



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

WIRTSCHAFT & POLITIK 15/12/2025

Haftungsvergemeinschaftung innerhalb der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion

Die Erosion der Regeln

von TOM BUGDALLE

Zusammenfassung

Diskretionäre Krisenpolitik hat die Erosion der Maastricht-Regeln vorangetrieben und die EWWU zunehmend in Richtung einer de facto Haftungs- und Transferunion verschoben. Die Studie zeigt, dass ohne eine Rückkehr zu regelbasierter Geld- und Fiskalpolitik der Verlust der Preisstabilität, fiskalische Dominanz sowie wachsende Instabilität und Krisenanfälligkeit drohen.

Abstract

Discretionary crisis policies have accelerated the erosion of the Maastricht rules, pushing the EMU towards a de facto liability and transfer union. The study shows that without a return to rule-based monetary and fiscal policy, the euro area risks losing price stability, falling into fiscal dominance, and facing rising instability and vulnerability to future crises.



1. Einleitung

Die Lage der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) ist durch eine Rekordverschuldung und wachsende Sorgen über eine mögliche erneute Krise im Euroraum geprägt. Frankreich kämpft weiterhin mit hohen Haushaltsdefiziten und politischer Instabilität, was Zweifel an seiner Fähigkeit nährt, seine öffentlichen Finanzen nachhaltig zu stabilisieren. Deutschland, lange Zeit als Garant fiskalischer Disziplin angesehen, hat seine verfassungsrechtliche Schuldenbremse gelockert und sowohl im Kernhaushalt als auch über Nebenhaushalte die Ausgaben ausgeweitet. Im Jahr 2026 wird Bulgarien dem Euro-Raum beitreten und damit zum ärmsten Mitglied in Bezug auf das BIP pro Kopf werden. Dies verstärkt die Heterogenität der Währungsunion, die bereits anhaltende Divergenz aufweist. Insgesamt deuten diese Entwicklungen darauf hin, dass die nächste Phase fiskalischer Instabilität gravierender ausfallen könnte als frühere Krisen. Es bleibt offen, ob die gegenwärtige Struktur der Währungsunion ausreichend robust ist, um einer solchen Belastung standzuhalten.

Der ursprüngliche Entwurf des Maastricht-Vertrags sah die Risiken übermäßiger Verschuldung voraus und verankerte entsprechende Schutzmechanismen. Als der Vertrag 1992 unterzeichnet wurde, beruhte sein institutioneller Rahmen auf der Überzeugung, dass eine stabile Währungsunion eine strikte Trennung von Geld- und Fiskalpolitik erfordert. Der Europäischen Zentralbank (EZB) wurde das vorrangige Mandat zur Wahrung der Preisstabilität übertragen. Um ihre Unabhängigkeit zu sichern, untersagten die EU-Verträge der EZB die monetäre Finanzierung staatlicher Defizite. Aus Sorge, dass eine gemeinsame Währung für einzelne Mitgliedstaaten Anreize schaffen könnte, fiskalische Risiken auf andere abzuwälzen, wurden im Rahmen des Maastricht-Vertrags zudem Fiskalregeln zur Gewährleistung der Haushaltsdisziplin, die Nichtbeistandsklausel sowie ein Verbot gemeinsamer Verschuldung eingeführt, das der Europäischen Kommission die Emission von EU-Anleihen untersagte.

Die globale Finanzkrise und die darauffolgende Staatsschuldenkrise im Euroraum haben die Fragilität dieser Regeln offenbart. Unterschiedliche Produktivitätsentwicklungen, uneinheitliche finanzpolitische Ausrichtungen und große Kapitalströme von den Kern- zu den Peripherieländern haben zu erheblichen makroökonomischen Ungleichgewichten geführt, die durch wachsende Risikoaufschläge sichtbar wurden, als die Finanzmärkte die Risiken neu bewerteten. Als Reaktion auf die daraus resultierenden Staatsschuldenkrisen verabschiedeten das Eurosystem und die Europäische Union eine Reihe von diskretionären Rettungsmaßnahmen, die die ursprünglichen Grundprinzipien des Maastricht-Vertrags schrittweise verschoben haben. Die Studie untersucht, in welchem Ausmaß sich die Politik der Europäischen Union von den Gründungsprinzipien der EWWU entfernt hat, wie diskretionäre Maßnahmen zur Sozialisierung von Risiken beigetragen haben und welche Reformen erforderlich wären, um ein glaubwürdiges und belastbares Regelwerk wiederherzustellen.



2. Ursprünglicher Rahmen der EWWU

a. Mandat der Preisstabilität

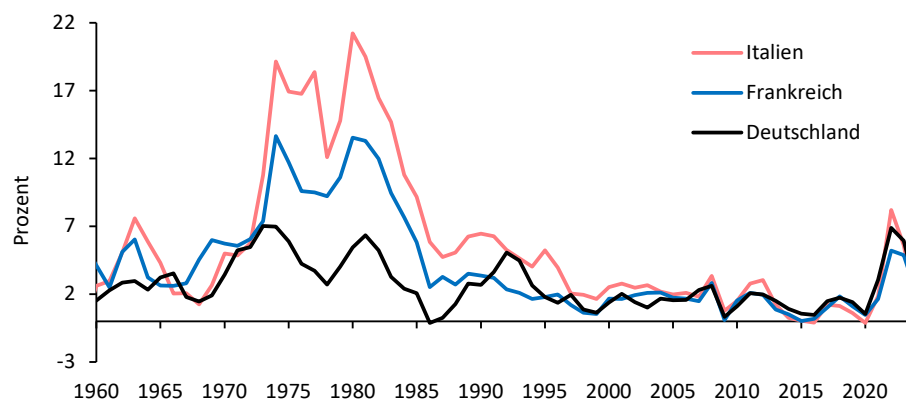
Artikel 127 AEUV legt die Preisstabilität als vorrangiges Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken fest. Dieses Mandat verpflichtet die EZB zu einer Geldpolitik, die die Inflation minimiert. In einer Währungsunion kommt die Inflation hoch verschuldeten Regierungen unverhältnismäßig zugute, da sie den realen Wert der Schulden verringert, während Länder mit geringer Verschuldung höhere Risikoprämien auf ihre Zinssätze zahlen müssen. Preisstabilität trägt daher dazu bei, die Rechenschaftspflicht von Staaten und Regierungen für schuldenfinanzierte Ausgaben zu sichern.

Vor der EWWU unterschieden sich die Mandate der Zentralbanken in Europa erheblich. Die Deutsche Bundesbank war in ihrer strikten Ausrichtung auf Preisstabilität und ihrer Unabhängigkeit von politischer Einflussnahme eine Ausnahme. Ihr Erfolg bei der Wahrung der Währungsstabilität verschaffte ihr sowohl im Inland als auch im Ausland große Glaubwürdigkeit (Beyer *et al.*, 2009).

Im Gegensatz dazu arbeiteten die Zentralbanken Italiens und Frankreichs in einem stärker politisierten Rahmen. Die Banca d'Italia hatte kein einheitliches Ziel und unterstützte häufig die Staatsverschuldung durch den Kauf von Anleihen, was zu anhaltender Inflation und hoher Verschuldung beitrug. In ähnlicher Weise verfolgte die Banque de France in der Vergangenheit mehrere Ziele. Neben der Wahrung der Preisstabilität unterstützte sie auch Wachstum, Beschäftigung und industriepolitische Ziele.

Die Inflationsraten in Italien und Frankreich waren in den 1970er und 1980er Jahren durchweg höher und volatiler als in Deutschland, was den Fokus der Bundesbank auf die Wahrung der Preisstabilität widerspiegelte (siehe Abbildung 1). Insbesondere Italien verzeichnete während eines Großteils der 1970er Jahre eine zweistellige Inflation, die 1980 einen Höchststand von über 20 Prozent erreichte, während Frankreich eine anhaltende Inflation von rund 10 Prozent verzeichnete.

Abbildung 1: Jährliche Konsumentenpreis-inflation



Quelle: BIZ.



Indem der Maastricht-Vertrag die Preisstabilität zum vorrangigen Ziel der EZB machte und ihre institutionelle Unabhängigkeit schützte, sollte verhindert werden, dass die Europäische Zentralbank nicht zur Finanzierung staatlicher Ausgaben über inflationäre Prozesse instrumentalisiert wird. Friedman (1971) zeigte, dass bei einer Finanzierung staatlicher Defizite durch Geldschöpfung die daraus resultierende Inflation wie eine implizite Steuer wirkt, die reales Vermögen von den Geldhaltern auf den Staat überträgt.

b. Verbot der monetären Finanzierung

Artikel 123 AEUV verbietet die monetäre Finanzierung von Staatsschulden. Dieser Grundsatz untersagt es der EZB und den nationalen Zentralbanken, Kredite an EU-Institutionen oder Mitgliedstaaten zu vergeben oder direkt Staatsschulden aufzukaufen. Stattdessen sollten die Regierungen ihre Ausgaben ausschließlich durch Steuern oder Kreditaufnahme auf privaten Kapitalmärkten finanzieren. Diese Regel zielte darauf ab, die Unabhängigkeit der Zentralbanken zu wahren, die Haushaltsdisziplin durchzusetzen und letztlich die Preisstabilität zu schützen.

Historisch gesehen war der Grad der Trennung zwischen Fiskal- und Geldpolitik in Europa unterschiedlich. In Deutschland genoss die Bundesbank einen guten Ruf für ihre Unabhängigkeit, da sie die Preisstabilität grundsätzlich über kurzfristige fiskalische oder beschäftigungspolitische Belange stellte. Ein bemerkenswertes Beispiel dafür lieferte sie Anfang der 1990er Jahre, als sie trotz Widerstands der Bundesregierung und der europäischen Partner die Zinsen erhöhte, um der Inflation nach der Wiedervereinigung entgegenzuwirken (Harmon und Heisenberg, 1993). Der Erfolg dieser institutionellen Unabhängigkeit war maßgebend für Artikel 123 (Ray Chaudhuri, 2018).

In Italien und Frankreich hingegen gab es Anzeichen fiskalischer Dominanz. Bis zum Divorzio von 1981 musste die Banca d'Italia unverkaufte Staatsanleihen aufkaufen und damit die Defizite des Staates monetarisieren (Vercelli, 2023). Auch nach der Reform blieben die hohe Verschuldung und die Tendenz zur monetären Finanzierung bestehen. Die Banque de France war dem Finanzministerium unterstellt, das die Kontrolle über die Geldpolitik und den Zugang zu Krediten ausübte (Goodman, 1992). Das Finanzministerium konnte zu Vorzugszinsen Kredite aufnehmen, bis institutionelle Reformen im Jahr 1993 der Banque de France vollständige Unabhängigkeit garantierten und die monetäre Finanzierung untersagten (Blancheton, 2016).

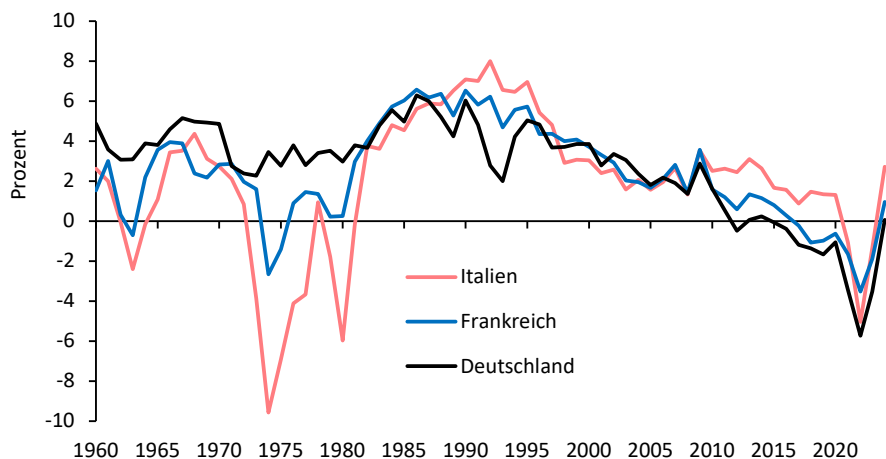
Diese institutionellen Unterschiede spiegelten sich in den realen Renditen von Staatsanleihen wider (siehe Abbildung 2). Italien und Frankreich verzeichneten bis in die 1980er Jahre hinein niedrigere inflationsbereinigte Renditen für 10-jährige Staatsanleihen als Deutschland. In Deutschland hingegen blieben die Renditen durchweg positiv, was die antiinflationäre Haltung der Bundesbank und ihre Unabhängigkeit von fiskalpolitischen Belangen unterstreicht. Dies begründete auch die



Rolle deutscher Staatsanleihen als führende sichere Anlage und damit die Rolle der Deutschen Mark als Ankerwährung in Europa.

Preisstabilität erfordert monetäre Dominanz. Sargent und Wallace (1981) zeigten, dass bei einer Dominanz der Fiskalpolitik die Geldpolitik untergeordnet wird, was zur Monetarisierung von Defiziten und zum Verlust der Preisstabilität führt.¹ In einer Währungsunion würde eine fiskalische Dominanz hoch verschuldeter Regierungen nicht nur die Preisstabilität gefährden, sondern auch die Gefahr einer Sozialisierung nationaler Verbindlichkeiten mit sich bringen. Die gemeinsame Zentralbank steht vor dem Dilemma, entweder dem fiskalischen Druck auf Kosten der Preisstabilität nachzugeben oder dies abzulehnen und damit eine finanzielle Fragmentierung zu riskieren. Wenn die gemeinsame Zentralbank Staatsanleihen aufkauft, könnten hoch verschuldete Mitglieder ihre fiskalischen Risiken auf die Bilanz der gemeinsamen Zentralbank verlagern. Länder mit geringer Verschuldung würden durch höhere Risikoprämien auf ihre Staatsanleihen und durch die Übernahme der gemeinsamen Verluste im Falle eines Ausfalls von Staatsanleihen benachteiligt.

Abbildung 2: Reale Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: BIZ, OECD.

c. Maastricht-Kriterien, Nichtbeistandsklausel und keine EU-Schulden

Artikel 126 Absatz 1 AEUV verpflichtet die Mitgliedstaaten, übermäßige öffentliche Defizite und eine übermäßige Staatsverschuldung zu vermeiden. Das jährliche Haushaltsdefizit der öffentlichen Hand darf 3 Prozent des nominalen BIP nicht überschreiten, und die Staatsverschuldung soll unter 60 Prozent des nominalen BIP bleiben. Diese Maastricht-Kriterien, die erstmals 1991 verabschiedet wurden, sollten sicherstellen, dass nur Länder mit soliden Haushaltsbedingungen der

¹ Cukierman (1992) entwickelte einen Rahmen zur Messung der Unabhängigkeit von Zentralbanken und zeigte, dass die institutionelle Isolierung von fiskalischen Zwängen die Verpflichtung zur Inflationsbekämpfung stärkt. Alesina und Summers (1993) lieferten länderübergreifende Belege dafür, dass unabhängige Zentralbanken eine niedrigere und stabilere Inflation erzielen.



Währungsunion beitreten können.

Wie in Abbildung 3 dargestellt, wiesen die Staatshaushalte der Mitgliedstaaten in den Jahrzehnten vor der Währungsunion erhebliche Unterschiede auf. Insbesondere Italien verzeichnete in den 1970er, 1980er und frühen 1990er Jahren anhaltende und vergleichsweise hohe Defizite von über 10 Prozent des BIP, während Frankreich und Deutschland nur gelegentlich Defizite von über 3 Prozent des BIP aufwiesen. Diese Asymmetrien wurden als Grund für die Einführung von Fiskalregeln angesehen, um Konvergenz und Haushaltsdisziplin zu gewährleisten.

Der 1997 verabschiedete Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP), der mit Beginn der Währungsunion 1999 in Kraft trat, sollte sicherstellen, dass die Haushaltsregeln auch nach dem Euro-Beitritt der Mitgliedstaaten verbindlich blieben. Der Pakt ergänzte das bestehende Regelwerk um Verfahren zur Überwachung der nationalen Finanzpolitik und zur Durchsetzung der Regel über Sanktionen. Der präventive Arm verpflichtet heute die Mitgliedstaaten, jährlich aktualisierte mittelfristige Haushaltsziele in Form von Stabilitätsprogrammen vorzulegen. Der korrektive Arm stützt sich auf das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit (EDP), nach dem die Europäische Kommission Sanktionen empfehlen kann, wenn ein Staat die Defizit- oder Schuldenobergrenzen überschreitet.

Wie Eichengreen und Wyplosz (1998) erklären, sollte die konsequente Anwendung dieser Regeln verhindern, dass unsolide Haushaltsführung die Glaubwürdigkeit des Euro gefährdet. Gleichzeitig legt der SWP den Grundstein für die institutionelle Schwächung der ursprünglichen Regeln, da die endgültige Entscheidung über Sanktionen dem Europäischen Rat übertragen wird und weit gefasste Formulierungen politischen Ermessensspielraum eröffnen, beispielsweise im Falle „außergewöhnlicher Umstände“.

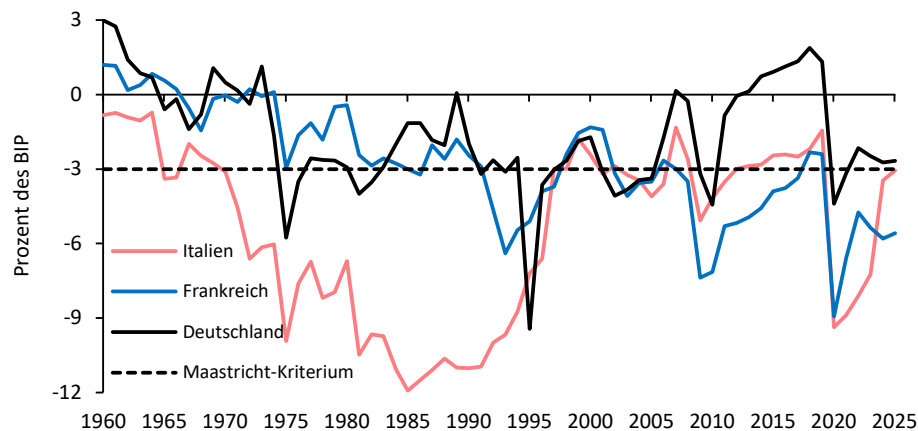
Zusätzlich zu diesen Regeln enthält der Maastricht-Vertrag die Nichtbeistandsklausel in **Artikel 125 AEUV**. Darin heißt es, dass die Union nicht für die Verbindlichkeiten einer öffentlichen Körperschaft haftet oder diese übernimmt. Diese Vorgabe sollte Mitgliedstaaten davon abhalten, übermäßige Schulden aufzunehmen und Haushaltsdefizite zu beschließen, in dem Wissen, dass die Kosten im Falle eines Zahlungsausfalls von anderen getragen würden. Wie de Grauwe (1997) und Beetsma und Uhlig (1999) beschreiben, ist die Nichtbeistandsklausel ein wichtiger Schutz gegen Risikoverlagerungen in einer Währungsunion, in der die fiskalische Verantwortungslosigkeit eines Landes die Stabilität aller gefährden könnte.

Schließlich sollte der Vertrag eine fiskalische Zentralisierung auf europäischer Ebene verhindern, indem er die Ausgabe gemeinsamer EU-Schulden untersagte. **Artikel 310 AEUV** schreibt vor, dass der EU-Haushalt ausgeglichen bleiben muss. **Artikel 311** legt fest, dass der Haushalt ausschließlich aus den „Eigenmitteln“ der Union finanziert werden darf. Diese Bestimmung spiegelt die Befürchtung wider, dass die Gewährung von Kreditaufnahmebefugnissen an die Kommission zu übermäßigen Ausgaben auf supranationaler Ebene führen würde, da die



Haushaltsdisziplin nicht mehr direkt der Kontrolle der nationalen Parlamente unterliegt. EU-Anleihen würden die Haushaltsautonomie auf die Europäische Kommission übertragen, während die Haftung für Verbindlichkeiten letztlich bei den nationalen Regierungen verbleiben würde, solange die EU nicht über ausreichende Einnahmen verfügt.

Abbildung 3: Nettofinanzierungssaldo des Staates in % des BIP



Quelle: OECD, AMECO.

3. Haftungsvergemeinschaftung im Eurosystem

a. Offiziell gemessene Preisstabilität und versteckte Inflation

In der Praxis obliegt es dem EZB-Rat, zu bestimmen, wie Preisstabilität definiert wird. Dieser Ermessensspielraum ermöglicht eine lockerere Auslegung des Mandats. Auch die Messung der Inflation bietet Spielraum für Ermessensentscheidungen, da die Berechnung des Preisindex von methodischen Entscheidungen abhängt (Schnabl und Sepp, 2021).

1998 definierte die EZB Preisstabilität als einen Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von „unter 2 Prozent“ gegenüber dem Vorjahr, der „mittelfristig“ aufrechtzuerhalten ist (EZB, 1998). Damit wurde eine Obergrenze und eine implizite Untergrenze von null Prozent festgelegt.

Ziel war es, die EZB an eine Anti-Inflationsregel zu binden, die im Einklang mit dem Modell der Deutschen Bundesbank Glaubwürdigkeit schaffen sollte. Im Jahr 2003 legte die EZB fest, dass die Inflation mittelfristig „unter, aber nahe 2 Prozent“ gehalten werden sollte (EZB, 2003). Offiziell, um eine „ausreichende Sicherheitsmarge zum Schutz vor Deflationsrisiken“ zu schaffen. In der Praxis schuf diese Änderung Spielraum für eine expansive Geldpolitik, einschließlich des Kaufs von Staatsanleihen in Zeiten niedriger Inflation.

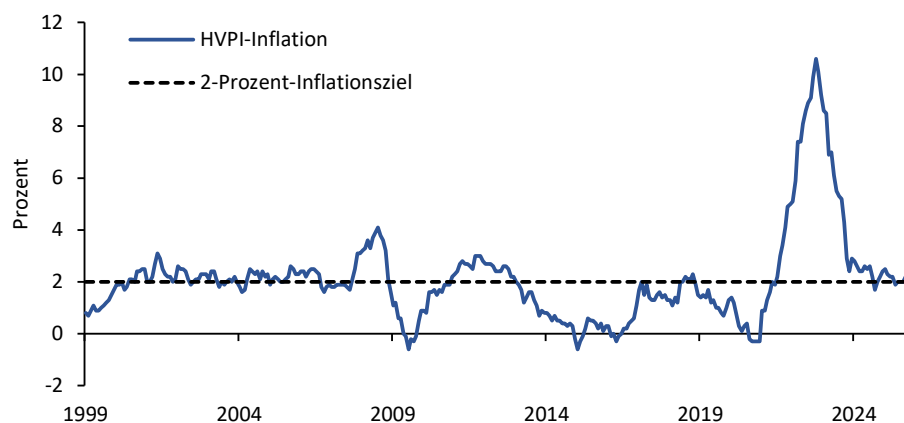
Nachdem die Inflation lange Zeit unter zwei Prozent geblieben war, verabschiedete die EZB im Juli 2021 ein symmetrisches Ziel von 2 Prozent. Abweichungen unterhalb



und oberhalb des Ziels wurden gleichermaßen als unerwünscht erklärt. Eine Phase mit einer Inflation von über 2 Prozent könnte nun toleriert werden, sofern sie auf eine Phase mit einer Inflation von unter 2 Prozent folgt. Der EZB-Rat stellte fest, dass zur Erfüllung des Mandats „*besonders energische oder anhaltende*“ Maßnahmen erforderlich sein könnten, falls die Inflation auf die effektive Untergrenze fallen sollte (EZB, 2021a). Tatsächlich erreichte die Inflation im Euroraum im Oktober 2022 einen Rekordwert von 10,6 Prozent (siehe Abbildung 4).

Die Strategieüberprüfung 2025 war die jüngste Anpassung des geldpolitischen Handlungsrahmens der EZB. Darin wird zwar das symmetrische Ziel von 2 Prozent bekräftigt, zugleich betont die EZB jedoch, dass eine insgesamt höhere makroökonomische Volatilität künftig zu häufigeren Abweichungen vom Ziel führen dürfte. In ihrer Strategieüberprüfung bestätigt die EZB ihre Bereitschaft, bei Bedarf ihr gesamtes Instrumentarium einzusetzen, ohne jedoch klare Einsatzkriterien zu nennen (EZB, 2025). Dies nährt die Befürchtung, dass sich die Mandatsauslegung von einem regelgebundenen zu einem weitgehend diskretionären Ansatz entwickelt hat.

Abbildung 4: HVPI-Inflation



Quelle: EZB.

Seit 1999 hat der Euro auf Basis des harmonisierten Verbraucherpreisindex für den Euroraum rund 42 Prozent seiner Kaufkraft verloren. Die Inflation mindert den realen Wert der ausstehenden nominalen Schulden sowie der nominalen Ersparnisse, was den Schuldnern zugutekommt, aber zu Lasten der Sparer geht. Da die Verschuldung der Mitgliedstaaten sehr unterschiedlich ist, führt Inflation innerhalb des Euro-Währungsgebiets zu Umverteilungseffekten. Die Staatsverschuldung im Verhältnis zum BIP reicht von 24 Prozent in Estland bis zu 154 Prozent in Griechenland (2024).

Wenn die Schuldenquoten aufgrund eines inflationsbedingten nominalen BIP-Wachstums sinken, spricht man von einem Nenner-Effekt. Die Quote sinkt nicht aufgrund von Schuldentrückzahlungen oder realem Wirtschaftswachstum, sondern

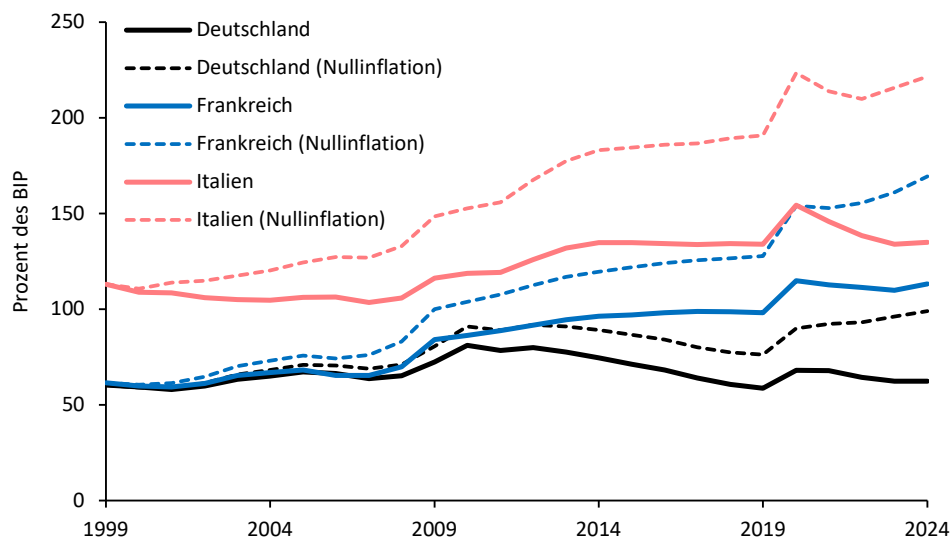


aufgrund steigender Preisniveaus. Oxford Economics (2024) stellt fest, dass der größte Rückgang der Schuldenquoten in Europa zwischen 2020 und 2023 aufgrund des Nenner-Effekts stattfand, als die Inflation stark anstieg. Griechenland beispielsweise verzeichnete in diesem Zeitraum einen Rückgang seiner Schuldenquote um 26 Prozent aufgrund der Inflation.

Regierungen gehören als Schuldner zu den Hauptnutznießern, während Sparer die entsprechenden Verluste tragen. Der Inflationseffekt wird in Abbildung 5 veranschaulicht, in der die tatsächlichen Staatsverschuldungsquoten mit kontrafaktischen Verläufen unter der Annahme einer Nullinflation zwischen 1999 und 2024 verglichen werden, wobei davon ausgegangen wird, dass andere Faktoren unverändert bleiben. Diese Simulation zeigt, dass die Inflation als versteckte Form des Schuldenerlasses gewirkt hat, von der hoch verschuldete Mitgliedstaaten überproportional profitiert haben.

Für Deutschland lag die tatsächliche Staatsverschuldung im Jahr 2024 bei 62 Prozent des BIP. In einem Szenario mit Nullinflation zwischen 1999 und 2024, wäre der Schuldenstand bei rund 99 Prozent. Die tatsächliche Schuldenquote Frankreichs liegt 2024 bei rund 113 Prozent, verglichen mit fast 170 Prozent im Fall von Nullinflation. Die tatsächliche Staatsverschuldung Italiens beträgt im Jahr 2024 etwa 135 Prozent des BIP, während sie ohne Inflation 221 Prozent überschreiten würde (siehe Abbildung 5).

Abbildung 5: Staatsverschuldung in Prozent des BIP



Quelle: Eurostat, Flossbach von Storch Research Institute.²

² Die kontrafaktische Schuldenquote bei Nullinflation wird wie folgt berechnet $Debt\ ratio_t = \frac{D_t}{Y^{1999} \times \prod_{i=1999}^t (1 + g_i)}$, wobei Y^{1999} das BIP zum Preisniveau im Jahr 1999 bezeichnet, D_t die allgemeine Staatsverschuldung zu aktuellen Preisen im Jahr t darstellt und g_t die reale BIP-Wachstumsrate im Jahr t . Die Simulation basiert auf der Annahme, dass ohne nationale Inflation sowohl D_t als auch g_t unverändert bleiben.



Da die Inflation nicht direkt beobachtbar ist, hängt ihre Messung von methodischen Entscheidungen ab, was in den zugrunde liegenden Preisindex einbezogen wird und mit welchem Gewicht. Im Euroraum wird die Inflation von Eurostat anhand des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessen. Der Index ist in der EU-Verordnung (EU) 2016/792 definiert, die den rechtlichen Rahmen für seine Erstellung bildet. Während die Verordnung verbindliche methodische Standards festlegt, werden deren detaillierte Umsetzung und regelmäßige Überarbeitung von Eurostat in Zusammenarbeit mit den nationalen statistischen Ämtern und in Absprache mit der Europäischen Zentralbank (EZB) koordiniert.

Methodische Entscheidungen bei der Erstellung des HVPI betreffen die Auswahl der im Warenkorb enthaltenen Güter, die Gewichtung der Güterkategorien und die Berücksichtigung von Qualitätsverbesserungen oder -verschlechterungen. Alternative methodische Ansätze können die statistische Grundlage, auf der geldpolitische Entscheidungen beruhen, grundlegend verändern. So kann beispielsweise der Ausschluss von selbstgenutztem Wohneigentum aus dem offiziellen Verbraucherpreisindex zu einer Unterschätzung der von den Haushalten erlebten Inflation führen (Eiglsperger et al., 2022).

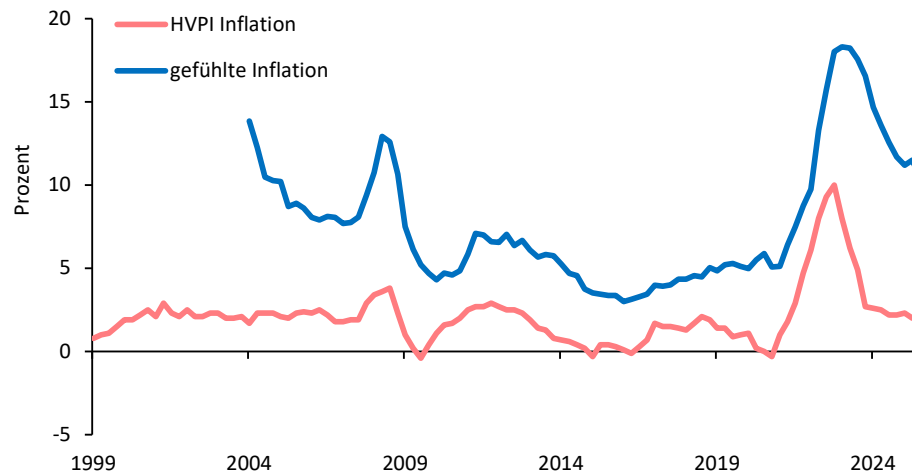
Israel und Schnabl (2020) zeigen, dass offizielle Messgrößen den Anstieg der Lebenshaltungskosten unterschätzen, da sie Kosten für eigengenutztes Wohnen ausschließen oder Qualitätsverschlechterungen zu wenig berücksichtigen. Solche Messverzerrungen können dazu beitragen, die anhaltende Diskrepanz zwischen der offiziellen HVPI-Inflation und der wahrgenommenen Inflation zu erklären. Jüngsten Erhebungen der Europäischen Kommission zufolge liegt die von den Haushalten wahrgenommene Inflation derzeit um etwa 8 Prozentpunkte über der offiziell gemessenen Inflationsrate (siehe Abbildung 6). Wenn also die Inflation höher ist als offiziell gemessen, wäre auch der Umfang der versteckten Entschuldung höher.³

Darüber hinaus lag die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Geldmenge M1 im Euroraum seit 1999 bei etwa 6,9 Prozent. Das durchschnittliche nominale BIP-Wachstum (d. h. das reale BIP-Wachstum zuzüglich Inflation) betrug im gleichen Zeitraum hingegen nur etwa 3,5 Prozent pro Jahr. Nach der Geldmengengleichung bedeutet dies eine anhaltende „Erklärungslücke“ der Inflation von etwa 3,4 Prozentpunkten. Mögliche Erklärungen für diese Lücke liegen in einer gestiegenen Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, aber auch in systematischen Verzerrungen bei der Inflationsmessung (Israel und Schnabl, 2020).

³ Nach Campbell's Gesetz gilt: „Je stärker ein quantitativer sozialer Indikator für Entscheidungen herangezogen wird, desto mehr wird er Korruptionsdruck ausgesetzt sein und desto eher wird er dazu neigen, die sozialen Prozesse zu verzerren und zu korrumpieren, die er überwachen soll.“ (Campbell, 1979).



Abbildung 6: HVPI-Inflation und gefühlte Inflation in der Eurozone



Quelle: EZB, Europäische Kommission.

Insgesamt haben Änderungen in der Definition der Preisstabilität und Verzerrungen bei der Inflationsmessung das ursprüngliche Mandat der EZB geschwächt. Durch die Umstellung von einer strengen Obergrenze auf ein symmetrisches Ziel hat der EZB-Rat seine Toleranz gegenüber höheren Inflationsraten ausgeweitet, während methodische Entscheidungen beim HVPI die offiziell gemessene Inflation zusätzlich unterschätzen könnten. Der Spielraum für Zinssenkungen wurde auch durch den Wegfall des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum im Jahr 2003 vergrößert. Die folgende reale Entwertung von Ersparnissen und Verbindlichkeiten begünstigt Schuldner zulasten der Sparer und bewirkt eine effektive Haftungsvergemeinschaftung im Euro-Raum. Dieser inflationsbedingte Transfer unterminiert die Trennlinie zwischen Geld- und Fiskalpolitik ohne explizite demokratische Legitimation.

b. Monetäre Staatsfinanzierung

Artikel 123 AEUV zielte auf eine Trennung der Geld- und Fiskalpolitik ab, indem er die monetäre Finanzierung von Staatsschulden untersagte. In der Praxis wurde diese Trennung durch den Einsatz unkonventioneller geldpolitischer Instrumente der EZB seit 2010 verwischt. Programme zum Kauf von Staatsanleihen, das Transmissionsschutzinstrument (TPI) und die Ankündigung eines dauerhaften EZB-Wertpapierportfolios haben die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik aufgeweicht.

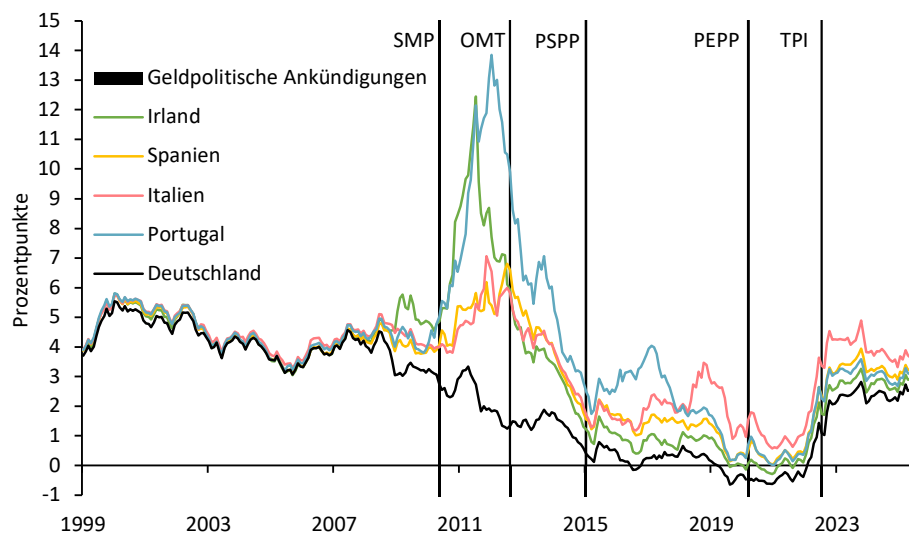
Die erste faktische Aussetzung von Artikel 123 war das Securities Market Program (SMP) von 2010. Es wurde in der Finanzkrise eingeführt und ermöglichte es dem Eurosystem, Staatsanleihen auf Sekundärmärkten zu kaufen, um „Tiefe und Liquidität“ in dysfunktionalen Wertpapiermärkten wiederherzustellen und die „Transmission“ der Geldpolitik zu gewährleisten (EZB, 2010). Zwischen 2010 und 2012 erwarb das Eurosystem Staatsanleihen im Wert von 218 Mrd. Euro aus Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien, wobei Italien und Spanien den größten



Anteil ausmachten. Dies war der erste groß angelegte Aufkauf von Staatsanleihen in der Eurozone.

Im August 2012, nachdem Mario Draghi versprochen hatte, „alles zu tun, was nötig ist“ (Original: „Whatever it takes“), um den Euro zu retten, kündigte die EZB Outright Monetary Transactions (OMT) an, die den unbegrenzten Kauf von Staatsanleihen der Mitgliedstaaten ermöglichten, um eine „angemessene geldpolitische Transmission“ und die „Einheitlichkeit der Geldpolitik“ zu sichern (EZB, 2012). Die Käufe würden an Bedingungen geknüpft und sterilisiert werden. Obwohl OMTs nie genutzt wurden, schufen sie eine potenziell unbegrenzte Garantie der EZB für Staatsschulden. Nach Mario Draghis „Whatever it takes“-Zusage im Juli 2012 und der Ankündigung der OMTs sanken die Renditen von Staatsanleihen im Euroraum deutlich, erreichten jedoch noch nicht das niedrige Konvergenzniveau der Jahre vor der Krise, das sich trotz erheblicher Unterschiede in der Staatsverschuldung herausgebildet hatte (siehe Abbildung 7).

Abbildung 7: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: OECD, Flossbach von Storch Research Institute.

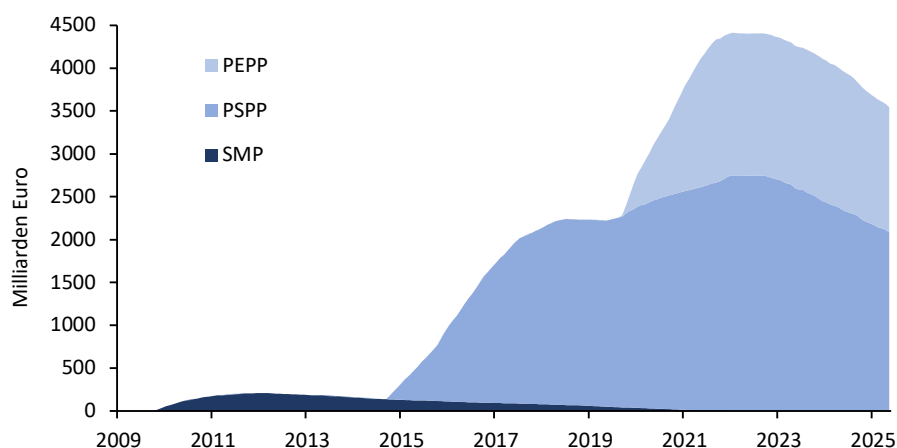
Das 2015 ins Leben gerufene Public Sector Purchase Program (PSPP) erweiterte den Ankauf von Staatsanleihen im Rahmen des Asset Purchase Program (APP). Monatliche Käufe von Wertpapieren des öffentlichen Sektors im Wert von 60 Mrd. Euro sollten „den Risiken einer zu langen Phase niedriger Inflation“ entgegenwirken. Die Käufe von Staatsanleihen erfolgten gemäß dem Kapitalschlüssel⁴ jedes Mitgliedstaats, um Umverteilungseffekte zwischen den Ländern zu vermeiden. 80 Prozent der PSPP-Käufe umfassten nationale Staatsanleihen, die in den Bilanzen der

⁴ Der Kapitalschlüssel bestimmt den Anteil jeder nationalen Zentralbank am Kapital der EZB auf der Grundlage der relativen Größe der Wirtschaft und Bevölkerung ihres Mitgliedstaats. Griechische Staatsanleihen waren vom PSPP ausgenommen.



jeweiligen nationalen Zentralbanken gehalten wurden. Die übrigen 20 Prozent der Käufe umfassten zum einen supranationale Wertpapiere, die von ausgewählten nationalen Zentralbanken gehalten wurden (12 Prozent), und nationale Staatsanleihen, die von der EZB gehalten wurden (8 Prozent). Der Anteil von 20 Prozent unterliegt einer expliziten Regelung zur Risikoteilung, was bedeutet, dass potenzielle Verluste oder Gewinne aus diesen Vermögenswerten zwischen den nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets entsprechend des Kapitalschlüssels aufgeteilt werden (EZB, 2015). Bis zum Ende der Nettoankäufe im Juni 2022 beliefen sich die PSPP-Bestände des Eurosystems auf 2.744 Mrd. Euro, davon 2.456 Mrd. Euro in Form von nationalen Staatsanleihen und 289 Mrd. Euro in Form von supranationalen Anleihen. Die Reinvestitionen wurden nach Februar 2023 schrittweise reduziert und im Juli 2023 vollständig eingestellt.

Abbildung 8: Wertpapiere des öffentlichen Sektors in der Bilanz des Eurosystems



Quelle: EZB.

Im Jahr 2020 startete die EZB das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Das PEPP wurde als Reaktion auf die COVID-19-Lockdowns eingeführt, die zu einem starken Anstieg der Renditen von Staatsanleihen im gesamten Euroraum führten. Ursprünglich auf 750 Mrd. Euro festgelegt, wurde das Volumen am 4. Juni 2020 um 600 Mrd. Euro und am 10. Dezember 2020 um weitere 500 Mrd. Euro auf insgesamt 1.850 Mrd. Euro aufgestockt. Im Gegensatz zum PSPP ermöglichte das PEPP den Kauf griechischer Staatsanleihen und Abweichungen vom Kapitalschlüssel, wodurch das Haftungsprinzip geschwächt wurde (EZB, 2020a).

Abweichungen vom Kapitalschlüssel ermöglichten es der EZB, überproportional viele italienische und spanische Staatsanleihen zu kaufen, um die Spreads für Staatsanleihen „einzudämmen“. Heinemann (2018) stellt fest, dass die PSPP-Bestände bis 2017 für hoch verschuldete Länder wie Italien, Frankreich und Belgien bereits ihre jeweiligen Anteile gemäß dem Kapitalschlüssel der EZB überstiegen. Die Nettoankäufe im Rahmen des PEPP endeten im März 2022, aber die vollständigen Reinvestitionen wurden bis Ende 2024 fortgesetzt. Zwischen April 2022 und Juni

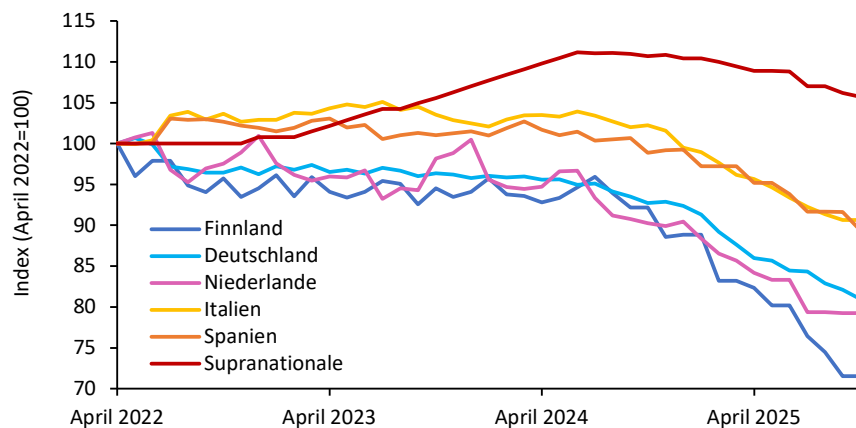


2024 hat das Eurosystem trotz des Stopps der gesamten Nettokäufe seine Bestände an ausgewählten Wertpapieren durch eine Anpassung der Länderzusammensetzung weiter erhöht.

Zwischen April 2022 und Juni 2024 stiegen die Bestände des Eurosystems an supranationalen Wertpapieren um 11 Prozent, während die Bestände an italienischen und spanischen Staatsanleihen um 4 Prozent bzw. 1,5 Prozent zunahmen. Gleichzeitig wurden die Anleihebestände von finanzpolitisch soliden Mitgliedstaaten wie Deutschland, den Niederlanden und Finnland schrittweise abgebaut. Bis Oktober 2025 wurden die Bestände an deutschen Anleihen um 19 Prozent und die finnischen Bestände um mehr als 28 Prozent seit dem Ende der Nettokäufe reduziert, während die italienischen und spanischen Bestände nur um etwa 9 bzw. 10 Prozent zurückgegangen sind. Im Oktober 2025 liegen die Bestände supranationaler Anleihen noch rund 6 Prozent höher als zum Ende der Nettokäufe (siehe Abbildung 9).

Diese asymmetrischen Reinvestitionen veränderten die Verbindlichkeitsstruktur in der Bilanz des Eurosystems, indem sie die Bestände in Richtung supranationaler und höher verschuldeter Emittenten verlagerten, während der Anteil von Wertpapieren aus finanzpolitisch konservativeren Ländern überproportional zurückging.

Abbildung 9: Öffentliche Wertpapierbestände (PEPP) des Eurosystems (Index ab April 2022)



Quelle: EZB, Flossbach von Storch Research Institute.

Als die EZB im Juli 2022 als Reaktion auf die hohe Inflation begann, die Zinsen anzuheben, führte sie das Transmissionsschutzinstrument (TPI) ein, das es ihr erlaubt gezielt Staatsanleihen bestimmter Staaten zu kaufen. Dieses Instrument soll als Sicherheit gegen „ungerechtfertigte“ und „ungeordnete Marktdynamiken“ dienen, die die Übertragung der Geldpolitik im Euroraum gefährden könnten.⁵ Die EZB argumentierte, dass dieses Instrument notwendig sei, um ihre Geldpolitik zu

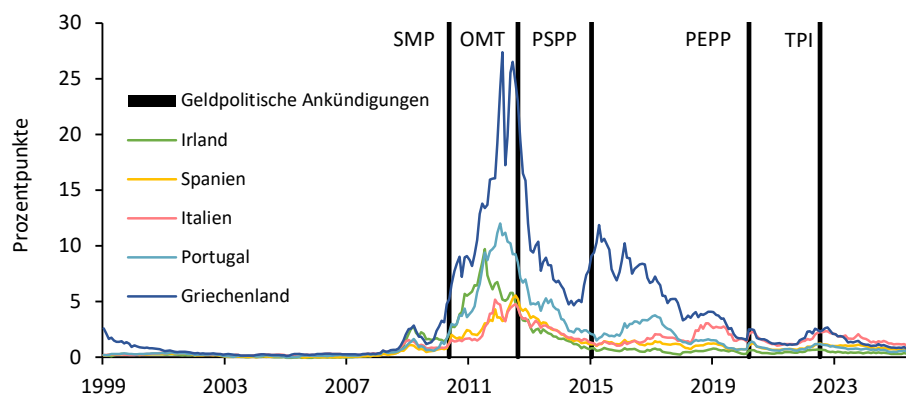
⁵ Der EZB-Rat erklärte, dass die Aktivierung des Transmissionsschutzinstrument (TPI) von einer umfassenden Bewertung der fiskalischen und makroökonomischen Fundamentaldaten jedes Mitgliedstaats abhängen würde, darunter (1) „die Einhaltung des EU-Fiskalrahmens“, (2) die „Abwesenheit schwerwiegender makroökonomischer Ungleichgewichte“, (3) einer nachhaltigen Entwicklung der Staatsverschuldung und (4) einer soliden und nachhaltigen makroökonomischen Politik (EZB, 2022).



normalisieren, ohne dass es zu einer Divergenz der Finanzierungsbedingungen zwischen den Mitgliedstaaten komme (EZB, 2022b). In der Praxis verringern asymmetrische Käufe die Risikoaufschläge auf die Renditen der betreffenden Staatsanleihen, die die Kapitalmärkte normalerweise verlangen. Dies kommt einer Umverteilung von Risiken von hoch verschuldeten auf geringer verschuldete Länder gleich.

Selbst wenn sie rechtlich im Einklang mit dem Maastricht-Vertrag bewertet werden, stehen Staatsanleihekäufe im Widerspruch zum Geist des Verbots der monetären Staatsfinanzierung.⁶ Die EZB übt nicht nur Kontrolle über die Finanzierungsbedingungen von Staaten aus, sondern überträgt auch Risiken aus Staatsanleihen in die Bilanz des Eurosystems, was die Unabhängigkeit der Zentralbank schwächt (siehe Murai und Schnabl (2021)). Jeder Zahlungsausfall oder Schuldenerlass würde dem Eurosystem finanzielle Verluste verursachen. Dieses Risiko bringt die Interessen der EZB mit denen der Schuldnerstaaten in Einklang und macht sie anfälliger für politischen Druck. Die Anleihekaufprogramme drücken die Spreads von Staatsanleihen insbesondere für hoch verschuldete Mitgliedstaaten. Wie beabsichtigt, fielen die Spreads in Südeuropa als Reaktion auf Ankündigungen wie OMT stärker als in den Kernländern der Eurozone (Altavilla, Giannone und Lenza, 2016; De Santis, 2020 ; Acharya *et al.*, 2019).

Abbildung 10: Spreads 10-jähriger Staatsanleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen



Quelle: OECD, Flossbach von Storch Research Institute.

Während die Spreads italienischer Anleihen gegenüber deutschen Bundesanleihen während der Staatsschuldenkrise 2012 auf über fünf Prozentpunkte anstiegen, kletterten die Spreads griechischer Anleihen auf fast 30 Prozentpunkte. Auf die Ankündigungen von OMT, PSPP und TPI folgte ein besonders starker Rückgang der

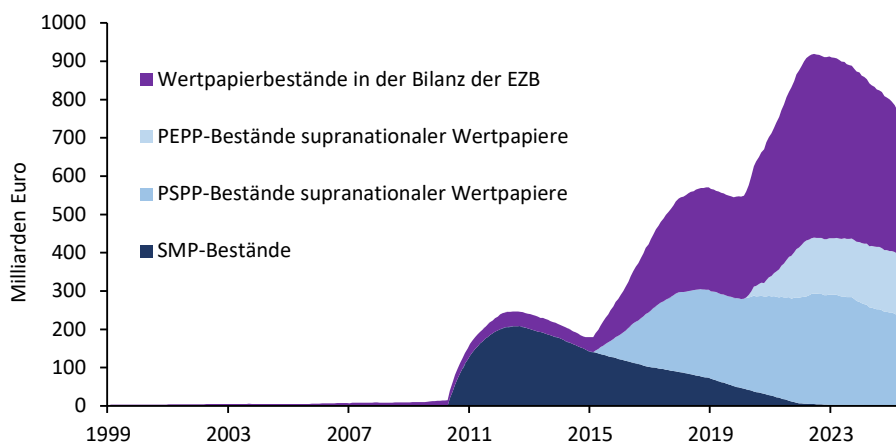
⁶ Die Rechtmäßigkeit dieser Programme wurde wiederholt angefochten. Der Gerichtshof der Europäischen Union entschied jedoch, dass OMT nicht gegen das Verbot der monetären Finanzierung verstößt, da die Käufe auf Sekundärmärkten und unter bestimmten Bedingungen erfolgten (Gerichtshof der Europäischen Union, 2015). Im Jahr 2018 bestätigte der Gerichtshof das PSPP als verhältnismäßige Maßnahme zur Wahrung der Preisstabilität (Europäischer Gerichtshof, 2018). Das deutsche Bundesverfassungsgericht stellte 2020 die Verhältnismäßigkeitsprüfung des PSPP in Frage, akzeptierte jedoch nach weiteren Erläuterungen der EZB letztlich die Fortsetzung der Käufe (Bundesverfassungsgericht, 2020).



Spreads für Peripherieländer wie Griechenland, Italien, Irland, Portugal und Spanien (siehe Abbildung 10).

Andererseits schufen die Ankaufprogramme ausdrücklich gemeinsame Verbindlichkeiten innerhalb der Bilanz des Eurosystems. Im Rahmen des SMP erwarb das Eurosystem öffentliche Schuldtitel, deren potenzielle Ausfallverluste gemäß Kapitalschlüssel auf alle nationalen Zentralbanken verteilt werden sollten (Deutsche Bundesbank, 2022). Gleiches gilt für direkt von der EZB gehaltene Wertpapiere sowie für supranationale Anleihen, die im Rahmen von PSPP und PEPP erworben wurden. Im November 2025 unterliegen insgesamt etwa 700 Mrd. Euro dieser im Eurosystem gehaltenen Vermögenswerte einer Risikoteilung nach Kapitalschlüssel (siehe Abbildung 11).

Abbildung 11: Wertpapierbestände des Eurosystems mit Risikoteilung



Quelle: EZB, Flossbach von Storch Research Institute.

Insgesamt haben die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen die Grenze zwischen Geld- und Fiskalpolitik verwischt. Das Verbot der monetären Finanzierung gilt aus rechtlicher Sicht als intakt, wurde jedoch durch Programme, die als notwendig für die Transmission der Geldpolitik zur Wahrung der Preisstabilität gerechtfertigt wurden, de facto untergraben. Das Ergebnis ist eine Aushöhlung des ursprünglichen Artikels 123 AEUV sowie implizite und explizite Formen der Risikoverteilung.

c. Ausweitung des Mandats

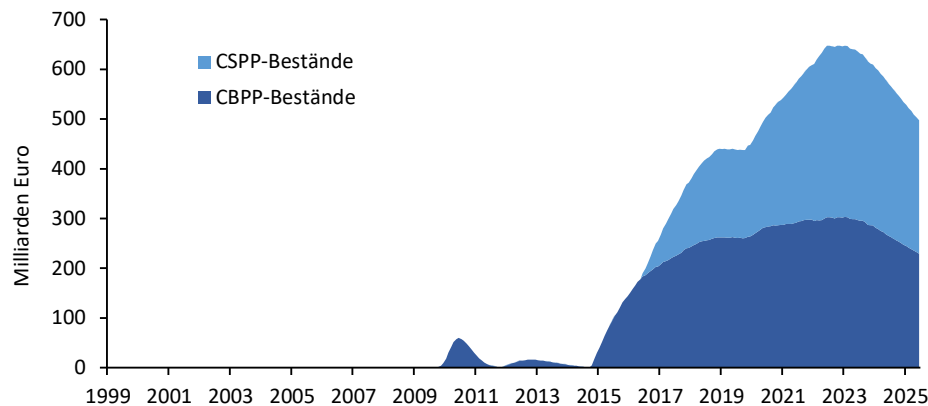
Der Vertrag von Maastricht beschränkte die Rolle der EZB auf die Wahrung der Preisstabilität. Im Laufe der Zeit hat das Eurosystem jedoch seine Funktionen auf Bereiche ausgeweitet, die nicht in den Verträgen vorgesehen waren. Der Kauf von Anleihen des privaten Sektors, gezielte Kreditgeschäfte und die Anhäufung hoher TARGET2-Salden innerhalb des Eurosystems, die Integration der Klimapolitik in den geldpolitischen Rahmen und die Finanzaufsicht sind die prägnantesten Beispiele.

Zusätzlich zu Anleihen des öffentlichen Sektors erwarb das Eurosystem Wertpapiere des privaten Sektors. Auf das Covered Bond Purchase Programme (CBPP), das



2009 zur Stützung des Marktes für gedeckte Schuldverschreibungen und zur Verbesserung der Bankenfinanzierung eingeführt wurde, folgte 2011 das CBPP2 und 2014 das CBPP3. Der Ankauf der gedeckten Schuldverschreibungen unterliegt einer Risikoteilung gemäß dem Kapitalschlüssel (EZB, 2025a). Im Jahr 2016 wurde das APP durch das Corporate Sector Purchase Programme (CSPP) auf Unternehmensanleihen ausgeweitet. Offiziell war diese Maßnahme Teil der expansiven Geldpolitik der EZB zur Bekämpfung „zu niedriger Inflation“. Die Bestände des CBPP und des CSPP erreichten 2023 mit rund 650 Mrd. EURO ihren Höchststand (siehe Abbildung 12).

Abbildung 12: Bestände des CSPP und des CBPP



Quelle: EZB, Flossbach von Storch Research Institute.

Große Unternehmen mit Zugang zum Anleihemarkt dürften überproportional von niedrigeren Kreditkosten profitiert haben. Für kleine Unternehmen war die Teilnahme am CSPP schlecht erreichbar, da die Emission von Anleihen und die Erlangung des erforderlichen Investment-Grade-Ratings unerschwinglich teuer sind (EZB, 2016). Durch den Kauf von Unternehmens- und gedeckten Anleihen übertrug die EZB das Kreditrisiko von Banken und Unternehmen auf ihre eigene Bilanz.⁷ Die EZB erklärt, dass potenzielle Ausfallverluste von Unternehmensanleihen gemäß dem Kapitalschlüssel jedes Landes vollständig auf alle NZBen verteilt würden (EZB, 2025b).

Nach der globalen Finanzkrise von 2008–2009 führte die EZB eine Reihe von längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (LTROs) ein, um ihre standardmäßigen einwöchigen Hauptrefinanzierungsgeschäfte zu ergänzen. Diese Geschäfte versorgten die Banken mit Liquidität mit Laufzeiten von bis zu drei Jahren. Ihr Zweck war es, die Bankenfinanzierung zu stabilisieren, nachdem die Interbankenmärkte infolge der

⁷ Im Gegensatz dazu haben sich die Federal Reserve und die Schweizerische Nationalbank zurückhaltender gezeigt. Die Fed kaufte während der Coronakrise in geringerem Umfang Unternehmensanleihen, die vergleichsweise schnell wieder abgebaut wurden. Die Schweizerische Nationalbank hat ihre Ankäufe von Vermögenswerten in erster Linie auf Devisenmarktinterventionen konzentriert und keine inländischen Unternehmensanleihen gekauft. Die SNB erklärt ausdrücklich: „[...] Anlageaktivitäten dürfen keine unbeabsichtigten geldpolitischen Signale setzen. Aus diesem Grund investiert die SNB nicht in Aktien oder Anleihen von Schweizer Unternehmen [...]“ (SNB, k. A.).

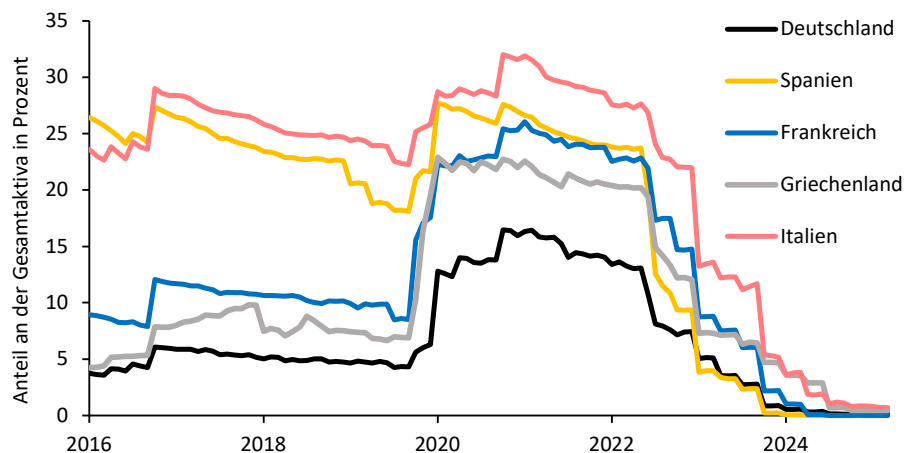


Niedrig- und Nullzinspolitik zusammengebrochen waren. Durch die Verlängerung der Laufzeiten und die Lockerung der Anforderungen an Sicherheiten fungierte die EZB als Kreditgeber letzter Instanz für das Bankensystem.

Im Jahr 2014 führte die EZB im Rahmen ihrer expansiven Geldpolitik gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) ein. Im Gegensatz zu den Standard-Refinanzierungsgeschäften waren die TLTROs an eine Reihe von Kriterien geknüpft. Der Betrag, den die Banken aufnehmen konnten, und der von ihnen zu zahlende Zinssatz hingen vom Volumen neuer Kredite an private Haushalte und Unternehmen ab. Die Kriterien wurden in aufeinanderfolgenden Runden gelockert: TLTRO-I (2014), TLTRO-II (2016) und TLTRO-III (2019).

Zwischen Juni 2020 und Juni 2021 konnten Banken, die bestimmte Kreditvergabeschwellen erreichten, bei der EZB Kredite zu Zinssätzen von bis zu –1 Prozent aufnehmen, die unter dem Einlagenzinssatz von -0,5 Prozent lagen (EZB, 2020b). Banken in Italien, Spanien, Portugal und Griechenland nutzten diese Maßnahmen stärker als deutsche Banken (siehe Abbildung 13). Auf ihrem Höhepunkt im Jahr 2021 machten die (T)LTROs rund 32 Prozent aller Vermögenswerte in der Bilanz der Banca d'Italia aus, während dieser Anteil in der Bilanz der Deutschen Bundesbank nur bei rund 16 Prozent lag.

Abbildung 13: (T)LTROs als Anteil der Gesamtaktiva in den Bilanzen ausgewählter nationaler Zentralbank



Quelle: EZB, Flossbach von Storch Research Institute.

Da die Banken im Eurosystem ungleichmäßig von subventionierten Zinssätzen profitierten, fungierten die TLTROs vorübergehend als Umverteilungskanal. Darüber hinaus unterlag das mit diesen Geschäften verbundene Kreditrisiko ebenfalls der vollständigen Risikoteilung. Zwar konnte jede nationale Zentralbank (T)LTRO-Kredite an lokale Banken vergeben, doch wurden alle Gewinne oder Verluste aus diesen Geschäften gepoolt und proportional zum Kapitalschlüssel verteilt. Im Falle von Zahlungsausfällen bei TLTRO-Krediten würde der daraus resultierende Verlust entsprechend dem Kapitalschlüssel vom Eurosystem gemeinschaftlich getragen



werden. Auch wenn die (T)LTRO-Kredite inzwischen weitgehend fällig oder vorzeitig zurückgezahlt wurden, stellten sie eine Form der Haftungsvergemeinschaftung innerhalb des Euro-Währungsgebiets dar.

TARGET2 ist das Zahlungsverkehrssystem des Eurosystems, das grenzüberschreitende Zahlungen zwischen Banken abwickelt und Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen den nationalen Zentralbanken schafft.⁸ Wenn beispielsweise eine italienische Geschäftsbank eine Zahlung an eine deutsche Bank abwickelt, verbucht die Banca d'Italia eine TARGET2-Verbindlichkeit, während die Bundesbank eine entsprechende Forderung verbucht. Dauerhaft einseitige Nettozahlungsströme führen daher zu strukturellen TARGET2-Ungleichgewichten, die nicht mehr durch Marktmechanismen ausgeglichen werden. Seit der Finanzkrise sind diese Forderungen stark gestiegen, wobei die Deutsche Bundesbank die größten Forderungen und die Banco de España und die Banca d'Italia die größten Verbindlichkeiten halten.

Ungleichgewichte traten erstmals während der europäischen Finanz- und Schuldenkrise auf, aufgrund von Leistungsbilanzungleichgewichten und Kapitalflucht aus den südlichen Peripherieländern in die nördlichen Länder, insbesondere nach Deutschland. Ab 2015 waren die Anleihekaufprogramme des Eurosystems der Hauptgrund für die zunehmenden Divergenzen. Da viele im Rahmen dieser Programme gekaufte südeuropäische Staatsanleihen von Finanzinstituten in Deutschland gehalten wurden, führten die daraus resultierenden Nettozahlungsströme zu einem Anstieg der TARGET2-Forderungen der Bundesbank und der entsprechenden Verbindlichkeiten, insbesondere der italienischen und spanischen nationalen Zentralbanken (Bugdalle und Schnabl, 2023).

Die TARGET2-Forderungen der Bundesbank überstiegen 2020 eine Billion Euro und liegen trotz des Endes der Nettoankäufe von Vermögenswerten durch das Eurosystem seit fünf Jahren über diesem Niveau. Im September 2025 beliefen sie sich auf rund 1,05 Billionen Euro. Bundesbankpräsident Jens Weidmann warnte 2012 in einem Brief an EZB-Präsident Mario Draghi vor den Risiken, die mit solchen zunehmenden Ungleichgewichten innerhalb des Eurosystems verbunden sind (Sinn, 2012). Seit Anfang 2023 sind die TARGET2-Verbindlichkeiten Italiens um etwa 300 Mrd. Euro gesunken, was auf Zuflüsse aus dem NGEU-Fond zurückzuführen sein dürfte. Währenddessen stiegen die TARGET2-Verbindlichkeiten Frankreichs um etwa 200 Mrd. Euro, was auf Kapitalabflüsse aufgrund fiskalischer Instabilität hindeuten könnte. Obwohl die EZB diese Salden als technisches Nebenprodukt des Zahlungssystems bezeichnet, stellen sie erhebliche Risiken dar, die im Falle eines Austritts eines Mitgliedstaats aus der Eurozone zu Verlusten führen würden (Sinn, 2020).

Diese potenziellen Verluste würden gemäß dem Kapitalschlüssel von den verbleibenden Staaten des Eurosystems gemeinschaftlich getragen werden (Bundesbank,

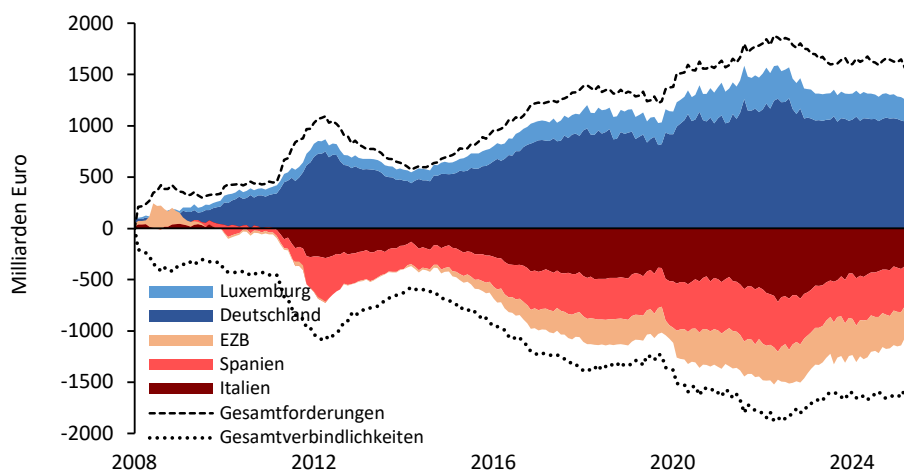
⁸ TARGET2 bezeichnet das Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System, zu Deutsch das transeuropäische automatisierte Echtzeit-Bruttozahlungssystem.



2011). Somit sind die ausstehenden Forderungen, die sich im Oktober 2025 auf etwa 1.600 Mrd. Euro belaufen, mit einer erheblichen Haftungsvergemeinschaftung im Falle eines Zahlungsausfalls verbunden, wodurch Gläubiger-Zentralbanken wie die Bundesbank das größte Risiko tragen würden (siehe Abbildung 14).

Im Gegensatz dazu haben auch die Regionalbanken des Federal Reserve System ein Zahlungssystem, gleichen jedoch ihre interdistriktuellen Konten jährlich durch eine Umverteilung von Wertpapierbeständen aus und verhindern damit dauerhafte strukturelle Ungleichgewichte (Wolman, 2013). TARGET2-Salden ermöglichen jedoch uneingeschränkte Verbindlichkeiten für Schuldnerländer ohne Ausgleich oder direkte Besicherung. Diese Regelung gewährt effektiv unbegrenzte Kredite innerhalb des Eurosystems, die nie von den nationalen Parlamenten genehmigt wurden. In diesem Sinne fungiert TARGET2 nicht nur als Zahlungsmechanismus, sondern auch als Kanal für die Verteilung finanzieller Risiken.

Abbildung 14: TARGET2 Forderungen und Verbindlichkeiten



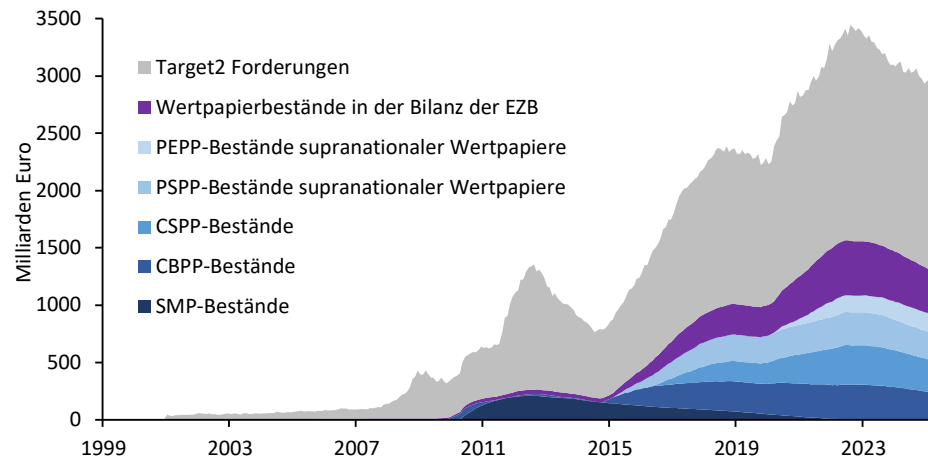
Quelle: EZB, Flossbach von Storch Research Institute.

Jede dieser Maßnahmen verdeutlicht, wie die EZB ihre Funktion über das primäre Ziel der Preisstabilität hinaus ausgeweitet hat, wenn auch mit der Begründung der Preis- und Finanzstabilität. Die EZB hat ohne ausdrückliche politische Zustimmung experimentell unkonventionelle geldpolitische Instrumente entwickelt und eingesetzt. Das gemeinsame Merkmal vieler dieser Instrumente ist die Vergemeinschaftung von Haftungsrisiken. Risiken, die normalerweise von nationalen Regierungen oder privaten Akteuren getragen hätten müssen, wurden auf die Bilanz des Eurosystems übertragen.

Mindestens 3 Billionen Euro der Vermögenswerte des Eurosystems unterliegen derzeit aufgrund der unkonventionellen Geldpolitik der EZB einer Risikoteilung (siehe Abbildung 15). Diese Entwicklung stellt sowohl eine Abkehr vom Geist des Maastricht-Vertrags als auch eine Ausweitung der Haftungsvergemeinschaftung ohne explizite demokratische Legitimation dar.



Abbildung 15: Vermögenswerte des Eurosystems, die einer Risikoteilung unterliegen



4. Haftungsvergemeinschaftung in der EU

a. De-facto-Aussetzung der Maastricht-Kriterien

Eine Rechtfertigung für die Maastricht-Kriterien liegt in der Zeitinkonsistenz der Wirtschaftspolitik begründet. Kydland und Prescott (1977) zeigen, dass diskretionäre politische Entscheidungen zu systematischen Verzerrungen führen, da Regierungen Anreize haben, nachträglich von angekündigten Zielen abzuweichen. In der Fiskalpolitik führt dies zu einem „Defizit-Bias“, bei dem die unmittelbaren politischen Vorteile von Haushaltsdefiziten die längerfristigen Kosten höherer Staatsverschuldung und verlorener Glaubwürdigkeit überwiegen (Alesina und Perotti (1995); von Hagen und Harden (1995)).

Glaubwürdige Fiskalregeln dienen dazu, Politiker zu einer nachhaltigen Finanzpolitik zu verpflichten. Solche Regeln sollen Abweichungen politisch kostspielig machen und einen Anreiz für Regierungen schaffen, sich an Budgetrestriktionen zu halten. Die Wirksamkeit von Regeln hängt jedoch von ihrer Ausgestaltung und Durchsetzung ab. Wyplosz (2005) stellt fest, dass zu starr gefasste Regeln oft ignoriert werden, während zu locker formulierte Regeln zu Neuinterpretationen einladen. Wenn Regelverstöße zudem nicht sanktioniert werden, verschwindet die abschreckende Wirkung der Nichteinhaltung.

Die Defizit- und Schuldenobergrenzen von 3 Prozent bzw. 60 Prozent des nominalen BIP wurden als harte Kriterien formuliert. Allerdings ermöglichte der Stabilitäts- und Wachstumspakt, Abweichungen vom Schuldenstandskriterium. Demnach kann ein Schuldenstand über 60 Prozent akzeptiert werden, wenn die Verschuldungsquote „hinreichend rückläufig ist und sich rasch genug dem Referenzwert nähert. Diese Formulierung erwies sich in der praktischen Anwendung als kaum operationalisierbar und führte dazu, dass ihre Bewertung stark von ermessensgeleiteten



Einschätzungen abhing (Buiter, 2003). Beetsma und Uhlig (1999) zeigen, dass eine solche Unklarheit die Glaubwürdigkeit von Fiskalregeln untergräbt, da Regierungen Ausnahmen erwarten.

Die Durchsetzung von Regeln wird dadurch eingeschränkt, was Heipertz und Verdun (2011) als „Durchsetzungsdilemma“ bezeichnen. Während die Verletzung strenger Fiskalregeln politisch kostspielig ist, ist auch die Entscheidung, Partnerregierungen zu sanktionieren, mit hohen Kosten verbunden. Die Europäische Kommission kann zwar Strafen empfehlen, die endgültige Entscheidung liegt jedoch beim Europäischen Rat, wo die nationalen Finanzminister ihre Kollegen bestrafen müssten, auf deren Zusammenarbeit sie in anderen Politikbereichen angewiesen sind. Diese Situation kann dazu führen, dass die Minister sich lieber auf eine gemeinsame Nichtbefolgung einigen, als sich gegenseitig Strafen aufzuerlegen.

Als 1998 über die Euro-Mitgliedschaft entschieden wurde, überschritten acht der elf Gründungsmitglieder die Schwelle von 60 Prozent der Schuldenquote. Belgien und Italien hatten Schuldenquoten von über 120 Prozent, während Deutschland, Österreich, die Niederlande, Spanien, Portugal und Irland ebenfalls über dem Referenzwert lagen. Dennoch wurde die Aufnahme, wie im Fall Griechenlands, durch Statistiken gerechtfertigt, die durch kreative Buchführung und zu optimistische Prognosen angepasst wurden. Im Vorfeld der Währungsunion wurden in großem Umfang einmalige Maßnahmen ergriffen, um die gemeldeten Haushaltspositionen vorübergehend zu verbessern. Dazu gehörten Einnahmen aus Privatisierungen, die Neubewertung der Zentralbankreserven oder die Umschichtung von Pensionsverbindlichkeiten, wodurch nationale Defizite und die Schuldenstände ohne strukturelle Verbesserungen den Referenzwerten angepasst wurden (Koen und Noord, 2005).

So verkaufte die italienische Regierung beispielsweise große staatliche Unternehmen wie ENI, Telecom Italia und Banca Commerciale Italiana und erzielte damit Erlöse, die zur Senkung der Schuldenquote verwendet wurden, ohne das strukturelle Haushaltsdefizit zu verbessern (Goldstein, 2003). Infolgedessen wurde Italien trotz einer Schuldenquote, die fast doppelt so hoch war wie der Referenzwert, in die Währungsunion aufgenommen. Griechenland trat 2001 auf der Grundlage manipulierter Statistiken bei, die später von Eurostat revidiert werden mussten (Europäische Kommission, 2004).

Kreative Buchführung zeigt sich in Bestands-Fluss-Anpassungen, also in jenen Abweichungen, die entstehen, wenn die Veränderung des staatlichen Schuldenstands nicht mit dem ausgewiesenen Haushaltsdefizit übereinstimmt. Maltritz und Wüste (2024) stellen fest, dass solche Diskrepanzen in den EU-Ländern zwischen 1991 und 2012 zunahmen. Dies deutet darauf hin, dass die strengeren fiskalischen Beschränkungen die Regierungen veranlassten, ihre öffentlichen Haushalte so zu gestalten, dass die Einhaltung der Regeln durch buchhalterische Tricks teilweise vorgetäuscht wurde. In ähnlicher Weise dokumentieren von Hagen und Wolff (2006), dass die Korrelation zwischen Defiziten und Veränderungen des Schuldenstands nach

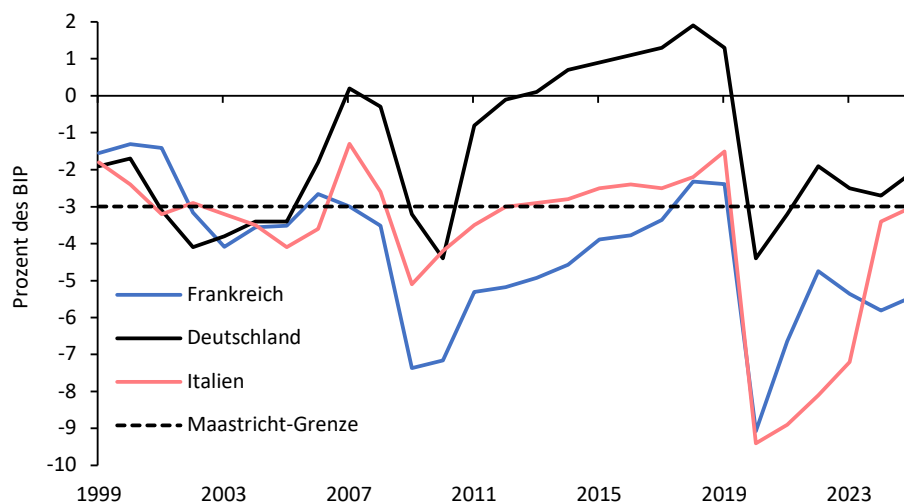


Einführung des Stabilitäts- und Wachstumspakts zurückging. Es zeigt sich, dass der präventive Arm des SWP bereits vor Euro-Einführung nur beschränkt glaubwürdig war und keine ausreichend disziplinierende Wirkung entfaltete.

Der korrigierende Arm des Stabilitäts- und Wachstumspakts begann kurz nach der Einführung des Euro zu bröckeln. Als Frankreich und Deutschland Anfang der 2000er Jahre die Defizitgrenze überschritten, empfahl die Europäische Kommission Sanktionen, deren Durchsetzung der Europäische Rat jedoch ablehnte (Davies, 2003). Der Europäische Gerichtshof hob die Entscheidung des Rates im Jahr 2004 auf (Europäischer Gerichtshof, 2004). Anstatt jedoch Sanktionen zu verhängen, überarbeitete der Europäische Rat den Pakt und ergänzte ihn um zusätzliche „relevante Faktoren“ wie Rentenreformen und konjunkturelle Bedingungen, die bei der Bewertung der Regelkonformität berücksichtigt werden sollten. Diese Änderung ermöglichte umfassendere Ausnahmeregelungen und schuf weitere Möglichkeiten für kreative Buchführung.

Infolge der Europäischen Staatsschuldenkrise wurden weitere Änderungen beschlossen. Mit dem Six-Pack (2011) und dem Two-Pack (2013) wurden neue Indikatoren und Schuldenbenchmarks eingeführt, was die Komplexität weiter erhöhte. Die Reform von 2011 fügte außerdem eine allgemeine Ausweichklausel hinzu, die vorübergehende Abweichungen von den Haushaltszielen im Falle einer Rezession zulässt. Im Jahr 2015 verabschiedete die Kommission Flexibilitätsleitlinien, die Abweichungen für Strukturreformen und Investitionen zulassen (Europäische Kommission, 2015). Eyraud und Wu (2015) kommen zu dem Schluss, dass der Rahmen zu komplex und inkohärent geworden war, um Staaten zur Einhaltung der Regeln zu disziplinieren. Es wurden nie Sanktionen verhängt.

Abbildung 16: Gesamtstaatlicher Haushaltssaldo



Quelle: Oxford Economics.



Zu Beginn der Coronakrise wurde im März 2020 die allgemeine Ausweichklausel des Stabilitäts- und Wachstumspakts aktiviert, die die Haushaltsvorgaben für alle Mitgliedstaaten aussetzte (Europäische Kommission, 2020). Die Maßnahme wurde mit der Notwendigkeit einer antizyklischen Fiskalpolitik während der Lockdowns begründet und durch das Pandemie-Notfallankaufprogramm der EZB zusätzlich unterstützt. Die Aktivierung der Klausel wurde als Reaktion auf die russische Invasion in der Ukraine bis 2024 verlängert. Dies zeigt, dass die Schuldenkontrolle in der EU weniger einem regelgebundenen Mechanismus folgt, sondern von politischem Ermessen bestimmt wird.

Während dieses Zeitraums war die Fiskalpolitik weitgehend uneingeschränkt, da die disziplinierende Funktion der Finanzmärkte durch die groß angelegten Anleihekäufe der EZB unterdrückt wurde. Die öffentlichen Defizite haben 2020 in den drei größten Volkswirtschaften des Euroraums einen Rekord seit Euro-Einführung erreicht (siehe Abbildung 16). Ebenso ist die Staatsverschuldung in Italien und Frankreich auf den höchsten Stand seit dem Zweiten Weltkrieg gestiegen und liegt damit deutlich über der Maastricht-Grenze von 60 Prozent. Nach Prognosen des IWF wird die Schuldenquote in Frankreich und Deutschland in den nächsten fünf Jahren weiter steigen (siehe Abbildung 17).

Im April 2024 trat ein neuer Rahmen für die Schuldenkontrolle in der EU in Kraft. Die national finanzierten Netto-Primärausgaben wurden zum einzigen operativen Indikator. Sie ersetzen die Defizit- und Schuldenregel des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Jeder Mitgliedstaat muss nun einen vier- bis siebenjährigen finanzpolitischen Strukturplan vorlegen, der von der Europäischen Kommission im Rahmen einer Schuldennachhaltigkeitsanalyse (DSA) bewertet wird. Die DSA prognostiziert die künftigen Schuldenpfade auf der Grundlage der makroökonomischen und fiskalischen Annahmen der Kommission (De Lemos Peixoto und Loi, 2024).

Die Einhaltung der vereinbarten Schuldenpfade wird über ein „Kontrollkonto“ überwacht, in dem Abweichungen vom vereinbarten Pfad erfasst und im Laufe der Zeit akkumuliert werden. Wenn diese Abweichungen 0,3 Prozent des BIP jährlich oder 0,6 Prozent kumulativ überschreiten, signalisiert das Konto eine Nichteinhaltung, die die Kommission dazu veranlassen kann, ein Defizitverfahren⁹ einzuleiten (De Lemos Peixoto und Loi, 2024). Wenn beispielsweise ein Land seine vereinbarte Obergrenze in einem Jahr um 0,3 Prozent des BIP und im nächsten Jahr erneut um 0,4 Prozent überschreitet, würde die kumulierte Abweichung von 0,7 Prozent einen Regelverstoß signalisieren.

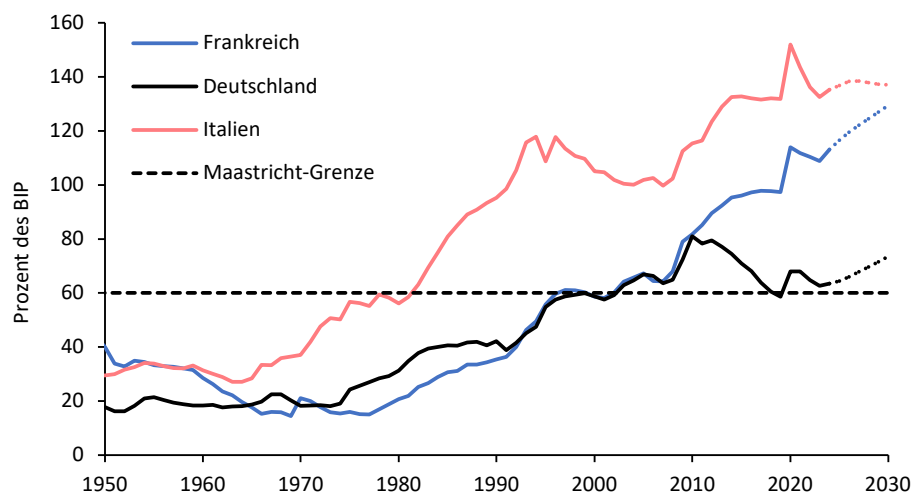
Die jüngste Reform stellt einen Versuch dar, die Glaubwürdigkeit wiederherzustellen, doch die bekannten Probleme bestehen weiterhin. Die Definitionen der

⁹ Das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit wird nach den neuen Fiskalregeln eingeleitet, wenn ein Mitgliedstaat seinen vereinbarten mittelfristigen Ausgabenpfad deutlich verfehlt. Die Europäische Kommission bewertet den Verstoß und empfiehlt dem Rat die Eröffnung des Verfahrens. Der Rat legt daraufhin einen Korrekturpfad fest. Bei Nichteinhaltung kann der Europäische Rat Sanktionen beschließen.



Ausgaben können nach wie vor durch die Neuklassifizierung einmaliger Maßnahmen kreativ manipuliert werden. Ausnahmen für Verteidigungsausgaben, konjunkturelle Abschwünge oder Strukturreformen schaffen Spielraum für Ermessensentscheidungen und eine uneinheitliche Anwendung. Die Abhängigkeit von Analysen zur Tragfähigkeit der Verschuldung schafft neue Möglichkeiten für Ermessensentscheidungen, da die Prognosen von Annahmen über Wachstum, Zinssätze und Multiplikatoren abhängen. Letztendlich hängen Sanktionen weiterhin von der politischen Zustimmung des Europäischen Rates ab.

Abbildung 17: Bruttoverschuldung des Gesamtstaates



Quelle: IWF, IWF-Outlook.

Auch hier hängt die Glaubwürdigkeit der Reform von 2024 von ihrer Durchsetzung ab. Solange Sanktionen unwahrscheinlich bleiben und es zahlreiche Ausnahmen gibt, werden die Fiskalregeln im Euroraum weiterhin Gegenstand von Verhandlungen sein, anstatt strikt eingehalten zu werden. Jede Aussetzung, sei es während der Staatsschuldenkrise oder der Pandemie, hat die Wahrnehmung verstärkt, dass die Kosten der Staatsverschuldung letztendlich kollektiv getragen werden und nicht durch Reformen und Ausgabenkürzungen auf nationaler Ebene. Der daraus resultierende Anstieg der Verschuldung hat Anreize für verschiedene Formen der expliziten Haftungsvergemeinschaftung geschaffen, die im Zentrum der folgenden Kapitel steht.

b. De-facto-Aussetzung der Nichtbeistandsklausel

Die Nichtbeistandsklausel sollte sicherstellen, dass die Verantwortung für staatliche Kreditrisiken beim jeweiligen Mitgliedstaat verbleibt und damit Moral-Hazard-Anreize in der Währungsunion begrenzt werden (de Grauwe, 1997; Beetsma und Uhlig, 1999). Die Krisenmaßnahmen während der Staatsschuldenkrise im Euroraum



haben diese Schutzmaßnahme außer Kraft gesetzt. Der erste Bruch erfolgte im Jahr 2010. Nachdem die griechischen Defizit- und Staatsschuldenquoten nach oben korrigiert worden waren, schwand das Vertrauen der Anleger und Griechenland sah sich mit steigenden Anleiherenditen konfrontiert. Um einen Zahlungsausfall zu vermeiden, stellten die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets bilaterale Kredite in Höhe von 80 Mrd. Euro bereit, ergänzt durch 30 Mrd. Euro vom IWF. Dieses Programm ermöglichte es Griechenland, fällige Anleihen zu refinanzieren.

Kurz darauf, im Mai 2010, wurden zwei Rettungsinstrumente geschaffen: der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM), der aus dem EU-Haushalt finanziert werden sollte, und die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF), die durch Garantien der Euro-Mitgliedstaaten abgesichert wurde.¹⁰

Diese Fazilitäten wurden erstmals 2010 für Irland und 2011 für Portugal aktiviert, nachdem die Renditen für Staatsanleihen in beiden Ländern auf ein untragbares Niveau gestiegen waren. Eine Rettungsaktion wurde in Irland aufgrund des Zusammenbruchs seines Bankensektors und in Portugal aufgrund anhaltender Defizite als notwendig erachtet. Irland erhielt 22,5 Mrd. Euro vom EFSM, 17,7 Mrd. Euro vom EFSF, 22,5 Mrd. Euro vom IWF und 4,8 Mrd. Euro in Form von bilateralen Darlehen (National Treasury Management Agency, k. A.). Portugal erhielt 24,3 Mrd. Euro vom EFSM, 26 Mrd. EURO vom EFSF und 26,5 Mrd. Euro vom IWF (Europäische Kommission, k. A. b).

Griechenland nahm 2012 den EFSF in Anspruch, als sich seine Verschuldung erneut als untragbar erwies. Der EFSF stellte 144,7 Mrd. Euro zur Verfügung, um die Regierung während der Umschuldung zu finanzieren und die griechischen Banken zu rekapitalisieren. Zusammen mit zusätzlicher Unterstützung durch den IWF verhinderte dieses Rettungsprogramm einen Staatsbankrott Griechenlands.

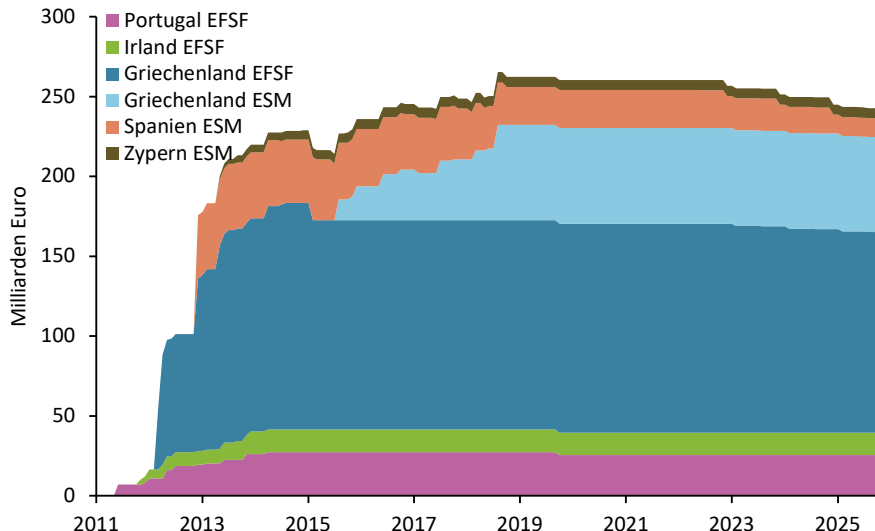
Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM), ein permanenter Rettungsfonds in Form eines internationalen Vertrags, folgte 2012. Der ESM ersetzte ab 2012 den EFSF für neue Programme. Er wurde zum ständigen Rettungsfonds der Eurozone mit einer Kreditvergabekapazität von 500 Mrd. Euro. Um eine Rechtsgrundlage zu schaffen, wurde Artikel 136 AEUV im Jahr 2011 geändert und um Absatz 3 ergänzt, der den Staaten der Eurozone ausdrücklich die Einrichtung eines Stabilitätsmechanismus gestattet, sofern jede Finanzhilfe an strenge Auflagen geknüpft wird. Der Europäische Gerichtshof bestätigte die Rechtmäßigkeit des ESM mit der Begründung, dass Finanzhilfen mit Artikel 125 vereinbar seien, solange sie unter strengen Auflagen gewährt werden (Europäischer Gerichtshof, 2012).¹¹

¹⁰ Pisani-Ferry (2013) argumentiert, dass die Krise die Unvollständigkeit der „abgespeckten EWWU“ von Maastricht offenbart habe, was zur Schaffung neuer Krisenbewältigungsinstrumente geführt habe.

¹¹ Kurz zuvor hatten Schuknecht et al. (2011) festgestellt, dass die Durchsetzung vor der Krise zu lax war und dass viel strengere, regelbasierte Auflagen notwendig wären, um Moral Hazard wirksam zu verhindern. Obwohl rechtlich bestätigt, kann die Schaffung des ESM als permanentes Instrument zur Rettung von Regierungen daher als eine Verwässerung von Artikel 125 angesehen werden.



Abbildung 17: Ausstehende EFSF- und ESM-Darlehen



Quelle: ESM, Flossbach von Storch Research Institute.

Im Juni 2012 musste das spanische Bankensystem nach dem Zusammenbruch einer Immobilienblase rekapitalisiert werden. Der ESM gewährte eine Unterstützung von bis zu 100 Mrd. EUR, von denen letztlich 41,33 Mrd. Euro ausgezahlt wurden. Diese Vereinbarung ersparte der spanischen Regierung die Aufnahme neuer Schulden auf den privaten Kapitalmärkten zur Rettung ihrer Banken.

Im März 2013 sah sich Zypern mit einer kombinierten Banken- und Finanzkrise konfrontiert. Die zypriischen Banken hatten große Bestände an griechischen Staatsanleihen angehäuft, die im Rahmen der Umschuldung Griechenlands 2012 stark abgewertet wurden. Gleichzeitig war eine Immobilienblase im Inland geplatzt, was die Bilanzen der Banken weiter schwächte. Der Staat war nicht in der Lage, seine Banken zu rekapitalisieren und seinen eigenen Finanzierungsbedarf zu decken. Der ESM gewährte ein Kreditpaket in Höhe von 9 Mrd. EUR, von denen 6,3 Mrd. Euro ausgezahlt wurden, kombiniert mit 1 Mrd. Euro vom IWF und einer Bail-in-Maßnahme für Großanleger (Demetriades, 2018).¹²

Im Jahr 2015 benötigte Griechenland erneut Hilfe, nachdem frühere Programme ausgelaufen waren und die Renditen für Staatsanleihen wieder zu steigen begannen. Der ESM stellte ein Programm in Höhe von bis zu 86 Mrd. Euro bereit. Im Jahr 2025 beliefen sich die ausstehenden EFSF- und ESM-Kredite auf 230 Mrd. Euro (siehe Abbildung 17).

Die Auswirkungen dieser Rettungsmaßnahmen sind zweierlei. Erstens wird die Marktdisziplin geschwächt, da die Aufschläge auf Renditen von Staatsanleihen nicht mehr die ursprünglichen Ausfallwahrscheinlichkeiten widerspiegeln, sondern

¹² Die Einleger waren gezwungen, einen Teil ihrer Ersparnisse in Bankaktien umzuwandeln, um die Rekapitalisierung ihrer Banken zu finanzieren (Demetriades, 2018).



die Erwartung von Rettungsmaßnahmen. Diese Verschiebung hat die Signalfunktion der Risikoauflösung verringert und ein zusätzliches moralisches Risiko geschaffen, da hoch verschuldete Regierungen im Falle finanzieller Schwierigkeiten mit Unterstützung rechnen. Zweitens begab sich der Euroraum auf einen Weg der politischen Abhängigkeit von Rettungsmaßnahmen. Sobald Rettungsmechanismen eingerichtet sind, hängt die fiskalische Stabilität weniger von der nationalen Haushaltsdisziplin als vielmehr von kollektiver finanzieller Unterstützung ab.¹³

Buchanan und Wagner (1977) erklären, dass Politiker in Zeiten finanzieller Krisen fast immer kurzfristige Rettungsmaßnahmen der langfristigen Glaubwürdigkeit von Regeln vorziehen. Politische Anreize begünstigen sofortige Hilfe durch Transferzahlungen oder Rettungsmaßnahmen. Die Kosten werden auf die Steuerzahler verteilt, während die Vorteile bestimmten Interessengruppen in Not zugutekommen. Brennan und Buchanan (1980) ergänzen, dass Politiker dazu neigen, Unklarheiten in Verfassungsregeln auszunutzen, um ihre effektiven Befugnisse auszuweiten, insbesondere wenn die strikte Einhaltung dieser Regeln ihr kurzfristiges politisches Überleben oder ihre politischen Ziele gefährdet.

Diese politischen Anreize tragen dazu bei, die Aushöhlung von Artikel 125 AEUV zu erklären. Angesichts steigender Anleiherenditen und der Gefahr eines Staatsbankrotts räumten die politischen Entscheidungsträger der sofortigen Stabilisierung Vorrang vor der langfristigen Glaubwürdigkeit der Regeln ein. In Gläubigerländern wie Deutschland und Frankreich diente die finanzielle Unterstützung dem Schutz der heimischen Banken, die stark in griechische Staatsanleihen investiert waren (Massoc, 2021). Die Wahrung der Finanzstabilität war eng mit dem politischen Überleben im eigenen Land verknüpft. Unter Ausnutzung des Interpretationsspielraums erweiterten die Regierungen die fiskalische Rolle der Union, ohne den Vertrag grundlegend zu ändern. Mechanismen wie der EFSM und der EFSF wurden als rechtlich kompatible Instrumente bewertet, fungierten in der Praxis jedoch als de facto Rettungsinstrumente und verstießen gegen den Geist der Nichtsbeistandsklausel.

In „The Denationalisation of Money“ (1976) argumentiert Hayek, dass vom Staat kontrollierte Währungsordnungen grundsätzlich fragil sind, weil Regierungen in Krisenzeiten dazu neigen, selbst auferlegte Regeln im Interesse kurzfristiger Zweckmäßigkeit außer Kraft zu setzen. Die Eurokrise liefert Belege für diese These. Artikel 125 hatte vor allem symbolischen Charakter und erwies sich nicht als belastbare verfassungsrechtliche Garantie. Er wurde beiseitegeschoben, sobald die Kosten seiner Durchsetzung zu hoch erschienen.

Was in Griechenland als Sondermaßnahme begann, entwickelte sich mit dem ESM zu einem dauerhaften Rettungsinstrument. Parallel dazu verstärkte die Rolle der

¹³ Wie Hodson und Puetter (2019) argumentieren, spiegelte die Schaffung neuer supranationaler Instrumente während der Eurokrise die Entschlossenheit wider, die europäische Integration voranzutreiben.



EZB als stiller Garant auf den Märkten für Staatsanleihen die Erwartungen der Märkte hinsichtlich einer Unterstützung weiter. Diese Entscheidungen ebneten den Weg für den nächsten Schritt: die Emission gemeinsamer EU-Anleihen. Nachdem die Haushaltsregeln und die Nichtbeistandsklausel erodiert waren, ließ sich eine gemeinsame Kreditaufnahme durch die Union leichter rechtfertigen, wie im folgenden Kapitel analysiert wird.

c. EU-Schulden

Artikel 310 AEUV schreibt vor, dass der Haushalt der Europäischen Union ausgeglichen sein muss, und Artikel 311 beschränkt die Finanzierung auf „Eigenmittel“. Der rechtliche Rahmen wurde so konzipiert, um die Entstehung einer Fiskalunion durch supranationale Kreditaufnahme zu verhindern. Vor 2010 gab es EU-Kredite nur in begrenzter Form, beispielsweise für vorübergehende Zahlungsbilanzhilfen für Nicht-Euro-Mitglieder (Europäisches Parlament, 2022). Die Staatsschuldenkrise, die Coronakrise und geopolitische Schocks haben diese Beschränkung zunehmend untergraben. Heute ist die Europäische Kommission ein großer Emittent von Anleihen auf dem Anleihemarkt.

Der erste Schritt war die Einrichtung des EFSM im Mai 2010. Auf der Rechtsgrundlage von Artikel 122 Absatz 2 AEUV ermächtigte der Europäische Rat die Europäische Kommission, Anleihen von bis zu 60 Mrd. EURO zu emittieren und die Einnahmen an Mitgliedstaaten zu verleihen.¹⁴ Die vom EFSM an Irland und Portugal gewährten Darlehen werden damit über den EU-Haushalt garantiert. Bis Ende 2023 verblieben dafür ausstehende Verbindlichkeiten in Höhe von 42,8 Mrd. EUR, deren vollständige Rückzahlung für 2042 vorgesehen ist (Europäische Kommission, k. A. a).

Formal blieb der „ausgeglichene Haushalt“ gemäß Artikel 310 erhalten, da die Kreditaufnahme durch entsprechende Kreditvergabe ausgeglichen wurde. In der Praxis wurde das Kreditrisiko jedoch effektiv auf die EU-Ebene verlagert. Bei einem Zahlungsausfall der Schuldnerstaaten würde der EU-Haushalt die Verluste tragen, und letztlich wären die Mitgliedstaaten gemeinschaftlich haftbar.

Im April 2020 verabschiedete der Rat die SURE-Verordnung (2020/672).¹⁵ Sie ermöglichte es der Europäischen Kommission Anleihen von bis zu 100 Mrd. Euro aufzunehmen und diese an die Mitgliedstaaten zu verleihen, um Kurzarbeitsregelungen und damit verbundene Maßnahmen während der COVID-Lockdowns zu finanzieren. Im Oktober 2020 wurden erstmals SURE Social Bonds ausgegeben. Das Programm wurde durch nationale Garantien in Höhe von 25 Mrd. Euro abgesichert, die auf EU-Ebene gebündelt wurden. Bis Ende 2022 wurden Kredite in Höhe von 98,4

¹⁴ Artikel 122 AEUV Absatz 2 ermöglicht es dem Rat, auf Vorschlag der Kommission einem Mitgliedstaat, der „aufgrund von Naturkatastrophen oder außergewöhnlichen Ereignissen, die sich seiner Kontrolle entziehen, von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht“ ist, finanzielle Unterstützung der Union zu gewähren.

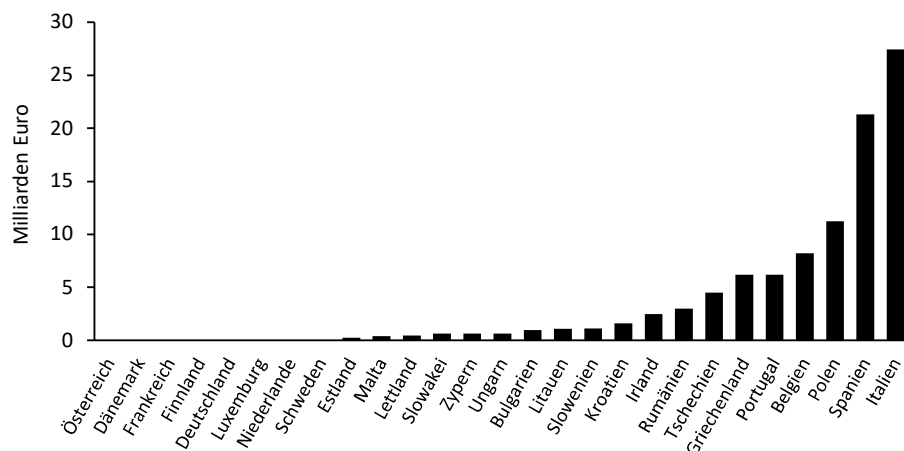
¹⁵ temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE).



Mrd. Euro ausgezahlt, vor allem an Italien (27,4 Mrd. Euro) und Spanien (21,3 Mrd. Euro) (siehe Abbildung 18). Österreich, Dänemark, Frankreich, Finnland, Deutschland, Luxemburg, die Niederlande und Schweden haben keine SURE-Kredite beantragt. Im Falle eines Zahlungsausfalls haften ebenfalls alle EU-Mitgliedstaaten gemeinschaftlich.

Die rechtliche Begründung stützte sich erneut auf Artikel 122. Der Europäische Rat argumentiert, dass die Pandemie ein „außergewöhnliches Ereignis“ war, das Solidarität erforderte (Rat der Europäischen Union, 2020). Die Darlehen wurden auf Back-to-Back-Basis vergeben. Dies bedeutet, dass die Kommission Anleihen auf den Finanzmärkten emittierte und den gleichen Betrag an die Mitgliedstaaten verlieh. Diese Konstruktion ermöglichte es, Artikel 310 AEUV zu umgehen, der vorschreibt, dass der EU-Haushalt ausgeglichen sein muss. Zwar stellten die EU-Mitgliedstaaten Garantien in Höhe von 25 Mrd. Euro zur Verfügung, doch müsste jeder Ausfall, der diesen Betrag übersteigt, letztlich aus dem EU-Haushalt gedeckt werden.

Abbildung 18: Ausgezahlte SURE-Darlehen nach Ländern



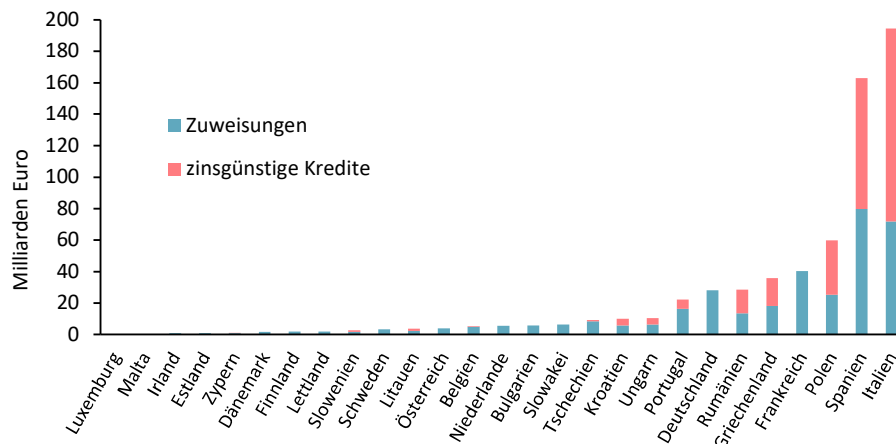
Quelle: Europäische Kommission.

Eine der bisher größten Maßnahmen zur Haftungsvergemeinschaftung erfolgte mit dem Fonds „NextGenerationEU“ (NGEU) im Jahr 2020. Der Europäische Rat kam überein, dass die Kommission bis zu 750 Mrd. Euro (zu Preisen von 2018) aufnehmen kann, von denen 390 Mrd. Euro als Zuschüsse und 360 Mrd. Euro als Darlehen an die Mitgliedsstaaten ausgezahlt werden sollten. Die Aufbau- und Resilienzfazilität (Recovery and Resilience Facility) wurde zum wichtigsten Ausgabemechanismus. Erneut sind Italien und Spanien die größten Nutznießer, gemessen an den Gesamtbeträgen der Auszahlungen. Die Kreditaufnahme läuft bis 2026, die endgültigen Rückzahlungen sind für 2058 vorgesehen. Bei Darlehen haften alle Mitgliedstaaten im Falle eines Ausfalls, die Zuschüsse müssen jedoch aus dem EU-Haushalt zurückgezahlt und daher von allen Mitgliedstaaten entsprechend ihrem jeweiligen Anteil an den EU-Beiträgen finanziert werden, unabhängig davon, wie viel sie erhalten haben.



Im Jahr 2023 schuf die EU ein Makrofinanzhilfepaket („MFA+“) in Höhe von 18 Mrd. EUR, das durch EU-Anleihen finanziert wird, um der Ukraine zinsgünstige Darlehen zu gewähren. Im Jahr 2024 folgte die Ukraine-Fazilität mit einem Umfang von bis zu 50 Mrd. Euro bis 2027. Die Fazilität kombiniert Darlehen (33 Mrd. EUR) und Zuschüsse (17 Mrd. EUR), die über den bestehenden Anleiheemissionsmechanismus der Kommission finanziert werden. Wie im Fall des NGEU nimmt die Kommission Kredite auf, zahlt sie an einen Begünstigten aus, und im Falle von Zuschüssen bzw. Kreditausfällen werden die Kosten vom EU-Haushalt getragen.

Abbildung 19: Ausgezählte Zuschüsse und Darlehen aus dem NGEU nach Ländern



Quelle: Europäische Kommission.

So haben drei rechtliche Verfahren es ermöglicht, dass trotz der Beschränkungen von Maastricht EU-Schulden entstanden sind. Erstens berief sich der Rat auf die Notfallklausel in Artikel 122 AEUV, die ursprünglich für allgemeine Versorgungsengpässe und Naturkatastrophen gedacht war, als Rechtsgrundlage für groß angelegte Finanzhilfen. Dies ermöglichte die Verabschiedung von EFSM, SURE und später NGEU mit qualifizierter Mehrheit im Europäischen Rat, ohne das normale Haushaltsverfahren und unter weitgehender Ausklammerung des Europäischen Parlaments.

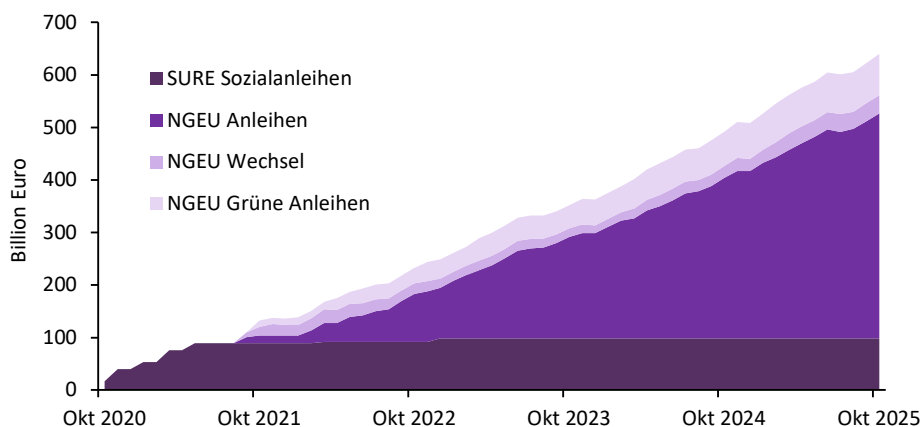
Zweitens stufte die Kommission die auf den Kapitalmärkten aufgenommenen Mittel als „zweckgebundene externe Einnahmen“ gemäß Artikel 21 Absatz 5 der Haushaltsordnung ein. Daher wurden die Erlöse außerhalb des regulären EU-Haushalts verbucht. Durch diese Technik wurde die formale Einhaltung von Artikel 310 gewahrt, wonach der Jahreshaushalt ausgeglichen sein muss. Allerdings entstand dadurch ein Schattenhaushalt, über den die Union Kredite aufnehmen und Mittel auszahlen konnte, ohne ihre Regel des ausgeglichenen Haushalts zu ändern.

Drittens wurde durch den Eigenmittelbeschluss von 2020 der Höchstbetrag der Beiträge, die die Mitgliedstaaten bis 2058 zum EU-Haushalt leisten müssen, um zusätzliche 0,6 Prozent des Bruttonationaleinkommens erhöht. Diese Erhöhung dient als



Rückzahlungsgarantie für die im Rahmen des NGEU aufgenommenen Schulden und stellt sicher, dass die Kommission bei Bedarf höhere nationale Beiträge zur Bedienung ihrer Anleihen einfordern kann. Diese Regelung ermöglichte effektiv eine langfristige Kreditaufnahme im Einklang mit Artikel 311 AEUV, der einen ausgeglichenen Haushalt vorschreibt. Zusammen ermöglichten diese Techniken, die vertragskonforme Emission von Schuldtiteln, während sie zugleich den Geist der Verträge faktisch unterliefen.¹⁶

Abbildung 20: Ausstehende gemeinsame EU-Schulden nach Art der Wertpapiere seit 2020



Quelle: Europäische Kommission, Flossbach von Storch Research Institute.

Die Einführung von EU-Schulden hat drei wesentliche Auswirkungen. Erstens werden die fiskalischen Risiken sozialisiert. Die im Rahmen des NGEU finanzierten Zuschüsse werden von 2028 bis 2058 aus dem EU-Haushalt zurückgezahlt. Das bedeutet, dass die Kosten proportional zu ihren EU-Beiträgen auf alle Mitgliedstaaten verteilt werden, unabhängig davon, welche Staaten die größten Transferzahlungen erhalten haben. Nationale Ausgaben und nationale Finanzierung werden voneinander abgekoppelt, und die Anreize für eine strenge Haushaltsdisziplin auf nationaler Ebene werden verringert.

Zweitens erhöht der EU-Schuldendienst den Druck, neue Einnahmequellen auf Unionsebene zu schaffen. Im Jahr 2025 schlug die Europäische Kommission ein überarbeitetes System der „Eigenmittel“ vor, das ausdrücklich dazu dienen soll, die Rückzahlung der NGEU-Schulden zu finanzieren. Der Vorschlag sieht mehrere neue Einnahmequellen vor, darunter Einnahmen aus dem Emissionshandelssystem (ETS) und dem CO₂-Grenzausgleichssystem (CBAM), eine pauschale Unternehmenssteuer (Corporate Resource for Europe, CORE) sowie Abgaben auf Elektroschrott und Tabak (European Commission, 2025). Diese Maßnahmen werden als

¹⁶ Das Bundesverfassungsgericht hat die Ratifizierung des Eigenmittelbeschlusses 2020 geprüft und anerkannt, dass dieser Fragen der demokratischen Legitimität und Zuständigkeit aufwirft. Das Gericht hat die Maßnahme zwar letztlich bestätigt, jedoch betont, dass gemeinsame Kreditaufnahmen eine Ausnahme bleiben müssen, deren Umfang, Dauer und Höhe begrenzt sind, und dass die nationalen Parlamente die Kontrolle über den Haushalt behalten müssen (Bundesverfassungsgericht, 2022).



notwendig dargestellt, um die langfristige Rückzahlung von EU-Anleihen ohne Erhöhung der nationalen Beiträge sicherzustellen. Diese Verlagerung hin zur Erhebung von Einnahmen auf EU-Ebene stellt jedoch einen Schritt in Richtung fiskalischer Zentralisierung dar. Sie birgt die Gefahr, dass der Grundsatz umgangen wird, dass Steuerbefugnisse auf demokratischer Zustimmung auf nationaler Ebene beruhen müssen.

Drittens verändert die gemeinsame Kreditaufnahme die Erwartungen. Die nationalen Regierungen wissen, dass es politisch einfacher ist, die Ausgabe von EU-Anleihen in zukünftigen Krisen zu rechtfertigen, wenn diese einmal als Reaktion auf eine Krise ausgegeben wurden. Was als Ausnahmefall dargestellt wurde, dürfte daher zukünftig wiederkehren und die Grundlage für eine dauerhafte gemeinschaftliche Verschuldung schaffen. Im September 2025 beliefen sich die ausstehenden EU-Schuldverschreibungen laut der Datenbank der Europäischen Kommission auf rund 640 Mrd. Euro (siehe Abbildung 13).

Die gemeinsame Kreditaufnahme der EU mag kurzfristig zur Milderung von Krisen beigetragen haben. Die Verwendung gemeinsamer Schulden schwächt jedoch die fiskalische Disziplin und fördert Moral Hazard. Dadurch verringert sie die Anreize für Strukturreformen und Haushaltskonsolidierung, die zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit gegenüber künftigen Krisen erforderlich sind. Die Verwendung gemeinsamer Kreditaufnahme als Instrument der Solidarität schafft eine implizite Transferunion ohne echte demokratische Zustimmung. Die Haftungsvergemeinschaftung wird verstärkt, wenn die Europäische Zentralbank die EU-Anleihen kauft. Die Gewährung von fiskalischer Souveränität auf supranationaler Ebene unter Umgehung der nationalen Parlamente dürfte die politische Polarisierung eher verstärken als verringern.

5. Fazit

Der Vertrag von Maastricht wurde geschaffen, um die Geldpolitik vor politischem Druck zu schützen und die nationale Souveränität über die Finanzpolitik zu bewahren. Der EZB wurde das vorrangige Mandat der Preisstabilität übertragen und die monetäre Finanzierung verboten. Die EU-Mitgliedsstaaten wurden verpflichtet Defizit- und Schuldenobergrenzen zu befolgen und sich an die Nichtbeistandsklausel halten. Die Verträge sollten eine Europäische Haftungs- und Transferunion verhindern.

Im Laufe der Zeit wurden diese Grundsätze aufgeweicht. Politische Anreize zur Umgehung von Regeln, rechtliche Unklarheiten, die kreative Interpretationen zulassen, und der unmittelbare Druck von Krisen waren die Hauptursachen für diese Aufweichung. So übernahm die EZB die Rolle eines Garanten für Staatsschulden, die Fiskalregeln verloren ihre Glaubwürdigkeit und die EU-Kommission wurde zu einem großen Emittenten gemeinsamer Anleihen.



Das Ergebnis ist eine fortschreitende Haftungsvergemeinschaftung von Risiken innerhalb der Eurozone und der Europäischen Union. Dieser Prozess vollzieht sich über drei Hauptkanäle.

Erstens hat der Inflationskanal den realen Wert der Schulden gemindert und die Last von den Schuldnern auf die Sparer verlagert. Die diskretionäre Änderung der Definitionen der Preisstabilität durch die EZB in Verbindung mit potenziellen Messfehlern im HVPI hat die Toleranz der EZB gegenüber höheren Inflationsraten gestärkt. Der jüngste Anstieg des Preisniveaus hat, selbst ohne Haushaltskonsolidierung, zu einer überproportionalen Entlastung hoch verschuldeter Regierungen geführt. Dies stellt eine indirekte Form der Haftungsvergemeinschaftung dar, bei der hoch verschuldete Regierungen finanziellen Spielraum gewinnen, während die Kosten auf die Haushalte und Sparer in allen Mitgliedstaaten verteilt werden.

Zweitens hat die Unterdrückung der Risikoprämien für Staatsanleihen die Marktdisziplin geschwächt und kommt hoch verschuldeten Regierungen auf Kosten der fiskalisch konservativen Regierungen zugute. Die Maßnahmen der EZB wie SMP, OMT, PSPP, PEPP und TPI haben direkt oder indirekt zu einer Verringerung der Spreads geführt, insbesondere für höher verschuldete Mitgliedstaaten. Kurzfristig wird damit finanzielle Instabilität vermieden, jedoch wirkt die asymmetrische Verzerrung von Marktsignalen wie eine implizite Haftungsvergemeinschaftung. Staaten mit höherer Verschuldung profitieren von niedrigeren Kreditkosten, als es ihre Fundamentaldaten rechtfertigen würden, während finanzpolitisch umsichtige Regierungen unter erhöhten Risikoprämien leiden, da Investoren von ihnen erwarten, dass sie künftige Rettungsmaßnahmen garantieren.

Drittens wurde die Haftungsvergemeinschaftung durch die Bilanzen des Eurosystems und die gemeinsamen EU-Schulden institutionalisiert. Die Anleihekäufe der EZB, subventionierte langfristige Kredite und große TARGET2-Ungleichgewichte haben Kredit- und Länderrisiken auf die Bilanz des Eurosystems übertragen. Die Risikoteilung im Eurosystem stellt sicher, dass Verluste im Falle eines Ausfalls entsprechend dem Kapitalschlüssel vergemeinschaftet werden. Gleichzeitig ist die Europäische Kommission zu einem großen Emittenten von Anleihen geworden. Instrumente wie EFSM, SURE und NGEU verlagern das Kreditrisiko auf die EU-Ebene und machen alle Mitgliedstaaten im Falle von Zuschüssen und Kreditausfällen über den EU-Haushalt für die Rückzahlung haftbar.

Die ursprünglichen Maastricht-Prinzipien wurden durch diese drei Kanäle ausgehöhlt. In einem solchen Umfeld wird Trittbrettfahren rational. Fiskalische Verantwortung und die Umsetzung notwendiger Reformen verlieren an Attraktivität, da ein wachsender Teil der nationalen Risikobereitschaft wahrscheinlich auf die gesamte Union verteilt wird.

Um die Glaubwürdigkeit wiederherzustellen, sind klare und durchsetzbare Regeln erforderlich. Das Mandat der EZB sollte sich strikt auf die Preisstabilität beschränken, indem ein eng gefasstes Inflationsziel festgelegt und sekundäre Ziele wie



Industrie-, Klima- oder Sozialpolitik ausdrücklich ausgeschlossen werden. Das Verbot der monetären Finanzierung muss durchgesetzt werden, indem der Kauf von Staatsanleihen auch auf Sekundärmärkten untersagt wird, die EZB auf die Bereitstellung kurzfristiger Liquidität beschränkt wird und diskretionäre Interventionen zur Verzerrung von Marktsignalen beendet werden.

Auf der fiskalischen Seite müssen die Defizit- und Schuldenobergrenzen vereinfacht werden, mit transparenten Ausgabendefinitionen, die keinen Raum für kreative Buchführung lassen. Sanktionen sollten automatisch greifen und nicht dem politischen Ermessen überlassen bleiben. Das Prinzip der Nichtbeistandsklausel muss so gestärkt werden, dass ein Staatsbankrott eine realistische Alternative zu kollektiven Rettungsmaßnahmen wird. Schließlich muss die gemeinsame Kreditaufnahme streng verboten werden, um sicherzustellen, dass die Verantwortung für fiskalisches Missmanagement bei den nationalen Regierungen liegt.

Wird die Glaubwürdigkeit der Fiskalregeln nicht wiederhergestellt, steigt die Wahrscheinlichkeit der fiskalischen Dominanz und höherer Inflationsrisiken, da die EZB stärker unter Druck gerät, den wachsenden Finanzierungsbedarf der Regierungen zu decken. Zugleich dürfte sich die schrittweise fiskalische Zentralisierung fortsetzen. In künftigen Krisen wären erneute gemeinsame Kreditaufnahmen wahrscheinlich, und die Forderungen nach EU-Steuerkompetenzen würden zunehmen. Eine weitergehende europäische Verschuldung würde die Lasten auf fiskalisch stärkere Länder wie Deutschland verlagern. Insgesamt würde dies die Haftungsvergemeinschaft ausweiten, negative Anreize verstärken und politische Spannungen zwischen den Mitgliedstaaten vertiefen. Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion wäre schlechter auf zukünftige Krisen vorbereiten.



Referenzen

Acharya, V. et al. (2019): Whatever It Takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy. *The Review of Financial Studies*, 32(9), S. 3366–3411.

Alesina, A. und Perotti, R. (1995): The Political Economy of Budget Deficits. *IMF Staff Papers*, 42(1), S. 1–31.

Altavilla, C., Giannone, D. und Lenza, M. (2016): The Financial and Macroeconomic Effects of the OMT Announcements. *International Journal of Central Banking*, 12(3), S. 29–57.

Beetsma, R. und Uhlig, H. (1999): An Analysis of the Stability and Growth Pact. *The Economic Journal*, 109(458), S. 546–571.

Beyer, A., Gaspar, V., Gerberding, C. und Issing, O. (2009): Opting Out of the Great Inflation: German Monetary Policy after the Breakdown of Bretton Woods. *Discussion Paper Series 1: Economic Studies*, Nr. 12/2009, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main. URL: <https://www.econstor.eu/handle/10419/27666> (letzter Zugang: 12. Dezember 2025).

Brennan, G. und Buchanan, J. (1980): *The Power to Tax*. Cambridge University Press, Cambridge. URL: <https://EconPapers.repec.org/RePEc:cup:cbooks:9780521233293> (letzter Zugang: 29. September 2025).

Buchanan, J.M. und Wagner, R.E. (1977): *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes*. Academic Press, New York.

Bugdalle, T. und Schnabl, G. (2023): Es gibt keine Normalisierung der Zielsalden, trotz der Normalisierung der Geldpolitik. *Austrian Institute*, 12. Juni. URL: <https://austrian-institute.org/en/blog/there-is-no-normalization-of-target-balances-despite-the-normalization-of-monetary-policy/> (letzter Zugang: 23. Oktober 2025).

Buiter, W.H. (2003): How to Reform the Stability and Growth Pact. *Central Banking*, 9(3), S. 49–58.

Rat der Europäischen Union (2020): Verordnung (EU) 2020/672 des Rates vom 19. Mai 2020 zur Einrichtung eines europäischen Instruments zur vorübergehenden Unterstützung zur Minderung von Arbeitslosigkeitsrisiken in einer Notlage (SURE) infolge des COVID-19-Ausbruchs. *Amtsblatt der Europäischen Union*.

Davies, E. (2003): Stability and Growth Pact: Ecofin Council Decides Not to Act on the Basis of European Commission Recommendations Regarding France and Germany. *European Sources Online*, 8. Dezember. URL: <https://www.europe-ansources.info/record/stability-and-growth-pact-ecofin-council-decides-not-to-act-on-the-basis-of-european-commission-recommendations-regarding-france-and-germany-november-2003/> (letzter Zugang: 23. Oktober 2025).



De Lemos Peixoto, S. und Loi, G. (2024): The New EU Fiscal Governance Framework. *In-Depth Analysis*, Economic Governance and EMU Scrutiny Unit, Europäisches Parlament, Brüssel. URL: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/760231/IPOL_IDA\(2024\)760231_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/760231/IPOL_IDA(2024)760231_EN.pdf) (letzter Zugang: 10. Dezember 2025).

De Santis, R.A. (2020): Impact of the Asset Purchase Programme on Euro Area Government Bond Yields Using Market News. *Economic Modelling*, 86, S. 192–209. URL: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2019.06.011>.

Demetriades, P. (2018): Failing Banks, Bail-ins and Central Bank Independence: Lessons from Cyprus. *CEPR VoxEU*. URL: <https://cepr.org/voxeu/columns/failing-banks-bail-ins-and-central-bank-independence-lessons-cyprus> (letzter Zugang: 28. November 2025).

Deutsche Bundesbank (2022): Staatsverschuldung im Euroraum: Entwicklungen in der Gläubigerstruktur. URL: <https://www.bundesbank.de/en/publications/se-arch/government-debt-in-the-euro-area-developments-in-creditor-structure-895586> (letzter Zugang: 27. November 2025).

Eiglsperger, M., Arioli, R., Goldhammer, B., Gonçalves, E. und Kouvavas, O. (2022): Owner-Occupied Housing and Inflation Measurement. *ECB Economic Bulletin*, Issue 1/2022. Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2022/html/ecb.ebart202201_01~f643aad55c.en.html (letzter Zugang: 27. November 2025).

EZB (1998): Eine stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie für das ESZB. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981013_1.en.html (letzter Zugang: 23. September 2025).

EZB (2003): Die geldpolitische Strategie der EZB. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.en.html (letzter Zugang: 23. September 2025).

EZB (2010): EZB beschließt Maßnahmen zur Bewältigung der starken Spannungen an den Finanzmärkten. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html> (letzter Zugang: 24. September 2025).

EZB (2012): Technische Merkmale der Outright Monetary Transactions. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html (letzter Zugang: 24. September 2025).

EZB (2015): EZB kündigt erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten an. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html (letzter Zugang: 24. September 2025).



EZB (2016): Beschluss (EU) 2016/948 der Europäischen Zentralbank vom 1. Juni 2016 über die Durchführung des Programms zum Ankauf von Unternehmensanleihen (EZB/2016/16). *Amtsblatt der Europäischen Union*.

EZB (2020a): EZB kündigt Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) in Höhe von 750 Mrd. EUR an. URL: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html (letzter Zugang: 24. September 2025).

EZB (2020b): EZB passt gezielte Kreditgeschäfte neu aus, um die Realwirtschaft weiter zu unterstützen. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200430~fa46f38486.en.html> (letzter Zugang: 28. September 2025).

EZB (2021): Der EZB-Rat verabschiedet seine neue geldpolitische Strategie. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708~dc78cc4b0d.en.html> (letzter Zugang: 23. September 2025).

EZB (2022): Das Transmissionsschutzinstrument. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.en.html> (letzter Zugang: 24. September 2025).

EZB (2025a): Häufig gestellte Fragen zum Ankaufprogramm für Unternehmensanleihen (CSPP). URL: https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/app/html/ecb.faq_cspp.en.html (letzter Zugang: 28. September 2025).

EZB (2025b): Häufig gestellte Fragen zu Programmen zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3). URL: https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/app/html/ecb.faq_cbpp3.en.html (letzter Zugang: 28. September 2025).

Eichengreen, B. und Wyplosz, C. (1998): The Stability Pact: More than a Minor Nuisance? *Economic Policy*, 13(26), S. 66–113. URL: <https://doi.org/10.1111/1468-0327.00029>.

Europäische Kommission (2004): Kommission berichtet über griechische Statistiken und leitet Vertragsverletzungsverfahren ein. URL: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_04_1431 (letzter Zugang: 24. August 2025).

Europäische Kommission (2015): New Guidelines on the Stability and Growth Pact (Memo zum SWP). URL: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/memo_15_3221 (letzter Zugang: 24. August 2025).

Europäische Kommission (2020): Mitteilung der Kommission an den Rat über die Aktivierung der allgemeinen Ausnahmeregelung des Stabilitäts- und Wachstumpakts. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0123> (letzter Zugang: 24. Oktober 2025).



Europäische Kommission (2025): Vorschlag für einen Beschluss des Rates über das System der Eigenmittel der Europäischen Union und zur Aufhebung des Beschlusses (EU, Euratom) 2020/2053. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52025PC0574&qid=1753797262498> (letzter Zugang: 28. November 2025).

Europäische Kommission (k. A. a): European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM). URL: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/european-financial-stabilisation-mechanism_en (letzter Zugang: 26. Oktober 2025).

Europäische Kommission (k. A. b): Financial Assistance for Portugal. URL: https://economy-finance.ec.europa.eu/eu-financial-assistance/euro-area-countries/financial-assistance-portugal_en (letzter Zugang: 27. November 2025).

Europäischer Gerichtshof (2004): Urteil in der Rechtssache C-27/04, Kommission der Europäischen Gemeinschaften gegen Rat der Europäischen Union. URL: <https://www.europeansources.info/record/press-release-judgment-of-the-court-of-justice-in-case-c-27-04-commission-of-the-european-communities-v-council-of-the-european-union-in-this-judgment-the-court-of-justice-clarifies-the-powers-of-t/> (letzter Zugang: 29. September 2025).

Europäischer Gerichtshof (2012): Urteil in der Rechtssache C-370/12, Thomas Pringle gegen Government of Ireland u. a. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:62012CJ0370> (letzter Zugang: 29. September 2025).

Europäischer Gerichtshof (2015): Urteil in der Rechtssache C-62/14, Peter Gauweiler u. a. gegen Deutscher Bundestag. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/ALL/?uri=CELEX:62014CJ0062> (letzter Zugang: 24. September 2025).

Europäischer Gerichtshof (2018): Urteil in der Rechtssache C-493/17, Heinrich Weiss u. a. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/GA/ALL/?uri=CELEX:62017CJ0493> (letzter Zugang: 24. September 2025).

Europäisches Parlament (2022): Financial Assistance for EU Member States and Non-EU Countries. *European Parliamentary Research Service Briefing*. URL: [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI\(2022\)733631](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2022)733631) (letzter Zugang: 25. Oktober 2025).

Eyraud, L. und Wu, T. (2015): Playing by the Rules: Reforming Fiscal Governance in Europe. *IMF Working Paper* 15/67, International Monetary Fund, Washington, D.C. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Playing-by-the-Rules-Reforming-Fiscal-Governance-in-Europe-42804> (letzter Zugang: 24. August 2025).

Friedman, M. (1971): Government Revenue from Inflation. *Journal of Political Economy*, 79(4), S. 846–856.



Goldstein, A. (2003): Privatisation in Italy 1993–2002: Goals, Institutions, Outcomes and Open Issues. *OECD Working Papers on International Investment*, Nr. 2003/3. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.396324>.

de Grauwe, P. (1997): *The Economics of Monetary Integration*. Oxford University Press, Oxford.

von Hagen, J. und Harden, I.J. (1995): Budget Processes and Commitment to Fiscal Discipline. *European Economic Review*, 39(3–4), S. 771–779.

von Hagen, J. und Wolff, G.B. (2006): What Do Deficits Tell Us About Debt? Empirical Evidence on Creative Accounting with Fiscal Rules in the EU. *Journal of Banking & Finance*, 30(12), S. 3259–3279. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.011>.

Harmon, M.D. und Heisenberg, D. (1993): Explaining the European currency crisis of September 1992. *German Politics & Society*, 29, S. 19–51.

Hayek, F.A. von (1976): *Denationalisation of Money: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*. Institute of Economic Affairs, London.

Heinemann, F. (2018): Zur Aufteilung der PSPP-Anleihekäufe auf die Euro-Mitgliedstaaten. ZEW, Mannheim. URL: https://www.zew.de/fileadmin/FTP/gutachten/PSPP_Analyse_Heinemann_2018.pdf (letzter Zugang: 21. November 2025).

Heipertz, M. und Verdun, A. (2010): *Ruling Europe: The Politics of the Stability and Growth Pact*. Cambridge University Press, Cambridge/New York.

Israel, K.-F. und Schnabl, G. (2020): Alternative Measures of Price Inflation and the Perception of Real Income in Germany. *SSRN Working Paper*. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3703461>.

Koen, V. und van den Noord, P. (2005): Fiscal Gimmickry in Europe: One-Off Measures and Creative Accounting. *OECD Economics Department Working Papers*, Nr. 417, OECD Publishing, Paris. URL: <https://doi.org/10.1787/237714513517> (letzter Zugang: 24. Oktober 2025).

Kydland, F.E. und Prescott, E.C. (1977): Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85(3), S. 473–491.

Maltritz, D. und Wüste, S. (2024): Creative Accounting and Fiscal Rules in EU Member States: An Analysis Based on Stock Flow Adjustments. *Review of Economics*, 75(2), S. 163–191. URL: <https://doi.org/10.1515/roe-2024-0031>.



Massoc, E.C. (2021): When Do Banks Do What Governments Tell Them To? A Comparative Study of the Management of Greek Bonds in France and Germany at the Onset of the Euro Crisis. *New Political Economy*, 26(4), S. 674–689. URL: <https://doi.org/10.1080/13563467.2020.1810214>.

Murai, T. und Schnabl, G. (2021): Macroeconomic Policy-Making and Current Account Imbalances in the Euro Area. *SSRN Working Paper*. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.3875987>.

National Treasury Management Agency (k. A.): EU-IMF Programme. URL: <https://www.ntma.ie/business-areas/funding-and-debt-management/other/eu-imf-programme> (letzter Zugang: 27. November 2025).

National Treasury Management Agency (k. A.) *EU-IWF-Programm*. Verfügbar unter: <https://www.ntma.ie/business-areas/funding-and-debt-management/other/eu-imf-programme> (Zugriff: 27. November 2025).

Oxford Economics (2024): Wie die Inflation die Staatsschulden aufgezehrt hat und warum das wichtig ist. URL: https://www.oxfordeconomics.com/resource/how-inflation-eroded-governments-debts-and-why-it-matters/?utm_source=chatgpt.com (letzter Zugang: 23. September 2025).

Ray Chaudhuri, R. (2018): Germany and the European Central Bank. In: *Central Bank Independence, Regulation and Monetary Policy: From Germany and Greece to China and the United States*. Palgrave Macmillan, New York, S. 83–117. URL: https://doi.org/10.1057/978-1-137-58912-5_5.

Sargent, T.J. und Wallace, N. (1981): Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(Fall), S. 1–17. URL: <https://doi.org/10.21034/qv.531> (letzter Zugang: 18. September 2025).

Schnabl, G. und Sepp, T.F. (2021): Inflationsziel und Inflationsmessung in der Eurozone im Wandel. *Wirtschaftsdienst*, 101(8), S. 615–620.

Sinn, H.-W. (2012): Die Target-Kredite der Deutschen Bundesbank. *ifo Schnelldienst*, 65, Sonderausgabe 21.03.2012, S. 3–34. URL: <https://www.ifo.de/publikationen/2012/aufsatz-zeitschrift/die-target-kredite-der-deutschen-bundesbank> (letzter Zugang: 21. November 2025).

Sinn, H.-W. (2020): *The Economics of Target Balances*. Palgrave Macmillan, Basingstoke.

Vercelli, P.P. und Federico, P. (2023): Banken und der Kauf von Staatsanleihen: Die italienische Erfahrung von 1890 bis heute. *Quaderni di Storia della Banca d'Italia*, Nr. 50, Banca d'Italia, Rom. URL: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/quaderni-storia/2023-0050/index.html> (letzter Zugang: 21. August 2025).

Wolman, A.L. (2013): Federal Reserve Interdistrict Settlement. *Economic Quarterly*,



99(2), S. 117–141, Federal Reserve Bank of Richmond. URL: https://www.richmond-fed.org/publications/research/economic_quarterly/2013/q2/wolman (letzter Zugang: 21. November 2025).

Wyplosz, C. (2005): Fiscal Policy: Institutions versus Rules. *National Institute Economic Review*, 191, S. 64–78.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch SE dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch SE selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch SE. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch SE nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch SE

© 2025 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch SE, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *geschäftsführende Direktoren* Dr. Bert Flossbach, Dr. Tobias Schafföner, Dr. Till Schmidt, Marcus Stollenwerk; *Vorsitzender des Verwaltungsrats* Kurt von Storch; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 120 796 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Tom Bugdalle; *Redaktionsschluss* 12. Dezember 2025