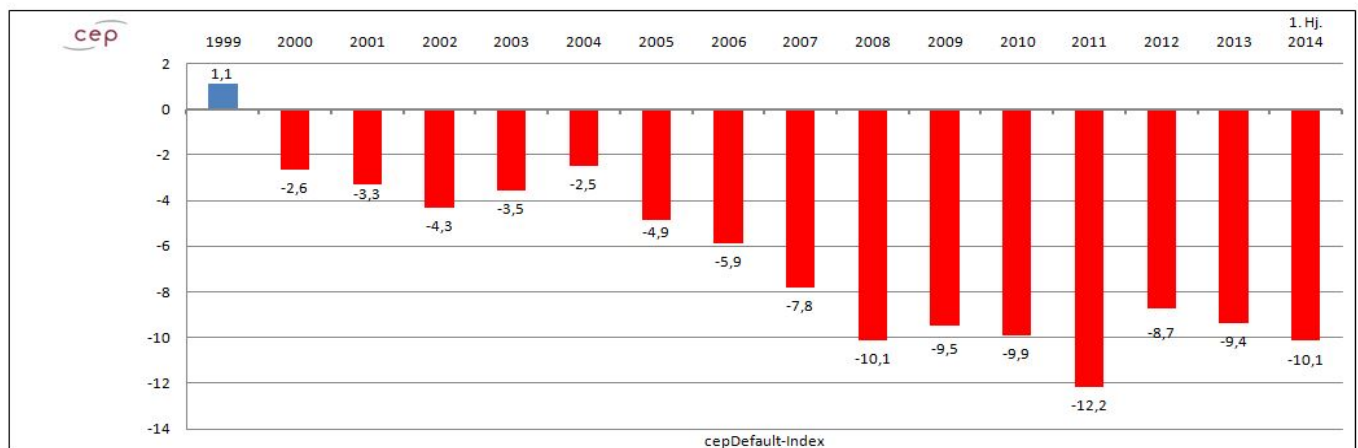


cepDefault-Index Griechenland

Beschleunigter Verfall der Kreditfähigkeit

Lüder Gerken & Matthias Kullas

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1. Hj. 2014
GFS	-3,6	-9,6	-10,2	-11,7	-10,8	-9,0	-9,5	-11,5	-15,4	-16,3	-13,3	-11,0	-9,8	-2,3	1,3	1,9
I ^k	4,7	7,0	6,9	7,4	7,3	6,5	4,6	5,6	7,6	6,2	3,8	1,1	-2,4	-6,4	-10,7	-12,0
cepDefault-Index	1,1	-2,6	-3,3	-4,3	-3,5	-2,5	-4,9	-5,9	-7,8	-10,1	-9,5	-9,9	-12,2	-8,7	-9,4	-10,1
Risikokategorie	2	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4



- ▶ Der Verfall der Kreditfähigkeit Griechenlands hat sich 2014 nicht nur fortgesetzt, sondern sogar noch beschleunigt. Der cepDefault-Index hat im ersten Halbjahr sogar den Wert von 2010 unterschritten, als das Land erstmals vor der Insolvenz stand.
- ▶ Die kapazitätssteigernden Investitionen in Griechenland sind seit 2011 negativ. Im ersten Halbjahr 2014 schrumpfte der Kapitalstock um weitere 12% des Bruttoinlandsprodukts. Das Land verarmt zunehmend.
- ▶ Der griechische Konsum übersteigt seit 2002 die kritische Schwelle von 100% des verfügbaren Einkommens. In den Krisenjahren seit 2010 stieg die Konsumquote immer weiter an und erreichte im ersten Halbjahr 2014 mit 121% einen neuen Höchstwert.
- ▶ Eine Wiedererlangung der Kreditfähigkeit ist nicht absehbar. Griechenland wird auf unbestimmte Zeit Finanzhilfen benötigen.
- ▶ Der vielfach geforderte Schuldenschnitt löst das eigentliche Problem Griechenlands nicht: Solange die griechische Wirtschaft nicht wettbewerbsfähig ist, benötigt das Land neue Kredite aus dem Ausland. Auch die Wirkung des ersten Schuldenschnitts von 2012 ist verpufft.

1 Der cepDefault-Index

Eine alleinige Betrachtung der Staatsschulden oder des öffentlichen Defizits ist aus zwei Gründen nicht geeignet, um die Entwicklung der Kreditfähigkeit eines Landes zu analysieren: Erstens kommt es weniger auf die Verschuldung der öffentlichen Hand insgesamt als auf ihre Verschuldung gegenüber ausländischen Kreditgebern an. Denn einer übermäßigen Verschuldung im Inland – also bei seinen eigenen Bürgern – kann der Staat dank seiner hoheitlichen Gewalt mit Steuererhöhungen und anderen wirtschaftspolitischen Mitteln begegnen. Zweitens ist die öffentliche Hand nur ein Akteur unter vielen; eine exzessive Auslandsverschuldung von Haushalten und Unternehmen, insbesondere auch der Finanzwirtschaft, kann die Kreditfähigkeit eines Landes ebenfalls gefährden.

Der cepDefault-Index misst daher, wie sich die Fähigkeit einer Volkswirtschaft insgesamt zur Rückzahlung ihrer Auslandskredite entwickelt.¹ Er berücksichtigt neben dem Staat auch das Kreditverhalten der Banken, Unternehmen und Konsumenten.²

Der Index setzt am Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo (GFS), der den Auslandskreditbedarf einer Volkswirtschaft abbildet, und am Niveau der kapazitätssteigernden Investitionen (I^k) einer Periode an.

Ein Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit entsteht insbesondere durch – mangels Wettbewerbsfähigkeit auftretende – Leistungsbilanzdefizite, die durch ausländisches Kapital finanziert werden.³

Zu den kapazitätssteigernden Investitionen zählen die (um die Abschreibungen bereinigten) Netto-Anlageinvestitionen der Unternehmen sowie der öffentlichen Hand. Der Wohnungsbau zählt nicht dazu, da er zu keiner Ausweitung des Produktionspotentials führt. So lässt sich die Entwicklung der Kreditfähigkeit einer Volkswirtschaft messen, ohne dass das Ergebnis durch Preisblasen auf dem Wohnungsbaumarkt verzerrt wird.

Der Index wird aus der Summe von GFS und I^k gebildet; beide Größen werden in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gemessen:

$$\text{cepDefault-Index} = \text{GFS} + I^k.$$

Für eine leichtere Interpretierbarkeit der Index-Werte werden vier Risikokategorien gebildet.



Risikokategorie 1 (grüne Ampel): Ein positiver Wert des cepDefault-Indexes bei gleichzeitigem Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss bedeutet: Das Land benötigt in der betrachteten Periode keine Auslandskredite, da die kapazitätssteigernden Investitionen und der Konsum aus heimischer Ersparnis finanziert werden. Es steigert daher seine Kreditfähigkeit.

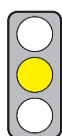
Länder mit Leistungsbilanzdefiziten benötigen ausländisches Kapital, um diese Defizite zu finanzieren: Sie verzeichnen ein Gesamtwirtschaftliches Finanzierungsdefizit. Für ihre mittelfristige Kreditfähigkeit kommt es darauf an, ob mit dem ausländischen Kapital kapazitätssteigernde Investitionen finanziert werden, aus deren Wertschöpfung die Tilgung des Auslandskredits erwirtschaftet werden kann, oder ob Konsumgüter⁴ finanziert werden, die durch Verbrauch vernichtet werden.

¹ Er ist damit kein Bestands-, sondern ein Prozessmaß.

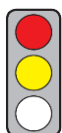
² Für eine ausführliche Erläuterung siehe Gerken / Kullas (2011), cepDefault-Index, Kapitel 3.

³ Es kann in besonderen Situationen auch durch leistungsbilanzunabhängige Kapitaltransfers entstehen, etwa bei Kapitalflucht in ein Land. Dies spielt bei Griechenland allerdings keine Rolle.

⁴ Unter Konsum sind hier und im Folgenden sämtliche Ausgaben zu verstehen, die keine kapazitätssteigernden Investitionen darstellen. Dies umfasst folglich insbesondere auch den privaten Wohnungsbau.



Risikokategorie 2 (gelbe Ampel): Ein positiver Wert des cepDefault-Indexes bei gleichzeitigem Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsdefizit bedeutet: Die kapazitätssteigernden Investitionen eines Jahres übersteigen die Nettokapitalimporte.⁵ Die Entwicklung der Kreditfähigkeit ist unbestimmt.



Risikokategorie 3 (gelb-rote Ampel): Ein negativer Wert des cepDefault-Indexes kann auf zwei Weisen entstehen. Erstens: Die Nettokapitalimporte übersteigen die kapazitätssteigernden Investitionen. Das Land konsumiert rechnerisch nicht nur 100% des im Inland erwirtschafteten Einkommens, sondern außerdem einen Teil des Nettokapitalimports. Die Volkswirtschaft verschuldet sich also im Ausland, um Konsum finanzieren zu können. Diese Entwicklung bedroht die Kreditfähigkeit. Zweitens und noch problematischer: Kapital verlässt das Land, so dass der Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo positiv ist. Gleichzeitig jedoch schrumpft der Kapitalstock – ausgedrückt durch einen negativen I^k -Wert –, und zwar in einem Ausmaß, welches das Ausmaß des GFS übersteigt. Auch in diesem Fall konsumiert das Land mehr, als es erwirtschaftet; die Kapitalexporte sind ceteris paribus auf eine zurückgehende Investitionstätigkeit zurückzuführen. Das Land verarmt.

Diese Zusammenhänge offenbaren eine wichtige Eigenschaft des cepDefault-Indexes: Er unterscheidet danach, ob ein Problemland seinen Auslandskreditbedarf durch Verringerung des Konsums oder durch Reduktion der kapazitätssteigernden Investitionen senkt. Der Indexwert steigt nur, wenn ein Anstieg des GFS mit Konsumverzicht einhergeht. Nur das ist nachhaltig. Ein Anstieg des GFS auf Kosten der Investitionen hingegen wirkt sich auf den Indexwert nicht aus. Denn Letzteres hat zur Folge, dass das Produktionspotential der Volkswirtschaft abnimmt. Dies belastet die Schuldentragfähigkeit.



Risikokategorie 4 (rote Ampel): Ein über drei oder noch mehr Jahre negativer cepDefault-Index bedeutet: Die Erosion der Kreditfähigkeit ist kein vorübergehendes, sondern ein strukturelles Problem; die Gefahr der Kreditunfähigkeit hat sich verfestigt oder ist faktisch eingetreten.

Der cepDefault-Index abstrahiert bewusst von der Herkunft der ausländischen Kreditzufuhr. Dies ist geboten, denn die staatlichen Finanzhilfen – etwa vom Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und einzelnen Euro-Ländern – ersetzen letztlich nur private ausländische Gläubiger durch öffentliche ausländische Gläubiger, ohne den ausländischen Kapitalbedarf direkt zu ändern. Nur diese Vorgehensweise macht den Blick auf die strukturelle Situation der Volkswirtschaft frei.

2 Der cepDefault-Index für Griechenland 2014

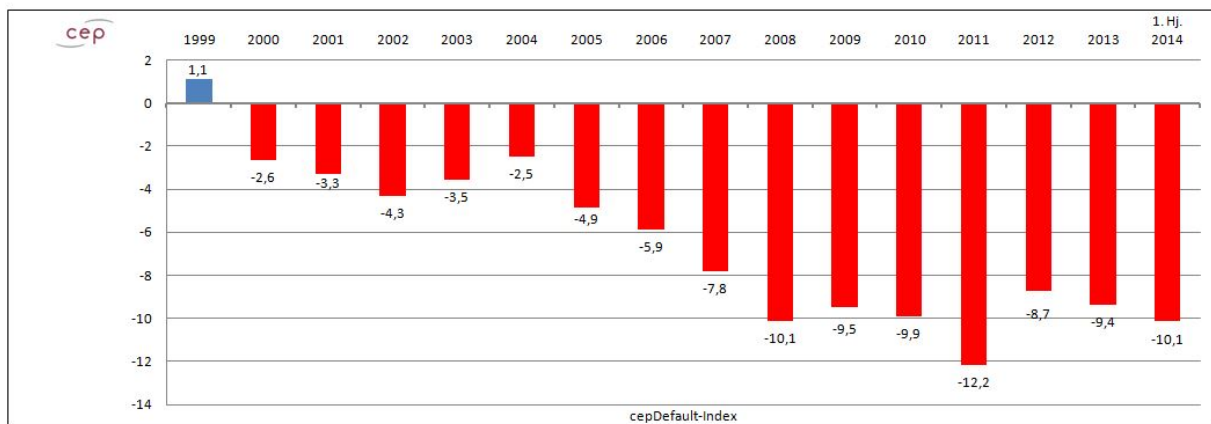
Die Kreditfähigkeit Griechenlands verfällt nach wie vor ungebremst. Die Reformen der vergangenen Jahre und die massiven Finanzhilfen in Höhe von 234 Mrd. Euro haben daran nichts geändert. Lediglich 2012 konnte der Verfall der griechischen Kreditfähigkeit leicht gebremst werden; in jenem Jahr erodierte sie „nur“ mit einem Indexwert von minus 8,7. Seither hat sich der Verfall wieder beschleunigt. Der Wert des cepDefault-Indexes⁶ für das erste Halbjahr 2014⁷ beträgt minus 10,1. Er ist damit auf das Niveau der Jahre 2009/2010 zurückgekehrt, als die Insolvenz Griechenlands unmittelbar bevorstand und ohne internationale Rettungen unausweichlich gewesen wäre.

⁵ Zur Interpretation dieser Situation s. Gerken / Kullas (2011), cepDefault-Index, Kapitel 3.

⁶ Die Daten zur Berechnung des Indexes von 1999 wurden der Datenbank der Europäischen Kommission, Ameco, entnommen. Die restlichen Daten wurden der Datenbank Eurostat entnommen. Die Daten für das erste Halbjahr 2014 beruhen auf den nicht-saisonbereinigten Daten der Quartale 3/2013 bis 2/2014.

⁷ Aktuellere Daten sind nicht verfügbar.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1. Hj. 2014
GFS	-3,6	-9,6	-10,2	-11,7	-10,8	-9,0	-9,5	-11,5	-15,4	-16,3	-13,3	-11,0	-9,8	-2,3	1,3	1,9
i ^k	4,7	7,0	6,9	7,4	7,3	6,5	4,6	5,6	7,6	6,2	3,8	1,1	-2,4	-6,4	-10,7	-12,0
cepDefault-Index	1,1	-2,6	-3,3	-4,3	-3,5	-2,5	-4,9	-5,9	-7,8	-10,1	-9,5	-9,9	-12,2	-8,7	-9,4	-10,1
Risikokategorie	2	3	3	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4

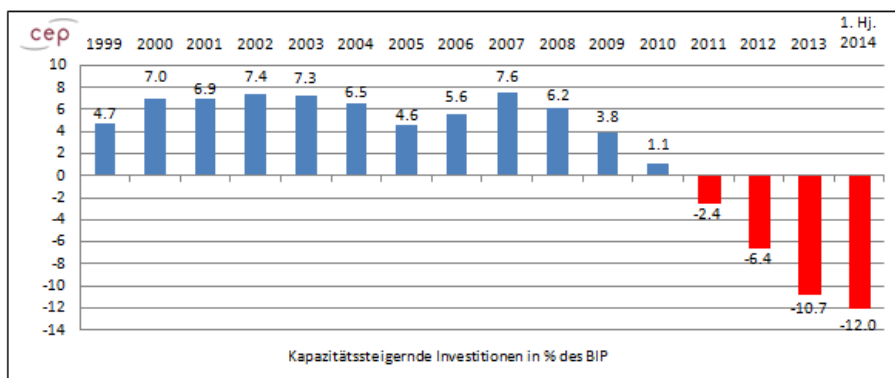


Andere Länder mit ähnlichen Kreditfähigkeitsproblemen, wie Irland, Portugal und Spanien, konnten in derselben Zeit ihre Indexwerte deutlich verbessern. Die Kreditfähigkeit Irlands, das 2007 in die Krise geriet, nimmt bereits seit 2010 wieder zu, die Spaniens immerhin seit 2013.

Griechenland hingegen ist nach wie vor nicht kreditfähig. Damit Griechenland wieder ohne die Hilfe anderer Staaten auskommt, müsste als notwendige – nicht hinreichende – Bedingung die Summe aus Gesamtwirtschaftlichem Finanzierungssaldo und kapazitätssteigernden Investitionen strukturell positiv sein. Ein Trend in diese Richtung ist nicht zu erkennen.

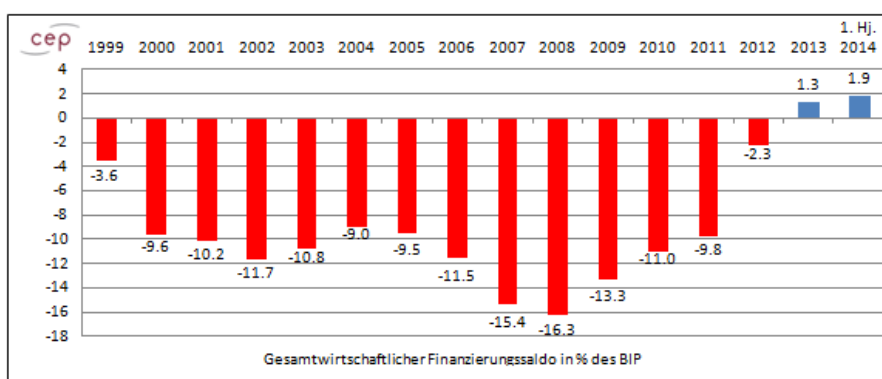
Dass sich Griechenland im April 2014 am Kapitalmarkt refinanzieren konnte, war nicht auf ein wiedergewonnenes Vertrauen der Kapitalmärkte in die Tragfähigkeit der griechischen Schuldenlast zurückzuführen. Vielmehr war für die Investoren die Erwartung entscheidend, dass die anderen Euro-Staaten und die EZB einen erneuten Schuldenschnitt verhindern würden. Hinzu kam, dass die neuen Anleihen gemäß britischem Recht begeben wurden, was einen Schuldenschnitt gegen die Willen der Gläubiger erschwert.

Kapazitätssteigernde Investitionen (I^k): Seit 2011 weist Griechenland negative kapazitätssteigernde Investitionen auf. Dies hat zur Folge, dass der griechische Kapitalstock zunehmend veraltet und immer kleiner wird. Diese negative Entwicklung hat sich dramatisch beschleunigt: Im ersten Halbjahr 2014 ist der griechische Kapitalstock im Umfang von 12% des BIP geschrumpft.



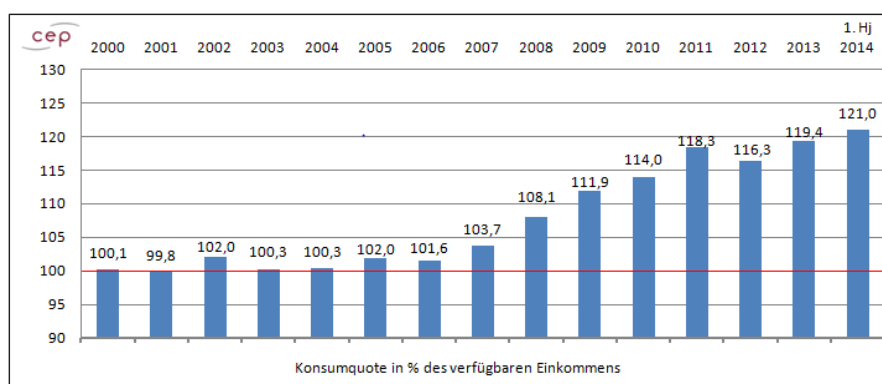
Der nunmehr schon im vierten Jahr in Folge schrumpfende Kapitalstock führt dazu, dass die griechische Wirtschaft immer weniger produziert. Seit 2010 ist das griechische Bruttoinlandsprodukt um über 15% gesunken, seit 2008 sogar um 25%. Dadurch ist auch die Steuerbasis des Staates stetig gesunken. Griechenland hat sich damit immer weiter von dem Ziel entfernt, die öffentliche Schuldenlast von inzwischen 315 Mrd. Euro durch zusätzliche Steuereinnahmen stabilisieren zu können.

Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo (GFS): Griechenland war über viele Jahre Nettokapitalimporteur: Inländischer Konsum und Investitionen wurden zu großen Teilen mit Auslandskrediten finanziert. Als die Kapitalgeber an der Schuldentragfähigkeit Griechenlands zweifelten, wurden die privaten Kredite durch staatliche Rettungsgelder ersetzt.



Seit 2013 ist das Land zwar Nettokapitalexporteur. Diese Entwicklung ist jedoch allein darauf zurückzuführen, dass privates Kapital das Land verlässt, wie die negativen kapazitätssteigernden Investitionen zeigen. Sie ist damit gerade nicht nachhaltig.

Konsumquote: Die griechische Konsumquote – gemessen in Prozent des verfügbaren Einkommens – liegt seit 2002 deutlich oberhalb der kritischen 100%-Schwelle. Im ersten Halbjahr 2014 ist sie auf den Rekordwert von über 121% gestiegen. Dies ist – mit Abstand – der höchste Wert aller Euro-Staaten. Mit Portugal und Zypern besitzen nur zwei weitere Euro-Länder eine Konsumquote von über 100%. Dort beträgt sie allerdings lediglich 105% bzw. 104%. Die hohe Konsumquote ist die Kehrseite der negativen Investitionsquote und damit eines der Hauptprobleme der griechischen Misere. Wenn Griechenland wieder ohne fremde Hilfe auskommen will, muss der Konsum drastisch eingeschränkt werden. Hierfür gibt es keine Anzeichen.



Eine Einschränkung des Konsums wäre auch unrealistisch und der griechischen Bevölkerung kaum zuzumuten. Denn absolut ist der griechische Konsum seit 2010 um 21% gesunken. Der gleichwohl aufgetretene Anstieg der Konsumquote ist darauf zurückzuführen, dass das verfügbare Einkommen im gleichen Zeitraum noch stärker zurückgegangen ist.

3 Fehlende Wettbewerbsfähigkeit als zentrale Ursache

Seit 2010 hat Griechenland Finanzhilfen in Höhe von 234 Mrd. Euro erhalten und im Gegenzug von der Troika vorgegebene Reformen umgesetzt. Beides hat jedoch nicht dazu geführt, dass der Verfall der griechischen Kreditfähigkeit auch nur gebremst worden wäre.

Nach wie vor krankt Griechenland an dem alten Problem: Die Wirtschaft ist nicht wettbewerbsfähig. Zwar sind die Preise für viele Produkte gegenüber 2010 gesunken. Dies wurde jedoch nicht durch Lohnsenkungen erreicht, sondern durch Entlassungen.⁸ Folge ist zwar eine höhere Produktivität⁹ der am Markt verbliebenen Unternehmen, die jedoch durch die resultierende Arbeitslosigkeit konterkariert wird. Um diese zu senken, müssten auch die Löhne im internationalen Vergleich sinken. Noch immer sind die griechischen Löhne aber um 10% zu hoch, um international wettbewerbsfähig zu sein.¹⁰ Die notwendige Anpassung der Löhne wird durch die niedrige Inflation erschwert.

Zwar konnte Griechenland sein problematisches Leistungsbilanzdefizit abbauen und 2013 sogar einen Leistungsbilanzüberschuss erzielen. Diese Entwicklung ist jedoch nicht auf gestiegene Exporte zurückzuführen, wie es bei einer verbesserten internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Fall wäre. Der Leistungsbilanzüberschuss ist in erster Linie auf gesunkene Importe zurückzuführen. Es ist zu befürchten, dass die Importe wieder zunehmen, wenn das Land wieder Zugang zum Kapitalmarkt hat. Die Leistungsbilanz würde dann wieder ein deutliches Defizit aufweisen.

4 Weiterer Schuldenschnitt als Ausweg?

Trotz der Anstrengungen in den vergangenen Jahren zur Sanierung des griechischen Staatshaushalts ist der Schuldenstand seit 2010 von 146% auf 174% des BIP angestiegen. Das Haushaltsdefizit lag 2013 mit 12,2% des BIP sogar über dem von 2010 mit 11,1%. Neben dem Fortbestehen von absoluten Haushaltsdefiziten (Zähler) hat der starke Einbruch des griechischen Bruttoinlandsprodukts (Nenner) erheblich zu dieser Situation beigetragen.

Zwar erwartet die EU-Kommission für 2014 ein öffentliches Defizit von 1,6%. Auch erzielte Griechenland 2013 einen Primärüberschuss¹¹ in Höhe von 0,8% des BIP.¹² Damit der Schuldenstand bis 2022 – wie von der Troika prognostiziert – auf unter 120% des BIP sinkt, müsste der griechische Primärüberschuss indessen für mehrere Jahre 4,5% des BIP betragen.¹³ Unverzichtbar dafür wäre, dass die griechische Wirtschaft deutlich wächst. Es ist sehr fraglich, ob Griechenland diese Bedingungen tatsächlich erfüllen wird.

Angesichts der desolaten wirtschaftlichen Lage wird gegenwärtig sowohl von griechischen Oppositionspolitikern als auch im Ausland ein erneuter Schuldenschnitt gefordert.

Ein Schuldenschnitt würde jedoch nur bei der bestehenden Staatsverschuldung ansetzen. Er könnte daher die zentrale Ursache der griechischen Misere – nämlich die mangelnde Wettbewerbs-

⁸ Vgl. Bericht der Troika: Internationaler Währungsfonds (2014): Fifth review under the extended arrangement under the extended fund facility, S. 6.

⁹ Unternehmen können durch Entlassungen der am wenigsten produktiven Arbeitnehmer ihre Kosten senken. Diese Kostensenkungen können dann an die Kunden in Form niedrigerer Preise weitergegeben werden.

¹⁰ Vgl. Bericht der Troika: Internationaler Währungsfonds (2014): Fifth review under the extended arrangement under the extended fund facility, S. 5.

¹¹ Das ist der Saldo aus Staatseinnahmen und -ausgaben, wobei Zinszahlungen und im Fall Griechenlands auch Ausgaben für die Bankenrekapitalisierung nicht berücksichtigt werden.

¹² Prognosen deuten darauf hin, dass auch 2014 ein Primärüberschuss erzielt wurde.

¹³ Vgl. Bericht der Troika: Internationaler Währungsfonds (2014): Fifth review under the extended arrangement under the extended fund facility, S. 65.

fähigkeit und der damit einhergehende Verlust der Kreditfähigkeit der Volkswirtschaft *insgesamt* – nicht beseitigen. Er würde die griechischen Probleme allenfalls kurzfristig lindern. Bereits der erste Schuldenschnitt von 2012 hat sie nicht lösen können. Der cepDefault-Index zeigt deutlich, dass Griechenland bei einem erneuten Schuldenschnitt – wie bereits beim ersten Schuldenschnitt – über kurz oder lang wieder zahlungsunfähig wäre.

Denn selbst ohne Zinsausgaben des griechischen Staates wäre der cepDefault-Index negativ¹⁴, die Kreditfähigkeit würde mithin abnehmen: Selbst unter der Best-case-Annahme, dass sämtliche Zinszahlungen ins Ausland abgeführt werden müssen – dass also bei einem kompletten Schuldenerlass der GFS maximal, nämlich in vollständiger Höhe der bestehenden Zinszahlungen, entlastet wird – hätte der Indexwert für 2013 minus 5,4 betragen.

5 Was nach den Parlamentswahlen am 25. Januar 2015 zu tun ist

Am 25. Januar 2015 finden in Griechenland Parlamentswahlen statt. Ob die bisherige Koalition der Parteien Nea Dimokratia und Pasok unter Ministerpräsident Antonis Samaras im Amt bestätigt wird, ist zweifelhaft. Fraglich ist aber auch, ob es der oppositionellen Partei Syriza unter ihrem Vorsitzenden Alexis Tsipras gelingen wird, eine regierungsfähige Mehrheit zusammenzubringen. Unabhängig vom Wahlausgang steht das Land vor drängenden Problemen: Die europäischen Hilfgelder werden nur bis zum 28. Februar 2015 fließen.

Griechenland benötigt dringend Reformen, die die Wettbewerbsfähigkeit verbessern. Zwar hat das Land auf Druck der Troika zahlreiche Reformen umgesetzt. Die gewünschte Wirkung ist jedoch nicht eingetreten. Dies ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass die Reformen von außen vorgegeben wurden. Hieraus ergeben sich zwei Hindernisse für deren Wirksamkeit. Zum einen wurden einige Reformen nur auf dem Papier beschlossen, von den ausführenden Behörden dann jedoch nicht umgesetzt bzw. angewendet. Zum anderen erzeugten die Reformen kein positives Konsum- und Investitionsklima, da ein großer Teil der Bevölkerung nicht von der Wirksamkeit der Reformen überzeugt ist. In der Folge blieben Investitionen aus und Kapital verließ das Land.

Es ist daher an der Zeit, Griechenland selbst über die eigene Zukunft entscheiden zu lassen. Hierzu gehört auch die Entscheidung über eine Mitgliedschaft in der Euro-Zone. Einen Ausschluss sollte es nicht geben. Ein freiwilliger Austritt sollte aber von den anderen Euro-Ländern hingenommen werden. Denn erstens bestehen die nach 2010 bei einem Austritt befürchteten Ansteckungsgefahren für andere Länder entweder, wie im Falle Irlands und Spaniens, nicht mehr oder sind, wie im Falle Portugals, beherrschbar. Zweitens würde ein Austritt zwar mit einem Schuldenschnitt einhergehen und so dazu führen, dass Griechenland einen Großteil der erhaltenen Finanzhilfen und der Target-Verbindlichkeiten nicht zurückzahlen kann; es ist jedoch davon auszugehen, dass dies bei einem Verbleib im Euro-Raum ebenso der Fall wäre.

Sollte es zu einem weiteren Schuldenerlass für Griechenland kommen, muss allerdings sichergestellt werden, dass zukünftige Entscheidungen der griechischen Regierung nicht mehr zu Lasten der anderen Euro-Staaten gehen. Dies gilt sowohl bei einem (freiwilligen) Austritt als auch bei einem Verbleib in der Eurozone. Eine Insolvenzordnung für Staaten ist dafür unverzichtbar.¹⁵

¹⁴ Zwar sind nur die Zinszahlungen des griechischen Staates an ausländische Gläubiger für den cepDefault-Index relevant. Den statistischen Daten lässt sich aber nicht entnehmen, wie hoch dieser Anteil ist.

¹⁵ Zur Ausgestaltung einer solchen Insolvenzordnung siehe Gerken et al. (2013): Die Euro-Reform, online unter www.cep.eu.

Bisher erschienen in dieser Reihe:

(vormals unter der Bezeichnung „cep**Standpunkt**“ bzw. „cep**PolicyContribution**“)

- 01/2014: The ESM's direct recapitalisation of banks – Looking forward in backstop questions (August 2014)
- 02/2014: Die neuen Mehrheitsregeln im Rat ab 1. November 2014: weniger demokratisch und weniger effizient (Oktober 2014)
- 03/2014: Was die EU nicht beschließen sollte (Dezember 2014)
- 04/2014: The Review of the European Supervisory Authorities – 12 Recommendations (Dezember 2014)
- 05/2014: The Investment Plan for Europe. Leveraging three Facts to five Recommendations (Dezember 2014)

Die Autoren

Prof. Dr. Lüder Gerken ist Vorstand des Centrums für Europäische Politik.

Dr. Matthias Kullas leitet am Centrum für Europäische Politik den Fachbereich Wirtschafts- und Fiskalpolitik.

cep | Centrum für Europäische Politik

Kaiser-Joseph-Straße 266 | D-79098 Freiburg

Telefon +49 761 38693-0 | www.cep.eu

Das cep ist der europapolitische Think Tank der gemeinnützigen Stiftung Ordnungspolitik. Es ist ein unabhängiges Kompetenzzentrum zur Recherche, Analyse und Bewertung von EU-Politik.