Schulden und Defizite erheblich reduzieren – besser durch demokratisch von den nationalen Parlamenten beschlossenen Schuldenbremsen auf allen Ebenen (Subsidiaritätsprinzip) als durch von der Troika und ihren Gesandten aufoktroierte Massnahmen unter Aussetzung der nationalen Haushaltsautonomie. Die Parlamente sollten die grundsätzliche fiskalpolitische Rahmenordnung der Eurozone sehr bald beschliessen. Denn sonst werden auch die in den Punkten 1 bis 3 beschriebenen akuten Krisenmassnahmen keinen nachhaltigen Effekt haben. Ihre Wirkung leitet sich wesentlich aus der Glaubwürdigkeit der langfristigen Massnahmen 4 bis 9 ab. Notgedrungen müsste der EFSF dann (d.h. in Abwesenheit flächendeckender nationaler Schuldenbremsen) zum Beispiel durch eine direkte Anbindung an die Notenpresse gehebelt werden.

Denn die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise hat erneut gezeigt, dass Konzepte eines permanenten *Deficit Spending* und der daraus resultierenden Überschuldung fast zwangsläufig zu der Unmöglichkeit des Weiterrollens von Schulden führen. Ein langfris-

1 Griechenland, Italien, Portugal, Spanien.

tig ausgerichtetes Programm des Schuldenabbaus ist deshalb eine *conditio sine qua non* für eine krisenfeste Absicherung der Eurozone. Das Programm kann in einer Pointierung des Ordnungsrahmens der Währungsunion bestehen. Die gerade umgesetzte Stärkung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes durch mehr Automatismus und weniger politische Eingriffsmöglichkeiten ist dabei sicherlich ein Schritt in die richtige Richtung. Nur muss sichergestellt sein, dass bei fortgesetzter Regelmissachtung Sanktio-

nen am Ende nicht durch eine Abschirmung vom Kapitalmarkt zu viel zu weichen Konditionen ersetzt werden, die sogar günstiger sind als diejenigen von den Geberländern. Dann wäre die erwünschte Anreizwirkung dahin.

Punkt 9: Ausstieg der EZB aus der unkonventionellen Geldpolitik – notfalls auch im Alleingang

Die EZB ist wieder zu befähigen, um den Ruf als stabilitätsorientiertester Währungsraum der Welt zu konkurrieren. Das Ziel dabei sollte sein, das Vertrauen der internationalen Investoren aus China, Russland und den Erdölexportierenden Ländern zu gewinnen, die derzeit kurz davor stehen, den USA als sicherer Hafen den Rücken zu kehren aufgrund des dort offensichtlich nicht nachhaltigen makroökonomischen Politik-Mix. Dies würde für die EZB unmittelbar die Notwendigkeit bedeuten, den Ausstieg aus der expansiven unkonventionellen Geldpolitik – notfalls auch im Rahmen eines Alleingangs – zu beschleunigen und die Rückführung des Volumens der EZB-Bilanzen so schnell wie möglich voranzutreiben. Gelingt es der EZB, den Stabilitätswettbewerb nachhaltig zu stärken und das Kapital der Russen, Chinesen und Ölexportierenden Länder zu gewinnen, könnte auch die Zeit für Euroanleihen reif sein – aber erst, wenn die Schuldenstände in der Eurozone alle nachhaltig sind. Denn diese würden zur notwendigen Defragmentierung des europäischen Anleihemarktes führen und diesen zum US-amerikanischen endlich konkurrenzfähig machen.

Ein Problem für die EZB auf ihrem Weg dorthin ist die zunehmende Übertragung globaler Liquidität – vor allem aus den USA – durch die Programme des *Quantitative Easing*. Sie konterkariert Zinserhöhungen und eine Bilanzverkürzung der EZB. Man wird den Eindruck nicht los, die überaus expansive Geldpolitik der USA sei nicht nur zur Stabilisierung der Inflationserwartungen in den USA gedacht, sondern erfülle auch strategische Zwecke. Umso wichtiger wird es für die Absicherung der Eurozone sein, im G20-Rahmen Lösungen hierfür zu finden. Nur so können in Zukunft «Währungskriege» verhindert werden. ■

Kasten 2

Literatur

- Belke A. (2011): Wie stabil ist der Euro?, Vortrag im Rahmenprogramm zur Verleihung des internationalen Karlspreises 2011 an Jean-Claude Trichet, Aachen, 6. Mai, www.karlspreis.de.
- Belke, A. (2011b): Ramifications of debt restructuring on the euro area – The example of Germany's exposure to Greece, Briefing paper prepared for presentation at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament for the quarterly dialogue with the President of the European Central Bank, 6. Juni, 2011, Brussels.
- Belke A. (2011c): Change of guards from Trichet to Draghi – Watch or not to watch money under political constraints, Briefing paper prepared for presentation at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament for the quarterly dialogue with the President of the European Central Bank, September, Brüssel.
- Belke A., Gros D. (2010): Global liquidity, world savings glut and global policy coordination, Background Papers, Jeddah Economic Forum 2010, Jeddah/Saudi Arabien, S. 5-20.
- Belke A., Rees A. (2010): The importance of global shocks for national policymakers – Rising challenges for central banks, Paper presented at the 85th Annual Conference of the Western Economic Association (WEA), 29. Juni bis 3. July 2010, Portland/Oregon.
- Belke A., Polleit T. (2010): Monetary economics in globalized financial markets, Springer, Dordrecht et al.
- Belke A., Polleit T. (2011): How much fiscal backing must the ECB have? The euro area is not the Philippines, *Économie Internationale* 124, S. 5–30.
- Belke A., Potrafke N. (2011): Does government ideology matter in monetary policy? A panel data analysis for OECD countries, Paper presented at the European Economic Association Annual Meeting, Oslo, 27. August.
- Belke A., Styczynska B. (2006): The allocation of power in the enlarged ECB Governing Council – An assessment of the ECB rotation model, in: *Journal of Common Market Studies* 44, S. 865–895.
- Belke A., von Schnurbein B. (2011): European monetary policy and the ECB rotation model – Voting power of the core versus the periphery, forthcoming in *Public Choice*.
- Belke A., Bernoth K., Fichtner F. (2011): Die Zukunft des internationalen Währungssystems, Gutachten für das Bundesministerium der Finanzen, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin.
- Belke A., Setzer R., Orth W. (2010): Liquidity and the dynamic pattern of asset price adjustment: A global view, *Journal of Banking and Finance* 34, S. 1933-1945.
- Borio C.E.V., Filardo A. (2007): Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation, BIS Working Papers 227, Bank for International Settlements, Basel.
- Brainard W. (1967): Uncertainty and the effectiveness of monetary policy, *American Economic Review* 57, S. 411-425.
- Buiter W. (2011): Global economics view: Buying time for the euro – A proposal, *Global Economic Outlook and Strategy*, Citigroup Global Markets, July 20, S. 16-23.
- ECB Observer (2003-2009), Belke A., Koesters W., Leschke M., Polleit T. (Hrsg.), Various issues, www.ecb-observer.com.
- Eichengreen B. (2011): Exorbitant privilege – The rise and fall of the dollar and the future of the International Monetary System, Oxford University Press.
- European Central Bank (2003): The ECB's monetary policy strategy, ECB press release, Frankfurt/Main, 8. Mai.
- European Central Bank (2010): The strategic intents of the Eurosystem, www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/intents.en.html.
- Gros D. (2011): Change of guard at the ECB: how to limit the damage, Briefing paper prepared for presentation at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament for the quarterly dialogue with the President of the European Central Bank, 19. September, Brussels.
- Gros D., Giovannini A. (2011): The EFSF as European Monetary Fund: Does it have enough resources?, CEPS Commentaries, CEPS, Brussels.
- Gros D., Mayer T. (2011a): August 2011: What do to when the euro crisis reaches the core, CEPS Commentaries, CEPS, Brussels.
- Gros D., Roth F. (2010): The financial crisis and citizen trust in the European Central Bank, CEPS Working Document No. 334/Juli 2010, Brussels.
- Lucas R.E. (1976): Econometric policy evaluation: A critique, in Brunner K., Meltzer A. (Hrsg.), *The Phillips curve and labor markets*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 1, S. 19-46.
- Schinasi G.J. (2003): Responsibility of central banks for stability in financial markets, IMF Working Paper Nr. 03/121.