

**Professor Dr. Axel A. Weber**  
Präsident  
der Deutschen Bundesbank

**Acht Jahre Euro - Deutschland in der Währungsunion**

Vortrag beim 8. Wirtschaftsforum  
der Fachhochschule Amberg-Weiden  
in Weiden  
am Dienstag, 6. Februar 2007

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 17

## Inhaltsübersicht:

1	Begrüßung .....	2
2	Die Stabilität des Euro .....	3
3	Der Euro und die Preise.....	4
4	Einheitliche Geldpolitik versus nationale Wirtschaftspolitiken .....	7
	4.1 Wachstumsdifferenzen im Euro-Raum .....	7
	4.2 Rolle des Realzinskanals für Deutschland .....	9
	4.3 Rolle des Wettbewerbskanals für Deutschland .....	11
5	Positive Handelseffekte der Euro-Einführung .....	14
6	Schluss .....	16

## 1 Begrüßung

Sehr geehrte Damen und Herren,

ich freue mich über die Einladung nach Weiden. Wie Sie wissen, feierte der Euro zum Jahreswechsel seinen achten Geburtstag: Am 1. Januar 1999 wurde er eingeführt, seit dem 1. Januar 2002 gibt es ihn auch als Bargeld. Erwartet wurde der Euro mit vielen Hoffnungen, zugleich aber auch mit gewisser Sorge und Skepsis. Dies gilt gerade auch für Deutschland, wo sich die D-Mark im Laufe ihrer 50 Jahre zu einem Stabilitätssymbol entwickelt hatte.

Natürlich sind acht Jahre viel zu kurz, um Bilanz zu ziehen. Aber eine Zwischenbilanz – gerade auch aus deutscher Sicht – sei erlaubt. Ohne dem Ende meines Vortrags vorgreifen zu wollen: Ich glaube, es ist nicht zu viel verraten, wenn ich schon jetzt sage: Die Gemeinschaftswährung ist ein Erfolg!

## 2 Die Stabilität des Euro

Als Notenbanker messe ich den Erfolg des Euro primär an seiner inneren Stabilität. Aus guten Gründen ist Preisniveaustabilität das vorrangige Ziel des Eurosystems, also der Europäischen Zentralbank und der dreizehn nationalen Zentralbanken der Währungsunion. Im EZB-Rat haben wir Preisniveaustabilität als den Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von „unterhalb, aber nahe 2 %“ konkretisiert. Nach dieser Messlatte waren die ersten acht Jahre des Euro recht erfolgreich: So lag die durchschnittliche Inflationsrate im Euro-Raum bei praktisch 2 % – und damit sogar unterhalb des Durchschnitts der deutschen Inflationsrate in den Jahren 1990 bis 1998 (2 ¼ %).

Nun mag man einwenden, dass das Eurosystem bislang das Glück hatte, in einer Phase weltweit sinkender Inflationsraten zu agieren. Aber angesichts zahlreicher Preisschocks in den vergangenen Jahren – man denke nur an den Ölpreis – ist die Einhaltung des Inflationsziels bei weitem kein Selbstläufer.

Die Zwischenbilanz für den Euro ist also sehr positiv; eventuelle Vorbehalte waren unbegründet. Gemischer dagegen fällt das Urteil über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung des Euro-Raums in den letzten Jahren aus. Insofern ist es wichtig, darauf hinzuweisen, dass die durchwachsene Wirtschaftsentwicklung des Euro-Raums nicht dem Euro an-

gelastet werden kann. Ihre Ursachen liegen vielmehr in einem zu geringen Trendwachstum gerade in den großen Mitgliedsstaaten.

Vor diesem Hintergrund möchte ich im Folgenden drei Schwerpunktthemen behandeln:

- 1) Wie preisstabil ist der Euro?
- 2) Wie funktioniert eine einheitliche Geldpolitik in einer Umgebung von weitgehend nationalen Wirtschaftspolitiken?
- 3) Welche positiven Handelseffekte hat uns der Euro gebracht?

### **3 Der Euro und die Preise**

Wir feiern in diesem Jahr nicht nur den achten Geburtstag des Euro, sondern auch fünf Jahre Euro-Bargeldeinführung. Vielfach machte sich hierzulande – ebenso wie in den anderen Mitgliedsstaaten des Euro-Raums – die Meinung breit, der Euro wäre ein Teuro. Dieses Empfinden ging einher mit einem anderen Phänomen: Die bis 2002 nachweisbare enge Korrelation zwischen gemessener und gefühlter Inflationsrate wich in den ersten Jahren der Euro-Bargeldeinführung merklich auseinander.

Laut amtlicher Statistik kam es mit der Euro-Bargeldeinführung zu keinen einschneidenden Veränderungen der am Verbraucherpreisindex gemessenen Inflationsrate. So traten auffällige Preissteigerungen nur bei einigen Dienstleistungen (zum Beispiel Gaststätten, Friseure und Reinigungen)

gen) auf, während Bereiche des Warenkorbs von großer Ausgabenbedeutung (zum Beispiel Wohnungsmieten) weitgehend unberührt blieben. Die Preise für viele gewerbliche Produkte, besonders aus der Unterhaltungsindustrie, sind sogar gefallen. Auch seitdem bewegt sich die Inflationsrate in geregelten und – wie eben gezeigt – niedrigen Bahnen.

Das Inflationsempfinden der Verbraucher hat sich dagegen erheblich verändert. Laut Umfragen der Europäischen Kommission schoss die von den privaten Haushalten wahrgenommene Teuerung Anfang 2002 in die Höhe. Erst ab 2004 scheint sich wieder eine „Normalisierung“ der gefühlten Inflation eingestellt zu haben. Die irrläufige Sicht vom Teuro besteht jedoch unverändert.

Meines Erachtens hat das Auseinanderweichen von gemessener und gefühlter Inflation andere Ursachen. Dies zeigt sich schon daran, dass auch in Ländern außerhalb des Euro-Raums – Beispiel Großbritannien – die amtlich gemessene und die gefühlte Inflation nicht übereinstimmen.

Zunächst einmal: Die von der amtlichen Preisstatistik verwendete und international übliche Methodik ist verlässlich. Jeden Monat ermitteln fast 600 Mitarbeiter der Statistischen Ämter rund 350.000 Einzelpreise. Diese geben ein realistisches Bild des durchschnittlichen Haushalts wieder. Und genau an diesem durchschnittlichen, also objektiven Bild will sich die Wirtschaftspolitik orientieren.

Die Wahrnehmung der privaten Haushalte ist dagegen subjektiv und selektiv. Subjektiv, weil die persönliche Inflationsrate stark von den Kaufgewohnheiten und Kaufschwerpunkten des einzelnen Haushalts (Mieter, Raucher, Schnäppchenjäger, etc.) abhängt. Selektiv, weil der private Konsument denjenigen Warenkorbpositionen ein höheres Gewicht beimisst, die er besonders häufig kauft. Auf diese Weise werden Preissteigerungen bei Kneipen- und Friseurbesuchen überbewertet, größere Posten wie (kaum veränderte) Mieten oder selten gekaufte (preiswertere) PCs übersehen. Beim Euro kommt hinzu, dass für viele Verbraucher bei Preiskalkulationen die alte nationale Währung eine wichtige Bezugsgröße bleibt. Der alte DM-Preis ist aber mittlerweile überholt.

Darüber hinaus vernachlässigt die Teuro-Debatte, dass Preissteigerungen der vergangenen Jahre keineswegs allein dem Euro zuzurechnen sind. Stattdessen spielen auch Sonderfaktoren eine wichtige Rolle: Gleich mit der Bargeld-Einführung zum 1. Januar 2002 wurden die Steuern auf Tabakwaren, Energie und Versicherungen erhöht. Zudem gab es Preiserhöhungen bei Frischobst und -gemüse aufgrund witterungsbedingter Engpässe. Nicht zuletzt waren in den letzten Jahren auch Ölpreise und administrierte Preise regelmäßig Inflationsantreiber.

Aus all diesen Gründen bin ich fest davon überzeugt, dass der Euro kein Teuro ist. Auch wenn das Preisempfinden der Verbraucher vorübergehend, aber kräftig gestört wurde: Nun kommt es darauf an, dass der Euro

nicht dauerhaft zum Sündenbock für Preiserhöhungen aller Art abgestempelt wird.

## **4 Einheitliche Geldpolitik versus nationale Wirtschaftspolitiken**

### **4.1 Wachstumsdifferenzen im Euro-Raum**

Die dem Euro anfänglich entgegengebrachte Skepsis mag auch auf die in diesem Umfang singuläre Mischung aus monetärer, aber fehlender politischer Union zurückgehen. Laut EG-Vertrag liegt das vorrangige Ziel des Eurosystems in der Gewährleistung von Preisstabilität – und zwar für den gesamten Euro-Raum. Dagegen verbleiben Wirtschafts- und Finanzpolitiken weitgehend in nationaler Hand. Birgt diese Konstruktion Potenzial für Spannungen?

Selbst wenn die Europäische Währungsunion (EWU) kein optimaler Währungsraum im Sinne der Theorie war, fand in den letzten Jahren dennoch eine beachtliche wirtschaftliche Annäherung unter den Mitgliedsstaaten statt.

Zwei Befunde mögen dies belegen: Zum einen hat die Synchronität der Konjunkturverläufe seit den siebziger Jahren stetig zugenommen. Das heißt, dass die konjunkturellen Auf- und Abschwungphasen der einzelnen EWU-Länder zunehmend zusammenfallen. Diese Entwicklung fällt bei den vier größten Mitgliedsstaaten besonders deutlich aus: Die paar-

weise Korrelation der realen BIP-Wachstumsraten in Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien lag im Zeitraum von 1998 bis 2005 bei etwa 0,9.

Zum anderen ist die Heterogenität des BIP-Wachstums, gemessen an der Streuung der BIP-Wachstumsraten (ungewichtete Standardabweichung), seit der Euro-Einführung im Jahr 1999 merklich zurückgegangen. Die Wachstumsdifferenzen bewegen sich seit 35 Jahren um die 2 PP; sie sind damit in ihrer Höhe vergleichbar mit denen anderer Währungsräume (wie den USA oder den deutschen Bundesländern) und stellen insofern kein besonderes Hindernis für die Geldpolitik des Eurosystems dar. Auffallend ist allerdings die Persistenz dieser Wachstumsdifferenzen: In manchen Mitgliedsstaaten bewegen sich die BIP-Wachstumsraten beständig über dem EWU-Durchschnitt, in anderen Ländern dagegen regelmäßig darunter.

Die Persistenz in den Wachstumsratenunterschieden bei zunehmender Synchronität der Konjunkturverläufe ist ein Indiz dafür, dass die Wachstumsunterschiede weniger konjunkturell als strukturell bedingt sind, also im unterschiedlichen Trendwachstum gründen. Zum Teil ist dies natürlich oder wünschenswert, beispielsweise bei einem wirtschaftlichen Aufholprozess in Ländern mit unterdurchschnittlichem Einkommen. Zum Teil ist es aber auch Folge ineffizienter nationaler Wirtschaftspolitiken, zum Beispiel in Folge struktureller Rigiditäten auf den Produkt- und Arbeitsmärkten.

Die Geldpolitik hat die nationale Wirtschaftspolitik und deren Fehler nicht zu verantworten. Die Kritik muss daher an andere Politikbereiche gerichtet werden.

#### **4.2 Rolle des Realzinskanals für Deutschland**

Traditionelle Anpassungsmechanismen wie nationale Geldpolitik und nominale Auf- oder Abwertungen des Wechselkurses stehen in einer Währungsunion naturgemäß nicht mehr zur Verfügung. Es verbleiben aber marktbasierende Anpassungskanäle. Einer davon ist der Realzinskanal.

Der ex post-Realzins berechnet sich aus der Differenz von Nominalzins und Inflationsrate. Während die Nominalzinsen innerhalb des Euro-Raums weitgehend identisch sind, entwickeln sich die nationalen Inflationsraten durchaus unterschiedlich. So ist seit dem eindrucksvollen Konvergenzprozess hin zu niedrigen Inflationsraten vor dem Euro-Start keine weiter gehende Konvergenz der Raten mehr feststellbar – allerdings auch keine Divergenz. Wie auch die Wachstumsdifferenzen verhalten sich die Inflationsdifferenzen persistent. Und ebenso wie die Wachstumsdifferenzen ist die Höhe der Inflationsdifferenzen seit 1999 weitgehend vergleichbar mit derjenigen anderer Währungsräume.

Nach der Idee des Realzinskanals hätten Länder mit hohen Inflationsraten bei nahezu identischen Nominalzinsen auf Grund der für den Euro-Raum einheitlichen Geldpolitik niedrige Realzinsen, während Länder mit

niedrigen Inflationsraten höhere Realzinsen aufwiesen. Da Realzinsen wichtige Impulsgeber für die konjunkturelle Entwicklung eines Landes sind, würden auf diese Weise bestehende nationale Wachstumsdifferenzen perpetuiert oder gar verstärkt. Im Grunde drückt das Realzinsargument also die Befürchtung aus, dass die „one size fits all“-Geldpolitik des Eurosystems zu expansiv für dynamisch wachsende Volkswirtschaften und zugleich zu restriktiv für langsam wachsende Volkswirtschaften ist.

In den vergangenen Jahren erfreute sich das Argument gerade auch in Deutschland besonderer Beliebtheit. Man sprach vom „Stabilitätsoffer der Währungsunion“. Mittlerweile hat jedoch das BIP-Wachstum in Deutschland aufgeholt; daher ist das Argument in den Hintergrund gerückt. Für binnenwirtschaftlich orientierte Unternehmen bleibt es aber vermeintlich relevant.

Ich möchte daher zeigen, dass das Realzinsargument aus verschiedenen Gründen zu relativieren ist: Erstens sind niedrige Inflationsraten kein wirtschaftlicher Nachteil; das Realzinsargument vernachlässigt die vielfältigen Kosten von Inflation. Zweitens ist die Synchronität der Konjunkturzyklen im Euro-Raum empirisch belegt. Auch dies spricht gegen eine destabilisierende Wirkung des Realzinskanals.

Drittens ist der von den Anhängern des Realzinskanals verwendete ex post-Realzins nicht relevant für die Investitionsentscheidungen der Unternehmen. Die Unternehmen orientieren sich vielmehr an einer anderen

Abgrenzung, dem ex ante-Realzins, also dem Nominalzins, der um die Inflationserwartungen anstelle der realisierten Inflation bereinigt wird. Diese (langfristigen) Inflationserwartungen konvergieren im Euro- Raum. Allein aus diesen beiden Gründen halbieren sich die Realzinsunterschiede zwischen den Mitgliedsstaaten der EWU. Das ist zu wenig, um die relative und absolute Wachstumsschwäche Deutschlands in den letzten Jahren zu erklären.

#### **4.3 Rolle des Wettbewerbskanals für Deutschland**

Und viertens: Dem Realzinskanal steht ein stabilisierender Anpassungsmechanismus gegenüber: Die zwischen den einzelnen Euroländern bestehenden Inflationsdifferenzen verursachen Verschiebungen in der preislichen Wettbewerbsfähigkeit. In Ländern mit niedriger Inflationsrate kommt es zu einer Abwertung des realen Wechselkurses gegenüber Ländern mit stärkerem Preisanstieg, die entsprechend eine reale Aufwertung erfahren. In den Ländern mit niedriger Inflationsrate fördert diese Entwicklung die Exportmöglichkeiten und senkt die Nachfrage nach Importgütern. Beides reduziert die Wachstumsdifferenzen.

Längerfristig ist der Wettbewerbskanal der stärkere der beiden marktba-  
sierten Anpassungsmechanismen. Seine Vorteile kumulieren sich im  
Zeitablauf, während der potenziell dämpfende Realzinseffekt in jeder Pe-  
riode mehr oder weniger konstant bleibt. Ein Mitgliedsstaat mit unter-  
durchschnittlicher Inflationsrate kann daher über den Wettbewerbskanal  
mehr gewinnen als er über den Realzinskanal verliert.

Deutschland liefert derzeit ein Beispiel für die Wirkung des Wettbewerbskanals: Die deutsche Inflationsrate liegt seit dem Beginn der Währungsunion unter dem Euro-Raum-Durchschnitt. Dies ging mit einer Abwertung des realen Wechselkurses einher; die preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den übrigen EWU-Ländern stieg seit 1995 um etwa 20%. Zeitlich verzögert hat Deutschland Marktanteile auf den Absatzmärkten im Euro-Raum zurückgewonnen.

Wohlgemerkt: Bei dieser Entwicklung handelt es sich nicht allein um einen „Stabilitätsbonus“ der Währungsunion, sondern um das Resultat eines langjährigen Anpassungsprozesses. Angetrieben wurde er von den kosten- und restrukturierungsbedingten Kraftanstrengungen der deutschen Exportindustrie in den letzten zehn Jahren. Zugleich hat die Politik die Flexibilisierung am deutschen Arbeitsmarkt unterstützt und die allgemeinen Standortbedingungen Deutschlands verbessert – auch wenn das Optimum noch lange nicht erreicht ist.

Allerdings ist der Wettbewerbskanal kein Selbstläufer: So zeigt eine aktuelle Studie der Europäischen Kommission<sup>1</sup>, dass der Wettbewerbskanal wegen der Kumulierung seiner Effekte nur langsam wirkt. Darüber hinaus verläuft er asymmetrisch: In konjunkturellen Schwächephasen wird der Anpassungsprozess in Ländern mit inflexiblen Arbeits- und Produktmärkten zeitlich hinausgezögert.

---

<sup>1</sup> Europäische Kommission (2006): The EU Economy 2006 Review: Adjustment dynamics in the Euro Area – Experiences and challenges, 22.11.2006.

In Zusammenhang mit der derzeit überaus robusten Exportentwicklung Deutschlands sind vereinzelt kritische Stimmen zu vernehmen. Sie beinhalten teilweise den impliziten Vorwurf, dass Deutschland eine beggarthy-neighbour-Strategie betreibe. Die deutsche Volkswirtschaft würde also – als ein Land mit schwacher heimischer Nachfrage – von der guten Konjunktur des übrigen Euro-Raums profitieren, ohne eigene Impulse an den Euro-Raum auszustrahlen.

Auf den ersten Blick mag man hierfür noch Anhaltspunkte finden: Seit Beginn der Währungsunion hat Deutschland bei den Exporten innerhalb der EWU real an Marktanteilen gewonnen. Dagegen sind die Importe Deutschlands aus dem Euro-Raum deutlich langsamer gewachsen – übrigens eine Entwicklung, die sich 2006 nicht fortschreibt. Ist damit aber schon gesagt, dass Deutschland ein bloßer Kostgänger ist? Nein. Ich sage im Gegenteil: Deutschland ist im Euro-Raum ein Impulsgeber!

Eine Argumentation, die nur auf Marktanteile (oder auf den Gesamtsaldo des Außenhandels) abstellt, ist meines Erachtens fragwürdig. Denn sie vermischt exogene und endogene Faktoren. Zum einen berücksichtigt eine solche Diskussion nicht, dass sich die Marktanteile auf Grund exogener Faktoren verschieben können. Ich denke hier zum Beispiel an die Rolle von Nachfragepräferenzen sowie länderspezifische Spezialisierungsmuster.

Zum anderen kommen auch endogene Faktoren bei der Betrachtung von Marktanteilen zu kurz, beispielsweise ein inhaltlicher Zusammenhang zwischen dem Wachstum von Exporten und Importen. So ist der Importgehalt der deutschen Warenexporte seit 1995 kräftig gestiegen: Während im Jahr 1995 31% der deutschen Importe von der heimischen Exportwirtschaft geordert wurden, sind es mittlerweile knapp 42%. Damit kommen die Exporterfolge der deutschen Wirtschaft auch dem übrigen Euro-Raum zu Gute.

Im Übrigen ist die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft nicht Folge einer gezielten Makropolitik. Vielmehr spiegeln sich in den Marktanteilsverschiebungen unterschiedliche Erfolge oder Tempi bei der Restrukturierung im Unternehmenssektor, wirtschaftspolitischen Strukturreformen und der Haushaltskonsolidierung wider. Daraus resultierende Außenhandelsgewinne sind mit fairen Mitteln erzielt. Sie sind die positiven Nebenwirkungen einer mikro- und makroökonomischen Therapie, die die deutsche Wirtschaft zu durchlaufen hatte. Wer angesichts der heterogenen Exportentwicklung im Euro-Raum nach Gewinnern und Verlierern sucht, sollte eines nicht vergessen: Außenhandel ist kein Null-Summen-Spiel, bei dem der eine gewinnt, was der andere verliert.

## **5 Positive Handelseffekte der Euro-Einführung**

Schon im Vorfeld der Währungsunion wurde die Intensivierung des Handels zwischen den Mitgliedsstaaten der EWU immer wieder als ein we-

sentlicher positiver Effekt angeführt. Die Idee ist, dass die mit der Einführung einer gemeinsamen Währung verbundenen sinkenden Transaktionskosten, der Wegfall des Wechselkursrisikos sowie die größere Preistransparenz die Integration der Märkte verstärken.

Für den Euro-Raum sind Handelseffekte nicht zuletzt deshalb von großer Bedeutung, weil gut die Hälfte der gesamten Ein- und Ausfuhren der EWU-Mitgliedsstaaten im Euro-Raum verbleibt. Außerdem gelten Exporte als Konjunkturmotor. Im Jahr 2005 trugen die Warenexporte etwa 20% zum deutschen BIP bei, d. h. jeder fünfte Euro inländische wirtschaftliche Leistung wird durch den Export von Waren erwirtschaftet<sup>2</sup>.

Der Blick auf die Außenhandelsstatistiken scheint das Vorliegen von Handelseffekten zu bestätigen: Das Exportvolumen zwischen den Ländern des Euro-Raums ist zu Beginn der Währungsunion spürbar angestiegen. Auch in Deutschland ist der Handelszugewinn für die Exportwirtschaft klar erkennbar. Allerdings deuten die Außenhandelsstatistiken bislang sowohl für den gesamten Euro-Raum als auch für Deutschland nur auf einen positiven Niveaueffekt, nicht aber auf eine fortgesetzt stärkere Dynamik hin.

Eine berechtigte Frage ist, ob dieses Handelsplus auf den Euro zurückzuführen ist. Schließlich sollte man bei aller Euro-Euphorie nicht vergessen, dass der Handel in den letzten Jahren auch von anderen Faktoren

angetrieben wurden, zum Beispiel von sinkenden Kommunikationskosten und einem steigenden Handel mit Schwellenländern, allen voran China.

Empirische Untersuchungen greifen in der Regel auf Gravitationsmodelle, den Standardansatz für die Analyse von Handelseffekten, zurück. Auf den Euro-Raum zielende Schätzungen liefern in der Tat nennenswerte Handelseffekte. Baldwin (2006)<sup>3</sup> nennt trotz aller Unsicherheiten, die solchen Schätzungen zu Grunde liegen, in einem aktuellen Literatur-Überblick eine robuste Spanne von 5 bis 15 %. Der Handelseffekt in der langen Frist könne sogar noch größer sein. Auch für Deutschland ergeben sich vergleichbare Ergebnisse<sup>4</sup>.

## 6 Schluss

Nach diesem Panorama-Blick auf die verschiedensten an den Euro geknüpften Hoffnungen und Ängste ist es nun an der Zeit, die angekündigte Zwischenbilanz zu ziehen: Der Euro ist ein Erfolg. Bester Beleg ist der hohe Grad an Preisstabilität innerhalb des Euro-Raums. Der Euro hat außerdem den Handel innerhalb der EWU gefördert. Und er hat gezeigt, dass eine „one size fits all“-Geldpolitik auch in einem Umfeld überwiegend nationaler Wirtschafts- und Finanzpolitiken funktioniert.

---

<sup>2</sup> Statistisches Bundesamt (2006): Konjunkturmotor Export, Materialienband zum Pressegespräch am 30. Mai 2006 in Frankfurt am Main.

<sup>3</sup> Baldwin, R. (2006): „In or out: Does it matter? An evidence-based analysis of the euro's trade effects“, CEPR, London.

<sup>4</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2005): Jahresgutachten 2005/06, S. 425-431. Micco, A., E. Stein and G. Ordoñez (2003): „The currency union effect on trade: Early evidence from EMU“, Economic Policy, 37, pp. 315-356.

Damit der Euro auch weiterhin ein Erfolg bleibt, wird das Eurosystem auch in Zukunft sein Möglichstes tun, um Preisstabilität zu gewährleisten. Unerlässlich bleibt aber, dass die nationalen Regierungen ihre Hausaufgaben fortführen, sowohl mit Blick auf Strukturreformen als auch bei der weiteren Disziplinierung der Fiskalpolitik.

\* \* \*