POLICY PAPER 172 ► 14. MÄRZ 2017

JACQUES DELORS INSTITUT
BERLIN

| BertelsmannStiftung

EINE KURZE GESCHICHTE DER EUROKRISE

Jörg Haas | *Wissenschaftler, Jacques Delors Institut – Berlin*

Katharina Gnath | *Senior Project Manager, Bertelsmann Stiftung*

ZUSAMMENFASSUNG

Mehr als sieben Jahre sind seit dem Beginn der Eurokrise vergangen. Dennoch besteht noch immer keine Einigkeit über die Ursachen der Krise und die Gründe für ihre außergewöhnliche Schwere und Länge. Ohne eine gemeinsame Diagnose gestaltet sich auch die Suche nach gemeinsamen Antworten schwierig.

In diesem Policy Paper zeigen Jörg Haas und Katharina Gnath, dass die am weitesten verbreiteten Erklärungsansätze für die Eurokrise allesamt eines gemein haben: Sie betonen die schädlichen Auswirkungen von Ungleichgewichten in der staatlichen und privaten Verschuldung im Euroraum. Von diesem Ausgangspunkt zeichnen die Autoren die Wurzeln der Instabilität und der Ansteckungseffekte nach und geben einen Überblick über die vier Hauptphasen der Krise:

- **Auseinanderentwicklung.** Leicht verfügbare Kredite, gepaart mit unzureichenden politischen und ökonomischen Anpassungsmechanismen in der Währungsunion, führten zum Entstehen großer Ungleichgewichte im Euroraum. Auch wenn die globale Finanzkrise von 2008/9 der unmittelbare Auslöser für die Eurokrise, so lag die eigentliche Ursache in den vorhergehenden Divergenzen.

- **Erste-Hilfe-Maßnahmen.** Die Krise traf die Währungsunion nahezu völlig unvorbereitet. Innerhalb kürzester Zeit musste ein europäischer Rahmen für das Krisenmanagement geschaffen werden. Die sich daraus ergebenden Verzögerungen, eine schwache europäische Ebene und eine handlungsbeschränkte Geldpolitik verschärften die Krise zunächst.

- **Strukturelle Veränderungen.** Der europäischen Politik gelang es schließlich, wichtige Teile der Wirtschafts- und Währungsunion zu reformieren. Die Reformbemühungen konzentrierten sich auf ein regelbasiertes System der Krisenprävention, auf begrenzte gegenseitige Absicherung in Krisenzeiten und darauf, den Teufelskreis zwischen fragilen Staatsfinanzen und einem instabilen Bankensystem zu durchbrechen.

- **Die Situation heute.** Der Euroraum befindet sich nach wie vor in einer gefährlichen Lage. Die expansive Geldpolitik der EZB findet zunehmend Kritiker, die anhaltende, hohe Verschuldung lässt der Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten wenig Spielraum und Transferzahlungen genießen in der Öffentlichkeit wenig Rückhalt.

Was der Euro nun braucht, ist eine Debatte über eine grundlegende Reform der Währungsunion, solange die relativ ruhige Lage anhält – und nicht erst, wenn die nächste Panik an den Märkten ausbricht.

INHALTSVERZEICHNIS

1. Keine Lösung ohne gemeinsame Diagnose 3
2. Die Entstehung von Ungleichgewichten 3
3. Europäische Erste-Hilfe-Maßnahmen 6
4. Strukturelle Veränderungen 7
5. Die Situation heute 8
ZU DEN GLEICHEN THEMEN... 10

1. Keine Lösung ohne gemeinsame Diagnose

1. **Offene Fragen.** Europas Politiker ahnen, dass die europäische Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) auf lange Sicht nicht tragfähig ist. Doch seit 2012 die Bankenunion auf den Weg gebracht wurde, ist der Reformfortschritt fast zum Erliegen gekommen. Sicherlich spielt die weit verbreitete Euroskepsis in der Bevölkerung dabei ebenso eine Rolle wie inkompatible nationale Interessen. Noch wichtiger ist jedoch: Eine Lösung ist praktisch unmöglich, solange man sich unter den Mitgliedstaaten nicht einigen kann, welches Problem es zu lösen gilt. Es besteht noch immer kein Konsens über die grundlegenden wirtschaftlichen und politischen Fragen: Was waren die Auslöser der Krise und wie erklärt sich ihre außergewöhnliche Schwere und Länge?

2. **Konkurrierende Analysen.** Es gibt drei weit verbreitete Erklärungen für den Ausbruch der Krise:

- *Überschuldung der öffentlichen Haushalte.* Viele WWU-Mitgliedstaaten verfolgten keine solide Fiskalpolitik und kamen ihren Verpflichtungen im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts nicht nach. Als sich das Wachstum verlangsamte, büßten einige ihren Marktzugang ein, weil ihre Staatsverschuldung untragbar schien.

- *Divergierende Wettbewerbsfähigkeit.* Im Vorfeld der Krise führten unvollständige und abgeschottete Märkte zu einem rapiden Anstieg der Lohnstückkosten in den Ländern, die später schwer von der Krise getroffen wurden. Gleichzeitig blieben sie in anderen WWU-Mitgliedstaaten, insbesondere in Deutschland, praktisch unverändert. Da es keine Möglichkeit gab, Landeswährungen abzuwerten, führte dies zu unhaltbaren Leistungsbilanzungleichgewichten und letztlich zu einem plötzlichen Versiegen von Kapitalströmen aus dem Ausland in die Krisenstaaten („sudden stop“).

- *Schwache Regulierung des Finanzsektors.* Nach der Einführung des Euro begannen die Länder des „Kerngebiets“, den Ländern in der „Peripherie“ des Euroraums große Mengen Geld zu leihen. Als diese externen Finanzierungsquellen in Folge der globalen Finanzkrise von 2008/9 versiegten, mussten überdimensionierte Banken von ihren Regierungen gerettet werden, die infolgedessen eine hohe Schuldenlast zu tragen hatten.

3. **Ungleichgewichte spielen eine zentrale Rolle.** Man muss sich nicht für einen dieser Erklärungsansätze entscheiden und die anderen verwerfen. Denn trotz ihrer Unterschiede haben sie eines gemein: Sie unterstreichen die Bedeutung von Ungleichgewichten im Euroraum, sowohl in der privaten als auch in der staatlichen Verschuldung. Von diesem Ausgangspunkt aus ist es möglich, die Wurzeln der Krise und die Ansteckungseffekte schlüssig darzustellen.

2. Die Entstehung von Ungleichgewichten

4. **Kreditschock.** Mit dem Beginn der Währungsunion wurden günstige Kredite immer leichter verfügbar – ein Trend, der in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu beobachten war. Obwohl die europäischen Verträge eine gemeinsame Schuldenhaftung der Euro-Mitgliedsländer ausdrücklich ausschlossen („No Bailout“-Klausel, Art. 125 AEUV), sanken trotzdem die Zinssätze in der Peripherie des Euroraums so stark, als bestünde kein Ausfallrisiko. Die daraus resultierenden Kapitalströme führten zu einem Anstieg der Löhne, der Wachstumsraten und der Inflation in den betroffenen Ländern. Entgegen den damaligen Erwartungen sorgte das zusätzliche Kapital jedoch nicht für einen Anstieg der Produktivität. Stattdessen schürte es in mehreren Ländern die Entstehung von Spekulationsblasen in Marktsegmenten, die kaum internationalem Wettbewerb ausgesetzt waren, beispielsweise Immobilien

und Dienstleistungen. In anderen Ländern wiederum nutzten Regierungen die niedrigen Zinsen dazu, vermehrt Schuldverschreibungen auszugeben.[1]

5. **Unzureichende Anpassung.** Warum passten sich die Volkswirtschaften des Euroraums nicht rechtzeitig an die aufkommenden Ungleichgewichte an? Mit dem Eintritt in die Währungsunion verfügten die Euro-Länder nicht mehr über die Anpassungsinstrumente, auf die Länder mit einer eigenen Währung zur Verfügung zurückgreifen können.

- Durch eine *Währungsabwertung* wäre die Wettbewerbsfähigkeit wiederhergestellt, Investitionen zurückgeschraubt und der Konsum gedrosselt worden („nomineller Wechselkurskanal").

- Eine auf die nationale konjunkturelle Wirtschaftslage zugeschnittene *Geldpolitik* hätte für eine Normalisierung der Inflation gesorgt.

Gleichzeitig wurde auf europäischer Ebene kein tragfähiger Ersatz geschaffen, wie beispielsweise:

- Ein vollständig integrierter Markt, in dem die weitreichende Mobilität von Waren und Arbeitskräften produktivitätsabhängige Lohnanpassungen erzwingen kann (der sogenannte „reale Wechselkurskanal" der Anpassung).

- Eine koordinierte Wirtschaftspolitik, die eine entschiedene antizyklische Fiskalpolitik ermöglicht.

- Ein gemeinsamer Haushalt, der als „automatischer Stabilisator" dienen und damit zu ausgewogenerem Wachstum und geringeren Inflationsunterschieden beigetragen kann.

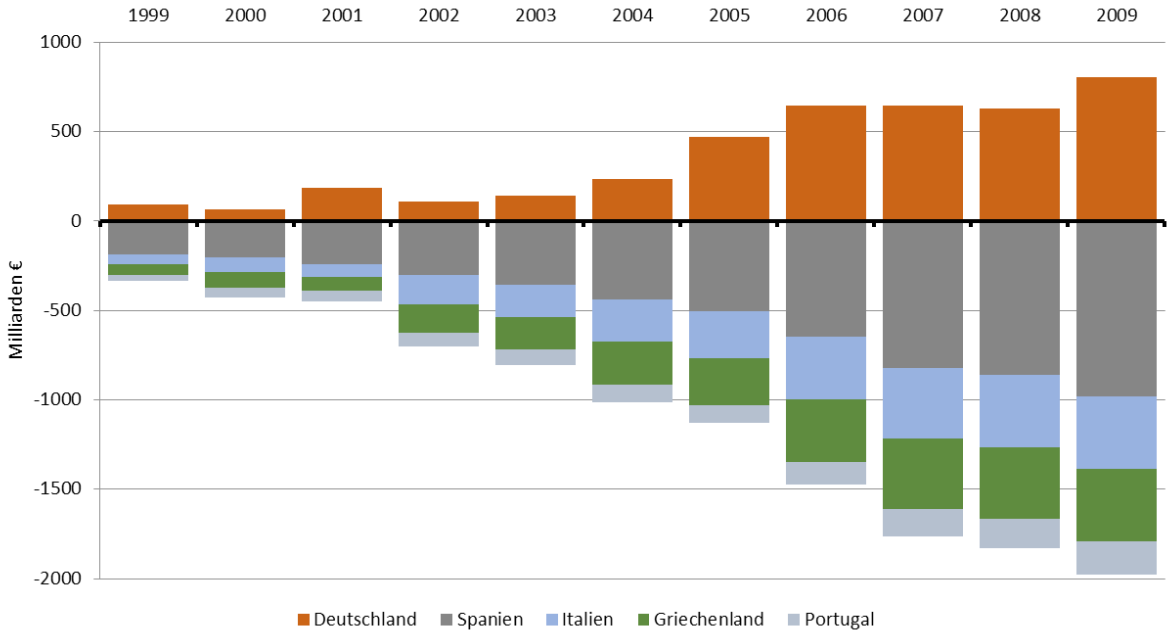
In der Folge begannen die Volkswirtschaften des Euroraums auseinanderzudriften.[2]

6. **Auswirkungen der Geldpolitik.** Da die Europäische Zentralbank (EZB) einen Nominalzinssatz für die gesamte Währungsunion festlegt, verfestigten sich die aufkommenden Ungleichgewichte weiter. Für Länder mit hohem Wachstum und hohen Inflationsraten, wie z. B. Spanien und Irland, war der Realzinssatz zu niedrig und trieb eine bereits überhitzte Konjunktur weiter an. Für Länder mit niedrigem Wachstum und niedrigen Inflationsraten, wie z. B. Deutschland, war der Realzinssatz zu hoch und schwächte Wachstum und Investitionen. Statt die konjunkturellen Unterschiede einzudämmen, wurde diese durch die Geldpolitik weiter verschärft (das „One size fits none"-Problem).[3]

7. **Wachsende Ungleichgewichte.** Über die Jahre sammelte die Kapital importierende Peripherie auf diese Weise große Mengen Auslandsschulden an, während das Vermögen des Kapital exportierenden Kernraums beständig wuchs (siehe Abbildung 1). Die Architektur der WWU war nicht in der Lage, diesen Trend aufzuhalten. Das Bestreben der Mitgliedstaaten, möglichst wenig Kontrolle abzugeben, erschwerte eine ambitionierte Koordinierung. Dies zeigte sich vor allem in der Haushaltsplanung und Bankenüberwachung. Zwar fanden Diskussionen über die mangelnde Einhaltung der Haushaltsregeln der WWU statt. Doch das gleichzeitige Entstehen einer Schieflage bei privaten Haushalten alarmierte die europäische Politik nicht. Die Probleme des Euroraums begannen also schon kurz nach seiner Gründung. Die globale Finanzkrise von 2008/9 war der unmittelbare Auslöser für die Eurokrise, doch die eigentliche Ursache lag in einem jahrelangen Prozess der Auseinanderentwicklung.

1. Herausgegeben von Richard Baldwin und Francesco Giavazzi, *The Eurozone Crisis. A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions*, 2015.
Allard, Céline, Petya Koeva Brooks, John C. Bluedorn, Fabian Bornhost, Katharine Christopherson, Franziska Ohnsorge und Tigran Poghosyan, *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*. Diskussionspapier des Internationalen Währungsfonds (IWF), Nr. SDN/13/09, 2013.
2. Enderlein, Henrik, Peter Bofinger, Laurence Boone, Paul De Grauwe, Jean-Claude Piris, Jean Pisani-Ferry, Maria João Rodrigues, André Sapir und António Vitorino, *Den Euro vollenden. Der Weg zu einer Fiskalunion in Europa (Bericht der „Tommaso Padoa-Schioppa Gruppe")*, Notre Europe Studien & Berichte, Nr. 92, 2012.
3. Enderlein, Henrik, *One Size Fits None,* Central Banking XVI, Nr. 1: 24-28, 2005.

ABBILDUNG 1 ► Nettoauslandsvermögen ausgewählter Länder des Euroraums von 1999-2009



Quelle: Berechnungen der Autoren, basierend auf Eurostat (Netto-Auslandsvermögensposition).

8. **Der Zusammenbruch.** Die großen Kapitalzuflüsse, die nötig waren, um diesen Zustand in der Euro-Peripherie aufrechtzuerhalten, versiegten, als Europa von einer Reihe externer Schocks getroffen wurde. Angesichts der globalen Finanzkrise der Jahre 2008/9 und der Aufdeckung geschönter Haushaltsdefizitzahlen in Griechenland nahm die Risikobereitschaft privater Geldgeber rapide ab. Gleichzeitig stiegen die öffentlichen Ausgaben der Euro-Länder stark an, als sie sich bemühten, ihre krisengebeutelten Volkswirtschaften zu stabilisieren und ihre Banken zu retten. Plötzlich sah sich die Währungsunion mit zwei unerwarteten Problemen konfrontiert:

- *Sich selbsterfüllende Insolvenzen.* Da die Mitglieder des Euroraums Schulden in einer Währung bedienen mussten, die sie nicht direkt kontrollierten, wurden sie von den Märkten als verwundbar eingestuft. Zinsaufschläge auf Staatsschulden von Ländern mit hohen Leistungsbilanzdefiziten stiegen deutlich. Die sich daraus ergebenden höheren Refinanzierungskosten nährten Zweifel an der Solvenz der betroffenen Länder weiter – selbst dann, wenn der öffentliche Schuldenstand anfangs noch niedrig gewesen war.[4]

- *Staaten-Banken-Nexus.* Zweifel an der Zahlungsfähigkeit von Regierungen wirkten sich auch nachteilig auf die Kapitalpuffer der ohnehin durch die Finanzkrise geschwächten Banken aus, die oftmals große Mengen Staatsanleihen hielten. Die notwendigen Rettungsaktionen des Finanzsektors erhöhten wiederum die öffentliche Schuldenlast.[5] Der volle Umfang der Verwundbarkeit durch diesen sogenannten „sovereign bank nexus" wurde erst mit Krise deutlich.

4. Giancarlo Corsetti und Luca Dedola, *The Mystery of the Printing Press: Self-fulfilling Debt Crises and Monetary Sovereignity,* Diskussionspapier des CEPR, Nr. DP9358, 2013.
5. Marcel Fratzscher und Malte Rieth, *Monetary Policy, Bank Bailouts and the Sovereign-Bank Risk Nexus in the Euro Area*, European Economy – Discussion Paper, Nr. 009, September 2015.

3. Europäische Erste-Hilfe-Maßnahmen

9. **Fehlendes Instrumentarium.** Die Krise traf die WWU nahezu völlig unvorbereitet. Als klar wurde, wie gefährlich Ansteckungseffekte zwischen Ländern des Euroraums sein konnten, musste praktisch von Grund auf ein europäischer Rahmen für die Krisenbekämpfung geschaffen werden. Dabei standen die Bedenken, dass eine Risikoteilung zu übermäßiger Schuldenaufnahme in der Zukunft könnte („moral hazard"), im Zentrum. Diese Sorgen waren legitim, führten aber auch dazu, dass wertvolle Zeit geopfert wurde, um Grundsatzfragen zur Rechtmäßigkeit von Rettungsbemühungen und institutionelle Kompetenzen zu diskutieren.

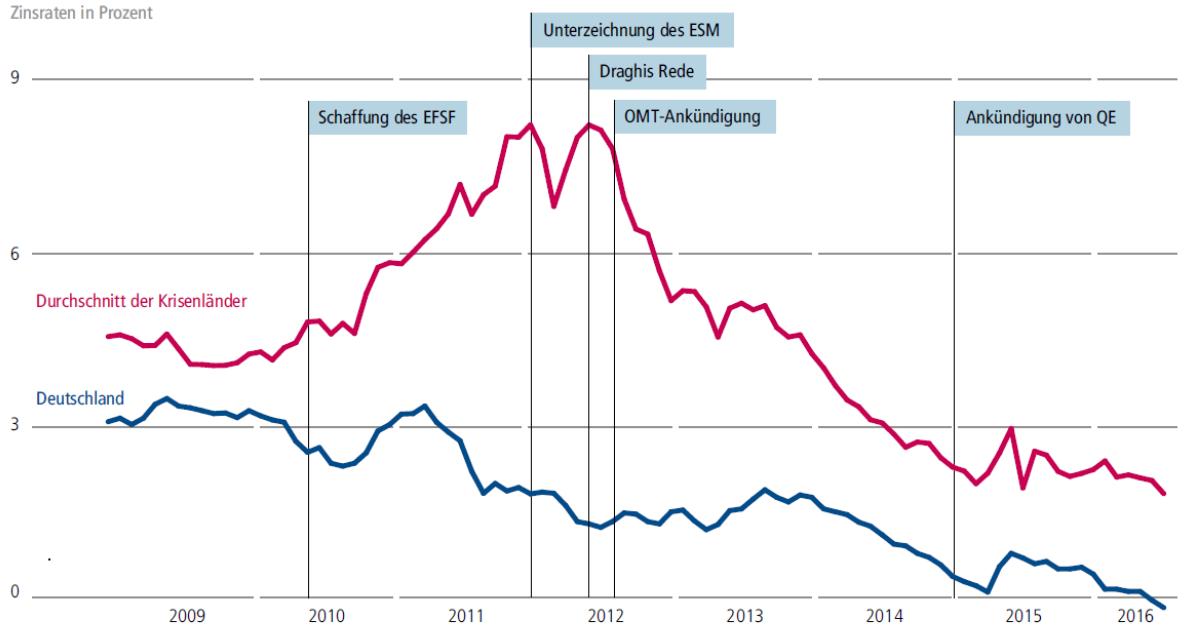
10. **Zu wenig und zu spät.** Die sich daraus ergebenden Verzögerungen verschärften die Krise. Die Unsicherheit an den Finanzmärkten, ob die Nichtbeistands-Klausel nun durchgesetzt oder Krisenländer trotz formellen Verbots unterstützt werden würden, wirkte sich nachteilig auf die Bilanzen der Banken und die öffentlichen Finanzen aus.[6] Als die Rettungsprogramme schließlich auf den Weg gebracht wurden, kamen sie für die meisten Investoren zwar gerade noch rechtzeitig. Sie waren aber zu spät, um nachhaltigen Schaden an der Wirtschaft der Krisenländer abzuwenden.

11. **Schwache supranationale Politik.** Von Beginn an dominierten die Mitgliedstaaten die Krisenverhandlungen. Die europäischen Institutionen blieben bei wichtigen Entscheidungen außen vor und in Diskussionen über Bedingungen und Sparmaßnahmen behinderte bittere Vorwürfe zwischen Euroländern die Suche nach einem effektiven Kompromiss. Der neu entstandene Rahmen zur Krisenbekämpfung – die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität EFSF und ihr Nachfolger, der Europäische Stabilitätsmechanismus ESM – war dem Vetorecht aller Euro-Mitgliedstaaten ausgeliefert. Seine begrenzte Glaubwürdigkeit reichte nicht aus, um das Marktvertrauen wiederherzustellen. Eine weitere Schwäche des zwischenstaatlichen Ansatzes, die mangelnde demokratische Kontrolle der neuen Instrumente auf europäischer Ebene, sollte im Verlauf der Krise an Bedeutung gewinnen, da die Hilfsprogramme nicht zu der schnellen wirtschaftlichen Erholung führten, die anfänglich erwartet worden war.[7]

12. **Handlungsbeschränkte Geldpolitik.** Da die politische Reaktion auf die Krise schwach ausfiel, lastete ein Großteil der Verantwortung für die Stabilisierung auf den Schultern der EZB. Jedoch verfügte die Zentralbank nicht über ein klares Mandat, die notwendigen Maßnahmen zu ergreifen. Jede Art der Unterstützung für einzelne Länder war aufgrund des Verbots von Staatsfinanzierung äußerst umstritten. Verglichen mit den Maßnahmen der US-Notenbank und der Bank of England verfolgte die EZB daher zunächst eine konservative Geldpolitik. Als die EZB im Jahr 2012 schließlich ihre Bereitschaft signalisierte, Outright-Geschäfte durchzuführen und damit effektiv zum Kreditgeber letzter Instanz für den Euroraum wurde, brachte dies die entscheidende Entlastung (s. Abbildung 2). Zugleich erntete sie heftige Kritik für ihre quasi-fiskalpolitischen Maßnahmen und musste sich dafür unter anderem vor dem Bundesverfassungsgericht rechtfertigen.

6. Shambaugh, Jay C, *The Euro's Three Crises*, Brookings Papers on Economic Activity, Frühjahr 2012.
7. Dawson, Mark, *The Legal and Political Accountability Structure of 'Post-Crisis' EU Economic Governance*, Journal of Common Market Studies 53, Nr. 5: 976-993, 2015.

ABBILDUNG 2 ► WWU-Stabilisierungsbemühungen und Zinsen auf langfristige Staatsanleihen



Anmerkungen: Die Abbildung zeigt die Zinsraten von Staatsanleihen mit langer Laufzeit (Prozent pro Jahr, Periodendurchschnittswerte, Sekundärmarktrenditen von Staatsanleihen mit Laufzeiten von bis zu zehn Jahren) und wesentliche WWU-Stabilisierungsbemühungen. Der Durchschnitt der Krisenländer zeigt Durchschnittswerte für Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien, gewichtet nach dem Kapitalzeichnungsschlüssel der EZB (5-Jahres-Durchschnitt, Stand 2014). Für Juli 2015 keine Angaben zu Griechenland.
Quelle: EZB, Berechnung der Autoren.

Quelle: Enderlein, Henrik, Enrico Letta, Jörg Asmussen, Laurence Boone, Aart De Geus, Pascal Lamy, Philippe Maystadt, Maria João Rodrigues, Gertrude Tumpel-Gugerell und António Vitorino. *Repair and Prepare: Wachstum und der Euro nach dem Brexit*. Bertelsmann Stiftung, Jacques Delors Institut – Berlin und Jacques Delors Institute – Paris, 2016.

4. Strukturelle Veränderungen

13. **Reformbemühungen.** Trotz zahlreicher Hindernisse gelang es der europäischen Politik letzten Endes, mehrere wichtige Teile der Währungsunion zu verbessern. Die Reformbemühungen konzentrierten sich auf ein regelbasiertes System der Krisenprävention, auf begrenzte gegenseitige Absicherung in Krisenzeiten und darauf, den Teufelskreis zwischen fragilen Staatsfinanzen und einem instabilen Bankensystem zu durchbrechen.

14. **Mehr Kontrolle.** Maßnahmen zur Verbesserung der europäischen Krisenprävention stützen sich vorrangig auf strengere oder zusätzliche Bestimmungen, die im Europäischen Semester verankert sind. Der Schwerpunkt liegt auf einer stärkeren Kontrolle der nationalen Haushaltspolitik. Zwei EU-Regelwerke (das „Six Pack“ und das „Two Pack“) und der zwischenstaatliche Fiskalpakt (Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion) vereinfachen die Bestrafung von Verstößen gegen die Haushaltsregeln und führten eine Schuldenbremse auf nationaler Ebene ein. Außerdem wurde der Anwendungsbereich der Regeln ausgeweitet: Ungleichgewichte im Privatsektor und bei den Lohnkosten unterliegen jetzt der europäischen Aufsicht (dem Makroökonomischen Ungleichgewichtsverfahren MIP) und können auch Sanktionen nach sich ziehen.

15. **Risikoteilung.** Das neu geschaffene europäische Rahmenwerk zur Krisenbekämpfung verfügt über eine beschränkte Form der gegenseitigen Absicherung. Die temporäre EFSF und ihr permanenter Nachfolger, der ESM, kamen nah an eine Logik der gemeinschaftlichen Haftung für Schulden heran. Dennoch: Die Funktionsweise des ESM ist noch immer im alten Maastricht-Modell verankert. Die Mitgliedstaaten, nicht

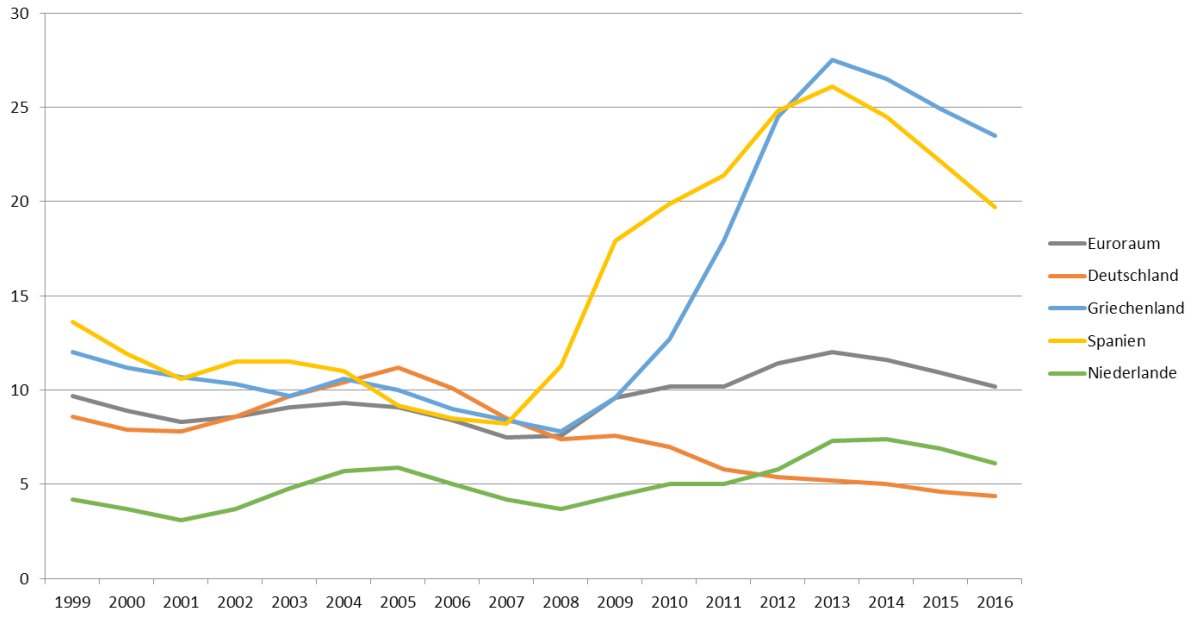
die europäische Ebene, entscheiden über die Auszahlungen, und sind nur bis zu einer Obergrenze haftbar. Außerdem fließen Kredite an Länder in Not nur für beschränkte Zeit und nur im Gegenzug für die Umsetzung von Haushaltskürzungen und Strukturreformen.

16. **Schritte zur Bankenunion** sind ein weiterer wichtiger Baustein im neuen System der Krisenbekämpfung. Durch die Schaffung einer gemeinsamen Bankenaufsicht, die Einbeziehung von Gläubigern in die Restrukturierungskosten von Banken und einen gemeinsamen Bankenabwicklungsmechanismus sind die Grundlagen dafür geschaffen worden, künftig die Auswirkungen einer Bankenkrise auf Staatsfinanzen und somit auch Ansteckungseffekte zwischen Euroländern zu verringern.

5. Die Situation heute

17. **Teilerfolge.** Durch die Kombination aus Rettungsprogrammen, Schritten hin zu einer Bankenunion und einer expansiven Geldpolitik war es schließlich möglich, die Ansteckungseffekte zu reduzieren und Risikoaufschläge auf Staatsanleihen zu senken. Dennoch bleibt die Wirtschafts- und Finanzlage im Euroraum fragil. Der wirtschaftliche Wohlstand der Länder im Mittelpunkt der Krise wurde schwer in Mitleidenschaft gezogen. Viele Menschen haben ihre Ersparnisse verloren. Unterstützungsleistungen wurden gekürzt. Auch wenn die Arbeitslosenzahlen zuletzt gefallen sind, sind sie in vielen Euro-Ländern weiterhin auf einem sehr hohem Niveau. Die schwache Erholung untergräbt die Unterstützung für die gemeinsame Währung und den Euro.[8] Dies geht einher mit starkem Misstrauen zwischen den EU-Mitgliedstaaten.

ABBILDUNG 3 ► **Arbeitslosenzahlen in ausgewählten Ländern des Euroraums von 1999–2016 (in %)**



Quelle: Darstellung der Autoren, basierend auf AMECO-Daten.

8. auf dem Brinke, Anna, Gnath, Katharina und Ständer, Philipp, *What Millennials Think about the Future of the EU and the Euro*, eupinions Policy Brief Nr. 2016/01. Bertelsmann Stiftung und Jacques Delors Institut – Berlin, Dezember 2016.

18. **Unvollständige Währungsunion.** Zwei Punkte waren entscheidend für die Entstehung der Krise: eine für Ungleichgewichte anfällige Währungsarchitektur und unzureichende Instrumente zur Krisenbekämpfung auf europäischer Ebene. Es ist zweifelhaft, ob diese Schwachstellen inzwischen entschlossen genug angegangen wurden. Vorhaben wie der einheitliche Binnenmarkt und die Bankenunion sind weiterhin unvollständig. Das Europäische Semester als neuer wirtschaftspolitischer Rahmen konnte die europäische Koordinierung bisher nicht entscheidend voranbringen. Und der ESM behindert in seiner derzeitigen zwischenstaatlichen Form entschiedenes Handeln im Falle einer sich abzeichnenden Schuldenkrise. Der Euroraum hat sieben magere Jahre hinter sich und das Wachstum ist erst Ende 2015 auf das Vorkrisenniveau zurückgekehrt. Die Nachwirkungen werden weiter andauern: Durch die anhaltende Krise wurden Investitionen und potenzielles Wachstum gehemmt, was die zukünftigen Wachstumsaussichten des Euroraums beeinträchtigt.

19. **Bereit für die nächste Krise?** Der Euroraum befindet sich deshalb in einer gefährlichen Lage. Die expansive Geldpolitik der EZB findet zunehmend Kritiker, die anhaltende, hohe Verschuldung lässt der Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten wenig Spielraum und Transferzahlungen genießen in der Öffentlichkeit wenig Rückhalt. Zugleich verhindern Reformmüdigkeit und niedrige Investitionsquoten eine zügige Modernisierung der europäischen Volkswirtschaften. Sollte eine erneute Krise ausbrechen, ist die Fehlertoleranz gering. Angesichts dessen erscheint es unverantwortlich, sich weiterhin auf einen improvisierten institutionellen Rahmen für die Wirtschafts- und Währungsunion zu verlassen.

20. **Heute mit den Reformen für morgen beginnen.** Momentan ist der Euroraum verhältnismäßig stabil. Doch die Ruhe sollte nicht täuschen. Der Euro braucht eine Reformdebatte – und zwar jetzt und nicht erst, wenn die nächste Panik an den Märkten ausbricht. Angesichts von Hausforderungen wie dem Brexit und der Flüchtlingskrise sollte Wachstum an erster Stelle stehen, um die Währungsunion und die EU für ihre Bürger wieder attraktiv zu machen. Die Länder des Euroraums sollten sich auf einen Investitionsplan, der den Weg für zukünftiges Wachstum ebnet, und auf eine Agenda mit koordinierten Reformen zur Vollendung des Binnenmarkts einigen. Ferner müssen sie jetzt damit beginnen, die Instrumente zur Krisenbekämpfung weiterzuentwickeln. Um wirksam funktionieren zu können, müssen sie schneller, glaubwürdiger und besser demokratisch kontrollierbar werden.

Zu den gleichen Themen...

REPAIR AND PREPARE: DER EURO UND WACHSTUM NACH DEM BREXIT
Henrik Enderlein, Enrico Letta, Jörg Asmussen, Laurence Boone, Aart De Geus, Pascal Lamy, Philippe Maystadt, Maria João Rodrigues, Gertrude Tumpel-Gugerell und António Vitorino, Gütersloh, Berlin, Paris: Bertelsmann Stiftung, Jacques Delors Institut – Berlin und Jacques Delors Institute, September 2016

DEUTSCHLAND UND DIE STABILITÄT DER WIRTSCHAFTS- UND WÄHRUNGSUNION
Henrik Enderlein, Jörg Haas und Katharina Gnath, *Policy Paper No. 157*, Januar 2016

WHAT KIND OF CONVERGENCE DOES THE EURO AREA NEED?
Anna auf dem Brinke, Henrik Enderlein and Joachim Fritz-Vannahme,
Bertelsmann Stiftung and Jacques Delors Institut – Berlin, December 2015

WAS WÜRDE EIN EUROPÄISCHER FINANZMINISTER TUN?
Henrik Enderlein und Jörg Haas, *Policy Paper No. 145*, Jacques Delors Institut – Berlin, Oktober 2015

REPAIR AND PREPARE: STRENGTHENING EUROPE'S ECONOMIES AFTER THE CRISIS
Henrik Enderlein, Joachim Fritz-Vannahme, and Jörg Haas, Gütersloh: Bertelsmann Stiftung and Jacques Delors Institut – Berlin, January 2015

25 YEARS AFTER THE DELORS REPORT. WHICH LESSONS FOR ECONOMIC AND MONETARY UNION?
Henrik Enderlein and Eulalia Rubio, *Policy Paper No. 109*, Notre Europe – Jacques Delors Institute, April 2014

COMPLETING THE EURO. A ROAD MAP TOWARDS FISCAL UNION IN EUROPE (REPORT OF THE "TOMMASO PADOA-SCHIOPPA GROUP")
Enderlein, Henrik, Peter Bofinger, Laurence Boone, Paul De Grauwe, Jean-Claude Piris, Jean Pisani-Ferry,Maria João Rodrigues, André Sapir, and António Vitorino, *Studies & Reports No. 92*, Notre Europe - Jacques Delors Institute, June 2012

Herausgeber: Prof. Dr. Henrik Enderlein • Die Publikation gibt ausschließlich die persönliche Auffassung der Autoren wieder • Alle Rechte vorbehalten • Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe zulässig •.Übersetzung aus dem Englischen: XXX
© Jacques Delors Institut – Berlin, 2017.

NOTRE EUROPE
JACQUES DELORS INSTITUTE

Hertie School of Governance

Pariser Platz 6, D – 10117 Berlin
19 rue de Milan, F – 75009 Paris
office@delorsinstitut.de
www.delorsinstitut.de