ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Schnabl, Gunther

Article

Eurovisionen in Mittel- und Osteuropa im Zeichen der Finanzmärkte

ifo Dresden berichtet

Provided in Cooperation with:
Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Schnabl, Gunther (2009) : Eurovisionen in Mittel- und Osteuropa im Zeichen der Finanzmärkte, ifo Dresden berichtet, ISSN 0945-5922, ifo Institut, Niederlassung Dresden, Dresden, Vol. 16, Iss. 4, pp. 39-44

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/169887

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Eurovisionen in Mittel- und Osteuropa im Zeichen der Finanzmärkte

Gunther Schnabl*

Einleitung

Die jüngste Weltwirtschafts- und Finanzkrise hat die Gruppen der Euro-Skeptiker und Euro-Gegner nochmals kräftig durcheinander gewirbelt. Frühere strikte Euro-Gegner wie Dänemark und Island wollen neuerdings beitreten. Polen – nach wie vor überzeugter Anhänger flexibler Wechselkurse – ist dem vom IWF vorgeschlagenen raschen Beitritt zur Europäischen Währungsunion (EWU) nicht mehr abgeneigt. Hingegen leiden die Euroländer Spanien, Italien, Griechenland und Irland unter hohen Preisniveaus und geringer Wettbewerbsfähigkeit. Die vor dem Eurobeitritt üblichen Abwertungen könnten Abhilfe schaffen. Da diese im gemeinsamen Währungsraum aber nicht möglich sind, drohen drastische Lohneinschnitte. Die baltischen Länder, denen der EWU-Beitritt seit einigen Jahren aufgrund hoher Inflationsraten verwehrt geblieben ist, könnten abwerten. Dies wollen sie aber nicht, weil die Abwertung fremdwährungsverschuldete Haushalte, Unternehmen und Banken in den Ruin treiben würde. Inzwischen flüchtet sich die EU-resistente Schweiz in die Abwertung des Franken als Ausweg aus der Finanzkrise. Europa ist in der währungspolitischen Orientierungslosigkeit angekommen, in deren Zentrum der stabile Euro ruht. Die Zeichen für weitere Erweiterungsrunden, vor allem am östlichen Rand des Eurogebiets, standen nie so gut. Während – getrieben von explodierender Staatsverschuldung – Zweifel an der Stabilität der gemeinsamen Währung wachsen.

Der Euro als Stabilisator in Mittel- und Osteuropa

Der Euro könnte aus drei Gründen gestärkt aus der Krise hervorgehen. Zum einen erscheint Mundell's (1961) Theorie der optimalen Währungsräume, die bisher das wichtigste Argument für geld- und währungspolitische Autonomie war, in einem neuen Licht. Mundell's keynesianischer Analyserahmen sieht die Geldpolitik als Stabilisierungsinstrument im Falle unterschiedlicher Wirtschaftentwicklungen in den Gütermärkten (sogenannte asymmetrischer Schocks). Die Kapitalmärkte, die in den 1950er Jahren noch unterentwickelt waren, lagen außerhalb seines Modellrahmens. Die Anpassungslast bei asymmetrischen Schocks in einer Währungsunion wies Mundell (1961) den Arbeitsmärkten zu, die über Lohnflexibilität bzw. Migration die Gütermärkte zurück zum Gleichgewicht führen. In der Krise wünschen sich vor allem die Länder im Süden der Währungsunion die Geldpolitik als Stabilisierungsinstrument im Sinne von Mundell (1961) zurück. Die seit der Euroeinführung stetig angestiegenen Leistungsbilanzdefizite könnten – wie vor der Euroeinführung üblich – durch eine Abwertung rasch korrigiert werden. Da dies nicht mehr möglich ist, drohen schmerzhafte Lohneinschnitte und Preissenkungen.

Im Gegensatz zu den südeuropäischen Ländern ist zwar in den meisten mittel- und osteuropäischen Ländern, die ebenfalls unter hohen Leistungsbilanzdefiziten leiden (vgl. Abb. 1), die Abwertung zwar möglich, aber aus Kapitalmarktsicht nicht ratsam. Zum einen wirken integrierte Kapitalmärkte in der Krise stabilisierend wie Mundell (1973a, b) in späteren Arbeiten gezeigt hat. Stehen im Falle eines asymmetrischen Schocks im Rezessionsland Kredite sowohl bei inländischen als auch bei ausländischen Banken aus, so werden die Kreditausfälle über das In- und Ausland verteilt. Dies ist derzeit im Vereinigten Europa zu beobachten. Während viele Finanzsektoren in Mittel- und Osteuropa vom Kollaps bedroht sind und die Regierungen nicht über ausreichend Ressourcen für deren Stabilisierung verfügen, ist die Lage im Westen der Union vergleichsweise stabil. Da die Bankensektoren in Mittel- und Osteuropa zu großen Teilen von westeuropäischen Banken übernommen wurden, werden die Verluste der Banken in Lettland, Ungarn, Rumänien und anderen Staaten der Region von westeuropäischen Banken mit getragen. Dies hilft, die Kreditklemme einzudämmen und die Rezession abzumildern.

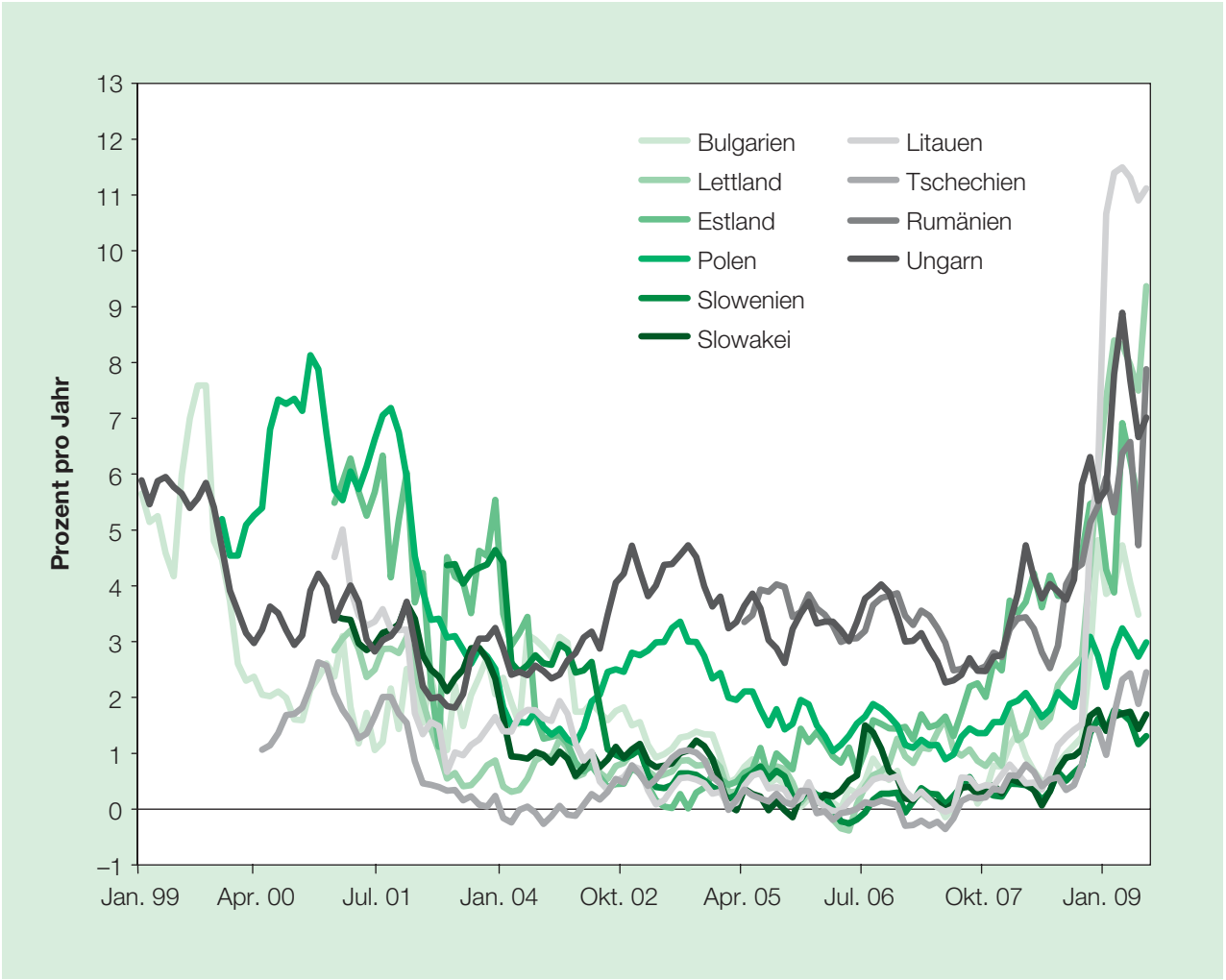
Zum anderen hat die Krise gezeigt, dass Abwertungen im Sinne von Mundell (1961) aus Finanzmarktperspektive kein Weg aus der Krise sind. Denn Mittel- und Osteuropa leidet an der „Erbsünde" kleiner, fragmentierter und unterentwickelter Finanzmärkte [Eichengreen; Hausmann (1999)]: Bei geschlossenen Finanzmärkten sind die Zinsniveaus hoch; bei offenen Finanzmärkten locken hohe Zinsen Kapitalzuflüsse an. Die daraus resultierende Außenverschuldung ist grundsätzlich fremdwährungsdominiert, weil das (internationale) Vertrauen in

* *Prof. Dr. Gunter Schnabl ist Direktor des Instituts für Wirtschaftspolitik an der Universität Leipzig.*

die Stabilität der inländischen Währung gering ist. Während im Boom vor der Krise massive Kapitalzuströme aus dem Eurogebiet das Zinsniveau in Mittel- und Osteuropa gegen das Euro-Zinsniveau konvergieren ließen, setzte mit der Krise der Umschwung in den sicheren Hafen des Eurokapitalmarktes ein. Sowohl Länder mit festen (z. B. Lettland) als auch mit flexiblen Wechselkursen (z. B. Polen) gegenüber dem Euro (einschließlich Dänemark) müssen seither Risikoprämien bezahlen, die zum Teil als Kosten der monetären Fragmentierung zu interpretieren sind. Abbildung 1 zeigt die Spreads der mittel- und osteuropäischen Staatsanleihen gegenüber Deutschland, die mit der Krise deutlich gestiegen sind. Selbst Dänemark, dessen Währung glaubwürdig an den Euro gebunden ist, zahlt derzeit eine Risikoprämie von 25 Basispunkten. In Lettland, wo der Kollaps des Finanzsektors und eine Abwertung des Lat befürchtet werden, beträgt die Risikoprämie trotz anhaltender Wechselkursstabilität 772 Basispunkte.

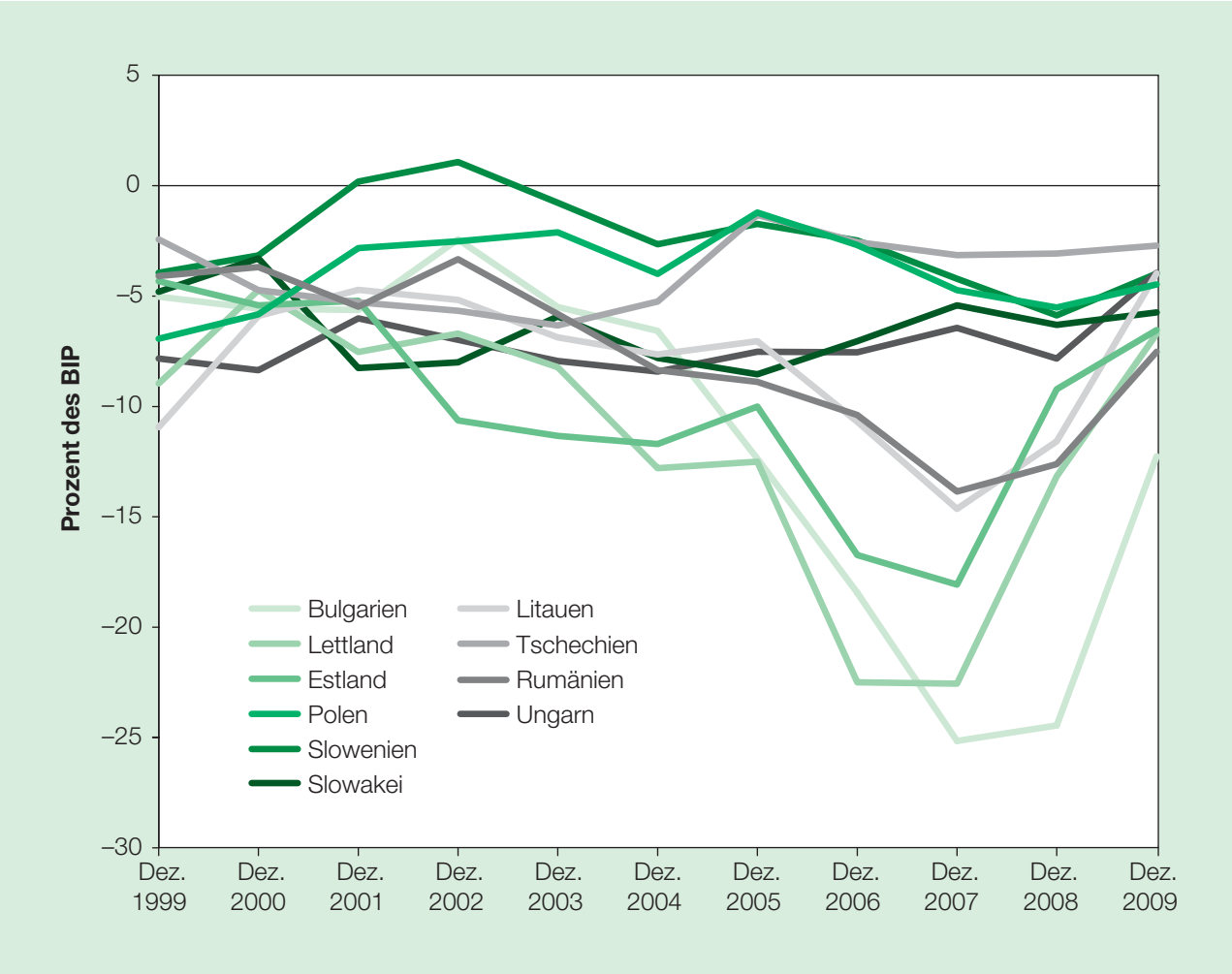
Insbesondere Lettland und Ungarn zeigen, dass in der Krise das Wechselkursrisiko wie ein Damoklesschwert über den hoch verschuldeten Ländern an der mittel- und osteuropäischen EU-Peripherie schwebt. Die unterentwickelten Kapitalmärkte stellen Sicherungsinstrumente gegen Wechselkursrisiken nicht oder nur zu hohen Preisen zur Verfügung. Die Unternehmen, Banken und Haushalte haben seit der Euroeinführung auf der Basis von hohen und nachhaltigen Leistungsbilanzdefiziten (vgl. Abb. 2) bzw. beträchtlichen Nettokapitalimporten hohe Schuldenstände in Euro, Schweizer Franken oder japanischen Yen angehäuft. Diese sind nun Zündstoff für Zahlungsunfähigkeit und Bankrott: Wertet im Verlauf der Krise die nationale Währung stark ab [was nach MUNDELL (1961) die internationale Wettbewerbsfähigkeit verbessern würde], dann inflationiert dies Schuldenstand und Schuldendienst in inländischer Währung. Das Eigenkapital von Unternehmen und Finanzinstituten wird schlagartig aufgezehrt. Es droht der Kollaps ganzer Finanzsysteme

Abbildung 1: Verzinsung 10-jähriger Staatsanleihen, Spread gegenüber Deutschland



Quelle: IWF, eigene Darstellung.

Abbildung 2: Leistungsbilanzsalden in Mittel- und Osteuropa



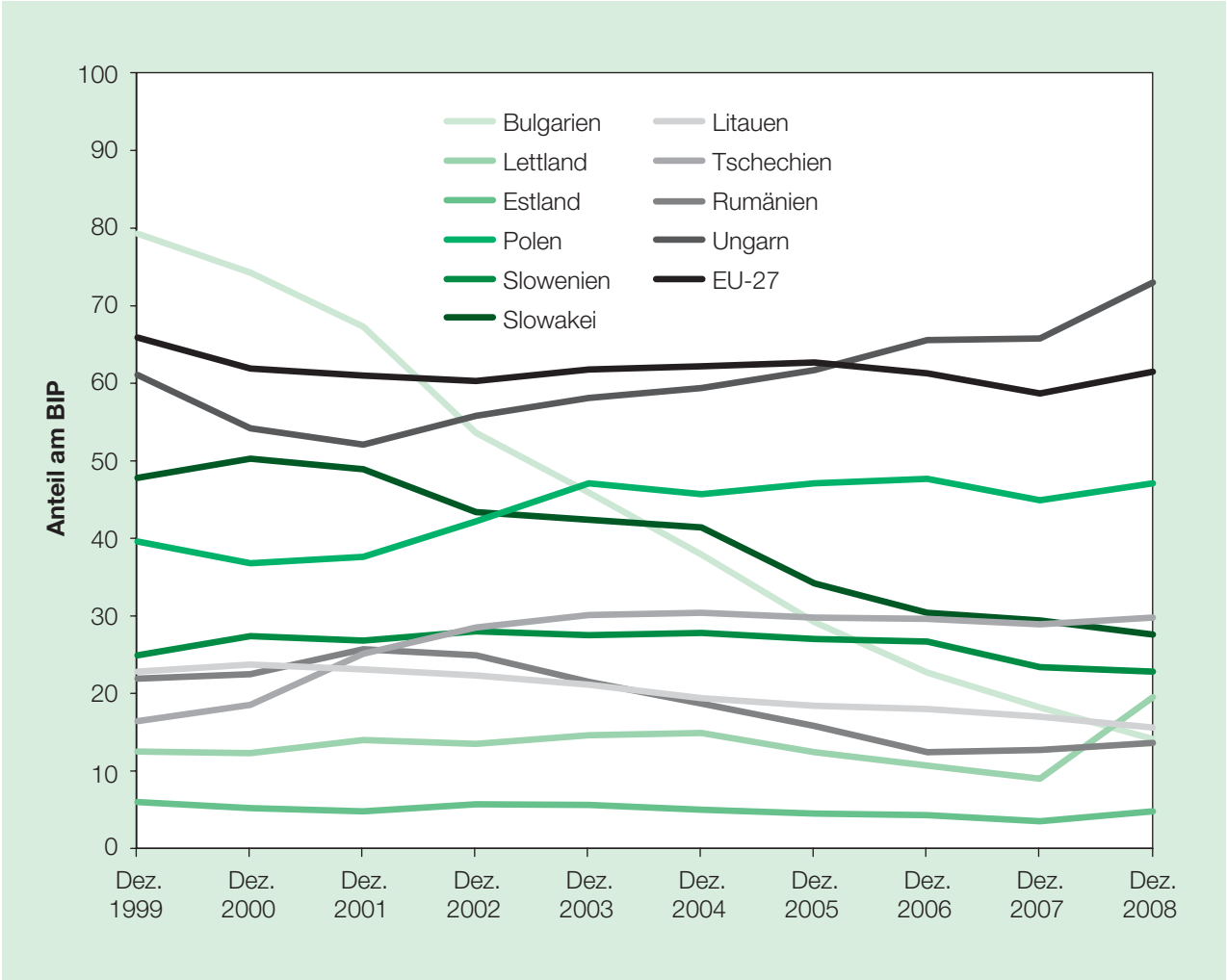
Quelle: IWF, eigene Darstellung.

und Länder. Mit dem Beitritt zur Währungsunion würden ein stabiler Schuldenstand und ein Schuldendienst zu geringen Zinsen auf Dauer garantiert. Die Erbsünde fragmentierter Kapitalmärkte wäre abgestreift.

Der Preis ist im Sinne von MUNDELL (1961) die Aufgabe der geldpolitischen Autonomie, die – wie im Falle Sloweniens und der Slowakei – zur EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK nach Frankfurt verlagert würde. Diese Schlussfolgerung setzt allerdings voraus, dass die Geldpolitik in der Vergangenheit stabilisierend eingesetzt wurde. Dies war in vielen mittel- und osteuropäischen Ländern jedoch – insbesondere vor dem Eintritt in die EU – oft nicht der Fall. Die Inflationsraten waren hoch und die Geldpolitiken eher Quelle von Volatilität als von Stabilität. Mit der Verlagerung von geld- und währungspolitischer Kompetenz hin zur EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK würde das Erfolgsmodell nachhaltiger geldpolitischer Stabilität auch im Osten der Union dauerhaft etabliert.

Der Euroraum würde weiter wachsen und die internationale Rolle des Euro weiter gestärkt, auch da der Dollar international an Vertrauen zu verlieren scheint. Während die FEDERAL RESERVE zwar durch entschlossene geldpolitische Lockerung starke konjunkturelle Impulse gibt, verschwimmen die institutionellen Grenzen zwischen US-Regierung und US-Notenbank. Vor allem China und Russland als prominente Halter von Dollarreserven denken deshalb über Alternativen zum Dollar als Reservewährung nach. Russland hat sich seit dem Jahr 2005 schrittweise vom Dollar abgewendet (vgl. SCHNABL 2006). War 1999 zur Geburtsstunde des Euro die russische Währungspolitik noch zu 100 % auf die US-Währung ausgerichtet, so ist der Anteil des Euro im russischen Währungskorb bis vor der Krise auf 45 % gestiegen. Seit kurzem werden mehr Reserven in Euro als in Dollar gehalten. Der chinesische Zentralbankpräsident Zhou deutet mit seiner Forderung, die IWF-Sonderziehungsrechte sollten den Dollar als Weltleitwährung ablösen, in dieselbe Richtung, auch wenn China aufgrund des hohen Dollarisierungsgrades Ostasiens die Abkehr vom Dollar schwerer als Russland fallen wird.

Abbildung 3: Staatsverschuldung in Mittel- und Osteuropa als Anteil am BIP



Quelle: IWF, eigene Darstellung.

Gefahren für die Stabilität der gemeinsamen erweiterten Währung

Obwohl die internationale Bedeutung des Euro als Fakturierungs-, Wertaufbewahrungs-, Bank-, Anker-, Interventions- und Reservewährung weiter steigen wird, bleibt die zukünftige Stabilität des Euros ungewiss, da der Druck auf die Europäische Zentralbank hinsichtlich einer geldpolitischen Lockerung zunehmen wird. Derzeit steigt die Verschuldung in allen EU-Mitgliedsstaaten einschließlich der mittel- und osteuropäischen Staaten deutlich an (vgl. Abb. 3). Kostspielige Rettungsaktionen für Banken und Unternehmen sowie großzügige Konjunkturpakete kombiniert mit schmerzhaften Steuerausfällen werden bisher nicht bekannte Einschnitte in den öffentlichen Haushalten hinterlassen. Die Maastricht-Referenz-Werte, die geschaffen wurden, um die gemeinsame Geldpolitik gegen Druck zur Inflationierung abzusichern, sind bis auf weiteres ausgesetzt. Der IWF schätzt einen Sprung der durchschnittlichen öffentlichen Verschuldung in der EU27 auf ca. 100 %, weit über den Maastricht-Referenzwert von 60 % hinaus. Zwar waren die Verschuldungsstände in Mittel- und Osteuropa bisher aufgrund der Inflationsvergangenheit und der rasanten Wirtschaftsentwicklung gering, doch wird mit der tiefen Krise und dem erwarteten Rückgang der Kapitalzuflüsse ein deutlicher Anstieg erwartet.

Je höher die Schuldenstände der nationalen Regierungen, desto höher ist auch der Zinsdienst als Anteil an den laufenden Haushalten. Zwar ist derzeit die Zinslast trotz steigender Verschuldung für die Regierungen verträglich, da das Zinsniveau im Eurogeldmarkt historisch niedrig liegt. Steigen die Zinsen hingegen im Aufschwung wieder auf ein inflationsneutrales Niveau, dann nimmt der Druck auf die Staatsfinanzen zu. Um eine nachhaltige Konsolidierung im Sinne des Stabilitäts- und Wachstumspaktes zu erreichen, müsste das europäische Steuerniveau deutlich gehoben oder die Ausgaben,

z. B. für soziale Sicherung, schmerzhaft geschrumpft werden. Zu erwarten wären eine unzufriedene Wählerschaft und politische Instabilität.

Supranationaler Druck auf die Geldpolitik könnte von den Leistungsbilanzungleichgewichten in der Europäischen Union ausgehen. Seit Einführung des Euros bis zum Ausbruch der Krise sind die Leistungs- und Kapitalbilanzungleichgewichte innerhalb der Europäischen Union stetig gewachsen. Deutschland hatte seit der Euroeinführung, nicht zuletzt aufgrund von strikter Lohnausterität, steigende Nettokapitalexporte zu verzeichnen. Diese nährten die Leistungsbilanzdefizite und steigende internationale Verschuldung in Mittel-, Ost-, Süd- und Westeuropa. Aus dieser Perspektive hat die Integration der europäischen Kapitalmärkte erst zu den Ungleichgewichten und Instabilitäten in Europa beigetragen, die heute Ursache der Turbulenzen sind. Zu Beginn des Jahres 2009 symbolisierten steigende Risikoprämien auf die Staatsanleihen von mittel- und osteuropäischen (vgl. Abb. 1) sowie südeuropäischen Ländern, dass Zweifel an der Zahlungsfähigkeit ganzer Länder bestehen.

Die Stabilität der mittel- und osteuropäischen Volkswirtschaften wird derzeit auf zwei Wegen sichergestellt. Zum einen kommt die Hilfe im Sinne von Mundell (1973 a, b) über den beschriebenen privaten Kreditkanal, der die Staatsfinanzen zunächst nicht tangiert. Erfordern die Verluste westeuropäischer Banken in Mittel- und Osteuropa jedoch staatliche Stützungsaktionen (wie z. B. in Österreich), so lässt die Krise im Osten die Staatsverschuldung im Westen steigen. Mit dem Kredit der Europäischen Zentralbank an die Schwedische Reichsbank, die die Finanzmittel an die im Baltikum bedrängten schwedischen Geschäftsbanken weitergab, haben die Rettungsaktionen der Geschäftsbanken erstmals eine supranationale Dimension bekommen.

Die ist bei IWF-Krediten schon längst Realität. Die Anzahl der IWF-Kredite an mittel-, ost- und südosteuropäische Länder steigt rasant. Ungarn, Lettland, Rumänien, Bulgarien und jüngst Polen haben Kredite erhalten oder stehen in Verhandlungen. Über die Grenzen der EU hinaus sind die Ukraine, Serbien, Mazedonien, Bosnien-Herzegowina und Weißrussland auf öffentliche Kapitalinfusionen angewiesen. Da in der gesamten Region europäische Banken stark engagiert sind, dürfte primär der europäische Steuerzahler in die Finanzierung der Kreditlinien eingebunden werden.

Während die Kosten der Rettungsaktionen aufgrund der schwer durchschaubaren Verflechtungen der Kapitalmärkte noch ungewiss sind, wird bereits über Finanzierungsformen auf EU-Ebene nachgedacht. Nach den Vorstellungen von IWF-Chef Dominique Strauss-Kahn solle zur Finanzierung europäischer Kollektivgüter wie der europäischen Finanzmarktstabilität die Euro-Zone eine gemeinsame Anleihe aufnehmen. Auch Weltbank-Chef Robert Zoellick hat die EU aufgefordert, Osteuropa unter die Arme zu greifen. Es kursieren Gerüchte, dass Notfallpläne für einen Staatsbankrott eines EU-Mitgliedstaates erarbeitet würden, obwohl ein solcher Fall in den EU-Verträgen nicht vorgesehen bzw. durch die No-Bail-Out-Klausel explizit ausgeschlossen ist. Die rechtliche Lücke könnte mit Hilfe der Europäischen Investitionsbank (EIB) als EU-Hausbank geschlossen werden, die am Kapitalmarkt Anleihen begehen und Kredite an zahlungsunfähige Mitgliedstaaten vergeben könnte.

Rettungsaktionen sind in der Regel mit Auflagen bezüglich fiskalischer Austerität und Reformen für die Empfängerländer verbunden. Ob es solch sanktionierbare Verfahren geben wird, um die hilfsbedürftigen Länder zur Rückzahlung der erhaltenen Kredite und zum Abbau ihrer Verschuldung zu bewegen, ist in Zeiten der Renaissance keynesianischer Hydraulik fraglich. Sollten die Kosten aus dem Ruder laufen, könnten sich finanzstarke Länder – wie immer noch Deutschland – deshalb gegen die Sozialisierung der Kosten wehren. Wenn die Rettungsaktionen unumgänglich sind, könnten gemeinschaftliche Schulden als politischer Kompromiss gesehen werden, da die Verteilung der Kosten auf einzelne Länder vertagt wird. Aus dieser Sicht könnte die von der Krise „erzwungene“ Emission von Eurobonds durch eine EU-Organisation ein erster Schritt in Richtung einer gemeinschaftlichen Finanzpolitik sein. Den nationalen Schuldenbergen würden supranationale Schulden hinzugefügt.

Historisch gesehen waren steigende nationale Schuldenstände meist mit steigender Inflation verbunden. Die Frage, ob dies auch in Europa so sein wird, ist eng mit der Diskussion um die Exit-Strategie aus der Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank verbunden. Der politische Druck gegen eine rasche Zinserhöhung im Aufschwung könnte aus zwei Gründen hoch sein. Erstens ermutigen die historisch niedrigen Zinsen – die derzeit der Stabilisierung der europäischen Wirtschaft dienen – die Unternehmen zu Investitionen mit vergleichsweise niedrigen Renditen. Steigen die Zinsen wieder an, würden Projekte mit geringer Rendite ins Wanken gebracht und der Aufschwung nach der tiefsten Rezession der Nachkriegszeit fragil. Beispielsweise hat jüngst Christina Romer (2009), Vorsitzende des wirtschaftlichen Beirats der Regierung Obama, vor einer frühen geld- und fiskalpolitischen Straffung gewarnt. Sie verweist auf die makroökonomische Straffung nach der Weltwirtschaftskrise, die 1937 in eine Rezession mündete. Durch die Finanzkrise „verschreckte“ Finanzinstitute, Unternehmen und Haushalte sollten nicht zu schnell durch Zinserhöhungen und Ausgabenkürzungen in Bedrängnis gebracht werden.

Im vereinigten europäischen Währungsraum ist zwar der institutionelle Rahmen der EZB stark genug, um Inflationsgefahren mit einer entschlossenen Zinserhöhung im Aufschwung nach der Krise zu umgehen, doch kann sich auch die EZB nur schwer von den weltwirtschaftlichen geldpolitischen Trends isolieren. Bleibt das Zinsniveau in den USA und Japan niedrig, dann würde der Exit aus der Niedrigzinspolitik im Euroraum zu Aufwertungsdruck auf den Euro führen. Die Exporte würden ausgebremst und die Rückkehr zum Niedrigzins quasi erzwungen.

Vieles deutet deshalb darauf hin, dass sich die asymmetrische makroökonomische Reaktion wiederholen wird, wie sie weltweit seit Dekaden zu beobachten ist (Schnabl; Hoffmann 2008). Die Zinserhöhungen in der Erholung nach der Krise fallen geringer aus als die Zinssenkungen während der Krise. Die Konsequenz wäre, dass das weltweite Zinsniveau – wie schon in Japan seit 1999 – nahe Null verbleibt. Ein Nullzins mag zwar als stimulierend für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung gesehen werden, er lähmt aber auf lange Frist die wirtschaftliche Dynamik, da die durchschnittliche Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen sinkt. Eine Inflation wäre nur dann zu erwarten, wenn die überschüssige Liquidität in die Gütermärkte drängt. Wird sie hingegen in die Finanzmärkte geschleust, dann wäre eine Welle neuer Blasen und Krisen zu erwarten. In beiden Fällen würde die Stabilität des Euro geschwächt.

Ausblick

Auch wenn die zukünftigen Inflationsraten höher und die Finanzmärkte volatiler werden, so ist das Ziel der mittel- und osteuropäischen Staaten im europäischen monetären Integrationsprozess klarer denn je. Es basiert auf McKinnon's (1963) klassischem Argument der Offenheit. Kleine offene Volkswirtschaften, die meist über keine Tradition stabilitätsorientierter Makropolitiken verfügen, importieren über feste Wechselkurse Stabilität und senken die Transaktionskosten für den internationalen Handel. Die EU15 sind für die mittel- und osteuropäischen Staaten der wichtigste Handelspartner, und der Euro wird trotz aller Unwägbarkeiten der stabilste verfügbare internationale Anker sein.

Das Kriterium der Offenheit gewinnt im Lichte der Finanzmärkte neue Bedeutung. In einer Welt irrationaler und volatiler Finanzmärkte, deren Schockwellen die kleinen aufstrebenden Volkswirtschaften deutlich stärker ausgesetzt sind als die tiefen Euromärkte, ist die Flucht in den sicheren Hafen angeraten. Die mittel- und osteuropäischen Staaten mit hohen Haushaltsdefiziten wie Polen und Ungarn werden deshalb einen größeren Anreiz haben, auf eine Konsolisierung nach Maßgabe der Maastrichtkritieren hinzuarbeiten. Für die baltischen Länder und Bulgarien, für die nicht die Fiskalpolitik, sondern die Inflation die größte Hürde auf dem Weg in das Eurogebiet war, bietet sich eine neue Chance. Mit dem Abflauen der Inflation in der Krise scheint sich ein Weg in das Eurogebiet zu bahnen.

Mit einer steigenden Anzahl der Mitglieder im Eurogebiet könnten jedoch aufgrund der steigenden Heterogenität auch die Zinsentscheidungen innerhalb des Europäischen Zentralbankrates kontroverser werden. Es ist zu hoffen, dass der stabilitätsorientierte institutionelle Rahmen Bestand haben wird und der Zins in der Eurozone auf einen inflationsneutralen Pfad zurückkehren wird, auch wenn sich mit der jüngsten Weltwirtschafts- und Finanzkrise die langfristige Perspektive für nachhaltiges Wachstum deutlich verschlechtert hat.

Literatur

Eichengreen, B.; Hausmann, R. (1999): Exchange Rates and Financial Fragility. In: NBER Working Paper 7418.

McKinnon, R. (1963): Optimum Currency Areas. In: American Economic Review 53; S. 717–725.

Mundell, R. (1961): A Theory of Optimal Currency Areas. In: American Economic Review 51, 4; S. 657–665.

Mundell, R. (1973a): A Plan for a European Currency. In The Economics of Common Currencies, herausg. von Johnson, H.; Swoboda, A.

Mundell, R. (1973b): Uncommon Arguments for Common Currencies. In: The Economics of Common Currencies, herausg. von Johnson, H.; Swoboda, A.

Romer, Ch. (2009): The Lessons of 1937. In: Economist, 18. Juni 2009.

Schnabl, G. (2006): The Russian Currency Basket: Recent Developments in Russia's Exchange Rate Policies and the Role of the Euro. In: Intereconomics 40, 3; S. 135–141.

Schnabl, G.; Hoffmann, A. (2008): Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets – An Overinvestment View. In: The World Economy 31, 9; S. 1.226–1.252.