

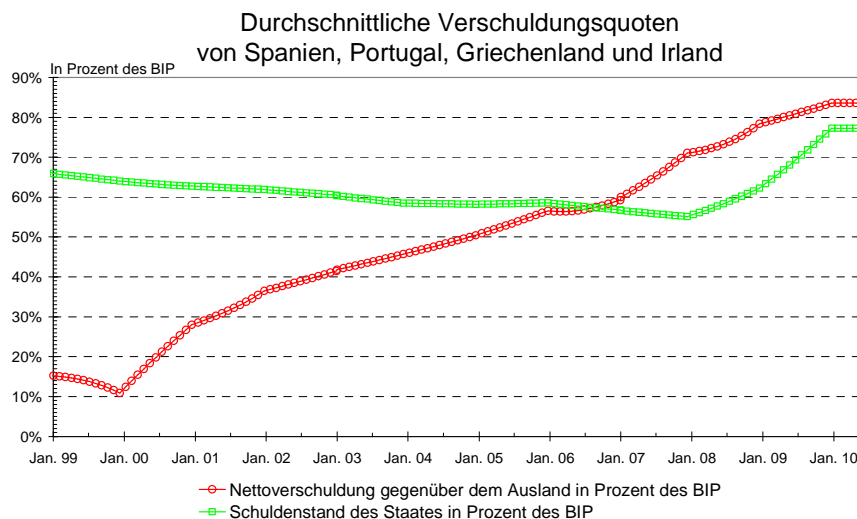
## Exkurs: Die Krise der Europäischen Währungsunion

Die Schuldenkrise hat die EWU vor die *schwerste Belastungsprobe* seit ihrer Gründung gestellt. Nachdem eine neu gewählte griechische Regierung im September vergangenen Jahres das wahre Ausmaß der Staatsverschuldung ihres Landes offen gelegt hatte, ist es zu einem starken Anstieg der Zinsdifferenzen der Staatsanleihen der EWU-Mitgliedsländer gekommen. Die Renditen, die der Markt für die Abnahme von Staatsanleihen Griechenlands, Irlands, Spaniens und Portugals verlangt, sind seitdem auf Niveaus gestiegen, die die zukünftige Finanzierung der Verschuldung dieser Länder ungewiss erscheinen lässt. Die mittlerweile ergriffenen kurz- und mittelfristig wirkenden Maßnahmen haben zu einer Stabilisierung der Lage geführt. Die Krise hat jedoch Schwächen in der Konstruktion der Währungsunion offen gelegt, die weitergehende Reformen der EWU notwendig machen.

### 1. Die Ursachen der EWU-Krise

Nach noch immer weit verbreiteter Ansicht ist die EWU-Krise durch *fiskalpolitische Disziplinlosigkeit* einiger Mitgliedsländer entstanden. Entsprechend zielen fast alle Reformvorschläge auf institutionelle Veränderungen, die helfen, staatliche Ausgabendisziplin herzustellen. Die *empirischen Daten* erzählen jedoch eine *andere Geschichte*. Schaubild 1 zeigt die langfristige Entwicklung des Durchschnittswertes der Staatsverschuldung in Prozent des Bruttoinlandsproduktes (im Folgenden „Schuldenstandsquote des Staates“) und der Nettoverschuldung gegenüber dem Ausland in Prozent des Bruttoinlandsproduktes (im Folgenden „Nettoverschuldungsquote gegenüber dem Ausland“) der Krisenländer Spanien, Portugal, Griechenland und Irland. Das Schaubild macht deutlich, dass die *Schuldenstandsquote des Staates* vom Beginn der Währungsunion bis zum Ausbruch der Finanzmarktkrise im Durchschnitt *gesunken* ist. Die länderspezifischen Werte ergeben im Zeitraum von Januar 1999 bis Januar 2008 für Spanien einen Rückgang von 64% auf 36%, für Irland von 53% auf 26%, für Griechenland einen Anstieg von 94% auf 96% und für Portugal einen Anstieg von 52% auf 64%. Auch wenn sich für Portugal ein deutlicher Anstieg zeigt, lassen sich diese Zahlen insgesamt nicht als Beleg für eine mit dem Beginn der Währungsunion auf breiter Front um sich greifende fiskalische Disziplinlosigkeit werten. Der kräftige Anstieg der Schuldenstandsquote *nach* dem Ausbruch der Finanzmarktkrise hat seine Ursache in den staatlichen Ausgabenprogrammen, die im Gefolge der Finanzmarktkrise notwendig wurden. Ein solcher Anstieg lässt sich auch in Ländern beobachten, die nicht Mitglied der Währungsunion sind.

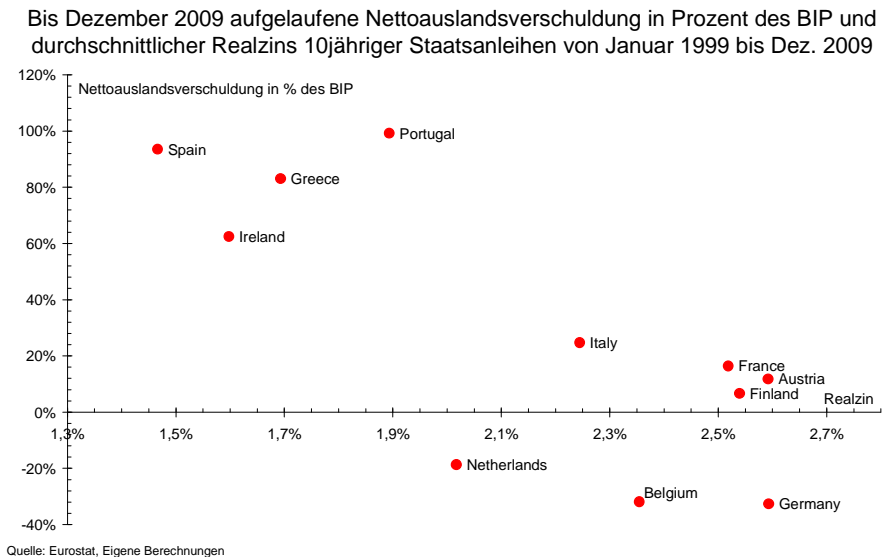
### Schaubild 1



Anders verhält es sich mit der Entwicklung der *Nettoverschuldungsquote der Länder* gegenüber dem Ausland: Hier setzte mit der Währungsunion ein kontinuierlicher Anstieg ein. Die länderspezifischen Werte zeigen im Zeitraum Januar 1999 bis Januar 2008 für Spanien eine Veränderung von 28% auf 78%, für Irland von -19% auf 21%, für Griechenland von 26% auf 93% und für Portugal von 24% auf 93%. Die Zahlen sprechen also dafür, dass mit dem Beginn der Währungsunion für diese Länder ein starker *Anreiz zur Nettokreditaufnahme im Ausland* entstanden ist. Wieso ist es mit dem Beginn der Währungsunion ein solcher Anreiz entstanden? Schaubild 2 zeigt, dass die Realzinsen in den Ländern mit hoher Nettoauslandsverschuldung deutlich niedriger waren als in den Ländern mit niedriger Nettoauslandsverschuldung. Offensichtlich ging also von den *Realzinsen* der aus dem

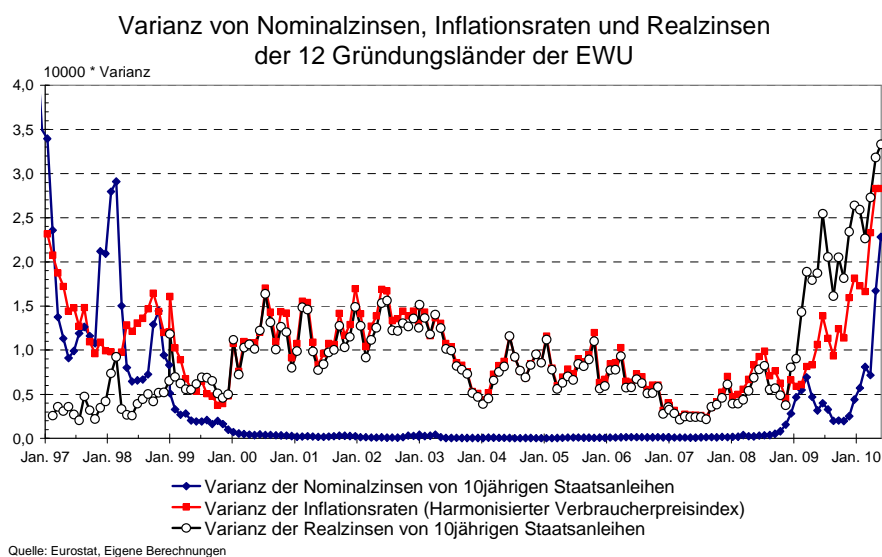
Lehrbuch bekannte *negative Anreiz auf die Kreditnachfrage* aus: Wenn die Realzinsen niedrig sind, bedeutet das, dass der zukünftige Konsumverzicht bei der Rückzahlung der Kredite gering ist. Es besteht also ein Anreiz, sich zu verschulden. Wenn die Realzinsen hoch sind, bedeutet das, dass der zukünftige Mehrkonsum, der durch Ersparnisbildung ermöglicht wird, groß ist. Es besteht also ein Anreiz, Ersparnisse zu bilden. Die EWU-Mitgliedsländer haben also ganz normal auf die Anreize, die von den unterschiedlichen Realzinsen ausgegangen sind reagiert.

### Schaubild 2



Damit stellt sich aber die Frage, warum die Realzinsen in den EWU-Mitgliedsländern über einen so langen Zeitraum derart stark divergierten? Sollte man nicht annehmen, dass sich in einer Währungsunion die Zinssätze angleichen, weil die Notenbank ihr Geld zu einem einheitlichen Zinssatz für alle Mitgliedsländer anbietet? Leider ist diese Vermutung falsch: Schaubild 3 zeigt, dass mit dem Beginn der Währungsunion zwar die *Varianz der Nominalzinsen* stark *gesunken* ist, die *Varianz der Realzinsen* jedoch kräftig *gestiegen* ist. Eine einheitliche Geldpolitik führt also, wie es scheint, zu einer Konvergenz der Nominalzinsen, die jedoch keineswegs notwendigerweise auch zu einer Konvergenz der Realzinsen führen muss. Wie die Varianz die Inflationsraten zeigt, haben diese sich seit Beginn der Währungsunion zwar angeglichen, es ist aber nie zu einem so starken Rückgang wie bei den Nominalzinsen gekommen. Das bedeutet dann aber notwendigerweise, dass die Angleichung der Nominalzinsen zu einem Anstieg der Varianz der Realzinsen führen muss.

### Schaubild 3



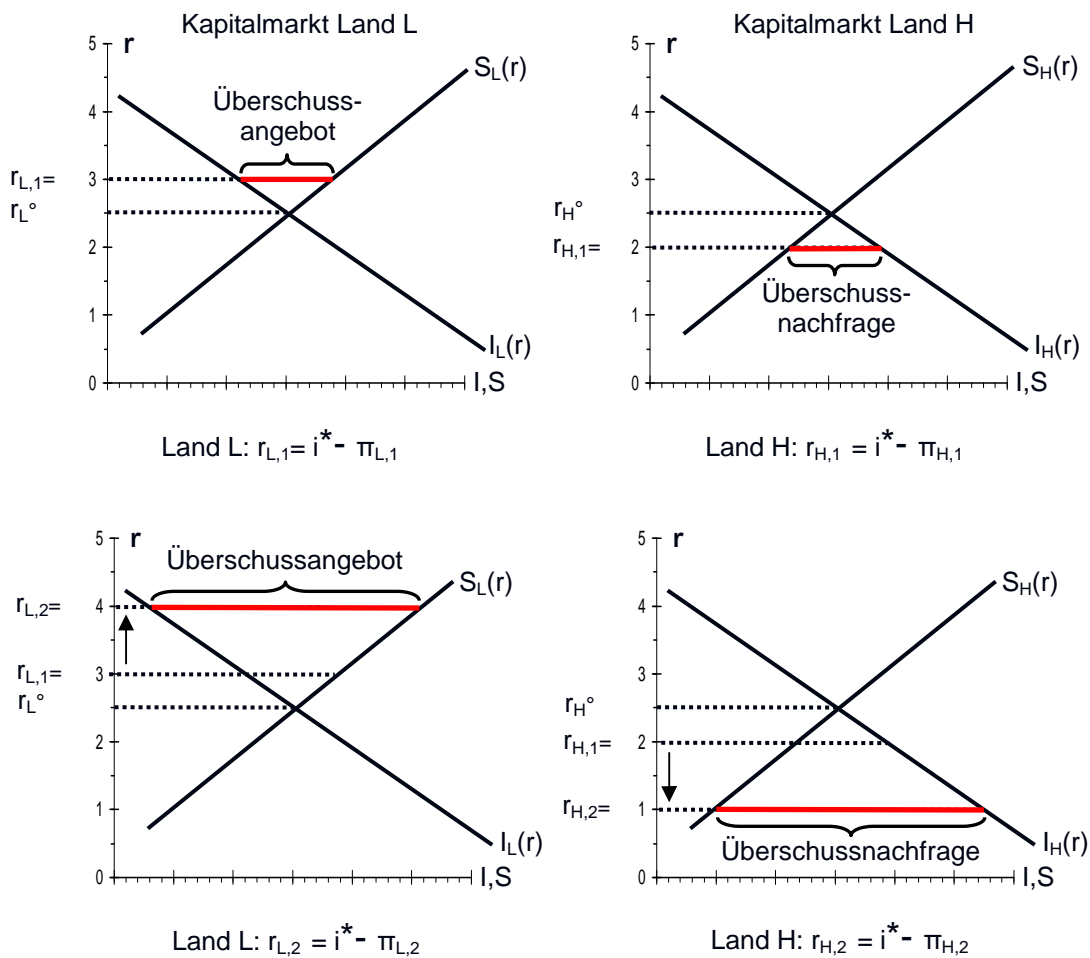
## 2. Eine theoretische Erklärung

Wie kann man diesen empirischen Befund erklären? Warum kam es nach der Gründung der Währungsunion zu einer dauerhaften Divergenz der Realzinsen, die fast ein Jahrzehnt lang Anreize zum Aufbau ungleichgewichtiger Vermögenspositionen gesetzt hat? Normalerweise lassen sich in den ökonomischen Standardtheorien immer Argumente dafür finden, dass Ungleichgewichte nicht von Dauer sein können. Bei divergierenden Realzinsen zwischen den Mitgliedsländern einer Währungsunion ist dies *unter realistischen Annahmen* aber nicht so. Wie die folgenden Überlegungen zeigen, kann in einer Währungsunion bei divergierenden Realzinsen sogar ein *sich selbst verstärkender Rückkopplungseffekt* entstehen, der über einen längeren Zeitraum fort dauert.

Schaubild 4 zeigt eine einfache grafische Erklärung für das Entstehen einer Verschuldungsspirale im 2-Länder-Fall. In der Ausgangssituation sind beide Länder „L“ und „H“ völlig identisch bis auf ihre Position im Konjunkturzyklus. Der natürliche Realzins, bei dem die Ersparnis gleich den Investitionen ist, so dass keine Überschussnachfrage nach Gütern herrscht und folglich kein Inflationsdruck resultiert, ist in beiden Ländern gleich:  $r_L^o = r_H^o = 2,5\%$ . Unter der Annahme, dass Land L im Vergleich zu Land H in einer konjunkturellen Abschwungphase ist, sei angenommen, dass die Inflationsrate in Land L niedriger als die Inflationsrate in Land H, z.B.  $\pi_L = -0,5\% < \pi_H = 0,5\%$ .

Beide Länder sind in einer Währungsunion. Zur Vereinfachung der grafischen Darstellung sei unterstellt, dass die Notenbank dieser Währungsunion eine Zielinflationsrate von Null verfolgt. Im Gleichgewicht muss dann also die gesamte Ersparnis beider Länder gleich der gesamten Investitionsnachfrage beider Länder sein. Wenn in Land L die Inflationsrate gleich  $\pi_L = -0,5\%$  und in Land H die Inflationsrate gleich  $\pi_H = 0,5\%$  ist, resultiert ein solches Gleichgewicht, wenn die Notenbank das Geldangebot genau so groß wählt wie die Geldnachfrage, so dass ein Nominalzins  $i^* = 2,5\%$  resultiert. Bei der Zielinflationsrate von Null, ist der durchschnittliche Realzins dann ebenfalls gleich 2,5%. In Land L resultiert dann aber ein Realzins gleich  $r_{L,1} = i_1 - \pi_L = 3\%$  und in Land H ein Realzins von  $r_{H,1} = i_1 - \pi_H = 2\%$ . Wie man im Schaubild erkennt, ist die bei diesen Realzinsniveaus resultierende Überschussnachfrage in Land L gerade so groß, wie das in Land H resultierende Überschussangebot. Aggregiert über beide Länder, herrscht also ein Kapitalmarktgleichgewicht. Auf disaggregierter Ebene aber, herrscht in Land L ein Überschussangebot an Krediten und in Land H Überschussnachfrage nach Krediten. Mit anderen Worten, das *Hochinflationsland H vergrößert* von Periode zu Periode *seine Verschuldung*, während das *Niedriginflationsland L* von Periode zu Periode sein *Nettovermögen erhöht*.

## Schaubild 4



In einer Welt, in der alle Güter vollständig handelbar sind und/oder die Produktionsfaktoren vollständig mobil sind, können die Inflationsraten zwischen zwei Mitgliedsländern einer Währungsunion, die Freihandel und treiben, nicht dauerhaft divergieren. Wenn Güter vollständig handelbar sind, würde aufgrund der Preisdivergenzen sofort Handel einsetzen und Güter aus dem Niedriginflationsland in das Hochinflationsland fließen. Im Hochinflationsland würde das zusätzliche Güterangebot aus dem Ausland den Preisanstieg bremsen und im Niedriginflationsland würde die zusätzliche Güternachfrage aus dem Ausland den Preisanstieg beschleunigen. Die Inflationsraten – und damit die Realzinsen – würden sich also angleichen.

Ein ähnlicher Mechanismus würde sich abspielen, wenn Güter zwar nicht handelbar aber dafür die Produktionsfaktoren vollständig mobil sind. In diesem Fall würde die unterschiedliche Preisentwicklung der Güter sich auf die Preise der Produktionsfaktoren auswirken. Ein Teil der Produktionsfaktoren würde dann aus dem Niedriginflationsland in das Hochinflationsland abwandern. Dort würden sie für ein zusätzliches Güterangebot sorgen, das wiederum den Preisanstieg bremsen würde. Im Niedriginflationsland würden sie für einen Rückgang des Güterangebotes sorgen, der den Preisanstieg beschleunigen würde. Auch auf diese Weise könnten sich also die Inflationsraten – und damit die Realzinsen – angleichen. Wie Schaubild 4 zeigt, verschwinden bei einer Angleichung der Realzinsen die lokalen Ungleichgewichte.

Aus empirischer Sicht spricht jedoch wenig dafür, dass die EWU eine Welt ist, in der solche Annahmen gelten. Realistischerweise muss man davon ausgehen, dass ein großer Teil der Güter – z.B. Immobilien und Dienstleistungen – nicht handelbar sind. Ebenso sprechen empirische Beobachtungen dafür, dass einer der wichtigsten Produktionsfaktoren, die menschliche Arbeit, ebenfalls nicht hinreichend mobil ist: So beträgt die empirisch gemessene Mobilitätsrate zwischen den Mitgliedsländern der EU rund 1 Prozent pro Jahr, während die Mobilitätsrate zwischen den US Bundesstaaten bei rund 3 Prozent liegt (Bonin et al. (2008)). Unter solchen Annahmen, kann aus der Divergenz der Inflationsraten ein sich selbst verstärkender Rückkopplungseffekt resultieren: Wenn die Schuldner in den Hochinflationsländern Güter und Dienstleistungen kaufen, die nicht handelbar sind, wird dies die Überschussnachfrage nach Gütern in ihrem Land – und in der Folge die Inflation – weiter erhöhen. Um-

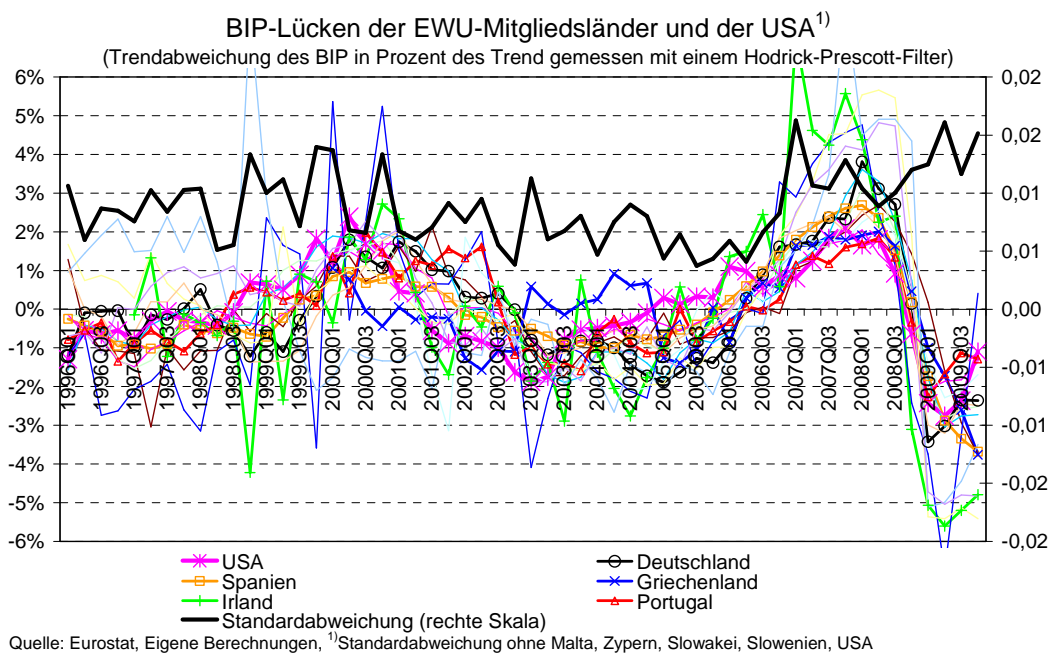
gekehrt wird es im *Niedriginflationsland* zu einer *Güternachfrangelücke* kommen, weil die mit den Krediten abfließende Kaufkraft nicht wieder in vollem Umfang über die Exportnachfrage zurückfließt. Die Nachfrangelücke verursacht einen weiteren Rückgang der Inflation. Wenn die Mobilität der Produktionsfaktoren dann nicht ausreicht, um die Gleichgewichte auf den lokalen Gütermärkten herzustellen, werden die Inflationsdifferenzen zwischen beiden Ländern weiter steigen. Ein sich selbst verstärkender Rückkopplungseffekt, eine *Verschuldungsspirale*, kann also die Folge sein. Die unteren beiden Quadranten von Schaubild 4 zeigen dies beispielhaft. Dabei wurde unterstellt, dass die Inflationsrate im Hochinflationsland H aus den genannten Gründen um 1% steigt und im Niedriginflationsland L um 1% sinkt. Der Realzins in Land L ist dann gleich  $r_{L,2} = i^* - \pi_{L,2} = 4\%$  und in Land H gleich  $r_{H,2} = i^* - \pi_{H,2} = 1\%$ . Die Überschussnachfrage nach Krediten im Hochinflationsland H steigt und das Überschussangebot an Krediten im Niedriginflationsland ebenfalls. In der Folge wird, unter den gemachten Annahmen, die *Überschussnachfrage nach Gütern im Hochinflationsland weiter steigen* und das *Überschussangebot an Gütern im Niedriginflationsland weiter zunehmen*. Die Inflationsdifferenzen können sich also abermals vergrößern. Die Verschuldungsspirale dreht sich also weiter und weiter.

Natürlich können *in einer endlichen Welt* solche sich selbst verstärkenden Rückkopplungseffekte nicht endlos weiterlaufen. Typischerweise verursachen sie an irgendeiner Stelle Ungleichgewichte, die schließlich wieder zu ihrer Auflösung führen. Im obigen 2-Länder-Fall war die Ausgangsannahme, dass beide Länder völlig identisch sind bis auf ihre unterschiedliche Position im Konjunkturzyklus. Diese Annahme kann natürlich nicht mehr aufrecht erhalten werden, wenn sich Land H bei Land L ständig verschuldet. Wenn die *Nettoverschuldungsquote von Land H hinreichend groß* ist, werden die Kapitalmärkte eine *Risikoprämie bei Krediten an Land H* verlangen, während Land L als „sicherer Hafen“ dient und eine negative Risikoprämie erhält. Durch den ständigen Anstieg der Risikoprämien wird der Realzins in Land H steigen und in Land L sinken, so dass sich die Realzinsen angleichen. Bei *effizienten Kapitalmärkten*, die kontinuierlich Informationen verarbeiten, wird sich dieser Prozess kontinuierlich abspielen, so dass es zu einer „*sanften Landung*“ kommen kann. In der Realität verarbeiten Kapitalmärkte Informationen jedoch sehr häufig diskontinuierlich und können dadurch „*Bruchlandungen*“ verursachen. Der seit September vergangenen Jahres zu beobachtende drastische Anstieg der Zinsdifferenzen der Staatsanleihen der EWU-Mitgliedsländer, spricht für die These, dass in der Realität Informationen von Märkten diskontinuierlich verarbeitet werden. Die Ungleichgewichte, die sich seit dem Beginn der Währungsunion aufgebaut hatten (Schaubild 1), führten *lange Zeit zu keiner Reaktion der Kapitalmärkte*. Erst gegen Ende des Jahres 2008 begannen sich zaghaft leichte Zinsdifferenzen herauszubilden (Schaubild 3). Zu einer deutlichen und anhaltenden Reaktion der Märkte kam es erst dann, als nach dem Bekanntwerden der griechischen Statistikfälschung, die großen Ratingagenturen Staatsanleihen hochverschuldeter EWU-Mitgliedsländer zurückstuften. Offensichtlich bedarf es solcher Ereignisse mit breiter Signalwirkung, um die Aufmerksamkeit der Märkte auf ein Problem zu lenken.

### 3. Der resultierende Reformbedarf

Ursache für das Entstehen von Verschuldungsspiralen in Währungsunionen sind Inflationsdifferenzen zwischen den Mitgliedsländern. *Inflationsdifferenzen* entstehen vor allem dann, wenn die *Mitgliedsländer asynchrone Konjunkturzyklen* haben. Schaubild 5 vergleicht die Konjunkturzyklen der EWU-Mitgliedsländer gemessen an der „BIP-Lücke“ (linke Skala). Die *BIP-Lücke* ist definiert als die *prozentuale Abweichung des aktuellen Bruttoinlandsproduktes von seinem langfristigen* (mit einem Hodrick-Prescott-Filter gemessenen) *Trend*. Bei einer positiven BIP-Lücke ist das aktuelle BIP größer als sein langfristiger Durchschnittswert. Dies deutet auf eine konjunkturelle Aufschwungsphase hin. Eine negative BIP-Lücke signalisiert entsprechend eine konjunkturelle Abschwungsphase. BIP-Lücken sind in den meisten Ländern deutlich negativ mit der Arbeitslosenquote und positiv mit der Inflationsrate korreliert. Sie enthalten also empirische Informationen über das Konjunkturgeschehen.

## Schaubild 4



Das Schaubild zeigt, dass die BIP-Lücken der EWU-Mitgliedsländer in der Regel sehr stark divergieren. Die Länder befinden sich also zu einem bestimmten Zeitpunkt in unterschiedlichen Phasen ihrer Konjunkturzyklen. Entsprechend unterschiedlich sind auch die Inflationsraten. Auch die auf der rechten Skala abgetragene Standardabweichung der BIP-Lücken lässt nicht den bei der EWU-Gründung einmal erhofften rückläufigen Trend erkennen. Im Verlauf der Finanzmarktkrise ist sie sogar noch erkennbar gestiegen. Die EWU ist also weit davon entfernt, ein „optimaler Währungsraum“ im Sinne Mundells (1961) zu sein. Eine Reform der EWU, die zukünftige Verschuldungsspiralen verhindern soll, muss diesem Problem asynchroner Konjunkturzyklen Rechnung tragen.

Wie kann das geschehen? Es führt kein Weg daran vorbei, *wirtschaftspolitische Instrumente zu schaffen*, die zu einer *Angleichung der Konjunkturzyklen* eingesetzt werden können. Institutionen, die eine ausufernde Staatsverschuldung verhindern (wie etwa eine *nationale oder internationale Kontrolle der Fiskalpolitik der Mitgliedsländer* (Regling et al. (2010), EU-Kommission (2008), Burda und Gerlach (2010), Ubide (2010), Boysen-Hogrefe (2010), Lane (2010), Fatas und Mihov (2010), Wyplosz (2010), Pisani-Ferry (2010)) oder ein *geregeltes Insolvenzverfahren für Staaten* (Delpla und von Weizsäcker (2010), Fuest et al. (2010), Gros und Mayer (2010), Pisani-Ferry (2010)) können dabei sicherlich hilfreich sein. *Ein ausgeglichenes Staatsbudget der EWU-Mitgliedsländer für sich genommen, garantiert jedoch noch nicht eine Angleichung der Konjunkturzyklen*. Diese resultiert nur dann, wenn die Verpflichtung zum Ausgleich des Staatsbudgets mit der Verpflichtung zu antizyklischer Fiskalpolitik kombiniert wird. In der Theorie erscheint eine solche Kombination möglich und sinnvoll. In der Praxis erweist sich *antizyklische Fiskalpolitik* aufgrund der Wirkungsverzögerungsproblematik (s. z.B. Mankiw (2003, S. 381)) bei normalen Konjunkturschwankungen als *zu schwerfällig* um stabilisierende Wirkung entfalten zu können. Es muss deshalb auch darüber nachgedacht werden, ob nicht auch die *Europäische Zentralbank neue Instrumente* für eine länderspezifische Ausgestaltung ihrer Geldpolitik erhalten kann.

Ein solches Instrument könnte zum Beispiel eine *länderspezifische Mindestreserveverpflichtung* sein, wie sie von Palley (2006) und Holz (2007) vorgeschlagen wurde. Unter einem solchen Mindestreserveregime müssen Banken in Ländern mit hoher Inflationsrate höhere Mindestreserven halten als Banken in Ländern mit niedriger Inflationsrate. Eine Verzinsung der Mindestreserven, wie zur Zeit bei der EZB üblich, darf nicht erfolgen. Durch die daraus resultierende unterschiedliche Kostenbelastung der Banken, ergeben sich dann unterschiedliche länderspezifische Zinssätze für Bankkredite. Weitere Instrumente, wie z.B. eine *länderspezifische Kreditbesteuerung*, die von der EZB unabhängig festgesetzt und eingezogen wird, sind vorstellbar.

Die EWU ist als *politische Kopfgeburt* gestartet. Von ökonomischer Seite ist das Projekt von Anfang an mit Skepsis betrachtet worden. Es zeigt sich heute, dass es in der Tat kein risikoloses Unterfangen war, einen konjunkturzyklisch so heterogenen Club wie die Mitgliedsländer der EWU zu einer Währungsunion zusammen zu schließen. Ein *Scheitern der EWU* hätte jetzt aber *katastrophale Konsequenzen* für die Weltfinanzmärkte. Die Pleite von Lehman Brothers Inc. würde im Vergleich dazu wie ein Sturm im Wasserglas erscheinen. Bei der anstehenden Reform der EWU müssen deshalb alle Handlungsoptionen auf den Tisch.

## Literatur

- Burda, Michael C., und Stefan Gerlach (2010), A credible Stability and Growth Pact: Raising the bar for budgetary transparency, in: *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done?*, Hrsg.: Richard Baldwin, Daniel Gros, Luc Laven, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.
- Boysen-Hogrefe (2010), Jens, Ist Griechenland noch zu retten? Und der Euro? Kiel Policy Brief, Nr. 19, Juni 2010.
- Europäische Kommission (2008), EMU@10: Successes and Challenges after 10 Years of Economic and Monetary Union, *European Economy* (2, May).
- Fuest et al. (2010), Clemens Fuest, Martin Hellwig, Hans-Werner Sinn, Wolfgang Franz, Appell an die Bundesregierung - Zehn Regeln zur Rettung des Euro, *FAZ*, 18. Juni 2010.
- Gros, Daniel, und Thomas Mayer (2010), How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund now!, No. 202/February 2010 , Updated 17 May 2010, CEPS Policy Brief No. 202.
- De Grauwe, Paul (2010), Crisis in the eurozone and how to deal with it, CEPS Policy Brief No. 204.
- Delpla, Jacques, und Jakob von Weizsäcker (2010), The Blue Bond Proposal; *bruegelpolicybrief*, Issue 2010/03, May.
- Fatas, Antonio, und Ilian Mihov (2010), Fiscal policy at a crossroads: The need for constrained discretion, in: *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done?*, Hrsg.: Richard Baldwin, Daniel Gros, Luc Laven, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.
- Holz, Michael (2007), Asset-Based Reserve Requirements: A New Monetary Policy Instrument for Targeting Diverging Real Estate Prices in the Euro Area, *Intervention. Journal of Economics*, Vol. 4 (2007), Number 2, pp. 353 - 351.
- Krogstrup, Signe, und Charles Wyplosz (2010). A Common Pool Theory of Supranational Deficit Ceilings, *European Economic Review* 54(2): 273–281.
- Lane, Philip (2010), Rethinking national fiscal policies in Europe, in: *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done?*, Hrsg.: Richard Baldwin, Daniel Gros, Luc Laven, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.
- Mankiw (2003), Gregory, *Macroeconomics*, Worth Publishers, New York.
- Maurer (2010), Die Verschuldungskrise der Europäischen Währungsunion - Fiskalische Disziplinlosigkeit oder Konstruktionsfehler?, *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung*, Heft 4.
- Mundell (1961), Robert A., Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review* 51: 657-665.
- Palley, Thomas (2006): Currency Unions, the Phillips Curve, and Stabilization Policy: Some Suggestions for Europe, in: *Intervention. Journal of Economics*, Vol. 3, No. 2, pp. 351 - 369.
- Persaud, Avanash (2010), The narrative outside of Europe about Europe's fiscal crisis is wrong, in: *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done?*, Hrsg.: Richard Baldwin, Daniel Gros, Luc Laven, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.
- Pisani-Ferry, Jean (2010), Eurozone governance: What went wrong and how to repair it, in: *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done?*, Hrsg.: Richard Baldwin, Daniel Gros, Luc Laven, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.
- Regling et al. (2010), K. Regling, S. Deroose, R. Felke, and P. Kutos. The Euro After Its First Decade: Weathering the Financial Storm and Enlarging the Euro Area. ADBI Working Paper 205. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- Ubide, Angel (2010), The European bicycle must accelerate, in: *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done?*, Hrsg.: Richard Baldwin, Daniel Gros, Luc Laven, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.
- Wyplosz, Charles (2010), The Eurozone's levitation, in: *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to Be Done?*, Hrsg.: Richard Baldwin, Daniel Gros, Luc Laven, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.