

Der Euro



ein optimaler Währungsraum?

In der Theorie kann eine gemeinsame Währung
für Volkswirtschaften Vorteile bringen –
sofern gewisse Voraussetzungen dafür erfüllt sind.

von Gunther Schnabl

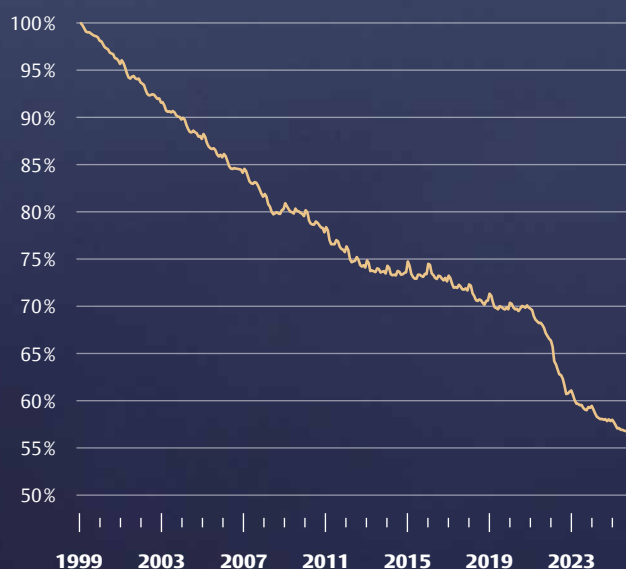


Seit dem 1. Januar 2026 ist Bulgarien das 21. Euroland. Christine Lagarde, Präsidentin der Europäischen Zentralbank (EZB), hat den Bulgaren versichert, dass der Euro „Wohlstand und Sicherheit“ bringen werde. Da der Konjunkturzyklus Bulgariens eng mit dem Euroraum verbunden sei, sei der Euro für Bulgarien ein „natürlicher Fit“.

Lagarde fügt sich damit nahtlos in die Tradition der vollmundigen Prognosen bei Festakten dieser Art ein: Als der Euro 1999 eingeführt wurde, hatte der damalige französische Präsident Jacques Chirac den Franzosen versprochen, dass der Euro „zu einem Stabilitätspol in Europa“ werde. Der deutsche Kanzler Gerhard Schröder sah zur Euro-Bargeldeinführung im Januar 2002 sogar „bessere Zeiten als unter der Deutschen Mark“ kommen.

IST DIE STIMMUNG SCHLECHTER ALS DIE LAGE?

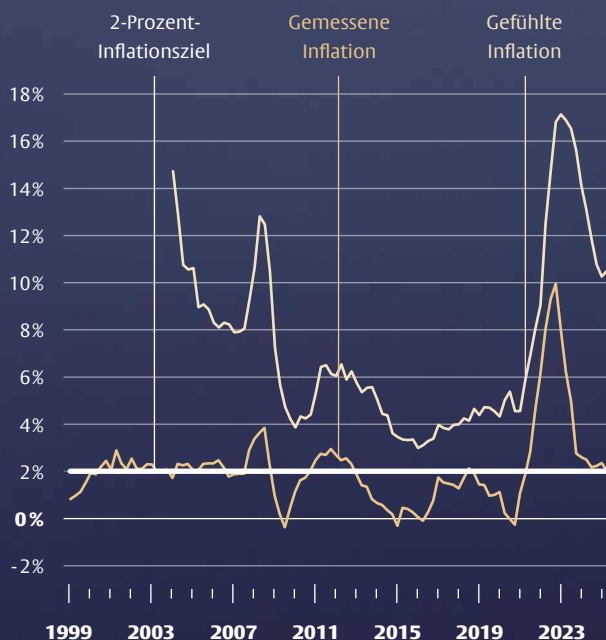
Doch so einige von uns werden bei solchen Worten nachdenklich. Ist doch heute die Stimmung gedrückt. Die Euro-Wirtschaft stagniert, die Ungleichheit zwischen den Mitgliedsländern ist stark angestiegen, die Kaufkraft des Euro ist gesunken und die gefühlte Inflation liegt mit rund zehn Prozent weit über dem offiziell gemessenen Wert von rund zwei Prozent.



Grafik 1

Hoher Wertverlust seit Einführung des Euro ...
Entwicklung der Kaufkraft

Quelle: EZB und eigene Berechnung auf der Grundlage des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVIPI), Daten per Dezember 2025



Grafik 2

... sorgt für wenig Vertrauen in die Gemeinschaftswährung
Offiziell gemessene und gefühlte Inflation im Euroraum
(Angaben in Prozent)

Quelle: Oxford Economics und Europäische Kommission.
Gefühlte Inflation als Median, Daten per Dezember 2025

Ist also der Euro für die Europäer ein optimaler Währungsraum oder ist er es nicht? Nach Robert Mundell, der für diese Theorie 1999 den Nobelpreis erhielt, ist ein Währungsraum dann optimal, wenn alle Mitgliedsländer demselben Konjunkturzyklus folgen. Wenn ein Landesteil hingegen im Abschwung ist und der andere nicht, dann kann die gemeinsame Zentralbank keinen optimalen Zins setzen. Senkt sie den Zins, um dem einen Landesteil in der Krise zu helfen, heizt sie die Inflation im anderen Teil an. Erhöht sie den Zins, um die Inflation im boomenden Landesteil zu bremsen, verschärft sie die Krise in dem anderen.

FLEXIBLE ARBEITSMÄRKTE WÜRDEN HELFEN ...

Wenn die Wahrscheinlichkeit von unterschiedlichen Konjunkturen hoch ist, dann sind flexible Wechselkurse also besser. Es sei denn, die Arbeitsmärkte sind flexibel genug, um die Konjunkturunterschiede auszugleichen. Das bedeutet für die Krisenregion, dass Preise und Löhne dort rasch fallen und die Arbeitslosen in den Landesteil mit der besseren Konjunktur wandern müssten.

Auch weil Europas Arbeitsmärkte schon damals alles andere als flexibel waren, rieten in den 1990er-Jahren viele von einer Währungsunion im heterogenen Westeuropa ab. Der Euro kam dennoch – aber mit einem Konstruktionsfehler, auf den die frühere Bundeskanzlerin Angela Merkel auf dem Höhepunkt der Eurokrise hingewiesen hat: Eine gemeinsame Finanz- und Sozialpolitik, die unterschiedliche Konjunkturzyklen automatisch angleichen kann, habe der Euroraum nicht.

... ODER EINE GEMEINSAME FINANZ- UND SOZIALPOLITIK

Wenn in einer politischen Union beispielsweise Frankreich im Boom und Deutschland in der Krise wären, dann würden die Franzosen mehr Steuern an das gemeinsame Finanzministerium in Brüssel bezahlen. Das würde sinkende Steuereinnahmen aus Deutschland ausgleichen. Mehr Sozialbeiträge aus Frankreich würden mehr Auszahlungen von Sozialleistungen in Deutschland möglich machen, was dort die Konjunktur stabilisieren würde. Doch eine gemeinsame Finanz- und Sozialpolitik war damals (und ist heute) für die EU nicht in Sicht.

Stattdessen hat die Europäische Kommission 1990 argumentiert, dass sich mit der Beseitigung der Wechselkursschwankungen die Konjunkturzyklen angleichen dürften, weil sich die Handelsbeziehungen zwischen den Euroländern intensivieren würden. Mundell hatte in späteren Arbeiten zudem gezeigt, dass sich in einer Währungsunion über eine stärkere Integration der Kapitalmärkte die Konjunkturzyklen angleichen können. Wenn deutsche und französische Banken jeweils in Deutschland und Frankreich tätig sind, werden bei unterschiedlichen Konjunkturen höhere Kreditausfälle in einem Land durch niedrigere Ausfälle im anderen Land ausgeglichen.

**Viele rieten in den
1990er-Jahren von
einer Währungsunion
im heterogenen
Westeuropa ab. Der
Euro kam dennoch –
aber mit einem
Konstruktionsfehler.**

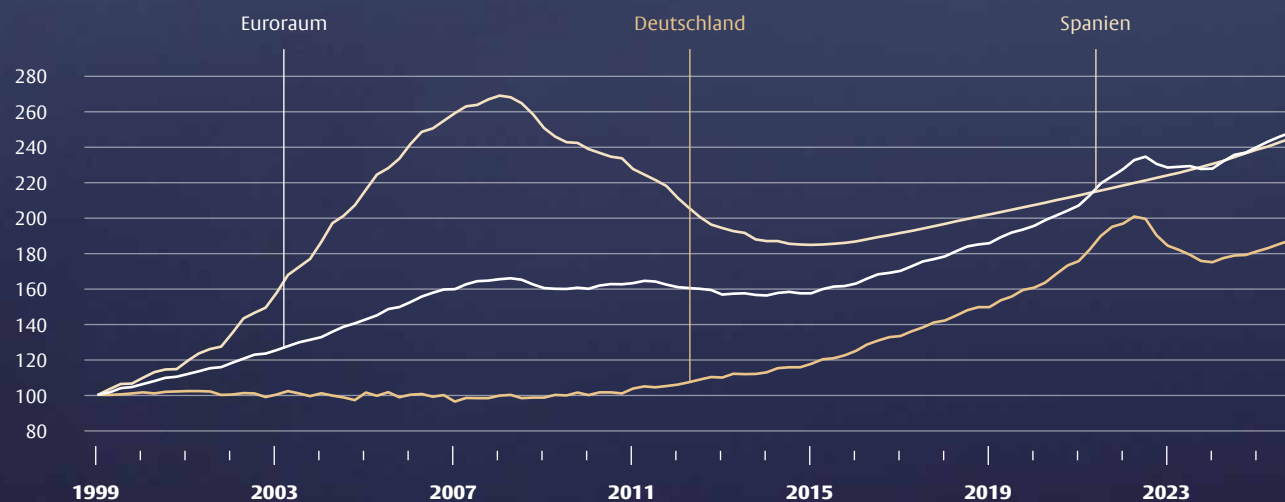


Aus dieser Sicht hatte der 1992 vollendete Binnenmarkt eine wichtige Voraussetzung für das Funktionieren der Währungsunion geschaffen. Doch die erhoffte Konvergenz blieb aus. Weil andere Weltregionen stärker als Europa gewachsen sind, ist der Handel zwischen den Euroländern als Anteil an deren Gesamthandel weitgehend konstant geblieben. Die Maastricht-Kriterien, die eigentlich die Konvergenz im Euroraum sicherstellen sollten, bewirkten über den Umweg der Finanzmärkte schon früh nach der Euro-Einführung, dass die Konjunkturzyklen noch weiter auseinanderdrifteten.

KONJUNKTURZYKLEN DRIFTEN IMMER WEITER AUSEINANDER

Die südlichen Euroländer, die für den Eintritt in den Euro ihre Inflationsraten und Zinsen auf das Niveau Deutschlands absenken mussten, stießen dadurch einen Aufschwung in ihren Ländern an. In Deutschland hingegen hatte die Wiedervereinigung die Staatsverschuldung nach oben getrieben, sodass das Land sparte, um die Maastricht-Schuldengrenzen einzuhalten. Die Austerität drängte deutsche Banken dazu, vermehrt – und begünstigt durch die unwiderruflich fixierten Wechselkurse – Kredite in den südlichen Euroraum zu vergeben, wo sie Übertreibungen bei den Staatsausgaben und auf den Immobilienmärkten anheizten.

Wachsende Handelsdefizite und Außenverschuldung an der Peripherie des Währungsraums mündeten schließlich ab 2008 in die Eurokrise, in deren Folge sich die Konjunkturzyklen umkehrten. Während im Süden die Krisen lange



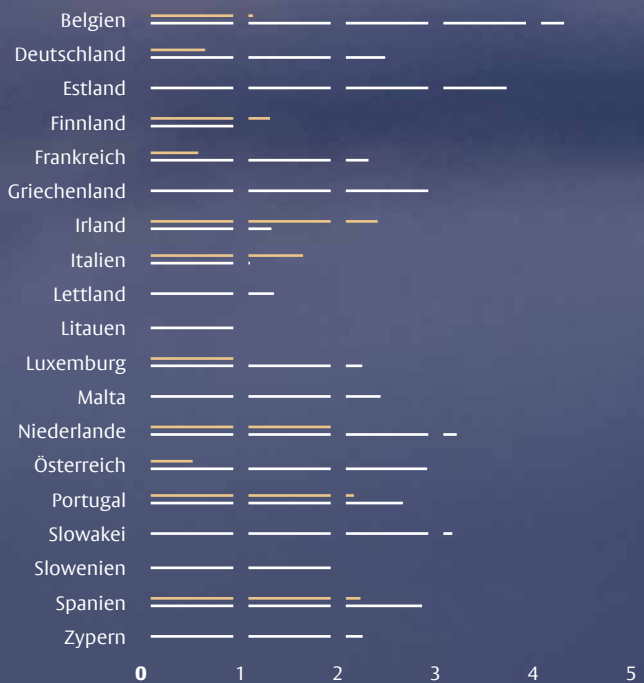
Grafik 3

Steigende Immobilienpreise

Preisentwicklung seit 1999 in Spanien, Deutschland und im Euroraum (Index: 1999=100)

Die historische Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

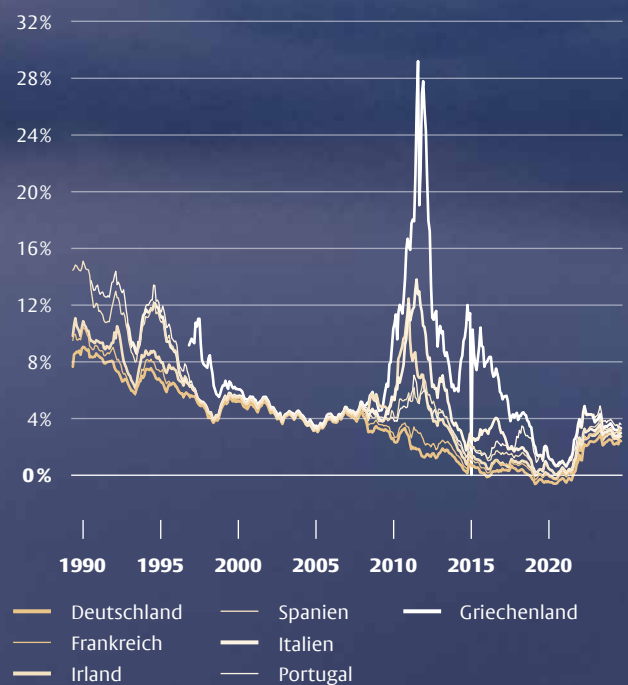
Quelle: Oxford Economics, Daten per Dezember 2025



Grafik 4

Heterogener WährungsraumInflationsraten der Euroländer in den Jahren **1999** und **2024**

Quelle: EZB. Kein Eintrag für Länder im Jahr 1999, die keine Gründungsmitglieder der Währungsunion waren, Daten per Dezember 2025



Grafik 5

Hilfsprogramme halten den Euro zusammen

Entwicklung langfristiger Zinsen im Euroraum

Quelle: IWF, Daten per Dezember 2025

weiter schwelten, befeuerte die Euro-Rettungspolitik der EZB stark steigende Staatsausgaben und Immobilienpreise in Deutschland. Trotz stabiler nominaler Wechselkurse entwickelten sich Preise und Löhne innerhalb des Euroraums oft auseinander, was zu beträchtlichen Schwankungen der realen Wechselkurse geführt hat.

EURO-ERWEITERUNGEN VERSTÄRKTEN DIE UNTERSCHIEDE

Mit der Erweiterung um immer mehr mittel- und osteuropäische Länder mit geringeren Pro-Kopf-Einkommen als im Euro-Durchschnitt wurde die Währungsunion noch heterogener.

Die unterschiedlichen Inflations- und Wachstumsraten führten dazu, dass sich der einheitlich in Frankfurt gesetzte Leitzins unterschiedlich auf die einzelnen Euroländer übertragen hat. Die Finanzpolitiken der Eurostaaten hätten die Konjunkturunterschiede ausgleichen müssen, doch die nationalen Regierungen waren vorwiegend den eigenen Zielen verpflichtet. Spätestens seit der Eurokrise ist deshalb klar, dass der Euro ohne staatliche Hilfe nicht überleben kann.





Grafik 6

Teure Rettungsprogramme für den Euro

Bilanzvolumen des Eurosystems und Bestände an öffentlichen Anleihen
(in Billionen Euro)

Quelle: EZB. SMP, PSPP und PEPP sind Anleihekaufprogramme der EZB, Daten per Dezember 2025

Zunächst wurden für die südeuropäischen Krisenländer und Irland große fiskalische Hilfspakete geschnürt. Im Mai 2010 machte der Deutsche Bundestag mit dem „Währungsunion-Finanzstabilitätsgesetz“ den Weg für die ersten 110 Milliarden Euro für Griechenland frei. Angela Merkel hatte mit „Scheitert der Euro, scheitert Europa.“ geworben. Es folgten der „European Financial Stabilisation Mechanism“ (60 Milliarden Euro) und die „European Financial Stability Facility“ (Kreditvolumen 440 Milliarden Euro), die 2012 in den „Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)“ mit einer Kapitalausstattung von 700 Milliarden Euro übergingen.

Doch die demokratisch legitimierten Finanzhilfen reichten nicht. Als die Zinsen auf die Staatsanleihen von Griechenland, Italien, Irland, Portugal und Spanien bedrohlich anstiegen, konnte im Juli 2012 nur noch EZB-Präsident Mario Draghi durch seinen legendären Ausspruch „Whatever it takes“ den Euro retten. Im Zuge der folgenden zahlreichen Rettungsprogramme ist die Bilanz des Eurosystems von 1.300 Milliarden Euro im Dezember 2007 auf 8.800 Milliarden Euro im Juni 2022 angewachsen. Circa die Hälfte davon machte der Ankauf öffentlicher Anleihen aus. Auch wenn die Bilanz inzwischen wieder auf rund 6.000 Milliarden Euro geschrumpft ist, will das Eurosystem in Zukunft strukturell Staatsanleihen halten.

DIE ROLLE DER EZB HAT SICH VERÄNDERT

Die EZB hatte bis zur Krise nach dem Motto „One size fits all“ – beziehungsweise „Eine Geldpolitik für alle“ – für alle Akteure im Euroraum einen einheitlichen Leitzins bestimmt. Mit der Krise konnte sich das Eurosystem fortan beim Anhäufen von Vermögenswerten in seiner Bilanz auf die Krisenländer ausrichten. Nachdem Staatsanleihekäufe zunächst am Kapitalschlüssel der einzelnen Euroländer an der EZB ausgerichtet wurden, hat sich das Gewicht zugunsten der südeuropäischen

Krisenländer verschoben. Die sogenannten „gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte“ (TLTROs) waren von Anfang an auf die Krisenländer fokussiert. Mit dem Transmissionsschutzinstrument hat sich die EZB 2022 die Möglichkeit geschaffen, „im Notfall“ bevorzugt die Anleihen von Krisenländern zu kaufen.

Die Corona-Krise hat die EU einem regionalen Finanzausgleichsmechanismus näher gebracht, der unterschiedliche Konjunkturen in der Währungsunion ausgleichen kann. Das „Wiederaufbauprogramm“ NextGenerationEU verteilt zwischen 2021 und 2026 Zuschüsse und Kredite im Umfang von rund 800 Milliarden Euro bevorzugt zugunsten der Sorgenkinder Italien, Spanien und Griechenland in Höhe von 194, 163 beziehungsweise 36 Milliarden Euro. Prompt mehren sich aus dem ehemals gebeutelten Süden einschließlich Spanien die positiven Nachrichten.

EIN NEUER FINANZAUSGLEICH – MIT SCHATTENSEITEN

Würde diese Form des Finanzausgleichs verstetigt, dann wäre die Last für den Zusammenhalt der Währungsunion von den Schultern der EZB genommen. Jedoch nur auf den ersten Blick, da NextGenerationEU über EU-Anleihen (Euro-Bonds) finanziert wird. Diese stehen bereits auf der Liste der ankauffähigen Wertpapiere der EZB. Teile der bisher von der EU ausgegebenen Anleihen dürften schon als supranationale Anleihen beim Eurosystem liegen. Die EU ist also einer zentralbankfinanzierten gemeinsamen Finanzpolitik näher gerückt, als viele denken.

Auch wenn der immer wieder beschworene „Euro-Crash“ ausgeblieben ist, ist der Euro nach wie vor kein optimaler Währungsraum. Dennoch ist die Inflationsbilanz der EZB gemessen am offiziellen harmonisierten Verbraucherpreisindex passabel. Und die Macht der EZB wächst. Sie ist nicht nur für die Euro-Rettung, sondern inzwischen auch für die Finanzstabilität und die Klimarettung verantwortlich. Mit einem digitalen Euro will sie künftig sogar die Dominanz des US-Dollars als internationaler Leitwährung brechen.

Leider hat der Euro gegenüber Gold und seit 2008 auch gegenüber dem US-Dollar deutlich an Wert verloren. Auch die hohe gefühlte Inflation spricht für einen Vertrauensverlust. Die jüngste Staatshaushaltskrise in Frankreich hat endgültig offensichtlich gemacht, dass der Versuch, die Stabilität des Euros durch die Begrenzung der Staatsverschuldung im Euroraum zu sichern, gescheitert ist.

Der Euro wird dennoch bleiben, weil die EZB unbegrenzten Spielraum für seine Rettung hat. Doch die daraus resultierende – teilweise versteckte – Inflation bremst das Wachstum und erhöht die Ungleichheit. Zudem schwindet die Kraft Deutschlands, den Euroraum mit Transfers zusammenzuhalten, weil die deutsche Industrie unter dem weichen Euro an Wettbewerbsfähigkeit verloren hat. Die Last des Euros dürfte deshalb mehr und mehr für alle Menschen im Euroland spürbar werden. ◆



ZUR PERSON

Prof. Dr. Gunther Schnabl

leitet das Flossbach von Storch Research Institute und ist Professor an der Universität Leipzig.

Er war Advisor bei der Europäischen Zentralbank und hat an den Universitäten Leipzig, Paris 1 Panthéon-Sorbonne, Stanford, Tokyo, Leuven und Tübingen geforscht.

Er war Gastwissenschaftler bei der Deutschen Bundesbank, der Europäischen Zentralbank, der Bank von Japan und der Federal Reserve Bank of New York.

