



Reformen stärken den Euroraum

Klaus Weyerstraß

Abteilung Ökonomie & Finanzwirtschaft

Gruppe Konjunktur, Finanzmärkte & europäische Integration

Dieser *Policy Brief* analysiert die Ursachen der Krise im Euroraum und stellt die bisher erzielten Anpassungsfortschritte in den Mitgliedstaaten sowie die institutionellen Reformen vor. Trotz der erzielten Fortschritte ist die Überwindung der Eurokrise weiterhin mit erheblichen Risiken verbunden. Die Mitgliedsländer haben noch einen weiten Weg vor sich, die private und öffentliche Überschuldung auf ein nachhaltig tragbares Niveau zurückzuführen, die volle Wettbewerbsfähigkeit wiederzuerlangen und das Wachstumspotenzial zu stärken. Mit den eingeleiteten Strukturreformen in den Mitgliedsländern und den institutionellen Reformen im Euroraum steigt aber die Wahrscheinlichkeit, dass die Krise überwunden wird und sich in Zukunft nicht wiederholt. Mit wichtigen neuen Institutionen der wirtschaftspolitischen Überwachung und Koordination sowie insbesondere mit der Bankenunion sind Leitplanken errichtet worden, damit die Wirtschaftspolitik einzelner Länder nicht Schäden in anderen Mitgliedsländern verursacht. Mit den Anpassungen und Reformen dürfte die wirtschaftliche Entwicklung in Europa nachhaltig gefördert werden.

Die Ursachen der Krise im Euroraum

Die Krise im Euroraum fasst drei Aspekte zusammen: (i) Divergierende Wettbewerbsfähigkeit und daraus resultierende Leistungsbilanzungleichgewichte; (ii) hohe Staatsschulden; und (iii) eine Bankenkrise mit einem zu schwach kapitalisierten Bankensektor (*Keuschnigg, 2013; Shambaugh, 2012*). Mit der Einführung des Euro im Jahr 1999 fielen eine eigenständige Geldpolitik und der nominelle Wechselkurs als Anpassungsinstrumente weg. Da nominelle Auf- oder Abwertungen in einer Währungsunion konstruktionsbedingt nicht möglich sind, muss ein anderer Anpassungsmechanismus diese Aufgabe übernehmen. Dafür stehen im Wesentlichen drei Möglichkeiten zur Verfügung (vgl. z.B. *Beetsma und Giuliodori, 2010; De Grauwe, 2009; Keuschnigg, 2013; Lane, 2006; Lane, 2012; Sapir, 2011; Shambaugh, 2012*): (i) Lohn- und Arbeitsmarktflexibilität; (ii) Wanderung der Arbeitskräfte; und (iii) fiskalischer Ausgleich. In Europa sind jedoch traditionell die Löhne starr. Zudem sind die Arbeitsmärkte rigide, und aufgrund kultureller Unterschiede ist die Wanderung zwischen den Ländern in der Regel nicht sehr stark ausgeprägt. Auch der dritte mögliche Anpassungskanal, fiskalische Transfers zwischen den Mitgliedstaaten bzw. über ein zentrales Budget, ist in der Europäischen Union (EU) unbedeutend, denn es gibt keinen großen Zentralhaushalt für einen fiskalischen Ausgleich. Der nominelle Wechselkurs konnte mithin durch keinen anderen Anpassungsmechanismus wirkungsvoll ersetzt werden. Nachdem weder eine ausgeprägte Arbeitskräftemobilität noch die Errichtung eines umfangreichen Zentralhaushalts realistisch ist, kommt es auf die Lohn- und Arbeitsmarktflexibilität an. Aufgrund des Wegfalls des nominellen Wechselkurses bleibt

im Euroraum für Länder mit defizitärer Leistungsbilanz nur eine interne Abwertung, um über geringere Lohnstückkosten die preisliche Wettbewerbsfähigkeit wiederzuerlangen (Keuschnigg, 2013). Dies erfordert über einen längeren Zeitraum niedrigere Lohnsteigerungen als im Durchschnitt des Euroraums. Rascher könnte die Wettbewerbsfähigkeit durch nominelle Lohnsenkungen erzielt werden, aber in Europa sind die Löhne traditionell starr nach unten.

Die Leistungsbilanz- und Schuldenkrise in den Peripherieländern des Euroraums ist auch auf Marktversagen zurückzuführen. Vor der Einführung des Euro waren Länder mit niedrigem Produktivitätswachstum, höherer Inflation und den daraus folgenden Abwertungen ihrer nationalen Währungen mit höheren Zinsen konfrontiert, um das Wechselkursrisiko auszugleichen. Diese Risikoprämien verschwanden mit der Euro-Einführung. Es schien insbesondere undenkbar, dass ein Mitgliedsland des Euroraums zahlungsunfähig werden könnte. Die Marktteilnehmer erwarteten, dass – im Gegensatz zu dem im Maastrichter Vertrag verankerten Prinzip des Nicht-Einstehens für die Schulden anderer (**No-bail-out-Klausel**) – die Staatengemeinschaft zu Hilfe eilen würde, falls ein Mitgliedsland in Zahlungsschwierigkeiten geraten würde, da die Insolvenz eines Mitglieds möglicherweise die Existenz der Währungsunion gefährden und teurer sein würde als ein **Ex-post-bail-out**. Angesichts dieser Erwartungen wurde den Staaten der Peripherie Zugang zu Krediten zu denselben günstigen Konditionen wie den stabilsten Mitgliedstaaten gewährt. Diese niedrigen Zinsen verringerten die Anreize zu einer sparsamen Budgetpolitik und zu produktivitätssteigernden Arbeitsmarktreformen (Keuschnigg, 2103). Zusätzlich fachten sie in einigen Ländern (insbesondere Spanien, Irland und Slowenien) einen Immobilienboom an und förderten dort Investitionen, die bei einer realistischeren Risikobewertung nicht rentabel gewesen wären. Da zudem durch die hohe inländische Absorption Beschäftigung und Löhne rasch erhöht wurden, stiegen die Preise stärker als die Produktivität. Angesichts der niedrigen Nominalzinsen entstanden negative Realzinsen, was Konsum und Investitionen weiter anheizte. Aufgrund der niedrigen Zinsen sanken auch die Zinsausgaben des Staates deutlich, was den Anreiz zu einer sparsamen Budgetpolitik verminderte. Diese Entwicklungen resultierten in einer hohen Verschuldung des privaten bzw. des öffentlichen Sektors sowie einer starken Passivierung der Leistungsbilanzen.

Die sich im Zuge der weltweiten Wirtschaftskrise verschlechterten Wachstumsaussichten, der Anstieg der Zinsen angesichts des Kreditrisikos sowie das Platzen der Immobilienblase in einigen Mitgliedsländern ließen einen immer größeren Teil der Kredite notleidend werden. Die Abschreibungen auf ausstehende Kredite und Staatsanleihen zehrten das ohnehin niedrige Eigenkapital der Banken rasch auf. Zweifel bezüglich der Liquidität und gegenseitiges Misstrauen legten den Interbankenmarkt lahm, sodass sich viele Banken nur mehr bei der Europäischen Zentralbank (EZB) refinanzieren konnten, wobei die EZB die Anforderungen an die erforderlichen Sicherheiten mehr und mehr aufweichte. Die mangelnde Krisenrobustheit des Bankensektors steigert das systemische Risiko. Naturgemäß halten Banken einen großen Teil der Staatsanleihen ihres Sitzlandes und geraten in Bedrängnis, wenn diese Papiere an Wert verlieren. Der Staat kann insofern eine Bankenkrise auslösen oder zumindest zu ihrer Verschärfung beitragen. Die Stützung systemisch wichtiger Banken bedingt umgekehrt einen drastischen Anstieg der Staatsschulden. Dieser Teufelskreis zwischen Banken- und Staatsschuldenkrise ist umso dramatischer, je höher die Staatsverschuldung in der Ausgangslage ist und je geringer die Eigenkapitalquoten der Banken sind (Keuschnigg, 2013; O'Rourke und Taylor, 2013). Zur Stärkung der Eigenkapitalbasis der Banken würde es beitragen, wenn Staatsanleihen – anders als bisher – nicht mit einem Risiko von Null, sondern mit einem höheren Ausfallrisiko bewertet und somit ähnlich wie Kredite an den Privatsektor mit Eigenkapital unterlegt werden müssten. Ein integrierter Kapitalmarkt, wie er im Rahmen der europäischen Einigung gewollt und gefördert wurde, stärkt das Wirtschaftswachstum, indem er das Kapital dorthin lenkt, wo es die höchsten Erträge erwirtschaftet. Die großen Geschäftsbanken vergeben in ganz Europa Kredite, und Staatsanleihen werden in allen Ländern gehalten. Damit steigen aber die Ansteckungsgefahren für andere Länder.

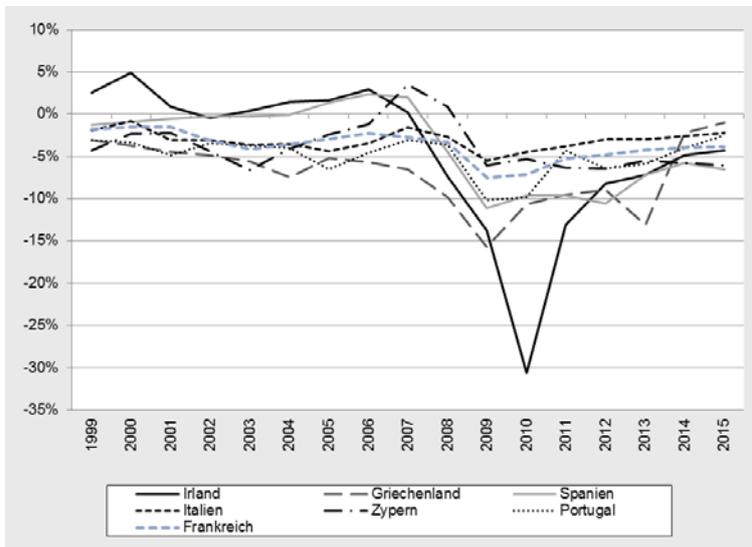
Anpassungsfortschritte in den Mitgliedstaaten

Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise traf die Länder des Euroraums über verschiedene Kanäle und in unterschiedlichem Ausmaß. Während einige Länder nur kurzfristig und hauptsächlich über einen Einbruch der Auslandsnachfrage betroffen waren, gerieten Volkswirtschaften mit strukturellen Problemen in eine tiefe Krise. In einigen Ländern platzten Immobilienblasen, die sich in den Jahren hohen Wirtschaftswachstums, auch infolge niedriger Realzinsen, herausgebildet hatten. Gleichzeitig geriet der Finanzsektor in Probleme, vor allem weil durch das Platzen der Immobilienblase Kredite uneinbringlich wurden. Das Zusammentreffen von hoher Staatsverschuldung und Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit bildete die Ursache der Krisen zunächst in Griechenland und Portugal sowie später in Italien. Spanien, dessen Staatsverschuldung bei Ausbruch der globalen Finanzkrise sogar zu den niedrigsten im Euroraum zählte, bekam Probleme, weil das Platzen der Blase am Immobilienmarkt zunehmend die realwirtschaftliche Entwicklung sowie die Bilanzen der Banken belastete und beides eine steigende Staatsverschuldung zur Folge hatte. In Zypern wurde die Krise ähnlich wie in Irland durch den Finanzsektor ausgelöst, der sich ebenfalls als überdimensioniert erwies und zudem in besonderem Maße vom Schuldenschnitt Griechenlands betroffen war. Mit dem Ausbruch der Krise stürzten die Länder in eine langanhaltende Anpassungsrezession. Das Einkommensniveau wird sich dort nicht rasch erholen. Denn im zurückliegenden Boom haben sich Wirtschaftsstrukturen herausgebildet, die sich als nicht nachhaltig erwiesen haben. Nun schrumpfen einige Sektoren aufgrund der Krise schnell, während die Reallokation der Produktionsfaktoren und der Aufbau von Produktionskapazitäten in anderen Sektoren längere Zeit benötigen (*Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose*, 2013).

Wie die folgenden Abbildungen zeigen, haben die Länder, die in finanzielle Probleme geraten und internationale Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt hatten, mit Ausnahme Zyperns seit Ausbruch der Krise erhebliche Fortschritte hin zu tragfähigen Staatsfinanzen, einer wettbewerbsfähigen Wirtschaft und einer solideren Kapitalisierung der Geschäftsbanken erzielt. Die staatlichen Budgetdefizite konnten teils deutlich reduziert werden, auch wenn die betrachteten Länder zum Teil noch weit von einem ausgeglichenen Staatshaushalt entfernt sind (Abbildung 1). Immerhin konnte Italien bereits seit einigen Jahren einen positiven Primärsaldo (staatlicher Finanzierungssaldo ohne Zinszahlungen) erzielen (Abbildung 2). Gemäß einer Prognose der EU-Kommission vom Winter 2014 (*Europäische Kommission*, 2014c) dürften in diesem oder spätestens dem kommenden Jahr auch Irland, Portugal und Griechenland Primärüberschüsse im Staatshaushalt erreichen. Da die meisten Länder aber weiterhin Budgetdefizite aufweisen, steigen die Schuldenstände weiter (Abbildung 3). Eine Rückführung der Staatsschuldenquoten (also des Verhältnisses aus Schuldenstand und Bruttoinlandsprodukt) erfordert Budgetüberschüsse bzw. zumindest ein stärkeres Wachstum des nominellen Bruttoinlandsprodukts als der Schuldenstände. Neben der Staatsverschuldung ist auch die Verschuldung des Privatsektors teils deutlich gestiegen. Sie ist in allen hier betrachteten Ländern außer Griechenland beträchtlich höher als die Staatsverschuldung (Abbildung 4). So beträgt der Schuldenstand des Privatsektors in Irland und in Zypern das dreifache der jährlichen Wirtschaftsleistung. Immerhin sinkt vor allem in Irland, abgeschwächt aber auch in Portugal und Spanien die Schuldenstandquote der privaten Haushalte bereits (Abbildung 5). In Irland sind auch die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften hoch verschuldet. Unter den betrachteten Ländern ist nur in Spanien die Verschuldung der Unternehmen in Relation zur Wirtschaftsleistung zuletzt gesunken, wenn auch von einem hohen Niveau ausgehend (Abbildung 6). Mit Ausnahme Italiens und Frankreichs signalisiert die Entwicklung der Lohnstückkosten in den betrachteten Ländern inzwischen eine Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Am stärksten war diese Verbesserung seit dem Jahr 2009 in Griechenland und Irland ausgeprägt (Abbildung 7). Die Leistungsbilanzdefizite konnten überall deutlich verringert werden (Abbildung 8). Irland, Spanien, Portugal und Italien konnten im Jahr 2013 bereits Leistungsbilanzüberschüsse erzielen. Hingegen verzeichnet Frankreich seit dem Jahr 1999 eine kontinuierliche Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos. Konnte Frankreich beim Start der Europäischen Wirtschafts-

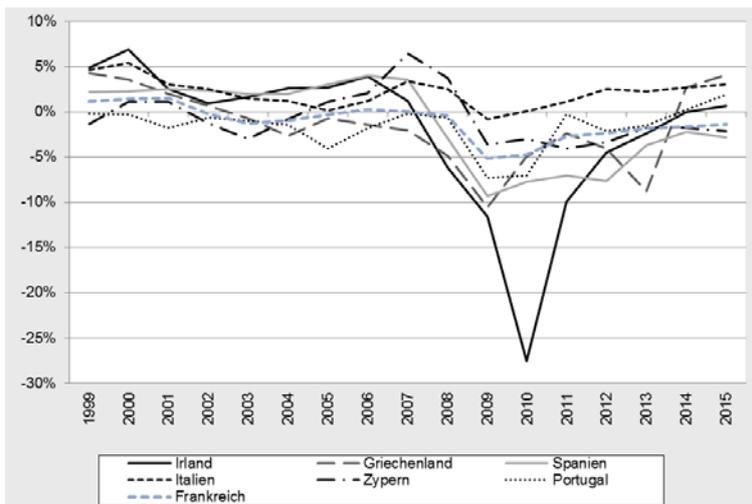
und Währungsunion noch Leistungsbilanzüberschüsse erzielen, so drehte der Saldo im Jahr 2005 ins Minus; seitdem vergrößerte sich das Leistungsbilanzdefizit auf zuletzt rund 2% in Relation zur Wirtschaftsleistung. Dies zeigt zusammen mit den steigenden Lohnstückkosten, dass die französische Wirtschaft immer mehr an internationaler Wettbewerbsfähigkeit einbüßt. Auch wenn das Ausmaß der Inlands- und Auslandsverschuldung noch nicht übermäßig hoch ist, zeigt die Entwicklung doch Reformbedarf in der französischen Wirtschaft auf. Die Verbesserung der Außenhandelsposition der meisten hier betrachteten Länder ist nicht allein auf sinkende Importe aufgrund der rückläufigen Inlandsnachfrage, sondern auch auf erste Erfolge hinsichtlich steigender Exporte zurückzuführen (Abbildung 9). Dies trifft vor allem auf Irland, Spanien und Portugal zu, aber auch Italien weist seit Mitte 2009 steigende Exporte auf, wengleich wegen des tiefen Einbruchs im Gefolge der Wirtschafts- und Finanzkrise das Vorkrisen-niveau noch nicht wieder erreicht werden konnte.

Abbildung 1: Finanzierungssaldo des Staates (in % des BIP)



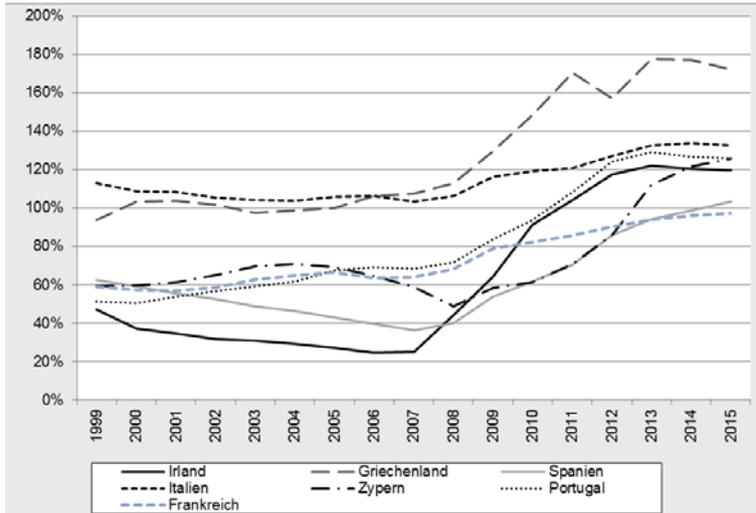
Quelle: Eurostat; Darstellung des IHS.

Abbildung 2: Primärsaldo des Staates (Finanzierungssaldo ohne Zinszahlungen, in % des BIP)



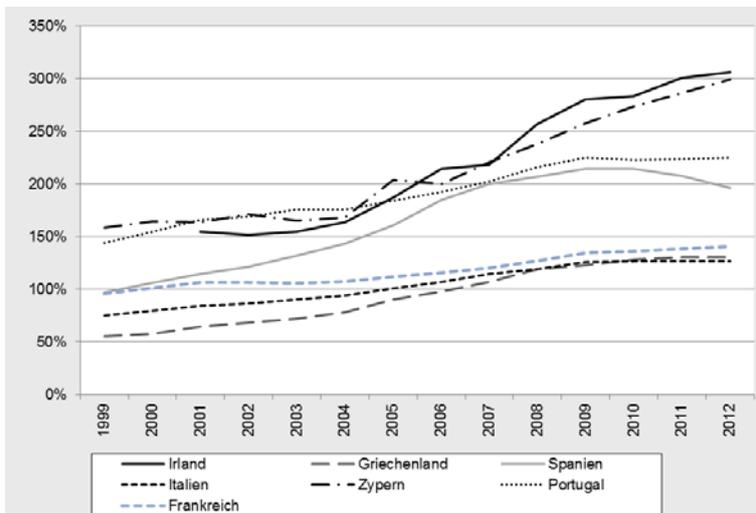
Quelle: Eurostat; Darstellung des IHS.

Abbildung 3: Öffentlicher Schuldenstand (in % des BIP)



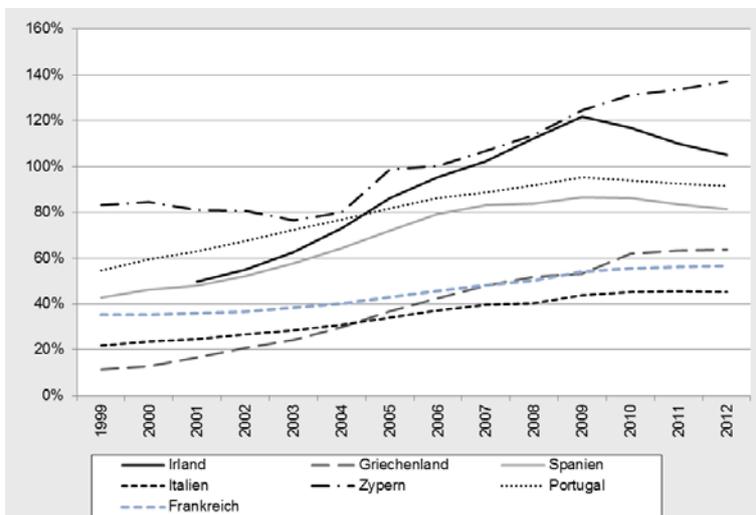
Quelle: Eurostat; Darstellung des IHS.

Abbildung 4: Verschuldung des Privatsektors (in % des BIP)



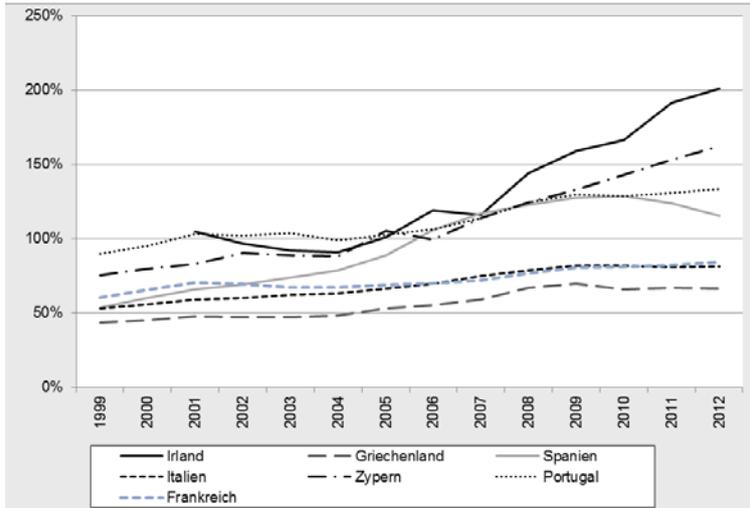
Quelle: Eurostat; Darstellung des IHS.

Abbildung 5: Verschuldung der privaten Haushalte (in % des BIP)



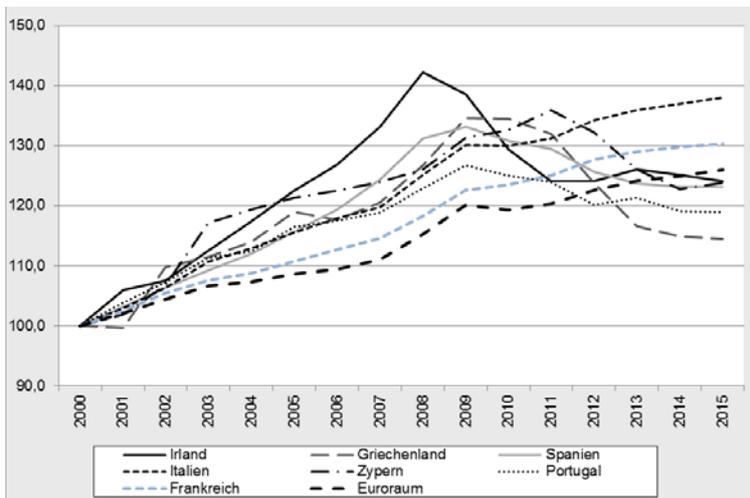
Quelle: Eurostat; Darstellung des IHS.

Abbildung 6: Verschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (in % des BIP)



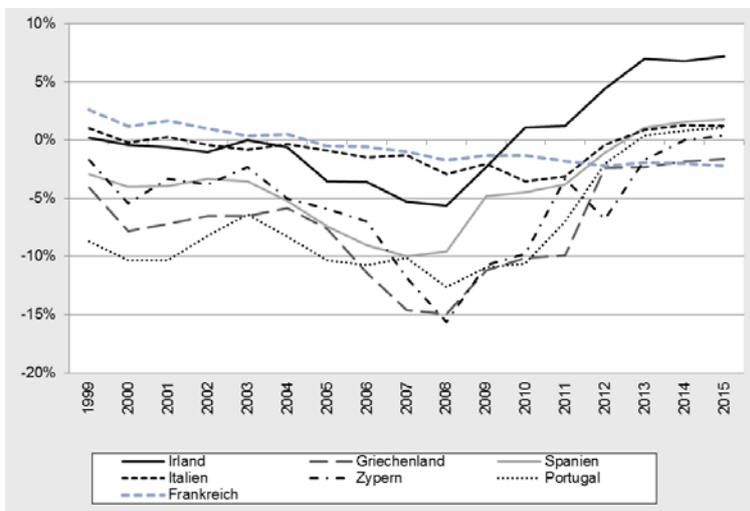
Quelle: Eurostat; Darstellung des IHS.

Abbildung 7: Lohnstückkosten (Index; 2000 = 100)



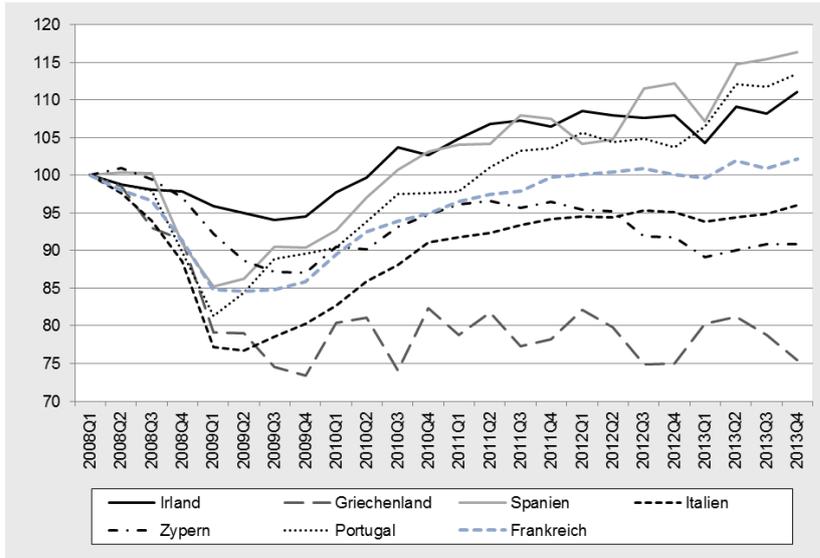
Quelle: Eurostat; Darstellung des IHS.

Abbildung 8: Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)



Quelle: Eurostat; Darstellung des IHS.

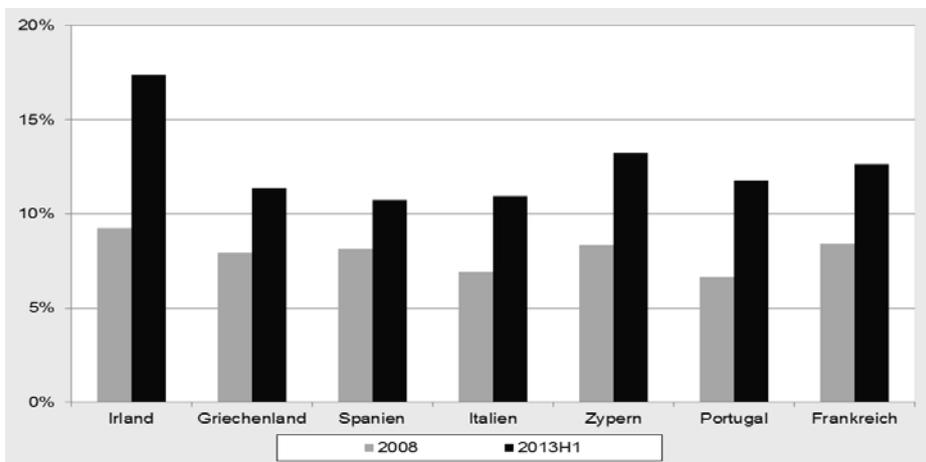
Abbildung 9: Exporte (real, saisonbereinigt; Index; 2008q1 = 100)



Quelle: Eurostat; Darstellung des IHS.

Neben den Fortschritten bei der Budgetkonsolidierung, der Wiedererlangung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und dem Abbau der Leistungsbilanzdefizite konnten die untersuchten Länder auch die Eigenkapitalausstattung der Banken seit Ausbruch der Krise verbessern. Auch hier steht Irland an der Spitze der positiven Entwicklung (Abbildung 10).

Abbildung 10: Eigenkapitalquoten der Banken (Tier 1-Kapital)



Quelle: EZB; Darstellung des IHS.

Auch wenn, mit Ausnahme Zyperns, in allen hier betrachteten Ländern Fortschritte beim Abbau der gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte und auf dem Weg zu einer Konsolidierung der öffentlichen Finanzen erzielt wurden, unterscheiden sich die Länder beträchtlich hinsichtlich des Tempos der Anpassungen und der bereits erzielten Erfolge. Was bisher erreicht wurde, hängt nicht zuletzt von dem Zeitpunkt ab, an dem der Reformprozess startete. Die Unterschiede in den Anpassungsfortschritten dürften auch mit der Qualität der Institutionen (etwa hinsichtlich Arbeitsmarktflexibilität oder bürokratischen Hemmnissen bei der Unternehmensgründung) in den betreffenden Ländern zusammenhängen (vgl. auch *Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose*, 2013).

Kritischer werden die Anpassungsfortschritte in einer Studie zur Entwicklung der Kreditfähigkeit beurteilt (*Gerken und Kullas*, 2014). Dort wird die Fähigkeit der Staaten zur Rückzahlung der Auslandskredite

und damit die Kreditfähigkeit beurteilt. In der Studie wird für jedes Land ein Kreditfähigkeits-Index erstellt, der am gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo und am Niveau der kapazitätssteigernden Investitionen ansetzt. Zu den kapazitätssteigernden Investitionen zählen die Autoren die Netto-Anlageinvestitionen der Unternehmen und des Staates. Gerken und Kullas (2014) kommen in ihrer Analyse zu dem Ergebnis, dass von den hier betrachteten Ländern allein Irland die Krise überwunden hat. Auch für Spanien wird eine kontinuierliche Verbesserung der Kreditfähigkeit konstatiert, allerdings müssen die hohe Verschuldung und Arbeitslosigkeit dringend abgebaut werden. Für Frankreich werden die Konsolidierung der Staatsfinanzen und institutionelle Reformen angemahnt, um die Wettbewerbsfähigkeit des Landes zu verbessern. Die seit 2009 zu beobachtende Erosion der Kreditfähigkeit Italiens hält an, da die notwendigen Reformen und Konsolidierungsmaßnahmen von der italienischen Regierung bisher nicht ergriffen wurden. Auch erodiert die portugiesische Kreditfähigkeit noch immer. Dem Land werden aber erhebliche Anstrengungen und Anpassungen zugestanden. Für Griechenland stellen Gerken und Kullas (2014) fest, dass die Kreditfähigkeit des Landes weiter verfällt, und zwar deutlich schneller als die aller anderen Länder im Euroraum. Zypern wird aufgrund einer unzureichenden Datenbasis in der Untersuchung ausgeklammert.

Alles in allem verlaufen die Anpassungsprozesse in den Krisenländern zäh und dürften noch einige Zeit in Anspruch nehmen. Eine durchgreifende Erholung der Realwirtschaft kann bisher allein in Irland beobachtet werden. Dort sinkt inzwischen die Arbeitslosigkeit, allerdings ausgehend von einem sehr hohen Niveau. Die hartnäckige Arbeitslosigkeit ist auch ein großes, wenn nicht das größte Problem in den anderen Krisenstaaten. Trotz der Fortschritte bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte ist zudem noch keine Verbesserung hinsichtlich der Schuldenstände zu erkennen. So haben sich die öffentliche und die private Verschuldung wie auch die Verschuldung gegenüber dem Ausland bisher in den meisten Ländern bestenfalls stabilisiert. Die bereits erreichten Anpassungen stellen zwar Schritte in die richtige Richtung dar. Die Verwundbarkeit für erneute Krisen bleibt aber hoch. Der weitere Erfolg der Reformen hängt davon ab, ob es gelingt, die mit enormen sozialen Kosten verbundenen Anstrengungen aufrecht zu erhalten. Dies dürfte politisch nur dann durchsetzbar sein, wenn sich die Perspektiven auf dem Arbeitsmarkt bald verbessern.

Institutionelle Reformen und Finanzhilfen in der EU

Finanzhilfen für in Not geratene Mitgliedstaaten

Als Reaktion auf die Finanz- und Wirtschaftskrise wurden auf Ebene der EU bzw. des Euroraums zahlreiche institutionelle Reformen auf den Weg gebracht. Dabei stand zunächst im Vordergrund, eine Insolvenz jener Mitgliedstaaten zu verhindern, die plötzlich mit überhöhten Zinsen konfrontiert waren und dadurch in Liquiditäts- und Solvenzprobleme gerieten. Zu diesem Zweck wurden zuerst auf bilateraler Ebene den betroffenen Staaten Kredite gewährt und später Finanzhilfeeinrichtungen geschaffen, die wiederum zuerst zeitlich befristet und später unbefristet waren. Das erste Land, das Finanzhilfe in Anspruch nehmen musste, war im Mai 2010 Griechenland. Dem Land wurden von den übrigen Euroraum-Mitgliedsländern und vom Internationalen Währungsfonds (IWF) Kredite gewährt. Diese sind an strikte Reformauflagen gebunden, deren Umsetzung von einem Expertengremium von Europäischer Kommission, EZB und IWF (die „Troika“) überwacht wird. Als sich zeigte, dass die Kredite nicht ausreichten, um das Vertrauen der Marktteilnehmer wiederherzustellen, wurde die Gründung eines temporären Rettungsfonds beschlossen, der hauptsächlich Garantien beinhaltete. Dieser Rettungsschirm bestand aus dem „Europäischen Finanzstabilitätsmechanismus – EFSM“ und der „Europäischen Finanzstabilitätsfazilität – EFSF“. Als sich zeigte, dass diese temporären Rettungsschirme noch immer nicht ausreichten, um die Finanzmärkte zu stabilisieren und das Vertrauen der Marktteilnehmer in das dauerhafte Weiterbestehen des Euroraums wiederherzustellen, wurde im Jahr 2012 der „Europäische Stabilitätsmechanis-

mus – ESM“ ins Leben gerufen. Im Gegensatz zu seinen temporären Vorgängern ist der ESM zeitlich unbefristet und mit eigenem Grundkapital ausgestattet. Zusätzlich gewähren die Mitgliedstaaten Garantien. Auch die Kredite des ESM sind an strikte Reformauflagen gebunden.

Reformen der wirtschaftspolitischen Zusammenarbeit

Neben der Gewährung von Finanzhilfen zur akuten Krisenbewältigung wurden zahlreiche Reformen des wirtschaftspolitischen Regelwerks initiiert. Die Reformen zielen darauf ab, durch eine stärkere wirtschaftspolitische Koordination und gegenseitige Überwachung das Entstehen schwerer makroökonomischer oder fiskalischer Ungleichgewichte frühzeitig zu erkennen und entsprechende Gegenmaßnahmen zu setzen. Damit soll letztlich verhindert werden, dass sich Mitgliedstaaten wieder gezwungen sehen, anderen Mitgliedsländern Finanzhilfen zu gewähren. Solche bail-outs sollten durch den Vertrag von Maastricht und den Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) eigentlich ausgeschlossen werden, aber diese Regeln haben sich als nicht glaubwürdig erwiesen. Deshalb wurde im Zuge der Reformen auch der SWP gestärkt, und es wurde neben dem jährlichen Budgetdefizit die Staatsverschuldung verstärkt in den Blick genommen. Die Mitgliedstaaten verpflichteten sich, Schuldenbremsen zu implementieren, die einen glaubwürdigen Abbaupfad überhöhter Schuldenstände vorsehen. Außerdem wurde der Erkenntnis, dass eine zu geringe Eigenkapitalausstattung der Geschäftsbanken das reibungslose Funktionieren nicht nur des geldpolitischen Transmissionsmechanismus, sondern letztlich der gesamten Währungsunion gefährdet, durch die Initiierung der Europäischen Bankenunion Rechnung getragen. All diese neuen Regelungen und Institutionen zielen darauf ab, den Euroraum krisenfester zu machen, um ähnliche Entwicklungen wie in den Jahren 2008/2009 künftig möglichst zu verhindern (vgl. *Weyerstraß*, 2013).

Im Einzelnen umfassen die institutionellen Reformen das „Europäische Semester“, den „Sixpack“ sowie den „Vertrag über Stabilität, Koordination und Regierungsführung“, wovon der fiskalpolitische Teil als „Fiskalvertrag“ bezeichnet wird. Der „Sixpack“ umfasst nicht nur Regelungen zur fiskalpolitischen Überwachung und Koordination, sondern er sieht auch eine verstärkte makroökonomische Überwachung im Rahmen des neuen „Verfahrens zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte“ vor. Die einzelnen Reformen und neuen Institutionen werden im Folgenden näher betrachtet.

Im Rahmen des **Europäischen Semesters** koordinieren die EU-Mitgliedstaaten ihre Wirtschafts- und Finanzpolitik stärker. Das Europäische Semester beginnt mit einem detaillierten jährlichen Bericht der EU-Kommission zu den Fortschritten, die jeder Mitgliedstaat hinsichtlich der Umsetzung der Europa 2020-Strategie erzielt hat. Darauf aufbauend werden genaue Empfehlungen hinsichtlich bisheriger Versäumnisse und der notwendigen künftigen wirtschaftspolitischen Schwerpunktsetzung abgeleitet. Auf Basis dieser Empfehlungen erarbeiten die einzelnen Mitgliedsländer Nationale Reformprogramme sowie mittelfristige Budgetprogramme im Rahmen der Stabilitäts- bzw. Konvergenzprogramme. Diese werden dann auf europäischer Ebene beraten.¹

Als **Sixpack** werden insgesamt sechs europäische Rechtstexte bezeichnet, welche die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes und das neue Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte auf den Weg brachten. Das Maßnahmenpaket trat am 13. Dezember 2011 in Kraft. Der SWP wurde in dreierlei Hinsicht gestärkt. Er sieht nun (a) eine bessere ex-ante Koordination der nationalen Haushaltspolitiken, (b) einen besseren korrektiven Arm mit einer Berücksichtigung des Schuldenstandes und neuen abgestuften Durchsetzungsmechanismen sowie (c) eine Ergänzung durch Mindestanforderungen an die nationalen Haushaltsrahmen vor. Mitgliedstaaten, die ihr mittelfristiges Budgetziel (*medium term objective* – MTO) noch nicht erreicht haben, müssen ihren strukturellen Haushaltssaldo jährlich um 0,5% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt verbessern. Ergänzt wird diese Regel durch eine Ausgabenregel, aufgrund derer das jährliche Primärausgabenwachstum (öffentliche Ausgaben abzüglich Zins-

¹ Vgl. http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/2012-03-14_six_pack_en.htm sowie <https://www.bmf.gv.at/wirtschaftspolitik/wirtschafts-waehrungspolitik-eu/sixpack.html>.

zahlungen) eine mittelfristige Referenz-Wachstumsrate nicht überschreiten darf, es sei denn, das MTO wurde bereits erreicht. Neu durch die Sixpack-Reform ist auch die Einführung einer Schuldenregel, die vorsieht, dass der Abstand zwischen der 60%-Grenze (Staatsschulden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) und der tatsächlichen Schuldenquote durchschnittlich um 1/20 pro Jahr verringert werden muss. Ergänzt werden diese Regeln durch neue, schneller greifende und abgestufte finanzielle Sanktionen.

Am 1.1.2013 trat der **Fiskalpakt** in Kraft, der von allen EU-Mitgliedstaaten außer Großbritannien und der Tschechischen Republik beschlossen wurde. Im Gegensatz zum Sixpack stellt der Fiskalpakt keine neuen fiskalpolitischen Regeln auf, sondern ergänzt und vertieft das bereits bestehende EU-Regelwerk. Kernelement des Fiskalpakts ist die Anforderung an die Mitgliedstaaten, eine Schuldenbremse zu implementieren. Diese Schuldenbremse beschränkt den maximal erlaubten jährlichen strukturellen Haushaltsaldo auf -1% des Bruttoinlandsprodukts bzw. -0,5% des BIP für Länder mit einer Schuldenquote über 60%. Begleitend zu dieser Regel muss ein Korrekturmechanismus implementiert werden, der etwaige Abweichungen vom erlaubten Schwellenwert automatisch korrigiert. Dazu muss ein unabhängiger Fiskalrat, der die nationale Umsetzung überwacht, eingerichtet werden. Zusätzlich sieht der Fiskalpakt eine stärkere wirtschaftspolitische Koordinierung auf europäischer Ebene vor.²

Als Ergänzung des Sixpack hat die EU-Kommission zwei weitere Rechtstexte zur Stärkung der haushaltspolitischen Überwachung vorgelegt. Der Fokus dieser beiden als „**Twopack**“ bezeichneten Rechtstexte liegt auf der Intensivierung der haushaltspolitischen Überwachung der Mitgliedstaaten der Währungsunion, insbesondere von Mitgliedstaaten mit finanziellen Problemen. Mitgliedstaaten, die sich in einer schweren finanziellen Krise befinden, werden künftig einer verstärkten Überwachung durch die EU-Kommission unterzogen. Werden von der Krise in dem betroffenen Mitgliedstaat negative Auswirkungen auf die Stabilität des gesamten Euroraums befürchtet, kann die EU-Kommission dem Mitgliedstaat ein makroökonomisches Anpassungsprogramm empfehlen.³

In der Wirtschaftskrise hat sich nicht nur das bisherige Regelwerk zur finanzpolitischen Überwachung als unzureichend herausgestellt. Daneben erwies es sich auch als problematisch, dass kein dem Stabilitäts- und Wachstumspakt (der auf die Fiskalpolitik ausgerichtet ist) vergleichbares Verfahren zur Überwachung der (allgemeinen) Wirtschaftspolitiken in den Mitgliedstaaten existierte, sodass in einigen Ländern erhebliche gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte mit Risiken für die makroökonomische Stabilität des Euroraums und der EU insgesamt entstehen konnten. Vor diesem Hintergrund zielt das neue **Verfahren zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte** darauf ab, Mitgliedstaaten zu identifizieren, die durch bestehende oder drohende makroökonomische Ungleichgewichte die Stabilität der eigenen Wirtschaft, der Währungsunion und der EU als Ganzes gefährden oder gefährden könnten. Gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte können etwa aus einer überhitzten Binnenkonjunktur, wachsenden gesamtwirtschaftlichen Kreditvolumina oder stark steigenden Häuserpreisen resultieren. Das Augenmerk des Verfahrens liegt insbesondere auf Mitgliedstaaten mit ungelösten strukturellen Problemen und Schwächen in der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Das makroökonomische Überwachungsverfahren ist in das Europäische Semester eingebettet. Ein Frühwarnmechanismus soll dabei helfen, gesamtwirtschaftliche Risiken in den EU-Mitgliedstaaten in einem frühen Stadium zu erkennen. Schlägt das Frühwarnsystem, ein sogenanntes indikatorengestütztes Scoreboard, bei einem Mitgliedstaat an, wird dieser einer eingehenden Analyse unterzogen. Das Scoreboard umfasst insbesondere die folgenden Indikatoren: Außenhandelsbilanz, Spareinlagen und Investitionen, effektive Wechselkurse, Exportmarktanteile, kostenabhängige und kostenunabhängige Wettbewerbsfähigkeit, Produktivität, Verschuldung des privaten und des öffentlichen Sektors, Wohnimmobilienpreise, Kreditflüsse, Finanzsysteme und Arbeitslosigkeit. Ergibt die Analyse, dass ein schädliches Ungleichgewicht besteht

² Vgl. <https://www.bmf.gv.at/wirtschaftspolitik/wirtschafts-waehrungspolitik-eu/fiskalpakt.html>.

³ Vgl. <https://www.bmf.gv.at/wirtschaftspolitik/wirtschafts-waehrungspolitik-eu/twopack.html>.

bzw. unmittelbar droht, erhält der betreffende Mitgliedstaat eine Empfehlung, dieser Entwicklung entgegenzuwirken. Ergibt die vertiefte Analyse, dass in einem Mitgliedstaat bereits besonders schwere Ungleichgewichte mit negativen Auswirkungen auf andere Länder bestehen, so wird der Mitgliedstaat verpflichtet, diese durch geeignete Abhilfemaßnahmen zu korrigieren.⁴

Im Zuge des Verfahrens zur Vermeidung makroökonomischer Ungleichgewichte hat die Europäische Kommission im Jahr 2013 die Mitgliedstaaten einer vertieften Überprüfung unterzogen. Am 5. März 2014 wurden die Ergebnisse dieser vertieften Überprüfung veröffentlicht (*Europäische Kommission*, 2014b). In der Analyse kommt die EU-Kommission zu dem Ergebnis, dass in Belgien, Bulgarien, Deutschland, Irland, Spanien, Frankreich, Kroatien, Italien, Ungarn, den Niederlanden, Slowenien, Finnland, Schweden und dem Vereinigten Königreich makroökonomische Ungleichgewichte bestünden. Dabei wurden für Kroatien, Italien und Slowenien übermäßige Ungleichgewichte konstatiert. Im Einklang mit den Empfehlungen des Europäischen Rates an die Mitglieder des Euroraums plant die EU-Kommission ein spezielles Monitoring für die politischen Maßnahmen, die der Europäische Rat den Mitgliedstaaten mit übermäßigen Ungleichgewichten (Kroatien, Italien und Slowenien) sowie den Ländern mit Ungleichgewichten, die durchgreifender Maßnahmen bedürfen (Irland, Spanien und Frankreich), empfohlen hat. In der Gruppe der größten Mitgliedstaaten des Euroraums empfiehlt die Europäische Kommission, die wirtschaftspolitischen Prioritäten wie folgt zu setzen: Stärkung der Binnennachfrage und des mittelfristigen Wachstums in Deutschland, Behebung von Engpässen für das mittelfristige Wachstum bei gleichzeitiger Fortsetzung der Strukturreform und Haushaltskonsolidierung in Frankreich und Italien sowie Fortsetzung des geordneten Schuldenabbaus und des strukturellen Umbaus der Wirtschaft zur Gewährleistung nachhaltigen Wachstums und Bewältigung der sozialen Probleme in Spanien.

Für Deutschland hat die Europäische Kommission (2014b) ein makroökonomisches Ungleichgewicht festgestellt, weil die deutsche Volkswirtschaft aufgrund ihrer hohen internationalen Wettbewerbsfähigkeit hohe Leistungsbilanzüberschüsse erzielt. Die EU-Kommission empfiehlt, Maßnahmen zur Stärkung der Binnennachfrage zu setzen. Eine solche Empfehlung ist aus mehreren Gründen problematisch. Die Binnennachfrage kann zwar prinzipiell durch eine expansive Fiskalpolitik angeregt werden. Dadurch würde aber der ohnehin schon hohe öffentliche Schuldenstand noch weiter steigen. Lohnerhöhungen unterliegen der Tarifautonomie, womit sie sich dem staatlichen Einfluss weitgehend entziehen, und bedeuten zudem höhere Kosten für die Unternehmen, was deren Gewinne und damit die Investitionen und die internationale Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigen würde. Eine Möglichkeit des staatlichen Eingriffs in die Lohnbildung besteht in der Festlegung gesetzlicher Mindestlöhne. Mindestlöhne dürften aber die strukturelle Arbeitslosigkeit erhöhen und das Wachstumspotenzial der Volkswirtschaft beeinträchtigen. Und schließlich ist es nicht sicher, dass eine höhere deutsche Importnachfrage den anderen Ländern im Euroraum zugute käme. Welche Produkte nachgefragt werden, hängt von den Präferenzen der Konsumenten und den relativen Preisen ab. Die Unternehmen in den Ländern mit außenwirtschaftlichen Defiziten müssten also Produkte anbieten, die von den Konsumenten oder Unternehmen in den Überschussländern nachgefragt werden, und dies zu international konkurrenzfähigen Preisen. Darüber hinaus sollte in einer Währungsunion die Leistungsbilanz des gesamten Währungsraums gegenüber dem Rest der Welt und nicht die Leistungsbilanzsalden zwischen den Mitgliedstaaten betrachtet werden; und die Leistungsbilanz des Euroraums gegenüber dem Rest der Welt ist leicht positiv.

Europäische Bankenunion

Die Finanzkrise hat gezeigt, dass es dringend erforderlich ist, mit einer Bankenunion die Krisenrobustheit des Bankensektors zu stärken. Die bereits beschlossenen und die geplanten weiteren Eckpunkte werden

⁴ Vgl. http://www.bundesfinanzministerium.de/Web/DE/Themen/Europa/Stabilisierung_des_Euroraums/Neue_wirtschaftspolitische_Steuerung/Wirtschaftspolitisches_Ueberwachungsverfahren/wirtschaftspolitisches_ueberwachungungsverfahren.html.

in diesem Abschnitt näher beleuchtet (vgl. dazu *Keuschnigg*, 2014a und 2014b). Am 15. Oktober 2013 hat der Ecofin-Rat die Verordnung über den einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM, *single supervisory mechanism*) mit der Übertragung der Aufsichtsaufgaben an die Europäische Zentralbank verabschiedet. Eckpunkte der einheitlichen Aufsicht sind: Alle **Euro-Länder** nehmen automatisch am SSM teil, weitere EU-Länder mit eigener Währung können freiwillig teilnehmen. Das **Aufsichtsgremium** besteht aus dem Vorsitzenden mit maximal fünfjähriger Amtszeit, einem stellvertretenden Vorsitzenden aus dem Kreis des EZB-Direktoriums, vier Vertretern der EZB und je einem Vertreter der nationalen Aufsichtsbehörde. Die **EZB** beaufsichtigt die bedeutenden Kreditinstitute direkt, die übrigen Banken unterstehen weiter der **nationalen Aufsicht** (in Österreich ist dies die Finanzmarktaufsicht). Die EZB wird etwa 130 **Großbanken**, die fast 85% der Bankaktiva im Euroraum halten und in jedem Land zumindest die drei größten Institute umfassen, direkt beaufsichtigen. Die EZB wird bis zum Start der Aufsicht im November 2014 die Großbanken mit Stresstests prüfen und eine **Bewertung ihrer Aktiva-Qualität** vornehmen.

Nachdem sich der Europäische Rat am 18. Dezember 2013 auf die allgemeinen Prinzipien des einheitlichen Abwicklungsmechanismus (SRM, *single resolution mechanism*) geeinigt hat, stehen nunmehr auch die Eckpunkte dieses Teils der europäischen Bankenunion fest. Da das EU-Parlament der Bankenunion zustimmen muss, waren nach der Einigung des Europäischen Rats noch langwierige Verhandlungen zwischen den beteiligten Institutionen notwendig. Am 20. März 2014 einigten sich schließlich Unterhändler von EU-Parlament, Mitgliedsländern und EU-Kommission über die folgenden Pfeiler des Abwicklungsmechanismus: Der SRM umfasst **alle Banken** unter dem einheitlichen Aufsichtsmechanismus SSM. Es wird ein einheitlicher **Abwicklungsfonds** (SRF, *single resolution fund*) mit gemeinsamen und nationalen „Kammern“ eingerichtet, der aus nationalen Bankenbeiträgen gespeist wird und als Zielgröße 1% der garantierten Einlagen bzw. etwa 55 Mrd. Euro erreichen soll. Die Beiträge sollen sich am Risikoprofil der Banken orientieren. Die Abgaben fließen zunächst in die nationalen Kammern des Fonds und werden über 8 Jahre (ursprünglich waren 10 Jahre vorgesehen) schrittweise vergemeinschaftet. Nach einem Jahr werden 40% der vorhandenen Mittel als gemeinsamer Topf behandelt, nach dem zweiten Jahr kommen weitere 20% hinzu, der Rest wird über die verbleibenden 6 Jahre der Aufbauphase in gleichen Tranchen vergemeinschaftet. Falls in der Aufbauphase die Mittel des Fonds nicht ausreichen, soll als **Auffanglösung** zunächst eine Brückenfinanzierung aus nationalen Quellen erfolgen, die im Nachhinein durch zusätzliche Bankabgaben wieder eingetrieben wird. Im Notfall kann ein Staat einen Kredit des ESM beantragen. Die nationalen Kammern können sich auch gegenseitig Kredite geben. Nach 8 Jahren soll ein gemeinsamer Fonds entstehen, der dem SRF eine Kreditaufnahme auf dem Kapitalmarkt ermöglicht. Der SRM wird von einem **Board** geleitet, der aus Exekutivdirektor, vier gewählten Vollzeit-Mitgliedern und Vertretern aller nationalen Abwicklungsbehörden besteht. EZB und Europäische Kommission haben Beobachterstatus. Das Europäische Parlament stimmte am 15. April 2014 beiden Bestandteilen, dem Aufsichtsmechanismus und dem Abwicklungsmechanismus, zu. Die Bankenunion kann somit im November 2014 starten. In der nun beschlossenen Bankenunion ist kein gemeinsames, supranationales Einlagensicherungssystem vorgesehen. Die Regelungen sehen bisher vor, dass jeder Mitgliedstaat über einen Einlagensicherungsfonds verfügt, der ex ante mit angemessenen Mitteln ausgestattet wird. Darüber hinaus wird ein freiwilliger Mechanismus der gegenseitigen Kreditvergabe zwischen den Einlagensicherungssystemen verschiedener EU-Länder eingerichtet. Andere Formen der Vergemeinschaftung sind gegenwärtig nicht vorgesehen (*Europäische Kommission*, 2014a).

Die Bankenunion geht sicher in die richtige Richtung. Es bleibt aber abzuwarten, ob sie hinreichend ist, um die Probleme im europäischen Bankensektor dauerhaft zu lösen. Bei der Ausgestaltung der Bankenunion sollte es jedenfalls darum gehen, das Bankensystem zu stabilisieren und den Teufelskreis aus Staatschulden- und Bankenkrise zu durchbrechen. Dafür ist es entscheidend, dass Entscheidungskompetenz und Haftung in einer Hand liegen. Dazu gehört insbesondere, dass Gläubiger und Eigentümer im Krisenfall haften, bevor die Steuerzahler herangezogen werden. Dementsprechend sollten Instrumente

für die Beteiligung von Anlegern und Eigentümern gestärkt werden, vor allem durch eine substantielle Erhöhung der Eigenkapitalbasis. Aber auch eine internationale Risikoteilung, die unter bestimmten Voraussetzungen eben auch die Beteiligung der Steuerzahler glaubwürdig und gerecht regelt, gehört dazu. Bei ernsthaften Krisen im Bankensystem kann sich ein von den Banken selbst gefüllter Fonds rasch als nicht hinreichend erweisen, um die Krise einzudämmen. Die Beteiligung der Steuerzahler sollte jedenfalls die *Ultima Ratio* sein, und die Verfahren zur Abwicklung insolventer Kreditinstitute sowie zum Heranziehen der Steuerzahler sollten klar und transparent geregelt werden.

Bewertung der Anpassungen und Reformen

Ob die neuen Institutionen und Regeln zur finanz- und wirtschaftspolitischen Koordinierung und Überwachung sowie die Bankenunion hinreichend sind, um den Euroraum krisenrobust zu machen, wird sich erst im Praxistest zeigen. Die jüngste Krise hat jedenfalls deutlich gemacht, dass die bisherigen Institutionen nicht ausreichend waren, um zu verhindern, dass fiskalpolitisches Fehlverhalten einzelner Mitgliedsländer andere Staaten in Mitleidenschaft zog. Auch waren die Regeln nicht hinreichend, um das Entstehen makroökonomischer Ungleichgewichte zu verhindern, die in einer Wirtschafts- und Währungsunion ebenfalls andere Mitgliedsländer beeinträchtigen können. Allerdings waren die wirtschafts- und finanzpolitischen Regeln und Institutionen auch nicht für die Bewältigung einer Staatsschuldenkrise von den Ausmaßen, wie sie dann tatsächlich auftrat, vorgesehen (*Honkapohja 2013*). Während die politischen Entscheidungsträger zu Beginn der Krise eher auf die immer neuen Entwicklungen und Verschärfungen reagierten („Feuerwehr“) als pro-aktiv zu agieren, haben sie im Lauf der Zeit mehr und mehr das Heft des Handelns in die Hand genommen und den Euroraum mit Blick auf die bessere Bewältigung künftiger Krisen robuster gemacht. Die neuen Regeln sollten insofern die Widerstandsfähigkeit gegenüber negativen Schocks und damit letztlich das Wachstumspotenzial des Euroraums stärken.

Eine konsequente Umsetzung der eingeleiteten Reformen sollte dazu beitragen, den Teufelskreis aus nachlassender Wettbewerbsfähigkeit und geringem Wachstumspotenzial, übermäßiger Staatsverschuldung und Problemen mit unterkapitalisierten Banken zu durchbrechen. Bei den Reformen auf europäischer Ebene muss aber in jedem Fall auf ein ausgewogenes Verhältnis von Zentralisierung und Dezentralisierung geachtet werden. Bei der Frage, wie weit Zentralisierung gehen soll, sollte immer das – nicht zuletzt in den Europäischen Verträgen verankerte – Subsidiaritätsgebot beachtet werden. Die Vielfalt in Europa erfordert einen dezentralen Ansatz, in dem die politischen Entscheidungen möglichst nahe am Bürger getroffen werden. Dezentralisierung stärkt die demokratische Legitimierung politischer Entscheidungen. Auf der anderen Seite sollten die Nationalstaaten in ihrem eigenen Interesse in bestimmten Bereichen Kompetenzen auf die zentrale Ebene verlagern, wenn dadurch negative externe Effekte auf andere Mitgliedstaaten verhindert oder zumindest eingedämmt werden können. Ein wichtiges Beispiel, wo eine zentrale Lösung ökonomisch Sinn macht, ist jedenfalls die Europäische Bankenunion. Die Bürger in Europa müssen aber akzeptieren, dass auch innerhalb einer Währungsunion das Einkommensniveau stark divergieren kann, abhängig insbesondere vom Bildungsstand, von Forschung und Entwicklung, Innovationen, produktivitätssteigernden Investitionen und dem institutionellen Umfeld. Eine möglicherweise politisch gewollte Umverteilung in Europa sollte explizit und transparent sein, beispielsweise im Rahmen der EU-Strukturfonds, aber nicht verdeckt im Rahmen finanzieller Hilfszahlungen infolge falscher politischer Entscheidungen erfolgen. Klare Regeln und Institutionen sind erforderlich, um zu verhindern, dass einzelne Staaten notwendige Reformen verschleppen und sich auf die Solidarität der anderen Mitgliedsländer verlassen. Nicht zuletzt, um die Akzeptanz der Europäischen Union im Allgemeinen und der Währungsunion im Speziellen zu fördern, muss verhindert werden, dass (wirtschafts)politische Entscheidungen in einzelnen Mitgliedsländern negative Folgen für andere Mitgliedsländer zeitigen.

Literatur

- Beetsma, R., Giuliodori, M. (2010): The Macroeconomic Costs and Benefits of the EMU and Other Monetary Unions: An Overview of Recent Research, *Journal of Economic Literature*, 48, 603-641.
- De Grauwe, P. (2009): *Economics of a Monetary Union*, Oxford University Press.
- Europäische Kommission (2014a): Umfassende Reaktion der EU auf die Finanzkrise: Wichtige Schritte in Richtung solider Rahmenbestimmungen für den Finanzsektor in Europa und einer Bankenunion für den Euroraum, MEMO/14/57 vom 24.01.2014.
- Europäische Kommission (2014b): Ergebnisse der vertieften Überprüfungen nach Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 über die Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte, Mitteilung der Europäischen Kommission an das Europäische Parlament, den Rat und die Eurogruppe, COM(2014) 150 vom 5.3.2014, download unter: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/documents/2014-03-05_in-depth_reviews_communication_de.pdf.
- Europäische Kommission (2014c): European Economic Forecast, Winter 2014, European Economy 2/2014.
- Gerken, L., Kullas, M. (2014): cepDefault-Index 2014: Zur Entwicklung der Kreditfähigkeit der Problemländer der Euro-Zone, cepStudie, Februar 2014.
- Honkapohja, S. (2013): The euro crisis: a view from the North, Bank of Finland Research Discussion Papers 12/2013.
- Keuschnigg, Ch. (2014a): Bankenunion, IHS-Standpunkt Nr.17, Wien.
- Keuschnigg, Ch (2014b): ÖGfE Policy Brief 1, 2014, Österreichische Gesellschaft für Europapolitik.
- Keuschnigg, Ch. (2013): The Future of the Eurozone, in Bundesministerium für Wirtschaft, Familie und Jugend (Hrsg.): *Visions for Economic Policy Coordination in Europe*, 72-94, Wien.
- Lane, P.R. (2012): The European Sovereign Debt Crisis, *Journal of Economic Perspectives*, 26, 49-68.
- Lane, P.R. (2006): The Real Effects of European Monetary Union, *Journal of Economic Perspectives*, 20, 47-66.
- O'Rourke, K.S., Taylor, A.M. (2013): Cross of Euros, *Journal of Economic Perspectives*, 27(3), Summer 2013, 167–192.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2013): Deutsche Konjunktur erholt sich – Wirtschaftspolitik stärker an der langen Frist ausrichten, Frühjahrsgutachten 2013, Halle (Saale).
- Sapir, A. (2011): European Integration at the Crossroads: A Review Essay on the 50th Anniversary of Bela Belassa's Theory of Economic Integration, *Journal of Economic Literature*, 49, 1200-1229.
- Shambaugh, J.C. (2012): The Euro's Three Crisis, *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Weyerstraß, K (2013): Europäische Integration fördert Wachstum und Wohlstand, *Wirtschaftspolitische Blätter*, 3, 541-556.