

"One Market, One Money" – Zwei Jahrzehnte später*

Peter Spahn

Zusammenfassung / Abstract

Für die alte Theorie optimaler Währungsräume waren asymmetrische Nachfrageschocks das Hauptproblem; deshalb sollten nur homogene Länder zugelassen werden. Wie schon der Delors-Report verschob der Report der Europäischen Kommission den Schwerpunkt von der Stabilitäts- zur Integrationspolitischen Perspektive. Der neue Ansatz einer endogen entstehenden optimalen Währungsunion betont in Anlehnung an die intertemporale Theorie der Zahlungsbilanz die Entwicklungsmöglichkeiten aufholender Volkswirtschaften. Der Verzicht auf den Wechselkurs erscheint nicht länger als Verlust, vielmehr sei die Aufhebung einer Zahlungsbilanzschränke ein Gewinn. Steigende Leistungsbilanzdefizite wurden von vielen Ökonomen als Entwicklungsmoment missverstanden. Der Kommissionsreport antizipierte dagegen mögliche Staatsbankrotte und die Notwendigkeit eines monetären Bail-out. Gerade der beschworene europäische Solidaritätsgedanke unterhöhlt die Glaubwürdigkeit einer marktwirtschaftlichen Norm der Selbstverantwortlichkeit der Nationalstaaten.

Old OCA theory recommends to unite homogenous countries so that their macroeconomic interrelations do not pose stabilisation problems. New OCA theory believes in endogenous OCA emergence if countries use the integrated financial market for catching-up. Whereas in theories of intertemporal optimisation agents and national economies succeed to go from indebtedness to development, in EMU they were tempted live beyond their budget constraint. Professional observers tended to tolerate high current account deficits and loss of competitiveness as temporary phenomena by relying on the Lawson Doctrine. Some EMU countries could avoid insolvency only by monetising their balance of payment deficit.

I. Einleitung

Der Report "One Market, One Money"¹, herausgegeben von der EUROPÄISCHEN KOMMISSION und verfasst von ihrem wissenschaftlichen Stab unter der Leitung von EMERSON, war nach dem DELORS-Report von 1989 ein Meilenstein auf dem Weg zur Gründung der EUROPÄISCHEN WÄHRUNGSUNION (EWU). Er markiert die Ablösung von der traditionellen THEORIE OPTIMALER WÄHRUNGSRÄUME (OCA) sowie die Öffnung zu neueren Ansätzen, die später als die ‚neue‘ OCA-Theorie bezeichnet wurden.² Auf dieser Grundlage erschien dann der Schritt zur Währungsunion im Nachhinein gerechtfertigt: "All in all the balance seems positive: the benefits outweigh the costs"³. Die danach in der EWU aufgetretenen massiven, systemischen Probleme lassen nun vermuten, dass dieser theoretische Fortschritt entweder wichtige Aspekte früherer Erkenntnisse verschüttet und/oder zentrale Probleme nicht erkannt hat.

* Der folgende Text stellt die stark gekürzte und überarbeitete Fassung eines Beitrags zum Symposium des Wirtschaftsarchivs Baden-Württemberg, Chancen und Risiken internationaler Integration' (Stuttgart 2012) dar. Die ursprüngliche Langfassung erscheint in einem Tagungsband.

¹ COMMISSION (1990).

² TAVLAS (1993).

³ MONGELLI (2008), S. 52.

Eine erneute Lektüre des Reports zeigt allerdings ein differenziertes Bild: Einerseits sind zentrale Mechanismen der Krise, insbesondere die Bereitschaft der Finanzmärkte, wachsende Verschuldungspositionen in den peripheren, aufholenden Volkswirtschaften der Euro-Zone zu ermöglichen, klar gesehen worden; auch findet sich im Report bereits das Szenario einer letztlich erzwungenen Monetisierung von Staatsschulden. Bei aller Fokussierung auf die Gefahr einer nicht (mehr) vom Markt gebremsten Staatsverschuldung bleibt das Problem exzessiver privater Verschuldung aber außerhalb des Blickfelds. Im Hintergrund dieser ‚Verdrängung‘ steht das Vertrauen in das Konzept der intertemporalen Zahlungsbilanztheorie, wonach auf rationalen individuellen Entscheidungen gegründete Leistungsbilanzdefizite Anzeichen und Notwendigkeit einer positiven volkswirtschaftlichen Entwicklung sind.

Im Folgenden wird insbesondere anhand des Kommissionsreports die These einer endogenen Entstehung eines optimalen Währungsraumes beleuchtet und danach die Gegenthese entwickelt, dass mit dem Übergang von einer stabilitäts- zu einer integrationspolitischen Norm, die den konzeptionellen Unterschied zwischen den OCA-Theorien erster und zweiter Generation bildet, der Weg in makroökonomische Ungleichgewichte vorgezeichnet war. Mit der Aufhebung von Zahlungsbilanzrestriktionen ermöglichte der Markt ein Ausmaß an Integration, das die nationalen und supranationalen Kontrollinstitutionen überforderte. Die daraus entstehenden Liquiditäts- und Solvenzkrisen sind schon Mitte der 2000er Jahre prognostiziert worden. Abschließend ist zu fragen, in welcher Weise die ‚soft budget constraints‘ durch institutionelle Reformen in der EWU gelöst werden könnten; bereits im Kommissionsreport findet sich dazu eine aus systematischen Gründen eher pessimistische Antwort.

II. Von der Stabilisierung zur Integration: Endogenität des optimalen Währungsraums

Die tradierte OCA-Theorie behandelt die Frage, unter welchen Bedingungen gegenläufige makroökonomische Nachfrageschocks in einer Gruppe von Volkswirtschaften mit oder ohne Zuhilfenahme von Wechselkursanpassungen bearbeitet werden sollten. Die in diesem Zusammenhang angestellten Analysen tragen unverkennbar das Signum der 1960er Jahre: Angebotsschocks, autonomer Lohn- und Preisdruck bei sinkender Produktivität und Inflationserwartungen spielten noch kaum eine Rolle. Die Redeweise von Schocks vermittelte das Bild von additiven, punktuell auftretenden Störungen, die temporäre Abweichungen vom Gleichgewicht, jedoch keine konjunkturelle Bewegung anzeigen. Der Wechselkurs erschien noch als beliebig steuerbares Instrument der Wirtschaftspolitik; man hatte noch keine Erfahrungen mit dem Wechselkurs als einem komplexen Finanzmarktpreis, dessen phasenweise große Volatilität ein eigenes Instabilitätspotential darstellt.

Im Kern behandelte diese OCA-Theorie primär stabilitätspolitische Probleme, weniger das Thema der Integration. Mit diesem Ansatz hätte man eine europäische Währungsunion schwerlich begründen können, zumal die hier als Voraussetzung für einen Verzicht auf das Wechselkursinstrument geforderten Bedingungen der Lohn- und Preisfle-

xibilität sowie der Arbeitsmobilität kaum gegeben waren. "The 'theory of optimum currency areas' provides a too narrow and somewhat outdated framework of analysis".⁴ Dieser Ansatz weise ein "downward bias" im Hinblick auf die erwartbaren Vorteile einer Währungsunion auf.^{5,6} Die neuen Überlegungen führten hingegen eher zu den gewünschten Schlussfolgerungen:

(1) Dem makroökonomischen Zeitgeist der 1980er Jahre folgend wurden die Stabilisierungspotenziale einer nationalen Geldpolitik deutlich niedriger als noch in der keynesianischen Ära veranschlagt. Die Stabilität langfristiger Inflationserwartungen könne am besten durch eine supranationale Notenbank gesichert werden; auch etwaige Disinflationskosten seien dann geringer.⁷ Im Hintergrund steht hier das Zeitinkonsistenzproblem nationaler Stabilitätspolitik.⁸ Die EWU erscheint so als logischer Abschluss der in den 1980er Jahren begonnenen ordnungspolitischen Inflationsbekämpfung.

(2) Der Verzicht auf einen flexiblen Wechselkurs beseitige die Unsicherheit, die von einem oft erratischen Devisenmarkt ausgeht. Zudem blieben nominale Kursanpassungen als stabilitätspolitisches Instrument langfristig ohne Einfluss auf den realen Wechselkurs und das Wachstum. Im Übrigen habe man im EWS das Wechselkursinstrument ohnehin schon aufgegeben.⁹ Allerdings unterschlägt dieses Argument die mittelfristige Bedeutung von Kursanpassungen in Marktsystemen, die von nominalen und realen Rigiditäten gekennzeichnet sind. Im EWS wurde dadurch der Aufbau großer Ungleichgewichte verhindert. Auch die Abwertung Italiens im Jahr 1992 ist eine Erfolgsgeschichte.¹⁰

(3) Aus der LUCAS-Kritik folgt, dass wirtschaftspolitische Entscheidungen nicht von einer gegebenen theoretischen Vorstellung über die Funktionsmechanismen des Marktes ausgehen können. Eine Währungsunion stellt einen Regimewechsel dar, der das Bild bisheriger empirischer Regelmäßigkeiten zerstört und zu anderen Marktstrukturen führen kann. Die aus *gegebenen* Marktdaten erhobenen Kriterien, die über die Einführung einer Währungsunion entscheiden sollen, sind somit im Grunde genommen wertlos, weil sie sich eben durch diese Währungsunion verändern werden. Neue politische Strategien verändern die Optionen der privaten Interessenverfolgung und ziehen darüber Verhaltensänderungen nach sich. Dies gelte insbesondere für die Lohnpolitik: "A credible monetary union will affect the behaviour of wage-bargainers. They will be more careful about risking becoming uncompetitive, given that devaluation will not be an option. [...] Wage bargaining and price-setting behaviours [...] are not independent from

⁴ COMMISSION (1990), S. 31; vgl. BEETSMA und GIULIODORI (2010).

⁵ MONGELLI (2008), S. 1, 19.

⁶ Er diene, wie einer ihrer Mitbegründer später treffend feststellte, aber auch eigentlich nur zum Vergleich zwischen den Stabilitätseffekten fixer versus flexibler Wechselkurse und war gar nicht gedacht für die Wahl zwischen fixen Kursen und einer Währungsunion (KENEN, 1997).

⁷ COMMISSION (1990), S. 22.

⁸ ALESINA und STELLA (2010).

⁹ COMMISSION (1990) S. 11, 20, 24, 46.

¹⁰ OBSTFELD (1997); BLANCHARD (2007).

the policy of the central bank".¹¹

Die steigende Bedeutung der Lohnpolitik in einer Währungsunion war schon vom DELORS-Report (1989, S. 19) betont worden; aber sogleich im Nachsatz wurden finanzielle Anpassungshilfen versprochen, um den Marktdruck gegebenenfalls abzumildern. Die Glaubwürdigkeit eines konsequent wettbewerbsorientierten Kurses der Wirtschaftspolitik war nicht hoch. Zudem hatten die Europapolitiker auf ihrem Werbefeldzug für die EWU Wohlstandsillusionen geweckt, die sich – ähnlich wie bei der deutschen Währungsunion – in einer zusätzlichen Rigidität der Lohnansprüche niederschlugen. Der Beitritt zur Euro-Zone erschien als Garant für Einkommenssteigerungen; dass wegen der Abschaffung des Wechselkurses zusätzliche Bereitschaft zu Nominallohnsenkungen gefordert war, ist auf Seiten der Politik wenig verstanden und kommuniziert worden. Für die Wettbewerbsfähigkeit notwendige Lohndifferenzen bei den Handelsgütern lassen sich bei einheitlicher Währung schwerer durchsetzen, gerade weil Lohnunterschiede transparenter werden und die bestehenden nationalen Relationen zu den Einkommen im Bereich der Nichthandelsgüter als Sperre wirken.¹²

(4) Gleichwohl ergibt sich mit dem LUCAS-Argument endogener Marktstrukturen die Perspektive einer europäischen *Integration*. Es geht nicht länger um die optimale Bearbeitung von Schocks mit dem Ziel einer makroökonomischen Stabilisierung, sondern um mittel- und langfristige Effekte, die mit einer Neustrukturierung von Allokation und Akkumulation in einem gemeinsamen größeren Währungsraum verbunden sind. Sinkende Transaktionskosten und steigende Wechselkurssicherheit schaffen den Rahmen für EWU-weite Investitionsplanungen und Handelswege; die Währungsunion weist den Weg in Richtung einer weiteren Festigung der Wirtschaftsbeziehungen.¹³ Die Einführung des Euro wäre somit eine *nicht-neutrale* geldpolitische Operation, die eine Neuverteilung der Ressourcen im Raum, ein höheres ‚natürliches‘ Produktions- und Beschäftigungsniveau (zum Beispiel infolge von Hysteresis-Effekten) sowie reale Wachstumseffekte nach sich zieht.¹⁴

Aus den Punkten (3) und (4) folgt die Hypothese, dass der optimale Währungsraum endogen als Folge der Währungsunion entsteht, wenn man nicht nur Anpassungen und Innovationen im privaten Sektor, sondern auch integrationsunterstützende Schritte der Reformpolitik in den einzelnen Ländern in die Analyse einbezieht. Dabei impliziert die Betonung der Aspekte Strukturwandel und Entwicklung, dass die Wohlfahrtsgewinne umso größer ausfallen je *unterschiedlicher* die politisch-ökonomische Konstellation von

¹¹ COMMISSION (1990), S. 24, 49; vgl. HEFEKER (2002).

¹² OHR (1993).

¹³ "It precludes future competitive devaluations, facilitates foreign direct investment and the building of long-term relationships, and might over time encourage forms of political integration" (MONGELLI, 2008, S. 7).

¹⁴ "Efficiency gains are microeconomic in nature but would obviously translate into macroeconomic effects. They can ultimately be expected to raise permanently the level of output and real income in the Community because of a higher overall factor productivity and a higher capital stock, in the same way as the completion of the internal market is expected to yield output and income gains" (COMMISSION, 1990, S. 49, vgl. S. 21; TAVLAS, 1993).

Beitrittsländern ist. "The least-favoured regions have a real opportunity for rapid catch-up."¹⁵ Das ist ein auffälliger Kontrast zur traditionellen Ansicht, nach der die Unionskandidaten möglichst ähnlich sein sollten, und indirekt ein Freibrief zur Aufnahme heterogener und rückständiger Länder.

Die Herausbildung des optimalen Währungsraums sollte dann über verschiedene Kanäle laufen. Zum einen erwartete man eine höhere Tragfähigkeit asymmetrischer Schocks durch die Versicherungsfunktion eines integrierten Finanzmarktes: Bei einer breiten Streuung der Anlagen profitieren Sparer in Ländern mit schwacher Konjunktur durch Ertragszahlungen aus Ländern mit besserer Konjunktur (et v.v.). Zudem werde die Reaktion auf solche Schocks dadurch erleichtert, dass Arbeits- durch Kapitalmobilität substituiert werden könne. Vor allem aber sei zu erwarten, dass Häufigkeit und Ausmaß asymmetrischer Schocks abnehmen: weil mit der nationalen Geldpolitik der wichtigste Verursacher derartiger Störungen ausgeschaltet sei und weil der Binnenmarkt zu einer Angleichung der Branchenstrukturen führen werde.^{16,17}

Die These einer endogenen ex-post-Erfüllung der OCA-Kriterien klingt allgemein plausibel. Schon früh wurde allerdings gefordert, in jedem Einzelfall zu prüfen, wie sich die Konstellation in der Euro-Zone durch die Mitgliedschaft einzelner Volkswirtschaften verändert: Möglicherweise würden gerade diejenigen Länder, die zum Beispiel an interner Glaubwürdigkeit im Hinblick auf ihre nationale ‚Stabilitätskultur‘ gewinnen, größere asymmetrischen Schocks in die Gemeinschaft einbringen.¹⁸

Das Kernproblem war aber, dass die erhofften Integrationsschritte der aufholenden EWU-Mitgliedsstaaten nicht als potenzieller asymmetrischer Schock, als makroökonomisches Ungleichgewicht erkannt wurden. Die Korrelation der zyklischen Komponente der Industrieproduktion in der Euro-Zone war in der Phase 1999-2007 sogar geringer als im Jahrzehnt vor Einführung des Euro.¹⁹ Die heterogene Entwicklung der Volkswirtschaften in der Euro-Zone wurde aber nicht als Problem gesehen. GIANNONE und REICHLIN (2006) untersuchten Trend- und Zyklusfaktoren und beantworteten ihre selbst gestellte Forschungsfrage "How much heterogeneity and should we worry about it?" kurz und bündig mit "Not so much and we should not, at least not yet."

III. Von der WALTERS-Kritik zur LAWSON-Doktrin

Der erhoffte Symmetrieeffekt durch die gemeinsame Geldpolitik setzt voraus, dass sich die Inflationsraten in der Währungsunion bereits weitgehend angeglichen haben, so dass

¹⁵ COMMISSION (1990) S. 9, vgl. S. 212 ff..

¹⁶ COMMISSION (1990), S. 11, 24, 144 ff.; MONGELLI (2008).

¹⁷ Nach der insbesondere von KRUGMAN (1991) vertretenen Gegenthese könnte sich jedoch mit steigendem Handel auch eine zunehmende Spezialisierung der Regionen ergeben. Der Symmetriegrad geht dann zurück. DE GRAUWE und MONGELLI (2005) argumentieren, dass auch in diesem Fall die Zone des optimalen Währungsraums – wenn auch später – erreicht wird. Betrachtet man allerdings den Fall Irlands, in dem sich ein Land insbesondere auf Finanzdienstleistungen konzentriert hat, so wird deutlich, dass mit einer solchen Spezialisierung erhebliche systemische Klumpenrisiken verbunden sind.

¹⁸ ALESINA (1997).

¹⁹ DE GRAUWE (2012), S. 85.

die supranationale Notenbank einen einheitlichen Realzins im Währungsgebiet durchsetzen kann. Bei divergierenden Inflationsraten freilich bewirkt der uniforme Nominalzins einen *prozyklischen* Realzinseffekt. Die Realzinsen sinken in Hochinflationenländern und steigen in Niedriginflationenländern; die makroökonomische Aktivität, Output und Preise, werden so weiter vom Gleichgewicht weggetrieben. Das Dilemma ist, dass selbst eine arbeitsmarkttheoretisch ‚richtige‘ Lohnpolitik (die also bei Unterbeschäftigung Zurückhaltung zeigt et v.v.) vermittelt über den Realzins prozyklisch und nicht stabilisierend wirkt.

Dieser Punkt, die sogenannte WALTERS-Kritik, wird im Kommissionsreport nicht erwähnt. Die EZB hielt später trotz wiederholter Kritik an ihrer Position ‚One size fits all‘ fest.²⁰ Dies lässt sich auch mit dem Verweis auf einen prinzipiell über den realen Wechselkurs stabilisierenden Wettbewerbseffekt begründen.²¹ Damit sind dann allerdings höhere Leistungsbilanzsalden (als etwa noch in der EWS-Periode) verbunden. Aber gerade das wurde als Zeichen der Überwindung des FELDSTEIN-HORIOKA-Paradoxons, der lange Zeit zu beobachtenden hohen Korrelation von Investition und Ersparnis auf der Ebene nationaler Volkswirtschaften, begrüßt.²²

Die Vergrößerung der Kapital- und Leistungsbilanzsalden in der Euro-Zone ließ sich so als Auflösung einer quasi-pathologischen Marktunvollkommenheit sehen, als Beleg einer erfolgreichen Integration. Aus dieser Perspektive verringert die Währungsunion die Friktionen und Risiken im Kapitalverkehr, dies ermöglicht den wohlfahrtstheoretisch erwünschten Kapitalstrom von den reichen zu den ärmeren Ländern. Hier entkoppeln sich nationale Investition und Ersparnis. Die Investition nimmt wegen der steigenden Gewinnaussichten zu, der Konsum wegen erwarteter Einkommenssteigerungen der Haushalte.²³

Die steigenden Leistungsbilanzdefizite wurden von *privater* Verschuldung getrieben (die GIPS-Budgetdefizite gingen zunächst sogar zurück). Kein Zweifel: Das war ein extremer asymmetrischer Schock, der nach der tradierten Theorie des optimalen Währungsraumes für den Einsatz der Wechselkurspolitik gesprochen hätte. Im Lichte der neuen Theorie erscheint dagegen dieser Schock als erwünschter Entwicklungs- und Modernisierungsboom, der als solcher eben nur *innerhalb* einer Währungsunion realisierbar ist. Die Aufnahme eines Landes wie Griechenland in den Euro-Raum lässt sich dann gerade damit rechtfertigen, dass dieses Land noch *nicht* auf dem Stand der anderen Mitgliedsländer ist.

²⁰ GIAVAZZI und SPAVENTA (2010).

²¹ Das Zusammenspiel des destabilisierenden Realzinseffekts mit dem stabilisierenden Realwechselkurseffekt führt in dynamischen Makromodellen je nach den verwendeten Bausteinen und Annahmen zu unterschiedlichen Ergebnissen. Es lässt sich zeigen, dass nicht (!) auf den Beschäftigungsgrad reagierende Nominallöhne, eine geringe Persistenz der nationalen Konjunktur und ein hoher Glaube der Lohnsetzer an die von der EZB kontrollierte europäische Durchschnittsinflation günstig für die dynamische Stabilität des Systems sind (ARTIS, 2002; GEIGER und SPAHN, 2007). MONGELLI und WYPLOSZ (2008) zufolge sind von Zinsdifferenzen gesteuerte Direktinvestitionen hilfreich.

²² MONGELLI und WYPLOSZ (2008).

²³ BLANCHARD und GIAVAZZI (2002); EUROPEAN CENTRAL BANK (2008), S. 83, 100.

Die makroökonomischen Ungleichgewichte zwischen den Euro-Ländern, ablesbar an den Leistungsbilanzsalden, galten als fundamental gerechtfertigt, weil sie aus der Verbesserung mikroökonomischer Effizienz (geringere Transaktionskosten und höhere Transparenz) resultierten und makroökonomisch einen Konvergenzprozess durch den Ausgleich der Kapitalausstattungen bewirkten. Dieser Mechanismus war von Seiten der Kommission schon früh angedacht worden: "Economies with a low capital/labour ratio and therefore with a relatively large potential for investment would actually gain from being able to partially finance investment through foreign savings, thus running current account deficits".²⁴

Kritische Stimmen waren in der Minderheit, auch deshalb, weil es nach der LAWSON-Doktrin (benannt nach einem britischen Schatzkanzler aus den 1980er Jahren) keinen Grund für stabilitätspolitische Eingriffe gibt, wenn rational handelnde Individuen ihre Ausgabeüberschüsse mit privater Kreditaufnahme finanzieren.²⁵ Im Hintergrund dieser Doktrin steht das Bild eines Wirtschaftssubjekts, das seinen Lebensplan von Arbeit, Freizeit, Konsum und Ersparnis intertemporal optimiert. Dieser Ansatz wird auf die Volkswirtschaft übertragen und begründet so die intertemporale Zahlungsbilanztheorie.²⁶ So wie die Aussicht auf ein steigendes permanentes Einkommen den individuellen Gegenwartskonsum erhöht, kann sich die Volkswirtschaft einen Importüberschuss leisten und den Kredit samt Zinskosten später aus einer Wachstumsdividende beziehungsweise aus einem Exportüberschuss tilgen. Im einzel- wie im gesamtwirtschaftlichen Fall ist dabei strikt *angenommen*, dass die Individuen beziehungsweise Volkswirtschaften stets im Rahmen ihrer Budgetbeschränkungen, das heißt zahlungsfähig bleiben. Bankrotte kommen in der modernen, derart mikrofundierten Makroökonomie nicht vor, was impliziert, dass Schuldner *definitionsgemäß* unbeschränkt kreditwürdig sind.^{27,28}

Vor diesem Hintergrund wird verständlich, dass BLANCHARD und GIAVAZZI (2002, S. 149) nach ihrer frühen Analyse dieses Entwicklungsmodells in der Euro-Zone eine klare Empfehlung gaben: "We discuss whether [...] Portugal and Greece should take measures to reduce their deficits. We conclude that, as a general rule, they should not." Im Nachhinein wurde betont, die langfristige Tragfähigkeit der verfolgten Integrations- und Entwicklungsstrategie sei daran gebunden, dass der Kapitalzufluss auch produktiv verwendet wird – was ganz offensichtlich nicht der Fall war.²⁹ In Griechenland und Portugal flossen die meisten Auslandskredite direkt oder indirekt in den Konsum, die Immo-

²⁴ COMMISSION (1990), S. 39.

²⁵ "To the extent that current account deficits reflect private saving and investment decisions, that there are no distortions, and that expectations are rational, there are no reasons for the government to intervene" (BLANCHARD, 2008, S. 193; vgl. OBSTFELD, 2012).

²⁶ OBSTFELD und ROGOFF (1996).

²⁷ GOODHART (2007).

²⁸ Erst die Krise hat dann gezeigt, dass die Wahrung der Transversalitätsbedingung auch durch den Verlust der Forderungen auf Seiten der Auslandsgläubiger erfolgen kann: "The intertemporal approach of the current account suggests the need to generate trade surpluses to reduce the imbalance, while the asset valuation approach indicates that the adjustment can be done by changes in national asset values owned by foreigners versus the foreign assets in our country" (CAMARERO u.a., 2010, S. 7).

²⁹ GIAVAZZI und SPAVENTA (2010); LANE und PELS (2012).

bilien-, Investitionen‘ Spaniens sind kaum anders zu beurteilen. Dass bei großen Kredit- und Verschuldungsschüben stets auch ein hoher Anteil von Fehlinvestitionen auftritt, hätte nun gerade Ökonomen allerdings nicht überraschen dürfen. Aber die verbreitete Unterschätzung der Fehlentwicklungen in den GIPS-Staaten war vermutlich in dem theoretischen Vorurteil eines Glaubens an die LAWSON-Doktrin begründet.

IV. Aufhebung von Zahlungsbilanzrestriktionen und grenzenloser Finanzmarkt

Entscheidend für den reibungslosen Ablauf der angestrebten Catching-up-Prozesse ist ein integrierter Finanzmarkt, der die steigende Verschuldung der Wirtschaftsakteure in der Peripherie ermöglicht. Die Verringerung der Zinsunterschiede zwischen nationalen Anleihen in der ersten Hälfte der 2000er Jahre wurde deshalb als Schritt zur Marktpfektion begrüßt; allerdings wurde die Schuldaufnahme nicht nur durch sinkende Zinsen, sondern auch durch Liberalisierungsschritte und in erster Linie durch den Zugang zum Euro-Finanzmarkt überhaupt erleichtert, der quantitativ und qualitativ völlig neue Spielräume eröffnete.

Mit dem Verlust des Devisenmarktes wird der europäische Finanzmarkt mit all seinen Eigentümlichkeiten im Hinblick auf Über- und Unterschätzung der Solidität von Investitionsprojekten zur Drehscheibe der makroökonomischen Kreditversorgung und tritt insoweit an die Stelle der nationalen Geldpolitik. Die Aufhebung der über den Devisenmarkt vermittelten Restriktionen verschafft Individuen und nationalen Volkswirtschaften eine ‚grenzenlose‘ Dispositionsfreiheit, beseitigt jedoch zugleich eine wichtige Informations- und Kontrollinstanz. Der Euro-Finanzmarkt individualisiert und ‚entnationalisiert‘ die Ausgabenprojekte der Wirtschaftsakteure – eben dies ist das Ziel der Integration.

"The only remaining limitation in EMU consists in a long-run solvency constraint of companies, households and governments. The current account may for a long time be in disequilibrium as long as there is the expectation that in the end the foreign debt will be repaid without issuing new liabilities. Since there is one single currency, the constraint is not much different from that facing domestic borrowers vis-à-vis domestic lenders, and becomes less binding in the short run."³⁰

Der Euro-Finanzmarkt bietet privaten wie öffentlichen Schuldnern neue Entwicklungsperspektiven. Die Kommission problematisierte allerdings nur den letzteren Fall. Die insbesondere in Deutschland angedachte Strategie, den supranationalen Finanzmarkt als Ordnungs- und Kontrollinstanz zur Überwachung der nationalen Staatsverschuldung anzusehen,³¹ hatte schon der DELORS-Report (1989) verworfen, weil die Anlagebereitschaft der Geldgeber – wie auf Vermögensmärkten üblich – prozyklischen Schwankungen unterliegt.³² Die Kommission sah aufgrund der Zugriffsmöglichkeit auf den Euro-

³⁰ COMMISSION (1990), S. 162.

³¹ SIEVERT (1993).

³² "Experience suggests that market perceptions do not necessarily provide strong and compelling signals and that access to a large capital market may for some time even facilitate the financing of economic imbalances. Rather than leading to a gradual adaptation of borrowing costs, market views about the creditworthiness of official borrowers tend to change abruptly and result in the closure of access to market financing. The constraints imposed by market forces might either be too slow and weak or too sudden and

Finanzmarkt und der zu erwartenden Zinsangleichung auf niedrigem Niveau eine erhebliche Verlockung zur Ausweitung der Staatsschulden. Auf Seiten der Anleger verschwindet mit dem Wechselkursrisiko auch die mögliche psychologische Sperre gegenüber finanziellen Auslandsinvestitionen. Die leichtere Verfügbarkeit einer Schuldfinanzierung könnte die fiskalische Disziplin unterhöhlen.

"Financial market integration will make available a larger source of savings to national authorities and the external current account will disappear as a direct financial constraint. [...] Major constraints are at present high real ex-post interest rates in non-German ERM Member States, and the 'external constraint' which acts as a barrier to fiscal expansion when the country experiences a current account deficit or when a currency devaluation is at risk. Both will to a large extent disappear [...]. Therefore, discipline could be weakened."³³

Der Hinweis auf die nicht länger gegebenen ‚external constraints‘ ist ein Schlüssel zum Verständnis der Krise der Euro-Zone. Während der Verzicht auf das Wechselkursinstrument in der tradierten OCA-Debatte als ein wirtschaftspolitischer Verlust gesehen wurde, erscheint nun die Nicht-Existenz eines Devisenmarktes paradoxerweise als ein Gewinn! Dies deshalb, weil damit die währungsmäßige Budgetbeschränkung der nationalen Volkswirtschaft aufgehoben und auch die Signalfunktion von Devisenbewegungen und Kursänderungen, die die inländischen Wirtschaftsakteure oft zur Anpassung zwingt, eliminiert wird. Ohne Zweifel ist dies auf kurze Frist für die Inländer angenehm, aber damit werden Fehlentwicklungen zu spät erkannt und volkswirtschaftliche Anpassungen immer weiter hinausgeschoben.

Der Report legt diesen Schwachpunkt auf unfreiwillige Weise offen:

"Balance of payments constraints will disappear in the way they are experienced in international relations. Private markets will finance all viable borrowers, and savings and investment balances will no longer be constraints at the national level. [...] The disappearance of the intra-Community external constraint would be at least partially a substitute [sic!] for nominal exchange rate adjustment in EMU."³⁴

Als ob mit der Zahlungsbilanzschränke zugleich auch die Notwendigkeit einer Anpassung an Marktwänge entfallen würde! So bezweifelte die Kommission schon 1990 (S. 224) die Tragfähigkeit des portugiesischen Leistungsbilanzdefizits, beruhigte den Leser aber für den Fall einer Aufnahme Portugals in die Währungsunion mit dem Argument, dass dieses Defizit dann keine Beschränkung darstelle und leichter finanziert werden könne (S. 244).

Dabei gab es schon früh einzelne warnende Gegenstimmen. GOURINCHAS (2002) kommentierte die oben vorgestellte Analyse von BLANCHARD und GIAVAZZI (2002) kritisch, indem er auf einschlägige Erfahrungen in Südamerika verwies. Ein solide erscheinender Prozess des Catching-up, selbst wenn er in einen glaubwürdigen finanziellen Integrationsrahmen eingebunden ist, führe oft zu übermäßigem Konsum, sinkender Wettbewerbsfähigkeit und letztendlich sogar zur Illiquidität.³⁵

disruptive" (DELORS COMMITTEE, 1989, S. 20; vgl. SPAHN 2011).

³³ COMMISSION (1990), S. 23, 112; vgl. WYPLOSZ (2006); BEETSMA und GIULIODORI (2010).

³⁴ COMMISSION (1990), S. 24, 162.

³⁵ "Real overvaluation may happen relatively slowly in Portugal and Greece. But there are signs that it is

Fünf Jahre später, aber immer noch lange vor dem Ausbruch der Krise, zeigte sich dann auch für BLANCHARD (2007) dieses eher pessimistische Bild bei einer erneuten Betrachtung der Situation in Portugal. Nach guten Wachstumsansätzen hatte der Produktivitätsfortschritt wieder nachgelassen, die Lohnsteigerungen setzten sich jedoch fort; der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit zeigte sich in einem hohen Importüberschuss. Das intertemporale Entwicklungsmodell funktioniere eben nur in der Theorie, bei perfekten Märkten. Faktisch hatte sich ein nicht tragfähiger Boom herausgebildet, der nun schmerzhaft und langwierige Anpassungsprozesse bei Produktivität und Löhnen erfordere. BLANCHARD (2007, S. 5 n.) bestätigte jetzt die damals noch zurückgewiesene Kritik: "GOURINCHAS [...] was more worried about the required adjustment. He was right."

Mehrheitlich aber erschienen die zentralen Triebkräfte der Krise in der Euro-Zone – die über die Finanzmärkte vermittelten makroökonomischen Ungleichgewichte und die private Verschuldung – in überaus positivem Licht, ein Gefahrenpotenzial wurde nicht erkannt, und dies, obwohl die Datenlage relativ klar war. Noch kurz vor Ausbruch der Griechenland-Krise waren einige Ökonomen voll des Lobes über die Weisheit der Finanzmärkte, das Kapital zum besten Wirt zu lenken, und es wurde stolz verkündet: "Financial markets have become more efficient in allocating capital across Europe".³⁶

Die Autoren hatten nicht bemerkt, dass zu diesem Zeitpunkt der europäische Finanzmarkt seine Kreditvermittlungsfunktion bereits eingestellt hatte.³⁷ Der Kapitalstrom in die GIPS-Länder stoppte nach 2007. Ihre anhaltenden Leistungsbilanzdefizite und die spätere Kapitalflucht wurden durch eigene Geldschöpfung im Rahmen der dezentralen EZB-Geldpolitik finanziert. Die Zahlungsunfähigkeit der GIPS-Länder wurde auf diese Weise vermieden beziehungsweise hinausgeschoben.³⁸ Erst die später auftretenden Probleme bei der Refinanzierung ihrer Staatsschulden führten zum offenen Ausbruch der Euro-Krise, da der Weg zur monetären Finanzierung auch der öffentlichen Haushalte wegen der offenkundigen wirtschaftspolitischen Normenverletzung nur zögerlich beschritten wurde.

coming. In time, this will require an adjustment in relative prices, which may prove painful. [...] The experience of these two countries – up to this point – is very reminiscent of that of many Latin American countries that have adopted exchange rate-based stabilization programs. Stabilization of the exchange rate, renewed access to international capital markets, and some euphoria at the prospect of steady future growth combined to generate a strong consumption boom – that is, a decline in saving – which may or may not have been accompanied by an investment boom. Growth was initially solid and everything looked benign. Over time, however, clouds gathered on the horizon: the currency appreciated in real terms, competitiveness plummeted, and foreign investors became worried as growth performance failed to meet expectations. The endgame is well known: with a fixed exchange rate, restoring competitiveness required an adjustment in relative prices. Often this was too little and too late. Eventually capital pulled out, forcing a devaluation" (GOURINCHAS, 2002, S. 206, 203 f.).

³⁶ SCHMITZ und HAGEN (2009), S. 5; vgl. COMMISSION (1990), S. 161; MONGELLI (2008); BEETSMA und GIULIODORI (2010).

³⁷ Die BUNDESBANK hielt die hier relevanten Daten der TARGET2-Statistik faktisch lange Zeit unter Verschluss, indem sie diese in der Zahlungsbilanzstatistik unter "Sonstiges" verbuchte.

³⁸ SPAHN (2012).

V. Das institutionelle Dilemma

Die Währungsunion hat die Herausbildung hoher Finanzierungssalden bei Haushalten, Unternehmen, Staaten und in den transnationalen Wirtschaftsbeziehungen gefördert und insoweit auch zur Integration in der Euro-Zone beigetragen; sie hat den Mitgliedsländern jedoch keinen Weg gewiesen, mit solch großen Ausgaben-Einnahmen-Differenzen umzugehen und die Entstehung nicht tragfähiger Gläubiger-Schuldner-Positionen zu kontrollieren. So können Investitionswellen und Klumpenrisiken entstehen, die die jeweils nationale Ökonomie überfordern und für deren Abfederung auf EWU-Ebene scheinbar niemand zuständig ist. Ein Beispiel ist die Immobilienkreditblase in Spanien, deren schiere Größe die bisherigen nationalen Erfahrungswerte bei weitem überstieg, so dass Marktbeurteilungen von Banken und Bankaufsicht versagten.

Im Hinblick auf die Stabilisierung der öffentlichen Haushalte hatte die EUROPÄISCHE KOMMISSION auf einen intertemporalen Substitutionsvorgang gesetzt: Zwar würde der Finanzmarkt "heute" eine Schuldaufnahme erleichtern, "langfristig" war aber eine Monetisierung im Grundsatz strikt ausgeschlossen. Jedoch schien die Kommission selbst nicht daran zu glauben, dass dieser Grundsatz durchzuhalten war, auch nicht bei einer unabhängigen Notenbank:

"Even if monetary policy is formally insulated from Treasury pressures, the very fact that a monetary tightening could turn a difficult budgetary situation into a genuine financial crisis acts as a de facto constraint to the central bank." Die Drohung von Staatsbankrott und Euro-Austritt würde sofort massive Verluste für die übrigen Mitgliedsstaaten mit sich bringen. "Financial difficulties in one Member State would raise the issue of financial solidarity across the Community. At the extreme, this would take the form of pressures to bail out an insolvent government. But milder forms of solidarity can exist, e.g. through the purchase by EuroFed of a disproportionate share of public bonds from a specific country."³⁹

Nun war die Beschreibung dieses Szenarios nicht als Prognose gedacht (als solche war sie bemerkenswert treffsicher⁴⁰), sondern als eindringliche Mahnung zu einer politischen Regulierung der Haushaltspolitik *ex ante*, die auch schon vom DELORS-Report (1989, S. 20) gefordert worden war. Schnell wurde jedoch klar, dass die hierzu erlassenen Regeln leicht zu umgehen waren, und prohibitive, vom Gläubigerrisiko getragene Zinsdifferenzen müssen sich auf ein Bail-out-Verbot gründen. Dieses aber – so die Kommission mit erstaunlichem Weitblick – sei im Grunde nicht glaubwürdig, weil die europapolitische Philosophie der Solidarität dem entgegenstehe: "Markets cannot be expected to behave as if solidarity across Community Member States were completely-ruled out, since concerns for solidarity are integral to the philosophy of the Community".⁴¹

Damit ist schon Jahre vor Gründung der EWU ihr institutionelles Dilemma auf den Punkt gebracht: Einerseits widerspricht das Projekt einer politischen Union in Europa den historischen Entwicklungstendenzen, die durch zunehmenden politischen Separ-

³⁹ COMMISSION (1990), S. 107; vgl. S. 23, 102.

⁴⁰ So im übrigen auch schon OBSTFELD (1997, S. 278): "The ESCB, in safeguarding the payment system, could effectively find itself obliged to bail out a country in financial distress by monetizing its liabilities."

⁴¹ COMMISSION (1990), S. 100; vgl. S. 111, 126.

tismus bei gleichzeitig steigendem Offenheitsgrad der Volkswirtschaften gekennzeichnet sind. ALESINA und STELLA halten deshalb die Herausbildung eines integrierten politischen Systems in Europa für unwahrscheinlich. "The idea of a politically united Europe with the Euro as its currency and the ECB as its central bank is fading [...]. The Euro will have to exist without a political entity behind its back."⁴² Die Ausblendung oder Zurückstellung des Ziels der politischen Union im Projekt der Euro-Zone⁴³ war kein Zufall oder Versehen. Sie entsprach und – wie man an den Separationstendenzen in Osteuropa, Spanien oder Schottland sehen kann – entspricht dem Zeitgeist.

Andererseits unterminiert das immer wieder beschworene Gemeinschaftsgefühl in Europa, die Triebfeder des Projekts einer Währungsunion, die Glaubwürdigkeit einer marktwirtschaftlichen Norm der Selbstverantwortlichkeit, die das Fundament einer Währungsunion ohne politische Union darstellen müsste. Die spürbare Verhärtung des politischen Klimas in Europa seit 2010 resultiert daraus, dass spätestens durch die Schuldenkrise ein Defizit an institutionellen Marktordnungsfazilitäten deutlich geworden ist (zum Beispiel finanzpolitische Kontrollrechte und Beistandsgarantien), deren Aufbau aber mit den Präferenzen von Bürgern und Politikern kollidiert.⁴⁴ Gerade die faktischen und potenziellen Empfänger finanzieller Hilfeleistungen wehren sich gegen die Aufgabe finanzpolitischer Autonomie.

VI. Zusammenfassung

Die traditionelle Theorie des optimalen Währungsraumes blieb im Zuge der Gründung der EWU deshalb weitgehend unbeachtet, weil sie in einem stabilitätspolitischen, nicht in einem integrationspolitischen Rahmen argumentiert. Sie definierte Ausschlusskriterien für die Mitgliedschaft nationaler Volkswirtschaften, um insbesondere asymmetrische Nachfrageschocks mit dem Wechselkurs bearbeiten zu können. Die neue OCA-Theorie enthielt dagegen die politisch opportune Botschaft, dass auch ökonomisch heterogene Länder zusammenwachsen können. Eine starke, auch kreditfinanzierte Nachfrageexpansion in solchen Ländern galt folglich nicht als Störfall, sondern – mit Rückgriff auf die intertemporale Zahlungsbilanztheorie – gerade als Erfolgsausweis für die Währungsunion. Der Verzicht auf das Wechselkursinstrument sei kein Nachteil, vielmehr ermögliche der Wegfall von Zahlungsbilanzschränken die volkswirtschaftliche Entwicklung. Der Ausschluss einer graduellen Anpassungsoption begünstigte jedoch das Auftreten systemischer Bankrotte.

KOMMISSIONS- und DELORS-Report haben den ‚neuen‘ Weg zur Währungsunion maßgeblich vorangetrieben, wenn auch zunächst als ‚Planspiele‘ zu einer Zeit, als der politi-

⁴² ALESINA und STELLA (2010), S. 43; vgl. RODRIK (2012).

⁴³ "Even after attaining economic and monetary union, the Community would continue to consist of individual nations with differing economic, social, cultural and political characteristics" (DELORS COMMITTEE, 1989, S. 13).

⁴⁴ Auch dies ist schon früh prognostiziert worden: "The likelihood of escalating conflicts might actually increase if several countries are forced to coordinate policies and compromise on various issues for the sake of an unnecessary monetary union" (ALESINA, 1997, S. 304).

sche Schritt zur völligen Aufgabe nationaler monetärer Autonomie noch als unwahrscheinlich galt.⁴⁵ Sie sind Wegmarken eines europäischen Integrationsprozesses, dessen einzelne Projekte oftmals zwangsläufig Folgeprobleme nach sich gezogen haben, die dann den nächsten Fort-Schritt als notwendig und alternativlos erscheinen ließen. Diese Strategie der Überwindung politischer Integrationswiderstände ist schon früh als ‚Methode JEAN MONNET‘ bezeichnet worden.⁴⁶ Die Entwicklung verlief langsam, weil letztlich doch immer die nationalen Eigeninteressen ihr Veto anmelden konnten. Mit der Schuldenkrise ist der Integrationsprozess jedoch in eine neue Phase eingetreten: Die Aufrechterhaltung der gemeinsamen Währung verlangt nun die Preisgabe nationaler Autonomierechte auf der einen Seite und die Bereitschaft zur Garantie ausländischer Schuldenlasten auf der anderen Seite. Ein Patt in diesem Interessenkonflikt macht den Status quo zu einer fragilen Konstellation.

Literatur

- ALESINA, A. (1997): Comment, Brookings Papers on Economic Activity 2, 301-304.
- ALESINA, A. und STELLA, A. (2010): The Politics of Monetary Policy. NBER Working Paper 15856, Cambridge.
- ARTIS, M. J. (2002): Reflections on the Optimal Currency Area (OCA) in the Light of EMU. Oesterreichische Nationalbank Working Paper 69, Wien.
- BEETSMA, R. und 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.
- BLANCHARD, O. J. (2007): Adjustment Within the Euro – The Difficult Case of Portugal. Portuguese Economic Journal 6, 1-21.
- BLANCHARD, O. J. (2008): Current Account Deficits in Rich Countries. IMF Staff Papers 54/2, 191-219.
- BLANCHARD, O. J. und GIAVAZZI, F. (2002): Current Account Deficits in the Euro Area –The End of the Feldstein-Horioka Puzzle? Brookings Papers on Economic Activity 2, 147-209.
- CAMARERO, M. u.a. (2010): External Imbalances in a Monetary Union – Does the Lawson Doctrine Apply to Europe? Working Papers in Applied Economics, WPAE-2010-06, Universität Valencia.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1990): One Market, One Money –An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union. European Economy 44.
- DE GRAUWE, P. (2012), The Economics of Monetary Union. 9. Aufl. Oxford University Press, Oxford.

⁴⁵ JAMES (2012) bietet ein faszinierendes Protokoll dieser Entwicklung, deren politisch-institutionelle Eigendynamik von deutscher Seite möglicherweise unterschätzt wurde. So reagierte z.B. Bundesbankpräsident PÖHL 1989 mit unverhohlener Abneigung auf die Debatte um die Regeln einer EWU, da einige europäische Länder nicht einmal die Regeln des EWS einzuhalten vermochten (S. 254).

⁴⁶ SPOLAORE (2013).

- DE GRAUWE, P. und MONGELLI, F. P. (2005): Endogeneities of Optimum Currency Areas – What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together? ECB Working Paper 468, Frankfurt.
- DELORS COMMITTEE for the Study of Economic and Monetary Union (1989): Report on Economic and Monetary Union in the European Community.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2008): 10th Anniversary of the ECB, Monthly Bulletin, Special Edition.
- GEIGER, F. und SPAHN, P. (2007): One Size Fits None? Common Monetary Policy and Inflation Differentials in EMU. In: E. HEIN u.a. (Hrsg.), *European Integration in Crisis*. Metropolis-Verlag, Marburg.
- GIANNONE, D. und REICHLIN, L. (2006): Trends and Cycles in the Euro Area – How Much Heterogeneity and Should We Worry About It? ECB Working Paper 595, Frankfurt.
- GIAVAZZI, F. und SPAVENTA, L. (2010): Why the Current Account May Matter in a Monetary Union – Lessons from the Financial Crisis in the Euro Area. CEPR Discussion Paper 8008, London.
- GOODHART, C. A. E. (2007): Monetary and Social Relationships, in: A. Giacomini und M. Marcuzzo (Hrsg.), *Money and Markets*. Routledge, Oxon und New York.
- GOURINCHAS, P.-O. (2002): Comment, *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 196-206.
- HEFEKER, C. (2002): Lohnpolitik und Geldpolitik in Euroland. *DIW-Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung: Stabilisierungspolitik in Euroland*, 71, 354-367.
- JAMES, H. (2012): *Making the European Monetary Union*. Harvard University Press, Cambridge und London.
- KENEN, P. B. (1997): Preferences, Domains, and Sustainability. *American Economic Review, Papers and Proceedings* 87, 211-213.
- KRUGMAN, P. R. (1991): *Geography and Trade*. MIT Press, London.
- LANE, P. R. und PELS, B. (2012): Current Account Imbalances in Europe. CEPR Discussion Paper 8958, London.
- MONGELLI, F. P. (2008): European Economic and Monetary Integration, and the Optimum Currency Area Theory. *European Commission Economic Papers* 302.
- MONGELLI, F. P. und WYPLOSZ, C. (2008): The Euro at Ten – Unfulfilled Threats and Unexpected Challenges. Fifth ECB Central Banking Conference: Euro at Ten – Lessons and Challenges, Frankfurt.
- OBSTFELD, M. (1997): Europe's Gamble. *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 241-317.
- OBSTFELD, M. (2012): Does the Current Account Still Matter? *American Economic Review, Papers and Proceedings* 102, 1-23.
- OBSTFELD, M. und ROGOFF, K. (1996): The Intertemporal Approach to the Current Account. NBER Working Paper 4893, Cambridge.
- OHR, R. (1993): Integration in einem nicht-optimalen Währungsraum. *Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik* 38, 29-47.
- RODRIK, D. (2012): Who Needs the Nation State? CEPR Discussion Paper 9040, London.
- SCHMITZ, B. und HAGEN, J. von (2009): Current Account Imbalances and Financial Integration in the Euro Area. CEPR Discussion Paper 7262, London.
- SIEVERT, O. (1993): Geld, das man nicht selbst herstellen kann – Ein ordnungspolitisches Plädoyer für die Europäische Währungsunion, in: P. BOFINGER u.a. (Hrsg.), *Währungsunion oder Währungschaos? Was kommt nach der D-Mark?* Gabler-Verlag, Wiesbaden.
- SPAHN, P. (2011): Die Euro-Verschuldung der Nationalstaaten als Schwachstelle der EWU. *Wirt-*

schaftsdienst 91, 531-536.

SPAHN, P. (2012): David Hume und die Target-Salden. *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 232, 482-487.

SPOLAORE, E. (2013): What Is European Integration Really About? A Political Guide for Economists. *Journal of Economic Perspectives* 27/3, 125-144.

TAVLAS, G. S. (1993): The 'New' Theory of Optimum Currency Areas. *The World Economy* 33, 663-685.

WYPLOSZ, C. (2006): European Monetary Union –The Dark Sides of a Major Success. *Economic Policy* 21/46, 208-261.