

Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald  
Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät  
Wirtschaftswissenschaftliche Diskussionspapiere

## **Anmerkungen zur möglichen geldpolitischen Exit – Strategie der EZB**

Johannes Treu

Diskussionspapier  
04/2010

Dezember 2010

ISSN 1437-6989

Anschrift:

Dr. rer. pol. Johannes Treu  
Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald  
Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät  
Lehrstuhl für Allgemeine Volkswirtschaftslehre,  
insb. Geld und Währung  
Friedrich Löffler Str. 70  
D-17487 Greifswald  
Telefon: 038 34 / 86 24 79  
Fax: 038 34 / 86 24 82  
E-Mail: [johannes.treu@uni-greifswald.de](mailto:johannes.treu@uni-greifswald.de)

Dieses Werk ist durch Urheberrecht geschützt. Die damit begründeten Rechte, insbesondere die der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, des Nachdrucks, der Übersetzung, des Vortrags, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur in Auszügen erfolgreicher Verwendung, vorbehalten. Eine vollständige oder teilweise Vervielfältigung dieses Werkes ist in jedem Fall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen der jeweils geltenden Fassung des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1965 zulässig. Grundsätzlich ist die Vervielfältigung vergütungspflichtig. Verstöße unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtsgesetzes.

## **Inhaltsverzeichnis**

1	Einleitung.....	1
2	Definition einer geldpolitischen Exit - Strategie .....	2
3	Ebenen einer geldpolitischen Exit - Strategie.....	5
4	Gründe für eine geldpolitische Exit – Strategie.....	6
5	Eine mögliche Exit – Strategie für die europäische Geldpolitik.....	8
5.1	Ausgangslage.....	8
5.2	Ein möglicher Exit für die europäische Geldpolitik.....	10
6	Zusammenfassung.....	15
	Literaturverzeichnis.....	17

# 1 Einleitung

Die Jahre von Mitte 2007 – Mitte 2010 stellten vor dem Hintergrund der Wirtschafts- und Finanzkrise sowohl für die europäische als auch für die Geldpolitik weltweit eine ernst zu nehmende Herausforderung dar. Die drohende Gefahr eines Zusammenbruchs des Finanzsystems und die damit verbundenen negativen Auswirkungen (z. B. Rückgang des Wirtschaftswachstums, Deflationsgefahren, Anstieg der Arbeitslosigkeit) auf die wirtschaftliche Entwicklung weltweit führten zu einer „Geldpolitik im unbekanntem Territorium“ und zu einer stark expansiven Ausrichtung (*Trichet 2009a, Weeber 2010*). Ursache für diese neue Art der Politik war eine nie dar gewesene Unsicherheit, unter anderem hervorgerufen durch: (i) außergewöhnliche Finanzmarkturbulenzen begonnen mit der Subprime Krise, (ii) den Zusammenbruch von Lehmann Brothers, (iii) einem starken Vertrauensverlust am Interbankenmarkt (iv) die Staatsschuldenkrise und (v) im Zuge dessen das Versagen von Standardmodellen und wirtschaftlichen Projektionen (*Europäische Zentralbank 2010a, Europäische Zentralbank 2010d*).

Seit Mitte 2010 mehren sich nun aber die Zeichen, dass sich die Lage an Finanzmärkten verbessert hat. So gewinnt das Wirtschaftswachstum im Eurowährungsgebiet langsam an Fahrt und die Inflationserwartungen steigen allmählich an (*Stark 2010*). Gerade die letzten beiden Punkte werden durch die Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters der Europäischen Zentralbank für das zweite Quartal 2010 deutlich. (*Europäische Zentralbank 2010*). So wird von einem realen BIP-Wachstum von 0,4 – 1,2 % im Jahr 2010 und 0,5 – 2,5% im Jahr 2011, sowie eines Anstiegs der Teuerung nach dem HVPI von 0,8 – 1,6 % für das Jahr 2010 und 0,9 – 2,1 % für das Jahr 2011 ausgegangen.

Vor diesem Hintergrund einer scheinbar überwundenen bzw. langsamen Erholung der Krise stellt sich nun die Frage wie der expansive Kurs der europäischen Geldpolitik zurückgenommen und vor allem wie die Geldpolitik wieder in „sicheres Territorium“ geleitet werden kann. Konkret handelt es sich dabei um eine sogenannte Exit – Strategie, die die Geldpolitik auf ein sogenanntes normales „post – crisis“ Niveau zurückführen soll (*Bini Smaghi 2009, Belke 2010*). Allerdings ergeben sich dabei folgende Fragen. Zum einen was kann unter einem normalem Niveau verstanden werden. Zum anderen wie sieht eine solche Exit – Strategie allgemein und im speziellen für die Europäische Zentralbank aus. Diese Probleme sollen in den folgenden Kapiteln näher diskutiert werden.

Aus diesem Grund wird zuerst in Kapitel zwei eine eigene Definition für eine geldpolitische Exit – Strategie aufgestellt. In diesem Kontext findet dann im dritten Kapitel eine Betrachtung verschiedener Strategieebenen statt. Das anschließende Kapitel vier liefert dann Argumente für eine Exit – Strategie. Danach wird in Kapitel fünf auf die Maßnahmen der Europäischen Zentralbank während der Krise eingegangen und wie diese im Rahmen einer Exit – Strategie zurückgenommen werden können. Mit einer Zusammenfassung enden dann die Ausführungen in Kapitel 6.

## 2 Definition einer geldpolitischen Exit - Strategie

Der Begriff einer Exit – Strategie stammt ursprünglich aus dem Militärwesen und wird verwendet beim Auftreten einer ungünstigen Situation, die zum Verlust an Menschenleben und Material führen kann. Vor allem im U. S. amerikanischen Militär war und ist häufig von einem Exit im Rahmen des Vietnamkriegs, des Somaliaeinsatzes, dem Afghanistankrieg und dem Irakkrieg die Rede. In diesem militärischen Kontext bedeutet eine Exit – Strategie die Minimierung des Verlustes an Blut und Ausrüstung (*Mitchener/ Mason 2010*). Diese Begrifflichkeit kann nun Anwendung finden auf die unkonventionelle und expansive Geldpolitik während der Finanz- und Wirtschaftskrise. So sollte es ebenfalls Ziel der Zentralbank sein, mögliche Verluste, die sich aus der Fortsetzung einer solchen Politik ergeben können zu reduzieren. Dazu gehören als „Blut“ z. B. ein Anstieg der Inflationsrate über das langfristige Inflationsziel und steigende Inflationserwartungen bei einer zu langen Fortführung des krisenbedingten geldpolitischen Kurses. Zur Verlustminimierung in Form von „Ausrüstung“ kann z. B. die Verhinderung eines Abwürgens des wirtschaftlichen Aufschwungs bei einer zu frühen Strafung des geldpolitischen Kurses und den damit verbunden Gefahren z. B. das Abgleiten in eine zweite Rezession mit all seinen negativen Folgen wie, Anstieg der Arbeitslosigkeit oder Produktivitätsverlust, gezählt werden

*Mitchener/ Mason (2010)* verstehen vor diesem Hintergrund eine Exit – Strategie als: „a movement back to institutional conditions associated with steady-state growth, including stable inflation and broadly non-interventionist credit market policies.“<sup>1</sup> Dieser erste Ansatz zeigt zwar auf welche Verluste es, militärisch gesprochen, zu reduzieren gilt, nämlich Inflationsgefahren und Wachstumseinbrüche. Jedoch bleibt die Definition beim Erklären von institutionellen Bedingungen wage.

---

<sup>1</sup> Ähnlich sehen es auch *Blanchard/ Cottarelli/ Vinals (2010)*.

Eine anderes Verständnis einer Exit – Strategie hat die Europäische Zentralbank indem ihr Präsident *Trichet* (2009b) folgendes definiert: „(...) the term exit strategy should be understood as the framework and set of principles guiding our approach to unwinding the various non-standard measures.“ Ferner wird im Verständnis des Exits der Europäischen Zentralbank wert darauf gelegt, dass im Rahmen einer solchen Strategie die Erwartungen der Öffentlichkeit (als sogenannter Schlüsselfaktor) durch die Zentralbank gesteuert werden müssen (*Bini Smaghi 2010*). Aber auch in dieser Definition bleiben wichtige institutionelle Aspekte außen vor.

Wichtige geldpolitische institutionelle Aspekte, die bei einer Exit – Strategie zu berücksichtigen sind, lassen sich unter den Stichwörtern: (i) Transparenz, (ii) Glaubwürdigkeit und (iii) Flexibilität zusammenfassen.

Transparenz im Zusammenhang mit einer Exit – Strategie kann verstanden werden, als die bewusste und geordnete Bereitstellung von Informationen zur Schaffung einer gleichen Informationsgrundlage bzw. zur Beseitigung einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen der Zentralbank und der Öffentlichkeit mit dem Ziel ein umfassendes Verständnis der geldpolitischen Exit – Strategie zu erreichen (*Treu 2010a*). Dabei zielt eine transparente Exit – Strategie auch auf eine Verankerung der Inflationserwartungen ab, die Reduzierung der vorherrschenden ökonomischen Unsicherheit auf den Finanz- und Gütermärkten und der Verbesserung der geldpolitischen Effizienz (*Treu 2010a, Blanchard/ Cottarelli/ Vinals 2010, Bini Smaghi 2010*).

Glaubwürdigkeit meint dabei, dass die Strategie von der Öffentlichkeit als ernstzunehmender Versuch verstanden wird zu einem normalen geldpolitischen Kurs zurückzukehren, der einem Zustand vor der Krise entspricht. Zudem ist darunter zu verstehen, dass sich die Zentralbank an diese Strategie bindet, um langfristig und glaubhaft die Inflationserwartung auf einem festen Niveau zu verankern (*Belke 2010, Bini Smaghi 2010*). In diesem Kontext soll auch die Zurückgewinnung von Vertrauen in wirtschaftliche Aktivitäten (z. B. Konsum, Produktion, Investition) und somit eine schnellere Erholung der Wirtschaft durch eine glaubhafte Exit – Strategie erreicht werden. (*Trichet 2009a*).

Flexibilität als letzter institutioneller Aspekt bedeutet, dass ein Exit aus der vorherrschenden Geldpolitik nicht als eine einzelne und im Vorfeld festgelegte Maßnahme zu verstehen ist. Stattdessen handelt es sich um eine Reihe von Maßnahmen, die auf die jeweilige Situation abgestimmt sein müssen und die den nötigen Spielraum besitzen, um auf

unerwartete Entwicklung während des Exits zu reagieren (*Blanchard/ Cottarelli/ Vinals 2010*). Zudem beinhaltet dieser Punkt, dass die Diskussion und Bestimmung einer möglichen Exit – Strategie nicht mit ihrer tatsächlichen Implementierung gleichgesetzt werden darf (*Trichet 2009b*). Das bedeutet, dass ein diskretionärer geldpolitischer Handlungsspielraum erhalten bleiben muss.

Gerade dieser letzte Punkt kann jedoch vor dem Hintergrund der theoretischen Erkenntnisse aus der „Rules vs. Discretion“ Debatte als kritisch gesehen werden. (*Kydland/ Prescott 1977, Barro/ Gordon 1983*). So zeigt sich hier, dass bei einer diskretionären Geldpolitik ein Anreiz für die Zentralbank besteht einen positiven Inflation Bias mit Hilfe einer Überraschungsinflation zu verwirklichen. So könnte im Zuge einer langsamen wirtschaftlichen Erholung die Zentralbank im Rahmen ihres Exits dazu geneigt sein die aktuell expansiv ausgerichtete Geldpolitik nicht vollständig auf ein Vorkrisenniveau zurückzufahren, sondern stattdessen versuchen den Aufschwung durch inflationäres Wachstum zu verstärken. Aus diesem Grund erscheint es unabdingbar die geforderte Flexibilität durch die beiden anderen institutionellen Punkte (Glaubwürdigkeit und Transparenz) zu flankieren, damit es zu einem echten und glaubhaften Verständnis der getroffenen Maßnahmen kommt. Diese beiden Aspekte würden einen institutionellen Rahmen schaffen, in dem der Versuch einer möglichen Stimulierung der Wirtschaft oder eines Abweichen von der Strategie während des Exits sofort bemerkt würde. Das heißt bei einer zu starken Betonung einer flexiblen Exit – Strategie würde dies aufgrund des verfolgten Transparenzansatzes sofort erkennbar und die Öffentlichkeit könnte mit einem Glaubwürdigkeitsverlust als Sanktionsmechanismus reagieren. Gerade dieser Mechanismus würde dann den Exit noch weiter erschweren und möglicherweise zu geldpolitischen Zielverfehlungen (z. B. hinsichtlich des Inflationsziels) führen, so dass das zuvor beschriebene Szenario ausbleibt.

Trotz dieser kurzen Bedenken lassen sich die beiden ersten Definitionsversuche nun erweitern und konkretisieren, indem die aufgezählten institutionellen Punkte mit integriert werden. Vor diesem Hintergrund ergibt sich eine wesentlich bessere Definition einer Exit – Strategie. Eine geldpolitische Exit – Strategie kann verstanden werden als ein glaubwürdiger, transparenter und flexibler Prozess bestehend aus ebenfalls glaubwürdigen, transparenten und flexiblen geldpolitischen Maßnahmen. Diese sollen dabei auf das Ziel ausgerichtet sein, dass

die aktuelle unkonventionelle Geldpolitik wieder auf ein Vorkrisenniveau zurückgeführt wird. Ermöglicht wird dies, indem die verschiedenen geldpolitischen Sondermaßnahmen und Eingriffe in Marktprozess zurückgeführt werden, so dass ein stabiles nicht interventionistisches Wirtschaftswachstum, stabile Inflationserwartungen und eine Inflationsrate gemäß Zielvorgabe erreicht werden.

### **3 Ebenen einer geldpolitischen Exit - Strategie**

Nachdem nun eine detaillierte Definition herausgearbeitet wurde, stellt sich die Frage nach den unterschiedlichen Ebenen einer geldpolitischen Exit – Strategie. Diese lassen sich in eine zeitliche und in eine operativ-technische Ebene einteilen. Ersteres bezieht sich dabei auf den richtigen Zeitpunkt und die Frage wann ein möglicher Exit aus der unkonventionellen Geldpolitik beginnen soll. Dabei stellt dies die schwierigste und bedeutendste Strategieebene dar (*González-Páramo 2009, Baudchon 2009, Belke 2010*). So gestaltet sich z. B. selbst in „normalen“ nicht krisenbedingten Zeiten der richtige Zeitpunkt eines Wechsels von einer expansiv ausgerichteten Geldpolitik hin zu einem restriktiven Kurs schwierig (*González-Páramo 2009*). Mögliche Gründe dafür können time-lags, Marktunsicherheiten (die in Krisenzeiten wesentlich höher sind), technische Schwierigkeiten bei der Bewertung von möglichen Inflationsrisiken oder der wirtschaftlichen Entwicklung sowie generelle Störungen und Meinungsverschiedenheiten im Entscheidungsprozess sein. All diese Probleme traten besonders während der Finanz- und Wirtschaftskrise und auch in ihrer langsamen Bewältigung verstärkt auf.

Innerhalb der zeitlichen Strategieebene kann sich zudem für die Zentralbank das Problem ergeben, dass zu früh oder zu spät mit der Umsetzung des Exits begonnen wird (*González-Páramo 2009, Baudchon 2009, Belke 2010*). Sollte der Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik zu früh beginnen, kann es für die Zentralbank schwer sein ihren einmal begonnen Exitkurs umzukehren, wenn sich bspw. eine erneute Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation abzeichnet. Dies gilt besonders dann, wenn diese Verschlechterung gerade eben durch rückläufige bzw. restriktive geldpolitische Maßnahmen hervorgerufen wird. Aber auch ein Glaubwürdigkeitsverlust bei einem unvorhersehbaren Strategiewechsel macht eine Umkehrung bei einem zu frühen Ausstieg schwierig. Tatsächlich zeigen Erfahrungen aus der Vergangenheit, dass eine gewisse Irreversibilität in der Rücknahme von außerplanmäßigen und unkonventionellen Maßnahmen existiert (*González-Páramo 2009, Belke 2010*). Ursache dafür können unterschiedliche Ansichten zwischen der

Öffentlichkeit und der Notenbank sein wie lange diese Maßnahmen fortgeführt werden sollen. Hier zeigt sich ein Risiko für die Exit – Strategie besonders dann, wenn die Öffentlichkeit von einer längerfristigen Dauer der unkonventionellen Maßnahmen ausgeht als die Zentralbank, da gerade hier eine große Irreversibilität besteht.

Eine zu späte Umsetzung der geldpolitischen Exit – Strategie, besonders in Zeiten einer starken expansiven Ausrichtung, birgt wiederum die Gefahr, dass die Öffentlichkeit ihr Vertrauen in die Zentralbank und ihr Engagement zur Gewährleistung einer niedrigen sowie stabilen Inflation oder zur Wahrung der Preisniveaustabilität verliert (*González-Páramo 2009, Belke 2010*). Besonders wenn in diesem Zusammenhang mit gestiegenen und volatilen Inflationserwartungen reagiert wird, ist es für die Zentralbank schwierig und kostspielig diese wieder auf ein Niveau zu bringen, was mit Inflationsziel oder der Vorstellung von Preisniveaustabilität vereinbar ist.

Die operativ-technische Ebene beinhaltet die Fragen von welcher Basis oder bestehenden Situation aus der Exit beginnen soll und wie ein möglicher Ausstieg stattfindet (*Trichet 2009b, González-Páramo 2009, Baudchon 2009, Belke 2010*). Hier lässt sich leicht festhalten, dass die Grundlage für einen geldpolitischen Exit die von vielen Zentralbanken weltweit betriebene unkonventionelle Geldpolitik während der Finanz- und Wirtschaftskrise ist bzw. war. Die Frage nach dem „wie“ ein solcher Ausstieg stattfindet, zielt dabei konkret auf die in den Krisenzeiten unternommenen Maßnahmen ab. Diese können bspw. von alleine Auslaufen (z. B. bei längerfristigen Refinanzierungsgeschäften) oder durch gegenläufige Maßnahmen ersetzt werden (z. B. Zinserhöhungen).

## **4 Gründe für eine geldpolitische Exit – Strategie**

Ein erster Grund warum überhaupt eine geldpolitische Exit – Strategie von Nöten ist, ist eine langsame Erholung von der Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2007 – 2010. In dieser Zeitspanne haben die Zentralbanken weltweit außergewöhnliche Maßnahmen (z. B. starke Zinssenkungen, Ankauf von gedeckten Staatsverschuldungen usw.) ergriffen, um auf diese Situation zu reagieren (siehe zu den Maßnahmen *González-Páramo 2010*). Diese als unkonventionelle Geldpolitik bezeichnete Ausrichtung liefert zudem weitere Gründe warum eine Abkehr davon notwendig ist.

So kann es zu einer erneuten Überhitzung der Wirtschaft kommen, wenn die starke Ausweitung der Refinanzierungskredite der Zentralbank an die Geschäftsbanken nicht zurückgenommen wird (*Sachverständigenrat 2009*). Die während der Krise bereitgestellte Liquidität an Zentralbankgeld, mit der Absicht das Vertrauen in den Geldmarkt und unter den

Banken zu stärken, kann ähnlich wie nach dem Platzen der Dot-Com Blase Ursprung einer neuen Blase sein. Auch damals wurden die Märkte im Rahmen einer langen Niedrigzinsphase mit umfangreicher Liquidität versorgt bzw. die Geschäftsbanken konnten sich sehr günstig refinanzieren. Diese Liquidität floss dann in risikoreiche Investments sowie Geschäfte und führte somit, neben anderen Faktoren, zum Entstehen der Immobilienpreisblase. Auch jetzt besteht eine solche Situation, da die Leitzinsen weltweit sich in der Nähe der Nullzinsgrenze befinden und sogar unter dem Niveau nach dem Platzen der Dot-Com Blase.

Allerdings muss dem entgegen gehalten werden, dass sich das heutige makroökonomische Umfeld von der damaligen Situation unterscheidet (*Sachverständigenrat 2009*). Der *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* (2009) verweist in diesem Zusammenhang auf die Taylor – Regel, die als Daumenregel für einen angemessenen Zins in der jeweils vorgegebenen wirtschaftlichen Situation gesehen werden kann. So zeigt sich für die Jahre 2000 bis 2008, dass die Nominalzinsen in den USA und im Euroraum eindeutig zu gering waren und somit zur Bildung der Finanzmarktblase mit beigetragen haben (*Sachverständigenrat 2009, Treu 2010b, Treu/ Rohde 2010*). Wohingegen für das Jahr 2009 gilt, dass die kurzfristigen Zinsen in beiden Währungsräumen höher sind, als die Taylor – Regel vorschreibt. (*Sachverständigenrat 2009, Treu 2010b, Treu/ Rohde 2010*). Dies kann als Zeichen einer gänzlich anderen makroökonomischen Ausgangssituation gesehen werden und nicht als Keimzelle einer möglichen neuen Blase.

Von monetaristischer Sichtweise aus, nach der die Inflation ein rein monetäres Phänomen ist, birgt die im Rahmen der Krise bereitgestellte Liquidität zudem eine große Gefahr für die Gewährung der Preisniveaustabilität (*Sachverständigenrat 2009, Stark 2009, Baudchon 2010, Belke 2010*). So hat, vor dem Hintergrund der Quantitätstheorie, die starke Ausweitung der monetären Basis das Potenzial die Inflation über die geldpolitischen Zielvorgaben zu erhöhen, sollte es nicht zu einer Exit – Strategie und deren Umsetzung kommen. Weitere Gründe dafür sind eine stark ausgeprägte akkommodative Haltung der Geldpolitik und das Vorhandensein von übermäßiger Liquidität im Bankensektor (*Europäische Zentralbank 2010e*). Auch besteht die Gefahr, dass sich langfristig die Inflationserwartungen destabilisieren oder erhöhen, wenn die überschüssige Liquidität nicht auf ein Vorkrisenniveau zurückgeführt wird. Gerade dieser Punkt kann dann auftreten, wenn mit einer potenziellen Exit – Strategie nicht rechtzeitig begonnen wird und die

Umsetzung dieser nicht glaubwürdig ist. In diesem Kontext besteht die Gefahr, dass die Inflationsrisikoprämien steigen und somit auch die langfristigen Nominal- und Realzinsen (*Belke 2010*). Daraus könnte wiederum eine Gefährdung für den beginnenden wirtschaftlichen Aufschwung entstehen.

Ein weiter Grund für eine geldpolitische Exit – Strategie ist der Fakt, dass die von den Zentralbanken ergriffenen unkonventionellen Maßnahmen nicht konsistent sind mit den Prinzipien einer freiheitlichen und marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung unter denen in krisenfreien Zeiten Geldpolitik betrieben wird (*González-Páramo 2009*). So birgt die aktuell betriebene Geldpolitik die Gefahr, dass sich die Geschäftsbanken nicht über den Interbankenmarkt refinanzieren, sondern, sofern sie es können, auf risikoärmere Zentralbankmaßnahmen zurückzugreifen. Dadurch könnte eine einseitige Abhängigkeit der Geschäftsbanken entstehen und eine marktwirtschaftliche sowie allokativ zu bevorzugende Lösung über den Interbankenmarkt ausbleiben (*Stark 2009, BIZ 2009*). Die Ursache dafür ist, dass nicht alle Geschäftsbanken an den Refinanzierungsgeschäften der Zentralbank teilnehmen können und somit entweder auf den Interbankenmarkt oder die Spitzenrefinanzierungsfazilität zurückgreifen müssen. Ist ersteres nicht möglich, da der Anreiz besteht sich günstig bei der Zentralbank zu refinanzieren und überschüssige Liquidität lieber als „Vorsichtskasse“ zu halten, anstatt es über den Interbankenmarkt bereitzustellen, bleibt für ausgeschlossene Geschäftsbanken nur der teure letzte Weg. Wird folglich die aktuell betriebene unkonventionelle Geldpolitik zu lange fortgeführt, besteht die Gefahr einer Fehlallokation der bereitgestellten Liquidität (*Stark 2009*). Außerdem muss in diesem Zusammenhang erwähnt werden, dass es nicht Aufgabe einer Zentralbank ist als Finanzintermediär aufzutreten, so dass sie sich von diesem Tätigkeitsfeld zurückziehen sollte.

## **5 Eine mögliche Exit – Strategie für die europäische Geldpolitik**

### **5.1 Ausgangslage**

Während der Finanz- und Wirtschaftskrise hat auch die Europäische Zentralbank nicht nur mit Zinssenkungen reagiert, sondern auch eine Reihe von Sondermaßnahmen etabliert, um die Auswirkungen der Krise zu mildern. Dabei unterscheidet die Europäische Zentralbank ihre Reaktion und die getroffenen Maßnahmen in drei übergeordnete Bausteine (*Europäische Zentralbank 2010d*). Der erste Baustein, als Reaktion auf die Krise, umfasst dabei die Senkung der Leitzinsen um 325 Basispunkte auf das historische Niveau von 1%. (*Trichet 2009b, Europäische Zentralbank 2010a, Europäische Zentralbank 2010d*). Begonnen wurde damit im Oktober 2008 und erst im Mai 2009 erreichten die Leitzinsen ihr zurzeit niedrigstes

Niveau. Die folgende Abbildung 1 verdeutlicht das Ausmaß der Zinssenkung noch einmal graphisch.

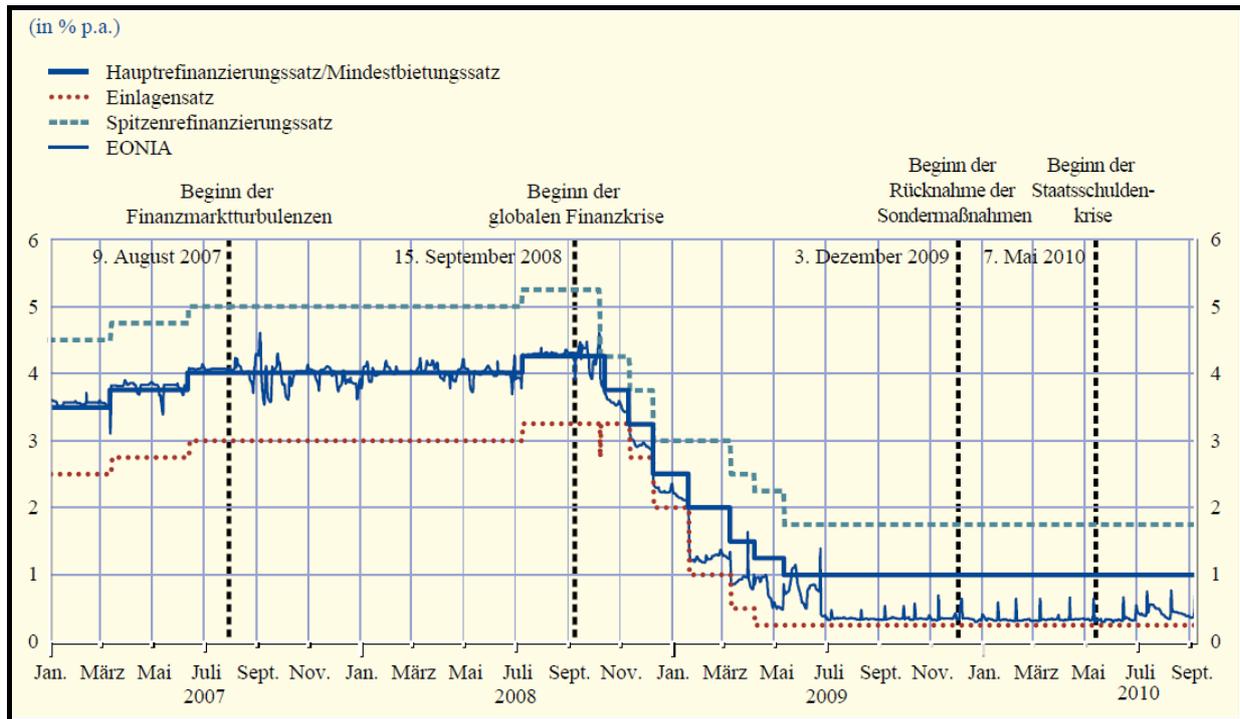


Abbildung 1: Entwicklung der EZB Leitzinsen und des EONIA

Quelle: *Europäische Zentralbank 2010d*

Diese drastische Zinssenkung zu Beginn der globalen Finanzkrise war möglich, da der vor Oktober 2008 vorhandene Inflationsdruck aufgrund eingetrübter Konjunkturaussichten und der Zuspitzung der Krise stark nachließ.

Den zweiten Baustein bilden die sogenannten erweiterten Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe. (*Trichet 2009a, Trichet2009b, González-Páramo 2009, Stark 2010, Europäische Zentralbank 2010a, Europäische Zentralbank 2010d*). Zu diesen Maßnahmen gehören:

- (i) Die Bereitstellung von Liquidität in unbegrenzter Höhe gegen entsprechende Sicherheiten. Damit einhergehend die Umstellung der Refinanzierungsgeschäfte als Mengentender mit Vollzuteilung.
- (ii) Die Verlängerung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte auf 6 Monate und auf ein Jahr.
- (iii) Erweiterung des Verzeichnisses für die zugelassenen Sicherheiten bei Refinanzierungsgeschäften. Darüber hinaus wurde das Verzeichnis der

zugelassenen Geschäftspartner zu den Feinststeuerungsoperationen mit erweitert.

(iv) Die Bereitstellung von Liquidität in Fremdwährung, hier besonders in Form von US-Dollar

(v) Ein befristetes Programm zum Direktkauf von gedeckten Schuldverschreibungen, die auf Euro lauten und im Eurowährungsgebiet ausgegeben werden. Der Umfang dieses Programms beträgt 60 Mrd. Euro.

Der dritte Baustein der unkonventionellen europäischen Geldpolitik betrifft die Einführung des Programms für Wertpapiermärkte (*Europäische Zentralbank 2010d*). Dieses Programm wurde im Mai 2010 aufgelegt nachdem es an den Märkten für europäische Staatsanleihen zu erheblichen Spannungen kam. Dabei kann dieser zweite Teil der Wirtschafts- und Finanzkrise auch als Staatsschuldenkrise bezeichnet werden. Ziel des Programms ist es, dem Eurosystem die Intervention an den Märkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen zu erlauben. Dabei sollen dysfunktionale Marktsegmente wiederbelebt werden und ein fehlerfreies bzw. reibungsloses Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus gewährleistet werden (*Sachverständigenrat 2010, Europäische Zentralbank 2010d*) In diesem Kontext ist es der Europäischen Zentralbank gestattet Staatsanleihen am Sekundärmarkt zu kaufen.

## **5.2 Ein möglicher Exit für die europäische Geldpolitik**

Da die unkonventionelle Geldpolitik der Europäischen Zentralbank während der Finanz- und Wirtschaftskrise als Reaktion auf diese Situation verstanden werden kann und nicht als Änderung des geldpolitischen Kurses ist es erforderlich, dass die geldpolitischen Sondermaßnahmen zurück genommen werden sobald die Krise überstanden ist. Nur so kann erreicht werden, dass die Öffentlichkeit die Reaktion der Europäischen Zentralbank tatsächlich als temporäre Maßnahme auf einen exogenen Schock versteht und nicht als dauerhafte Neuausrichtung der Geldpolitik interpretiert. Auch gilt es zu berücksichtigen, dass bei zu langer Fortführung der Maßnahmen sich ein Moral Hazard Problem im Bankensektor ergeben kann. So könnten die Banken weiterhin auf die günstige Refinanzierung der Zentralbank zurückgreifen und somit einen Liquiditätsüberschuss aufbauen, der dann Nährboden für erneute Vermögenspreisblasen oder übermäßige Risikobereitschaft bilden

kann. Auch würden in diesem Kontext Anreize im Bankensektor z. B. mit Blick auf Überarbeitung der Risikoausrichtung, Absicherung von Risikopositionen, Normalisierung des Transmissionsmechanismus oder ein schnelles Wiederfunktionieren des Interbankmarkts ausbleiben.

Aber auch das vorrangige Ziel der Preisniveaustabilität verlangt eine Rückkehr zu einem „normalen“ geldpolitischen Handlungsrahmen und einen Exit aus der unkonventionellen Geldpolitik (*Europäische Zentralbank 2010d*). Denn sobald sich die Inflationserwartungen im Zuge einer weiterhin expansiven Geldpolitik erhöhen und somit ein Anstieg der Inflation einhergeht, könnte die Europäische Zentralbank gezwungen sein einen Exit zu vollziehen, um diesen Entwicklungen entgegenzuwirken mit der Absicht ihr vorrangiges Ziel nicht zu verfehlen.

Eine Exit – Strategie für die drei übergeordneten Bausteine und ihre Maßnahmen sieht dabei sehr unterschiedlich aus. Mit Blick auf die durchgeführte Zinssenkungspolitik kann hier eine einfache Exit – Strategie verfolgt werden, indem bei einem stabilen Aufschwung die Leitzinsen im Eurowährungsgebiet schrittweise erhöht werden. Die Abkehr von einer akkommodativen Geldpolitik würde somit über das klassische Instrument der Leitzinssteuerung stattfinden. Vor dem Hintergrund der definierten Exit – Strategie als ein glaubwürdiger, transparenter und flexibler Prozess bestehend aus ebenfalls glaubwürdigen, transparenten und flexiblen geldpolitischen Maßnahmen, sind alle aufgezählten Punkte zutreffend. So sind Leitzinsänderungen sehr transparent, da sie nach jeder Entscheidung sofort in den Einleitenden Bemerkungen des Präsidenten und des Vizepräsidenten der Europäischen Zentralbank bekannt gegeben werden (*Treu 2010a*). Auch zeichnet sich eine Maßnahme im Rahmen der Exit – Strategie durch eine hohe Glaubwürdigkeit aus, da ein Anstieg der Leitzinsen generell mit Straffung der Geldpolitik und einer ernstgemeinten Verfolgung des geldpolitischen Ziels verstanden werden kann. Dies kann dabei helfen die Inflationserwartungen auf einem festen Niveau, das mit Preisniveaustabilität vereinbar ist, zu verankern. Zudem zeichnet sich dieser Teil einer europäischen Exit – Strategie durch Flexibilität aus, da eine einfache und schnelle Rücknahme der Entscheidung auf jeder Sitzung des EZB – Rats möglich ist. Allerdings muss angemerkt werden, dass die technische Flexibilität hier größer erscheint als die politische (*BIZ 2009*). Dabei gilt letzteres besonders vor dem Hintergrund der heterogenen Konjunktorentwicklung im Euroraum, die diesen Teil der Exit – Strategie vor eine schwierige politische Gratwanderung stellen kann (*Sachverständigenrat 2010*).

Hinsichtlich der Exit – Strategie der erweiterten Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe kann ganz allgemein festgehalten werden, dass diese zum größten Teil automatisch auslaufen, sofern der EZB – Rat nicht ihre Verlängerung beschließt (*Europäische Zentralbank 2010a*). Hier würde die Exit – Strategie einem einfachen „Nichtstun“ entsprechen. Es gilt jedoch die einzelnen Sondermaßnahmen detaillierter zu betrachten. Mit Blick auf die einzelnen Sondermaßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe wäre ein erster Schritt in Richtung einer Exit – Strategie ein langsames Reduzieren der Bereitstellung von Liquidität in unbegrenzter Höhe. Dies könnte erreicht werden indem vom Mengentender mit Vollzuteilung wieder auf einen Zinstender mit variablem Zinssatz gewechselt wird, so dass eine Repartierung zum marginalen Zinssatz ermöglicht wird. Somit würde das Überangebot an Liquidität zurückgefahren und die Europäische Zentralbank würde wieder als Zinssetter am Markt agieren. Diese Form einer möglichen Exit – Strategie zeichnet sich zudem wieder durch die geforderte Transparenz, Glaubwürdigkeit und Flexibilität aus. So ist das Zinstenderverfahren durch hohe Transparenz hinsichtlich der Durchführung und Ankündigung gekennzeichnet sowie durch mehrjährigen Einsatz vor der Krise erprobt. Alle nötigen Informationen bezüglich des Verfahrens sind bereits in der Gründungsphase der Europäischen Zentralbank veröffentlicht wurden. Auch wäre eine Rückkehr zu diesem Verfahren mit hoher Glaubwürdigkeit verbunden, da die Europäische Zentralbank wieder den Mindestbietungssatz gemäß wirtschaftlicher Situation festlegen kann. Die Repartierung der Angebote erhöht außerdem die Glaubwürdigkeit, wenn nicht alle Gebote voll zu geteilt werden und somit möglichen Inflationsgefahren durch die massive Ausweitung der Geldbasis vorgebeugt wird. Zudem kann der Mindestbietungssatz bzw. der sich aus der Repartierung ergebene marginale Zinssatz als glaubwürdiger Fixpunkt für die Bildung der Inflationserwartungen genutzt werden. Ebenfalls ist dieser Schritt der Exit – Strategie durch hohe Flexibilität gekennzeichnet, da die Europäische Zentralbank den Mindestbietungssatz und die zuteilte Liquidität je nach ökonomischer Situation anpassen kann. Es zeigt sich somit, dass für diesen Fall nicht von einer Exit – Strategie des „Nichtstun“ gesprochen werden kann.

Hinsichtlich der Verlängerung der Refinanzierungsgeschäfte auf 6 Monate und auf ein Jahr ist eine Exit – Strategie durch „Nichtstun“ möglich. So wurde der letzte Zwölfmonatstender am 16.12.2009 begeben und die Maßnahme nicht weiter verlängert (*Sachverständigenrat 2010*). Hinsichtlich der Sechsmonatstender wurde diese Maßnahme im Zuge der Staatsschuldenkrise am 10.05.2010 abermals verlängert, um den Banken weiter langfristig Liquidität zur Verfügung zu stellen (*Europäische Zentralbank 2010c*). Eine solche

Exit – Strategie des „Nichtstun“ erfüllt allerdings nur teilweise die geforderten Punkte der Transparenz, Glaubwürdigkeit und Flexibilität. So zeichnet sich ein nicht Verlängern der Maßnahmen nicht durch Transparenz aus, wenn die Öffentlichkeit nicht im Vorfeld oder zum Ende der Maßnahmen darüber informiert wird, dass diese nicht mehr fortgesetzt wird. Auch ist die geforderte Glaubwürdigkeit hier aufgrund des zuvor genannten Arguments nur bedingt gegeben, da nicht klar ist ob wirklich zu einem geldpolitischen Kurs zurückgekehrt wird, der einem Zustand vor der Krise entspricht. Auch kann dieses „Nichtstun“ nur schwer zur Verankerung der Inflationserwartungen beitragen. Die Flexibilität einer solchen Exit – Strategie hingegen scheint sehr wohl gegeben zu sein, da jeder Zeit einer Verlängerung der Maßnahmen und eine auch sofortige Rücknahme der längerfristigen Laufzeiten möglich ist, je nach dem wie sich die aktuelle wirtschaftliche Situation entwickelt. Für diese Maßnahme der unkonventionellen Geldpolitik ist somit ein Exit durch „Nichtstun“ möglich, wobei dieses jedoch mit Nachteilen verbunden ist.

Eine mögliche Exit – Strategie mit Blick auf die Ausweitung der notenbankfähigen Sicherheiten kann ebenfalls ganz einfach erfolgen. So ist es möglich, dass die Ausweitung zurückgenommen wird und somit die Ratinganforderungen an die zu hinterlegenden Sicherheiten wieder erhöht werden. Dabei gilt, dass je weniger Papiere zur Refinanzierung zugelassen werden, desto weniger Refinanzierungsvolumen kann realisiert werden. Diese Form des Exits zeichnet sich durch Transparenz aus, wenn auf den ursprünglichen Sicherheitenkatalog zurückgegriffen wird, der vor der Krise Bestandteil der Refinanzierungsgeschäfte war. Dieser Katalog war allen Banken bekannt und frei zugänglich. Auch wird die Glaubwürdigkeit der Zentralbank durch einen solchen Exit gestärkt, wenn wieder auf bestehende funktionierende Prozeduren und auf Sicherheiten mit den höchsten Ratingbewertungen zurückgegriffen wird. Die Flexibilität dieser Exit – Strategie ist ebenfalls vorhanden, da jeder Zeit der Sicherheitenkatalog erweitert oder reduziert werden. Es somit deutlich, dass hier nicht von einem Exit durch passives Verhalten gesprochen werden kann.

Mit Blick auf die Bereitstellung von Fremdwährung wird auch hier eine Exit – Strategie des „Nichtstuns“ durch die Europäische Zentralbank verfolgt. So ist diese Sondermaßnahme ebenfalls zeitlich befristet und läuft von alleine aus, sofern sie nicht verlängert wird. Die Bereitstellung von Fremdwährung endete vorerst am 28.01.2010, im Zuge der Staatsschuldenkrise wurde sie jedoch am 11.05.2010 wieder reaktiviert (*Sachverständigenrat 2010, Europäische Zentralbank 2010c*). Wie schon bei der Exit – Strategie hinsichtlich der Verlängerung der Refinanzierungsgeschäfte werden auch hier die

geforderten Punkte der Transparenz, Glaubwürdigkeit und Flexibilität nur teilweise erfüllt. Dabei gelten die gleichen Argumente und Nachteile, so dass auf diese verwiesen sei.

Hinsichtlich des Ankaufs von Pfandbriefen findet auch hier wieder die Exit – Strategie des „Nichtstuns“ Anwendung. Diese Sondermaßnahme endete planmäßig Ende Juni 2010 und wurde nicht weiterverlängert (*Sachverständigenrat 2010*). Da es sich hierbei um den gleichen Exit – Strategieansatz wie bei der Bereitstellung von Fremdwährung und der Verlängerung der Refinanzierungsgeschäfte handelt, gelten weiterhin die bereits aufgezählten Punkte, warum diese Exit – Strategie die Forderung nach Transparenz, Glaubwürdigkeit und Flexibilität nur bedingt erfüllt.

Bezüglich der Exit – Strategie der erweiterten Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe wird somit deutlich, dass es nicht möglich ist allgemein von einem Exit durch „Nichtstun“ zu sprechen. Dieser Strategieansatz kann im Rahmen der Sondermaßnahmen, die unter diesen Punkt fallen nur für drei von fünf Maßnahmen gelten. Für die restlichen Maßnahmen muss die Europäische Zentralbank aktiv einen Exit aus der unkonventionellen Geldpolitik mit Hilfe einer Exit – Strategie betreiben.

Eine mögliche Exit – Strategie für den dritten Baustein der Krisenintervention, die Einführung des Programms für Wertpapiermärkte, kann wieder durch ein „Nichtstun“ erfolgen. Hier würde der Ankauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt gestoppt und die Papiere würden im Bestand der Europäischen Zentralbank bleiben. Eine etwas andere Form des Exits wäre es, wenn die durch den Kauf bereitgestellte zusätzliche Liquidität durch Feinsteuerungsoperationen neutralisiert wird. Diese Art der Exit – Strategie wird gegenwärtig von der Europäischen Zentralbank verfolgt (*Europäische Zentralbank 2010d, Sachverständigenrat 2010*). Sofern die Europäische Zentralbank für den dritten Baustein auch eine Exit – Strategie des „Nichtstun“ verfolgt, gelten weiter die genannten Punkte warum dieser Ansatz die geforderte Transparenz, Glaubwürdigkeit und Flexibilität nur teilweise erfüllt. Anders sieht es jedoch bei der gegenwärtig durchgeführten Strategie aus. Hier kann die geforderte Transparenz der Exit – Strategie bestätigt werden. So zeichnen sich die durchgeführten Feinsteuerungsoperationen, wie auch der gesamte Instrumenteneinsatz der Europäischen Zentralbank, durch hohe Transparenz und Verständnis aus (*Treu 2010a*). Die Durchführung der Operationen wird bekannt gegeben und findet öffentlich statt, zudem werden die Ergebnisse in den Monatsberichten veröffentlicht. Ebenfalls erfüllt diese Art der Exit – Strategie die Forderung nach Glaubwürdigkeit. So soll das Programm für Wertpapiermärkte dysfunktionale Marktsegmente beeinflussen und die Liquiditätsbedingungen unverändert lassen. Eine Gefährdung der Preisniveaustabilität geht

von diesem Programm, aufgrund der liquiditätsabschöpfenden Transaktionen nicht aus, so dass die Glaubwürdigkeit für die Zielerreichung nicht beeinträchtigt ist. Zudem wird die Glaubwürdigkeit dieser Exit – Strategie dadurch gestärkt, indem zeitnah Feinsteuerungsoperationen durchgeführt werden. Auch der Forderung nach Flexibilität kommt diese Art der Exit – Strategie nach. So können die Feinsteuerungsoperationen unterschiedlich stark eingesetzt werden, indem z. B. die gesamte durch den Kauf der Wertpapiere bereitgestellte Liquidität abgeschöpft wird oder nur ein Teil. Darüber hinaus ist es auch möglich dieses Instrument auszusetzen oder in der Hinsicht zu erweitern, dass zusätzliche Liquidität abgeschöpft wird. Dabei hängt der flexible Einsatz wieder von der wirtschaftlichen Lage und der aktuellen ökonomischen Entwicklung ab.

Es zeigt sich somit, dass hinsichtlich der Exit – Strategie der Europäischen Zentralbank unterschiedliche Möglichkeiten bestehen. So ist es möglich, dass bewusst die eingeführten Maßnahmen und Bausteine zurückgenommen werden oder die Europäische Zentralbank verharrt in einer passiven Situation und vollzieht den Exit aus der unkonventionellen Geldpolitik durch ein „Nichtstun“. Dabei erfüllt dieser letzte Strategieansatz jedoch nur bedingt die Transparenz-, Glaubwürdigkeits-, und Flexibilitätsanforderungen an eine geldpolitische Exit – Strategie.

## **6 Zusammenfassung**

Die zunehmende Erholung aus der Finanz- und Wirtschaftskrise erfordert, dass die in dieser Zeit betriebene unkonventionelle Geldpolitik langsam wieder zurückgenommen wird und eine Politik betrieben wird, die einem Niveau vor der Krise entspricht. Sollte diese nicht geschehen könnte es zu einer erneuten Überhitzung der Wirtschaft kommen, wenn z. B. die starke Ausweitung der Refinanzierungskredite der Zentralbank an die Geschäftsbanken nicht zurückgenommen wird. Aber auch die im Rahmen der Krise bereitgestellte Liquidität birgt eine große Gefahr für die Gewährung der Preisniveaustabilität.

In diesem Zusammenhang ist häufig von einer Exit – Strategie die Rede. Allgemein kann eine solche Strategie verstanden werden als ein glaubwürdiger, transparenter und flexibler Prozess bestehend aus ebenfalls glaubwürdigen, transparenten und flexiblen geldpolitischen Maßnahmen. Diese sollen dabei auf das Ziel ausgerichtet sein, dass die aktuelle unkonventionelle Geldpolitik wieder auf ein Vorkrisenniveau zurückgeführt wird. Ermöglicht wird dies, indem die verschiedenen geldpolitischen Sondermaßnahmen und Eingriffe in Marktprozess zurückgeführt werden, so dass ein stabiles nicht interventionistisches Wirtschaftswachstum, stabile Inflationserwartungen und eine

Inflationsrate gemäß Zielvorgabe erreicht werden. Die Umsetzung dieser Exit – Strategie lässt sich dabei in eine zeitliche und eine operativ-technische Ebene einteilen.

Für die Europäische Zentralbank bedeutet dies, dass die Maßnahmen, die zur Bewältigung der Krise eingesetzt wurden allmählich zurückgenommen werden. Dabei handelt es sich um *(i)* die Senkung der Leitzinsen, *(ii)* die erweiterten Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergaben und *(iii)* die Einführung des Programms für Wertpapiere. Eine mögliche Exit – Strategie hängt dabei stark von den einzelnen Maßnahmen ab. So ist es möglich, dass eine Strategie des „Nichtstuns“ verfolgt wird, da bestimmte Aktionen von selbst auslaufen und ja nach wirtschaftlicher nicht mehr verlängert werden. Darüber hinaus kann die Europäische Zentralbank aber auch aktiv einzelne Bausteine ihrer unkonventionellen Geldpolitik zurückzunehmen. Vor dem Hintergrund der aufgestellten Definition ist jedoch der erste Exit – Strategieansatz gekennzeichnet durch die bedingte Erfüllung der Transparenz-, Glaubwürdigkeits-, und Flexibilitätsanforderungen. Wohingegen eine aktive Exit – Strategie diese Anforderungen erfüllt.

## Literaturverzeichnis

*Baudchon, Hélène (2009):* Tools for an Exit Strategy, Crédit Agricole, Paris:

[http://www.consensuseconomics.com/News\\_and\\_Articles/Exit\\_Strategy\\_From\\_Unconventional\\_Monetary\\_Policy417.htm](http://www.consensuseconomics.com/News_and_Articles/Exit_Strategy_From_Unconventional_Monetary_Policy417.htm).

*Barro, Robert, J./ Gordon, David, B. (1983):* A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model, in: Journal of Political Economy, Band 91, Heft 4, S. 589-610.

*Belke, Ansgar (2010):* Financial Crisis, Global Liquidity and Monetary Exit Strategie, Ruhr Economic Papers No. 183.

*Bini Smaghi, Lorenzo (2009):* Exit strategies: the international dimension, Intervention by Lorenz Bini Smaghi, Member of the Executive Board of the ECB, Euro50 Group Meeting, Paris, 20. November 2009.

*BIZ (2009):* 79. Jahresbericht, 1. April 2008 – 31. März 2009.

*Blanchard, Olivier J./ Cottarelli, Carlo/ Vinals, José (2010):* Exiting from Crisis Intervention Policies, International Monetary Fund, 4. February 2010.

*Europäische Zentralbank (2010a):* Der geldpolitische Kurs der EZB während der Finanzkrise, in: Monatsbericht Januar 2010, S. 67 – 76.

*Europäische Zentralbank (2010b):* Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, in: Monatsbericht Mai 2010, S. 86 – 89.

*Europäische Zentralbank (2010c):* Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 10. Februar bis zum 11. Mai 2010, in: Monatsbericht Juni 2010, S. 33 – 36.

*Europäische Zentralbank (2010d):* Die Reaktion der EZB auf die Finanzkrise, in: Monatsbericht Oktober 2010, S. 63 – 79.

*Europäische Zentralbank (2010e):* Editorial, in: Monatsbericht November 2010, S. 5 – 7.

*González-Páramo, José Manuel (2009):* Non-standard monetary policy: Five question about the exit, speech by José Manuel González-Páramo, Member of the Executive Board of

the ECB, Seminar at the European Economics and Financial Centre, London, 6. November 2009.

*González-Páramo, José Manuel (2010):* The European Central Bank and the policy of enhanced credit support, speech by José Manuel González-Páramo, Member of the Executive Board of the ECB, *Conference organized by Cámara de Comercio de Málaga, 18 June 2010.*

*Kydland, Finn E./ Prescott, Edward C. (1977):* Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, in: *The Journal of Political Economy*, Band 84, Heft 1, S. 473-491.

*Mitchener, Kris James/ Mason, Joseph (2010):* “Blood and Treasure”: Exiting the Great Depression and Lessons for Today, April 2010, mimeo.

*Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2009):* Die Zukunft nicht aufs Spiel setzen - Jahresgutachten 2009/10, Wiesbaden.

*Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2010):* Chancen für einen stabilen Aufschwung - Jahresgutachten 2010/11, Wiesbaden.

*Stark, Jürgen (2010):* Reflections on the exit strategy, speech by Jürgen Stark, Member of the Executive Board of the ECB, Sveriges Riksbank, Stockholm, 21. January 2010.

*Stark, Jürgen (2009):* Monetary Policy before, during and after the financial crisis, speech by Jürgen Stark, Member of the Executive Board of the ECB, University Tübingen, 9. November 2009.

*Trichet, Jean-Claude (2009a):* The ECB’s enhanced credit support, Keynote address by Jean-Claude Trichet, President of the ECB at the University of Munich, 13 July 2009.

*Trichet, Jean-Claude (2009b):* The ECB’s exit strategy, Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB at the ECB Watchers Conference, Frankfurt, 4. September 2009.

*Treu, Johannes (2010a):* Systematisierung, Darstellung, Bewertung und Diskussion von (modelltheoretischer) Transparenz in der Geldpolitik sowie das Beispiel der Europäischen Zentralbank, Inaugural-Dissertation der Universität Greifswald.

*Treu, Johannes (2010b):* Der Talyor Zins und die europäische Geldpolitik 1999 – 2009, in: Wirtschaftswissenschaftliche Diskussionspapiere, Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät der Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald, Nr. 3/10, März 2010.

*Treu, Johannes/Rohde, Armin (2010):* Some short remarks about the European interest rate policy, in: Discussions on Estonian Economic Policy XVIII, Vol. 18, S. 458- 471.

*Weeber, Joachim (2010):* Exit – Strategie, in: WISU - Das Wirtschaftsstudium, 1/10, S. 63.

# **Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald**

**Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät**

**Wirtschaftswissenschaftliche Diskussionspapiere**

**Bisher erschienen:**

## **2009**

- 01/09 Jan Körnert: „Finnlands Genossenschaftsbanken vor, während und nach der nordischen Bankenkrise zu Beginn der 1990er-Jahre“
- 02/09 Jan Körnert, Kristin Wagner: „Ökonomische Einwände gegenüber der geänderten Überschuldungsregelung in der Insolvenzordnung nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz“
- 03/09 Hans Pecht, Katrin Niemannl: „Sponsoring und Ambushing – eine verhaltenswissenschaftliche Analyse“
- 04/09 Jüri Sepp: „Die Industriestruktur als Produktivitätsfaktor“
- 05/09 Hans Pechtl: „Anmerkungen zur Operationalisierung und Messung des Konstrukts „need for cognition“
- 06/09 Jan Körnert: „Haftungsqualität von Fortführungsprognosen in der Überschuldungsdefinition des § 19 InsO“

## **2010**

- 01/10 Jan Körnert, Klemens Grube: „Aufstieg und Fall der kirchlichen Bausparkasse Devaheim (1926-1931)“
- 02/10 Alexander Richelmann, Björn Dahler und Johannes Treu: „Markt- und Standortanalyse von Luxuswohnimmobilien in Deutschland“
- 03/10 Johannes Treu: „Der Taylor Zins und die europäische Geldpolitik 1999 -2009“
- 04/10 Johannes Treu: „Anmerkungen zur möglichen Exit – Strategie der EZB“

Die vollständige Liste aller erschienen Diskussionspapiere seit 1997 befindet sich unter:

<http://www.rsf.uni-greifswald.de/forschfak/diskussionspapiere-wirtschaftswissenschaften.html>