



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

MAKRO 09/01/2026

Der Euro als optimaler Währungsraum?

Eine Bestandsaufnahme

von MORITZ PFEIFER* & GUNTHER SCHNABL

Zusammenfassung

Der Euro ist kein optimaler Währungsraum, weil die Heterogenität innerhalb des Währungsraums immer noch groß ist. Der Zusammenhalt kann nur durch die EZB und die EU gesichert werden, was mit Inflations-, Wachstums- und Verteilungsrisiken verbunden ist.

Abstract

The euro is not an optimal currency area because there is still considerable heterogeneity within the currency area. Cohesion can only be ensured by the ECB and the EU, which entails risks in terms of inflation, growth and distribution.

* Universität Leipzig, Institut für Wirtschaftspolitik



*The euro is like a bumblebee.
This is a mystery of nature because it shouldn't fly but instead it does.
(Mario Draghi)*

1. Einleitung

Am 1.1.2026 ist Bulgarien als 21. Mitglied dem Euro beigetreten. EZB-Präsidentin Christine Lagarde (2025) hatte im Vorfeld Bulgarien Stabilität versprochen. Mit dem Euro würde Bulgarien gegen eine zunehmend wirtschaftlich instabile Welt geschützt sowie das Tor zu den EU-Kapitalmärkten und damit zu günstigeren Finanzierungskosten geöffnet. Die Bulgaren würden nicht ihre geldpolitische Unabhängigkeit verlieren, sondern durch die Teilnahme an den geldpolitischen Entscheidungen der EZB an Souveränität gewinnen. Lagarde mahnte aber auch an, dass Bulgarien nach dem Beitritt notwendige Reformen fortsetzen müsse. In der Bevölkerung hatte Skepsis vorgeherrscht. Was erwartet Bulgarien im Euroraum? Zeit für eine Bestandsaufnahme.

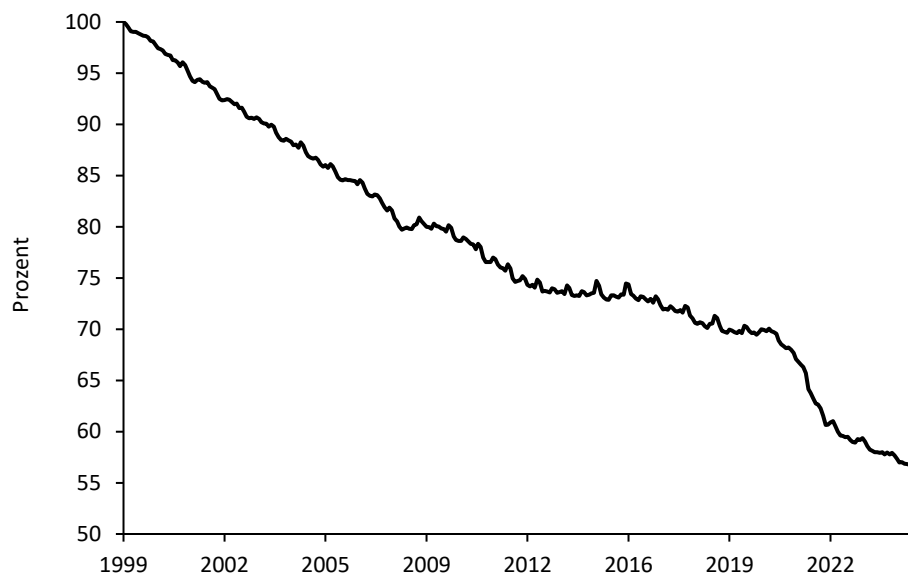
Die Euroeinführung 1999 wurde als wichtige Etappe auf dem Weg zu einem vereinigten Europa gesehen. Der französische Präsident Jacques Chirac (1999) versprach den Unternehmen neue Entwicklungsmöglichkeiten und den Verbrauchern günstigere Preise. Der Euro werde zu einem Stabilitätspol in Europa. Der deutsche Kanzler Gerhard Schröder (2001) sah zur Eurobargeldeinführung bessere Zeiten als unter der guten alten D-Mark kommen. Auseinandersetzungen würden fortan höchstens noch zwischen Bürokratien stattfinden, aber nicht mehr zwischen Bürgern in der Europäischen Union.

Gut 25 Jahre später ist die Stimmung in Europa gedrückt. Der Euroraum hat ab 2008 eine große Finanz- und Schuldenkrise durchlaufen, die auch als Eurokrise bezeichnet wird. Die Einheitswährung musste nach dem Motto „*Whatever it takes*“ mit zahlreichen fiskalischen und geldpolitischen Instrumenten stabilisiert werden (Murai und Schnabl 2021). Das offiziell gemessene Preisniveau (HVPI) ist seit Einführung des Euro deutlich angestiegen, sodass der Euro bald die Hälfte seines Wertes verloren hat (Abb. 1). Das Wachstum ist gering und eine zunehmende politische Polarisierung zeugt von gesellschaftlichen Konflikten, die ihren bisherigen Höhepunkt in der aktuellen französischen Schuldenkrise gefunden haben.

Vor der Einführung des Euro hatte der Ökonom Paul Krugman (1990) vor wachsenden ökonomischen Ungleichgewichten als Folge der hohen Heterogenität des Euroraums gewarnt. Milton Friedman (1997) befürchtete, dass eine einheitliche Geldpolitik politische Spannungen bis hin zur Spaltung mit sich bringen könnte, weil die Heterogenität innerhalb des Euroraums nicht durch flexible Wechselkurse ausgeglichen werden könne. Dem hatte die Europäische Kommission (1990) entgegen gesetzt, dass der Euro zu mehr Konvergenz und Wachstum führen würde. Ob sich diese Hoffnungen erfüllt haben, wird im Folgenden auf der Grundlage der Theorie der optimalen Währungsräume analysiert, um eine Einschätzung über mögliche zukünftige Inflationsrisiken zu geben.



Abbildung 1: Kaufkraftverlust des Euro seit Einführung



Quelle: EZB und eigene Berechnung auf der Grundlage des HVPI.

2. Die EWU als optimaler Währungsraum?

Ob ein Währungsraum optimal ist, hängt von der Sichtweise ab. Schon lange vor der Einführung des Euro entwickelten Mundell (1961), McKinnon (1963) und Kenen (1969) die Theorie der optimalen Währungsräume, die im Zuge der Euroeinführung aus unterschiedlichen Sichtweisen diskutiert wurde.¹

2.1. Theorie der optimalen Währungsräume nach Mundell

Robert Mundell war Kanadier. Kanada hat eine heterogene Wirtschaftsstruktur. Im Osten des Landes dominiert die Industrie, im Westen die Land- und Forstwirtschaft. Mundells (1961) Theorie der optimalen Währungsräume basierte auf der noch heute üblichen Annahme, dass die Zentralbank in der Rezession die Zinsen senken soll, um die Konjunktur zu stabilisieren. Im Boom sollte sie die Zinsen erhöhen, um die Inflation zu bremsen. Das ist zielführend, solange beide Landesteile dem gleichen Konjunkturzyklus folgen. Zinssenkungen kommen beiden Landesteilen zugute, wenn sie gleichzeitig in einer Rezession sind. Zinserhöhungen helfen ihnen, wenn im Boom gleichzeitig die Inflation steigt.

Doch das Problem sind sogenannte asymmetrische Schocks. Verschiebt sich beispielsweise die Nachfrage von Möbeln, die im Westen des Landes produziert werden, zu Autos, deren Produktion im Osten liegt, dann steht die gemeinsame Zentralbank vor einem Dilemma. Senkt sie die Zinsen, um dem Westen aus der Krise zu

¹ McKinnon (1961) argumentierte, dass in kleinen Ländern, wo die Importe einen großen Anteil am Bruttoinlandsprodukt haben, schwankende Wechselkurse zu starken Preisschwankungen führen, die ein Hindernis für Investitionen sind. Er sah deshalb gerade für kleine Länder einen großen Vorteil in einem Beitritt zur Währungsunion.



helfen, dann heizt sie im Osten die Inflation an. Erhöht sie die Zinsen, um die Inflation im Osten des Landes einzudämmen, dann verschärft sie im Westen die Krise. Bleibt sie untätig, dann bremst sie im Westen die schwache Konjunktur und treibt im Osten die Inflation an.

Die Anpassungslast liegt dann bei den Arbeitsmärkten. Weil im Westen die Arbeitslosigkeit steigt, müssen die Preise und Löhne fallen, damit der Westen aus der Krise kommt. Oder die im Westen arbeitslos gewordenen Menschen wandern in den Osten ab, wo das dann höhere Angebot von Arbeitskräften das Lohnwachstum und damit die Inflation dämpft. Das führte Mundell (1961) zu der Schlussfolgerung, dass eine gemeinsame Zentralbank in einem heterogenen Währungsraum nur dann sinnvoll ist, wenn die Arbeitsmärkte, wie in Nordamerika, ausreichend flexibel sind.

Mit der Diskussion um eine gemeinsame europäische Währung stellte sich zu Beginn der 1990er Jahre die Frage, ob die geplante europäische Währungsunion ein optimaler Währungsraum ist.² Seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems Anfang der 1970er Jahre hatte es in Europa zwei Zentralbankmodelle gegeben (De Grauwe 2022). Die Deutsche Bundesbank war unabhängig und verteidigte konsequent die Geldwertstabilität. Viele andere Zentralbanken, insbesondere im Süden Europas trugen hingegen zur Finanzierung der Staatsausgaben bei, was höhere Inflationsraten nach sich zog. Die unterschiedlichen Ausrichtungen der Geld- und Finanzpolitiken und die damit verbundenen unterschiedlichen Konjunkturentwicklungen wurden über oft erratische Wechselkursanpassungen ausgeglichen, die maßgeblich die Integration der Gütermärkte im gemeinsamen Europa störten.³

Unterschiedliche wirtschaftspolitische Zielsetzungen kombiniert mit unterschiedlichen Wirtschaftsstrukturen legten eine hohe Wahrscheinlichkeit asymmetrischer Schocks nahe. Bayoumi und Eichengreen (1993) kamen in einem Papier mit dem Titel „*Shocking Aspects of European Monetary Integration*“ zu dem Schluss, dass es einen großen Unterschied zwischen Angebotsschocks im Zentrum der Europäischen Gemeinschaft (Deutschland, Frankreich, Belgien, Niederlande und Dänemark) und in anderen potenziellen Mitgliedsländern wie Italien, Spanien, Portugal, Irland, Griechenland und dem Vereinigten Königreich gebe. Die damaligen westeuropäischen Kandidatenländer für den Euro seien als Gruppe kein optimaler Währungsraum.⁴ Zudem sind die Arbeitsmärkte in Westeuropa damals wie heute aufgrund der weitreichenden sozialen Sicherungssysteme unflexibel.

² Die Deutsche Mark war aufgrund ihrer herausragenden Stabilität die führende Anker- und Reservewährung in Europa. Damit hatte die Deutsche Bundesbank die Währungspolitik der Partnerländer in Europa dominiert, was insbesondere Frankreich ein Dorn im Auge war. Zu Beginn der 1990er-Jahre soll Frankreich seine Zustimmung zur deutschen Wiedervereinigung von Deutschlands Zustimmung zu einer gemeinsamen europäischen Währung abhängig gemacht haben (Marsh 2011).

³ Das Europäische Währungssystem, das seit 1978 eine Stabilisierung der Wechselkurse in Westeuropa anstrebte, war immer wieder Turbulenzen ausgesetzt (Gros und Thygesen 1992).

⁴ Als nach der Osterweiterung der EU im Jahr 2004 auch einige osteuropäischen Länder über den Beitritt zum Euro nachdachten, wurden die Untersuchungen für eine erweiterte Ländergruppe wieder aufgesetzt. Eine Meta-Studie von Fidrmuc und Korhonen (2006) kam zu dem Ergebnis, dass die Konjunkturzyklen in einigen, aber nicht allen osteuropäischen Staaten schon stark mit dem Euroraum



2.2. Die Sichtweise der Europäischen Kommission

Eine Studie der Europäischen Kommission (1990) mit dem Titel „*One Market, One Money*“, die die Vor- und Nachteile einer Währungsunion in Westeuropa untersuchte, kam hingegen zu dem Schluss, dass asymmetrische Schocks in den zukünftigen gemeinsamen Währungsraum unwahrscheinlich seien, da in Westeuropa intra-industrieller Handel dominiere. Sie stützte sich damit auf Kenen (1969), der argumentiert hatte, dass große Länder aufgrund ihrer diversifizierten Wirtschaftsstruktur in einer Währungsunion asymmetrische Schocks gut absorbieren können. Konkret gab es beispielsweise sowohl in Deutschland als auch in Frankreich viele unterschiedliche Industriezweige innerhalb derer über die deutsch-französische Grenze gehandelt wurde, beispielsweise bei Automobilen oder Pharmaprodukten.

Bei einer Krise in der Autoindustrie wären deshalb nach Kenen (1969) sowohl Deutschland als auch Frankreich betroffen. Für beide Länder brächten Zinssenkungen einer gemeinsamen Zentralbank Erleichterung. Zudem würde eine Autokrise in beiden Ländern von anderen Industriezweigen aufgefangen, was den Druck auf die gemeinsame Zentralbank reduzieren würde, die Zinsen zu senken. Zwar argumentierte Krugman (1991), dass eine gemeinsame Währung zu einer stärkeren räumlichen Konzentration von Industrien innerhalb des Währungsraums führen würde, beispielsweise der Autoindustrie auf Deutschland und der Pharmaindustrie auf Frankreich. Doch dann würde nach Ansicht der Europäischen Kommission (1990) ein Automobilcluster über die Grenze, beispielsweise von Baden-Württemberg in das Elsass und nach Lothringen hineinreichen, sodass auch aus dieser Sicht der gemeinsamen Währung nichts entgegenstand.

2.3. Endogenität des OCA-Kriteriums und die Rolle integrierter Finanzmärkte

Frankel und Rose (1998) argumentierten, dass selbst wenn die Konjunkturzyklen in einer neu gegründeten Währungsunion zwar nicht sofort gleich verlaufen würden, diese nach Einführung der gemeinsamen Währung konvergieren würden. Nachdem die Umtauschkosten und wechselkursbedingte Schwankungen der Wettbewerbsfähigkeit eliminiert seien, würden sich die Handelsbeziehungen intensivieren und die Konjunkturzyklen sich damit angleichen. Denn wenn beispielsweise Frankreich im Boom und Deutschland in der Krise ist, dann kauft Frankreich mehr Güter in Deutschland, was die Konjunktur in Deutschland belebt.

Zudem wurden ab den 1970er Jahren die Finanzmärkte liberalisiert, sodass diese in die Überlegungen zum optimalen Währungsraum Eingang fanden. Mundell (1973a) argumentierte, dass es bei Wechselkursschwankungen ein großes Risiko sei, in anderen Ländern zu investieren. Eine Abwertung der Währung des Ziellandes reduziert die Rendite gemessen in der Währung des Investors. Starke Wechselkursschwankungen seien deshalb eine Hürde für eine effiziente Kapitalallokation

korreliert waren. Ein Update der Studie von Bayoumi und Eichengreen (1993) von Campos und Macchiarelli (2016) kommt zu dem Ergebnis, dass sich für den Zeitraum von 1989 bis 2015 die Divergenz im Euroraum für die gleiche Ländergruppe signifikant reduziert hat, aber immer noch vorhanden ist.



innerhalb eines gemeinsamen Wirtschaftsraums. Dieser Mangel werde durch eine gemeinsame Währung geheilt.

Zudem könnten nach Mundell (1973b) integrierte Kapitalmärkte asymmetrische Schocks absorbieren, worauf McKinnon (2004) hingewiesen hat. Sind beispielsweise in einem integrierten Kapitalmarkt die Deutsche Bank und die Crédit Lyonnais sowohl in Frankreich als auch in Deutschland tätig, dann würde bei einer Krise in Frankreich die Crédit Lyonnais zwar Kreditausfälle realisieren. Dies würde aber durch weniger Kreditausfälle im boomenden Deutschland ausgeglichen.

Bei einer Bankenkrise wäre Frankreich nicht einseitig betroffen. Die gute Konjunktur in Deutschland würde den französischen Banksektor stabilisieren. Da man davon ausging, dass die gemeinsame Währung die Integration der Kapitalmärkte im Euroraum befördern würde, und die Entwicklung auf den Finanzmärkten für die Entwicklung der Gütermärkte an Bedeutung gewonnen hat, implizierte das, dass die Finanzmärkte den Euro stabilisieren.

3. Ursachen für die Divergenz in der Europäischen Währungsunion

Entgegen den Prognosen der Europäischen Kommission (1990), der Hypothese der Endogenität des Kriteriums für optimale Währungsräume (Frankel und Rose 1998) und der Idee von Mundell (1973a) der Absorption asymmetrischer Schocks durch integrierte Finanzmärkte, haben sich die Konjunkturzyklen im Euroraum seit Einführung des Euros aus mindestens drei Gründen nicht angeglichen.

3.1. Fehler in der Konstruktion des gemeinsamen Währungsraums

Die Europäische Währungsunion ist dahingehend eine Fehlkonstruktion, dass keine politische Union zugrundliegt und sie deshalb keine gemeinsame Finanz- und Sozialpolitik hat (Feldstein 1997).⁵ In den USA, Japan und dem Vereinigten Königreich gibt es nicht nur eine gemeinsame Zentralbank, sondern auch ein gemeinsames Finanzministerium, das für das ganze Land verantwortlich ist. Alle Japaner zahlen Steuern an den japanischen Staat. Die Regierung in Tokio entscheidet zusammen mit dem Parlament über die Ausgaben und über die Ausgestaltung der Wirtschafts- und Sozialpolitik. Zudem verfügt Japan über einen regionalen Finanzausgleich, der hilft, unterschiedliche Konjunkturzyklen innerhalb des Landes anzugleichen (Fischer und Schnabl 2018).

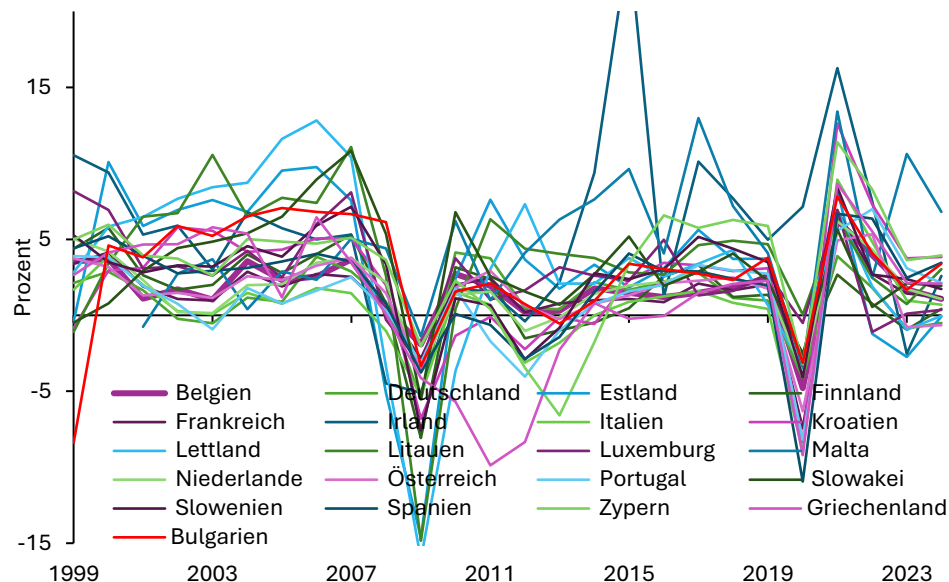
Gemeinsame Finanz- und Sozialpolitiken helfen, unterschiedliche Konjunkturentwicklungen in einem gemeinsamen Währungsraum auszugleichen (De Grauwe 2022). Niedrige Steuereinnahmen im Rezessionsland (z. B. Deutschland) würden bei einem gemeinsamen Finanzministerium in Brüssel durch höhere

⁵ „No sizable country anywhere in the world is without its own currency. A national currency is both a symbol of sovereignty and the key to the pursuit of an independent economic and budget policy. The tentative decision of the European Union member states (with the exceptions of Denmark and the United Kingdom), embodied in the Maastricht treaty, to abandon their national currencies in favor of the euro is therefore a decision of fundamental political significance.“ Feldstein (1997: 24).



Steuerzahlungen im boomenden Frankreich ausgeglichen. Ein gemeinsames europäisches Finanzministerium müsste dann nicht Ausgaben kürzen oder die Schulden erhöhen. Im Boomland würden mehr Beiträge in die gemeinsame Arbeitslosenversicherung eingezahlt, mit denen die höheren Auszahlungen im Krisenland finanziert würden.

Abbildung 2: Reales Wachstum der Euroländer



Quelle: IWF.

Der erste Plan für eine gemeinsame Währung in Europa, der sogenannte Werner-Plan, hatte schon im Jahr 1970 nicht nur eine gemeinsame Geldpolitik, sondern auch eine gemeinsame Finanz- und Wirtschaftspolitik vorgesehen (Gros und Thygesen 1992). Doch ist eine gemeinsame Finanz-, Wirtschafts- und Sozialpolitik in der Europäischen Union bis heute nicht realisiert. Zwar verfügt die Europäische Union über eine eigene Regionalpolitik, die finanzielle Mittel an wirtschaftlich schwache Regionen in Europa verteilt (European Commission 2025). Diese hat aber eine Angleichung der Lebensverhältnisse nicht erreicht. Die Divergenz der Konjunkturzyklen ist nach wie vor hoch (Abb. 2). Durch die sukzessive Erweiterung des Euroraums ist die Heterogenität zusätzlich angestiegen.

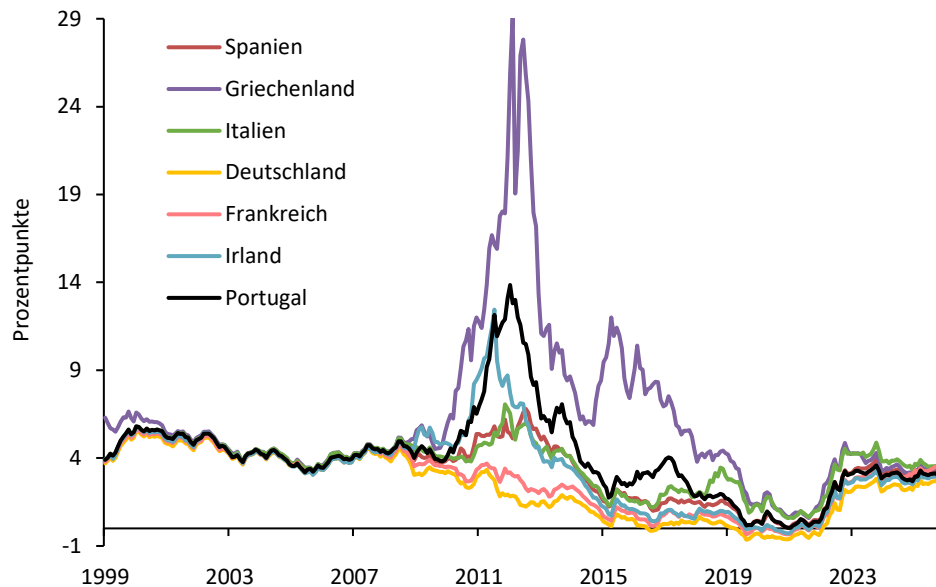
3.2. Unkoordinierte Finanzpolitiken

Schon früh nach der Euroeinführung haben unterschiedlich ausgerichtete Finanzpolitiken die Konjunkturzyklen im Euroraum auseinandergehen lassen. Die Maastricht-Kriterien zum Eurobeitritt hatten es de facto zur Bedingung gemacht, dass die hohen Inflationsraten in den Euroländern auf das Niveau von Deutschland sinken. Da damit die Zinsen insbesondere in den südlichen Euroländern auf das Niveau von Deutschland stark sanken (Abb. 3), zog dort der Eurobeitritt eine starke Zunahme der Investitionstätigkeit und des Konsums nach sich. Gleichzeitig brachte Deutschland Reformen voran (Bradley and Kügler 2019), da die kostspielige



Wiedervereinigung Deutschland in Konflikt mit der Maastricht-Staatsschuldenobergrenze in Höhe von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts gebracht hatte.⁶

Abbildung 3: Langfristige Zinsen im Euroraum



Quelle: IWF.

Austerität bei den Staatsausgaben, die Kürzung von Sozialleistungen und die Schaffung von Anreizen zur privaten Altersvorsorge bewirkten in Deutschland einen Anstieg der Ersparnisbildung von Staat, Haushalten und Unternehmen. Da im Inland aber die Kapitalnachfrage stockte, vergaben die deutschen Banken mehr Kredite in den südlichen Euroraum, wo diese den Konsum sowie Übertreibungen auf den Immobilienmärkten anheizten (Schnabl 2018). Da in den Boomphasen die Einnahmen der südlichen Eurostaaten von Steuern und Sozialbeiträgen anstiegen, erhöhten die südlichen Euroländer auch Staatsausgaben, was die Übertreibungen weiter befeuerte.

3.3. Asynchrone Finanzzyklen

Während volkswirtschaftliche Modelle meist einseitig auf Gütermärkte ausgerichtet sind, haben spätestens seit der Jahrtausendwende die Finanzmärkte eine wachsende Bedeutung für die wirtschaftliche Entwicklung gewonnen. Die zunehmend expansiven Geldpolitiken haben weltweit nicht nur ein schnelles Wachstum der Finanzmärkte begünstigt, sondern auch euphorische Boomphasen auf den Finanzmärkten beflügelt, die immer wieder in einschneidende Finanzkrisen gemündet sind (Shiller 2000). Da die Zinspolitiken der Zentralbanken schneller ihre Wirkung auf den Finanzmärkten in Form steigender oder fallender Vermögenspreise entfalteten, die Zentralbanken jedoch ihre Entscheidungen auf

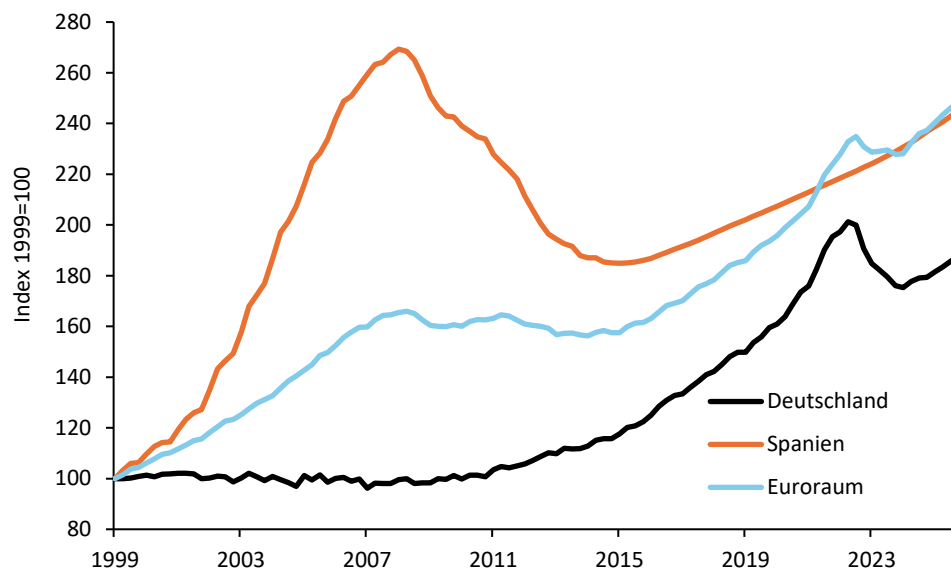
⁶ Das englische Wochenmagazin „The Economist“ hatte Deutschland als „*kranken Mann Europas*“ bezeichnet. Die Wiedervereinigung, ein verkrusteter Arbeitsmarkt und schwache Exporte hatten die Arbeitslosenquote in den zweistelligen Bereich getrieben.



Verbraucherpreisinflationsraten ausrichteten, dämmten die Geldpolitiken Übertreibungen auf den Finanzmärkten nicht ein, sondern feuerten diese an (Schnabl 2019).⁷

Deshalb erfüllten die Finanzmärkte auch die von Mundell (1973b) angenommene Stabilisierungsfunktion nicht. Im Gegenteil begründen seit Einführung des Euro die einseitigen Kreditströme unterschiedliche Konjunkturzyklen. Seit der Jahrtausendwende gingen die Kreditflüsse von Deutschland in den südlichen Euroraum mit divergierenden Konjunkturzyklen einher. Mit dem Ausbruch der europäischen Finanz- und Schuldenkrise zogen die deutschen Banken ihre Kredite aus dem Süden zurück, was im Süden die Krisen verstärkte, in Deutschland aber die Konjunktur begünstigte.⁸ Insbesondere die Kombination von expansiven Geld- und Finanzpolitiken zog Übertreibungen auf den Immobilien- und Finanzmärkten nach sich.

Abbildung 4: Immobilienpreise in Spanien, Deutschland und Euroraum



Datenquelle: Oxford Economics.

Abbildung 4 zeigt die asynchrone Entwicklung auf den Immobilienmärkten des Euroraums seit der Euroeinführung für Deutschland und Spanien. Zwischen 2001 und 2008 boomten die Immobilienmärkte in Spanien, während sie in Deutschland stagnierten. Mit Ausbruch der europäischen Finanz- und Schuldenkrise brachen die Immobilienpreise in Spanien ein, während die anhaltende Niedrigzinspolitik der EZB in Reaktion auf die Krise fortan die Immobilienpreise in Deutschland nach oben trieb. Nach einem synchronen Verlauf zwischen 2014 und 2022, divergierten die Immobilienpreise wieder.

⁷ Siehe dazu die monetäre Überinvestitionstheorie von Mises (1912) und Hayek (1976).

⁸ Entscheidend war der Policy-Mix jeweils einer in der Tendenz expansiven Geldpolitik der EZB und expansiver bzw. restriktiver Finanzpolitiken.



Das kürzlich beschlossene Schuldenprogramm in Deutschland könnte einen neuen asymmetrischen Schock innerhalb des Euroraums begründen, weil die Staatsausgaben einseitig in Deutschland, das noch über mehr Verschuldungsspielraum verfügt, schuldenfinanziert stark ausgeweitet werden. Der Fokus auf Infrastrukturinvestitionen könnte einen neuen Preisanstieg auf den deutschen Immobilienmärkten nach sich ziehen, während steigende Zinsen in Deutschland den Immobilienmärkten anderer Euroländer Liquidität entziehen könnten.

4. Divergenz-Indikatoren

Damit stellt sich die Frage, wie sich die Divergenz im Euroraum über die Zeit hinweg entwickelt hat. Für eine wachsende Divergenz spricht grundsätzlich, dass der mit elf Ländern gestartete Währungsraum, der bereits damals heterogen war (Bayoumi und Eichengreen 1993, Honohan und Lane 2003, Obstfeld und Peri 2003) durch die schrittweise Erweiterung auf heute 21 Länder noch heterogener geworden ist. Insbesondere sind einige mittel- und osteuropäische Länder mit deutlich niedrigeren Pro-Kopf-Einkommen beigetreten, zuletzt Bulgarien. Durch heterogene Wirtschaftsstrukturen werden selbst gemeinsame Schocks wie die globale Finanzkrise 2008 unterschiedlich übertragen (Dornbusch, Favero und Giavazzi 1998), sodass auch die Transmission der geldpolitischen Entscheidungen beeinträchtigt sein kann.

4.1. Divergenz makroökonomischer Fundamentaldaten

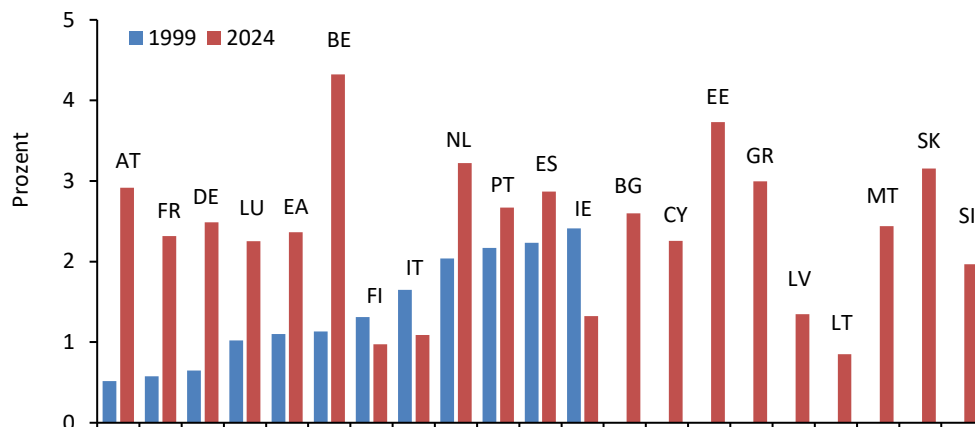
Konvergenz ist nach Artikel 119 AEUV ein wichtiges Ziel der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion.⁹ Das erfordert eine „enge Koordinierung der Wirtschaftspolitik“ sowie nachhaltiges Wachstum, Preisstabilität, gesunde öffentliche Finanzen und monetäre Stabilität. Als Ziel der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank ist nach Art. 127, Abs. 1 AEUV die Preisstabilität verankert. Da man ursprünglich davon ausging, dass der EZB dafür nur ein Instrument, nämlich der Zins zur Verfügung stehen würde (konventionelle Geldpolitik), galt „*One size fits all*“ (EZB 1999): Die EZB sollte ihre Zinsentscheidungen auf die durchschnittliche Inflationsrate des gesamten Euroraums ausrichten.¹⁰ Das impliziert im Sinn von Mundell (1961), dass ein Leitzins nur dann für alle Länder treffsicher ist, wenn deren Inflationsraten nahe an der durchschnittlichen Inflationsrate des gesamten Euroraums liegen.

⁹ „Die Tätigkeit der Mitgliedstaaten und der Union im Sinne des Artikels 3 des Vertrags über die Europäische Union umfasst nach Maßgabe der Verträge die Einführung einer Wirtschaftspolitik, die auf einer engen Koordinierung der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten, dem Binnenmarkt und der Festlegung gemeinsamer Ziele beruht und dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb verpflichtet ist.“

¹⁰ „the ECB has been assigned the primary objective of maintaining price stability in the euro area. The ECB therefore has no choice but to take a euro area perspective: its policy decisions aim at area-wide price stability. Those decisions draw on all available information, including that deriving from national indicators, but they cannot be tailored to the specific needs of a single Member State.“ (Bini Smaghi 2011).



Abbildung 5: Inflationsraten der Euroländer 1999 und 2024



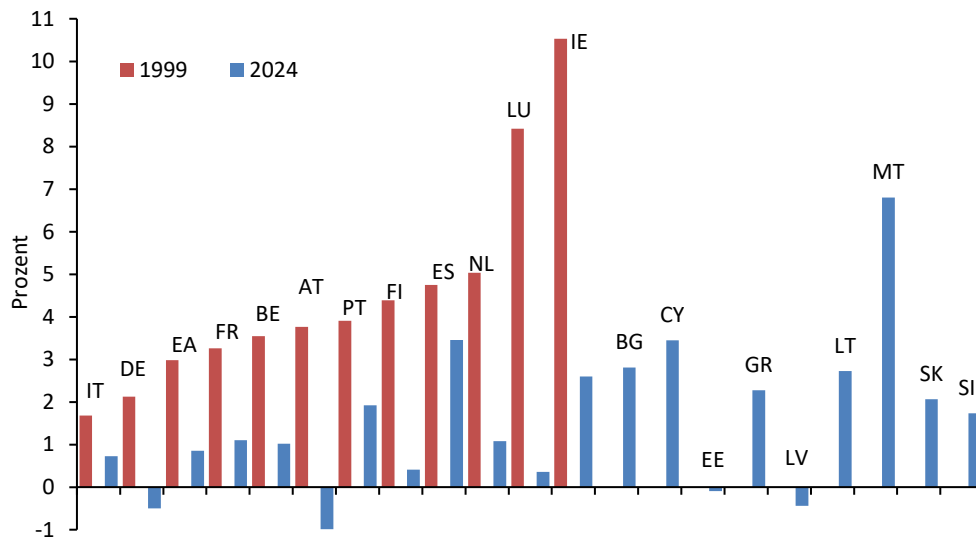
Quelle: EZB. Kein Eintrag für Länder 1999, die 1999 kein Mitglied der Währungsunion waren.

Abbildung 5 zeigt, dass die Inflationsraten in den einzelnen Ländern bereits 1999 trotz des notwendigen Konvergenzprozesses für den Euroraum unterschiedlich waren. Im Jahr 2024 hat die Heterogenität bei den Inflationsraten der 20 Euroländer gegenüber dem Eurogründungsjahr 1999 mit damals noch 11 Ländern zugenommen. Das liegt sowohl an der höheren Anzahl der Mitgliedsländer des Euroraums als auch an unterschiedlicheren Inflationsdynamiken in den Eurogründungsländern. Bei einer wachsenden Heterogenität steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Europäische Zentralbank mit einem einheitlichen Zins die Inflation oder Deflation in einzelnen Euroländern verstärkt.

Da auch das Wachstum eine wichtige Rolle für geldpolitische Entscheidungen spielt (Taylor 1993), machen auch deutliche Wachstumsunterschiede innerhalb des Euroraums das Umfeld für geldpolitische Entscheidungen schwieriger. Abbildung 6 zeigt hohe Wachstumsunterschiede innerhalb des gemeinsamen Währungsraums sowohl im Gründungsjahr des Euro 1999 als auch im Jahr 2024. Unterschiedliche Inflations- und Wachstumsraten in einem gemeinsamen Währungsraum beeinflussen auch die Lohnentwicklungen, die sich an Inflation und Produktivitätswachstum ausrichten. Unterschiedliche Lohnentwicklungen im Euroraum sind schon deshalb möglich, weil die Lohnabschlüsse auf nationaler Ebene und nicht auf der Ebene der EU verhandelt werden.



Abbildung 6: Wachstumsraten der Euroländer 1999 und 2024



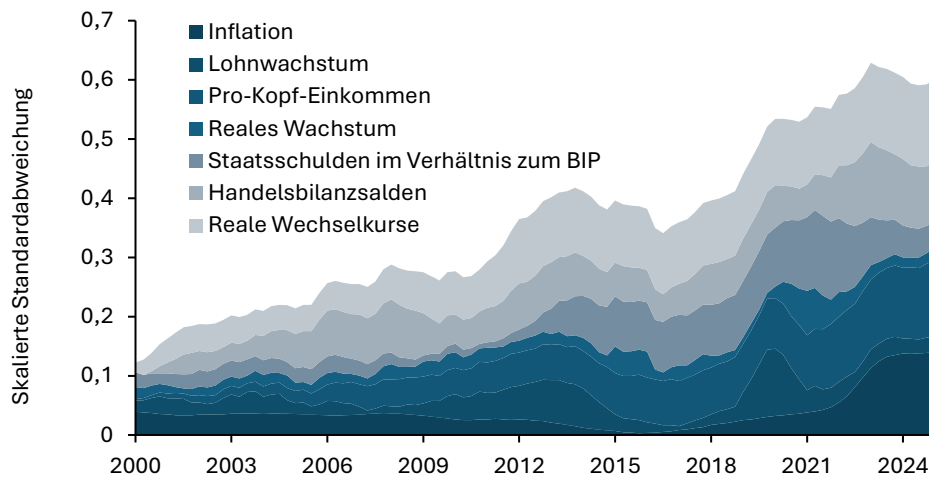
Quelle: EZB. Kein Eintrag für Länder 1999, die 1999 kein Mitglied der Währungsunion waren.

Bei unwiderruflich festen Wechselkursen in einem gemeinsamen Währungsraum gibt es zwar keine nominalen Wechselkursschwankungen mehr, doch können unterschiedliche Preis- bzw. Lohnentwicklungen die realen Wechselkurse der Mitgliederländer zueinander beeinflussen. Das war in einem besonders starken Ausmaß nach der Jahrtausendwende bis zum Jahr 2008 der Fall. Während die Kapitalzuflüsse und der damit verbundene Aufschwung die Preise und Löhne in einigen südlichen Euroländern wie Griechenland oder Spanien nach oben getrieben haben, bremste in Deutschland die Austerität Preise und Löhne. Die daraus resultierende reale Aufwertung der südlichen Eurowährungen bzw. die reale Abwertung der nicht mehr existierenden Deutschen Mark bewirkten wachsende Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb des Euroraums, die schließlich in die europäische Finanz- und Schuldenkrise mündeten. Auch unterschiedliche Pro-Kopf-Einkommen sind Zeichen für Heterogenität innerhalb eines Wirtschaftsraums, ebenso wie unterschiedliche Staatsschuldenstände als Anteil am Bruttoinlandsprodukt.

Der Divergenz-Indikator von Pfeifer und Schnabl (2024) fasst alle genannten Maßgrößen für Divergenz – Inflationsraten, reale Wachstumsraten, Lohnwachstum, Veränderung der realen Wechselkurse gegenüber Deutschland, Handelsbilanzsalden, Bruttoinlandsprodukt pro Kopf sowie Staatsschulden als Anteil vom Bruttoinlandsprodukt – zu einem Indikator zusammen. Dafür wird für jedes einzelne Jahr seit Euroeinführung die Standardabweichung der oben genannten Fundamentaldaten zwischen den Euroländern in dem jeweiligen Jahr gemessen. Um die Standardabweichungen der einzelnen Fundamentalgrößen vergleichbar zu machen, werden diese skaliert und dann addiert. Abbildung 7 zeigt, dass auf der Grundlage dieses Indikators die Divergenz innerhalb des Euroraums seit der Einführung des Euro im Trend immer weiter angestiegen ist.



Abbildung 7: Divergenzindikator für den Euroraum 1999 bis 2024



Quelle: Pfeifer und Schnabl 2024. Monatsbasiert.

4.2. Maßgrößen für Schocks und Zyklen

Die Hoffnung von Frankel und Rose (1998), dass mit der Einführung des Euro der Handel innerhalb der Europäischen Währungsunion ansteigen wird, hat sich nicht erfüllt. Abbildung 8 zeigt, dass der Anteil des Handels der Europäischen Union innerhalb der Europäischen Union seit der Einführung des Euro kaum von 59 Prozent auf 61 Prozent angestiegen ist. Das liegt vor allem daran, dass andere Weltregionen, insbesondere Ostasien, schneller gewachsen sind. Sollte die Wachstumschwäche in der EU, insbesondere in den Eurokernländern anhalten, dann wäre eine Verlagerung der Handelsbeziehungen aus der EU heraus zu erwarten, was eher zu einer Entkopplung der Konjunkturzyklen beitragen könnte.

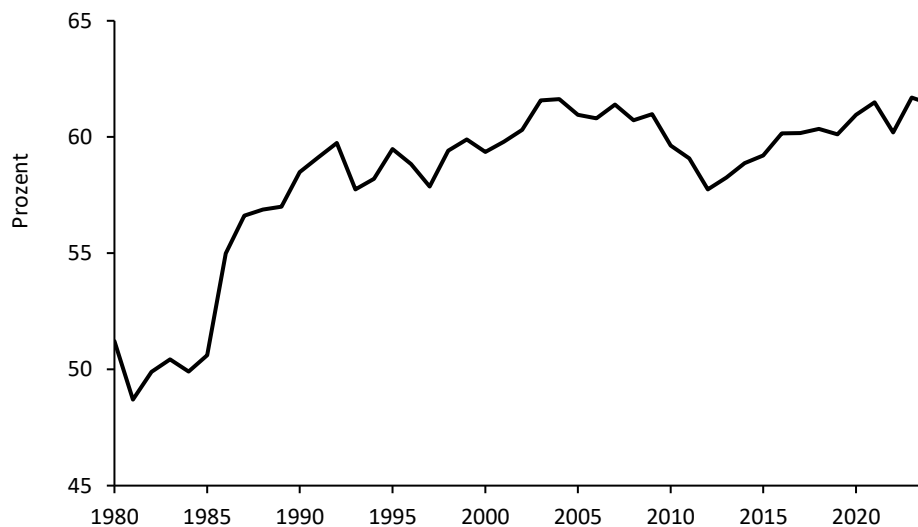
Bayoumi und Eichengreen (1993) hatten Anfang der 1990er Jahre auf der Grundlage von Daten für Inflation und realem Wachstum die Korrelation von Angebots- und Nachfrageschocks für die potenziellen Mitgliedsländer des Euroraums geschätzt. Sie waren zu dem Ergebnis gekommen, dass die Angebotsschocks deutlich schwächer korreliert waren als in den Staaten der USA. Die Autoren argumentierten damals, dass es einen relativ homogenen Kern (Deutschland, Benelux, Frankreich) und eine heterogene Peripherie gebe. Die Nachfrageschocks seien etwas stärker synchronisiert als Angebotsschocks, aber ebenfalls weniger als in den USA. Campos und Macchiarelli (2016) haben 25 Jahre später die Schätzung von Bayoumi und Eichengreen (1993) aktualisiert und kamen zu dem Ergebnis, dass die Heterogenität geringer geworden ist, aber noch besteht.

Abbildung 9 zeigt auf der Grundlage der Methode von Campos und Macchiarelli (2016) für die elf ursprünglich von Bayoumi und Eichengreen (1992) untersuchten Länder die Korrelationskoeffizienten für Angebots- und Nachfrageschocks gegenüber Deutschland, für die Periode 1989-2015 (in schwarz) und 2015-2024 (in



grau).¹¹ Die Pfeile markieren die Richtung der Veränderung. Je näher die Länder im Graph oben rechts liegen, desto mehr korrelieren die Schocks mit denen von Deutschland. Die Angebots- und Nachfrageschocks für Dänemark, Italien und die Niederlande haben sich im Vergleich zur Periode 1989-2015 für die Periode 2015-2024 an Deutschland angepasst. Für Spanien haben sich die Angebotsschocks und für Belgien die Angebots- und Nachfrageschocks verschlechtert. Die Angebotschocks von Frankreich, Portugal und Griechenland waren bereits negativ korreliert und sind es auch für den neueren Zeitraum geblieben.

Abbildung 8: Intra-EU-Handel als Anteil am gesamten EU-Handel



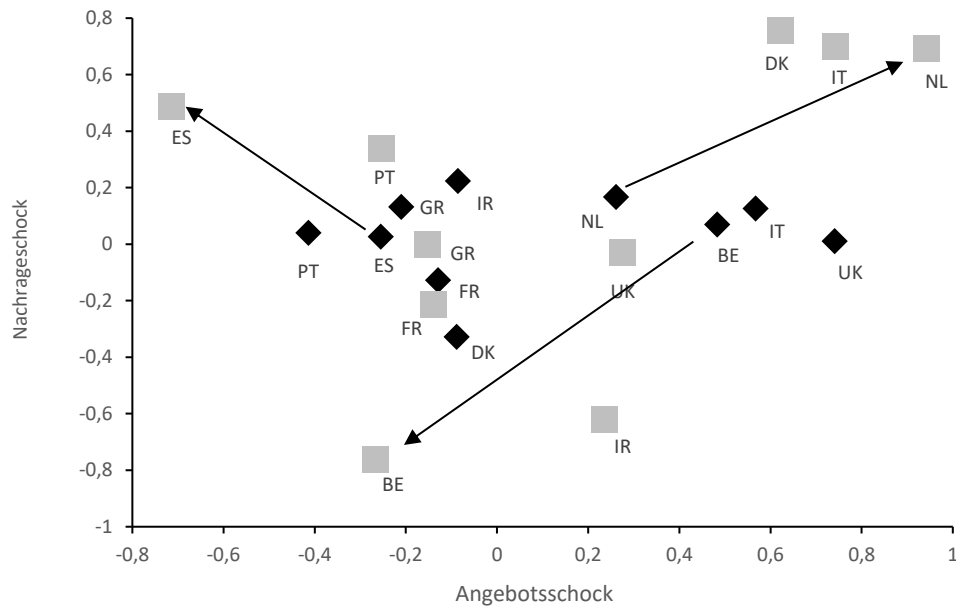
Quelle: IWF.

Da der Divergenzindikator zwar die kumulierte Veränderung der Heterogenität einzelner Indikatoren abbildet, aber nicht unkoordinierte Zyklen im Sinne von Mundell (1961), haben Bugdalle und Pfeifer (2025) einen Indikator für Konjunktur- und Finanzzyklen entwickelt, der Rückschlüsse auf die Korrelation der Zyklen einzelner Länder erlaubt. Die Maßgröße für den Konjunkturzyklus basiert auf den vierteljährlichen Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP), der realen privaten Konsumausgaben, der realen Bruttoanlageinvestitionen sowie der Arbeitslosigkeit. Der Finanzzyklus bezieht sich auf die vierteljährlichen Veränderungsrate von Kreditwachstum, Immobilienpreisen, Aktienpreisen und Anleihekursen.

¹¹ Campos und Macchiarelli (2016) berechnen zwei Versionen, wobei in der Zweiten der langfristige Effekt des Angebotsschocks auf das Produktionsniveau nicht für alle Länder gleich groß sein muss.



Abbildung 9: Korrelation von Angebots- und Nachfrageschocks mit Deutschland



Quelle: OECD und eigene Berechnungen. 1989-2015 = ♦, 2016-2024 = ■

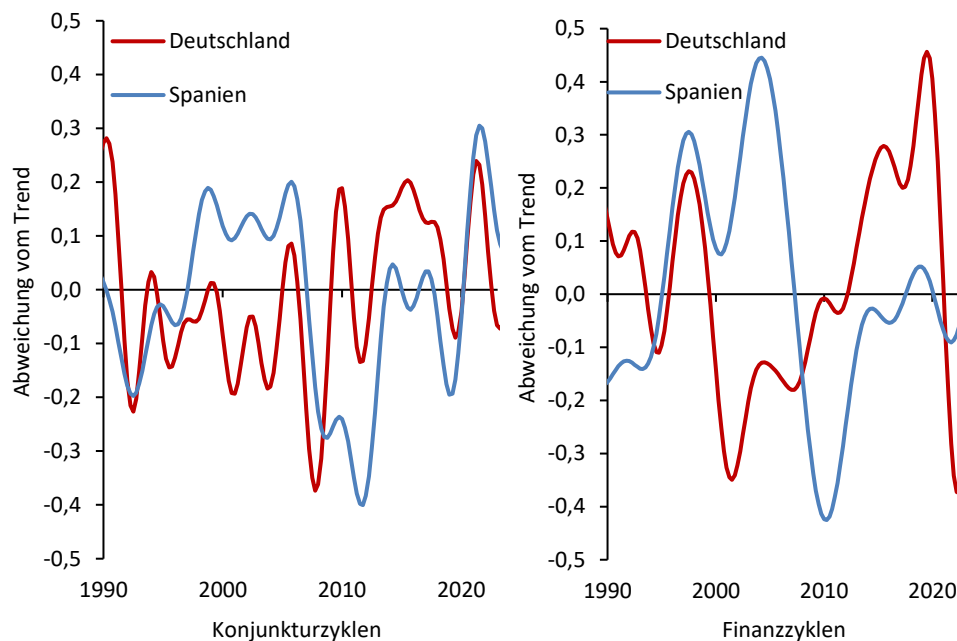
Zur Berechnung der Synchronität der Zyklen werden die Maßgrößen für Konjunktur- und Finanzzyklen normiert, sodass die Werte vergleichbar sind. Abbildung 10 zeigt die resultierenden Zyklen exemplarisch für Deutschland und Spanien für den Zeitraum von 1990 bis 2023. Für die Phase nach der Jahrtausendwende bis 2008 ist sowohl beim Konjunkturzyklus als auch beim Finanzzyklus eine starke Divergenz zwischen Deutschland und Spanien zu erkennen.

In der Erholungsphase nach der Finanz- und Schuldenkrise ist der Konjunkturzyklus zwischen Deutschland und Spanien stärker korreliert, während der Finanzzyklus immer noch stark divergiert. Die Erholung in Deutschland scheint sehr viel stärker ausgeprägt als in Spanien. Mit dem geplanten neuen schuldenfinanzierten Ausgabenprogramm Deutschlands könnte sich eine neue Divergenz anbahnen.¹²

¹² Die deutsche Wiedervereinigung war ein asymmetrischer Schock für Europa, weil der kostspielige, rasch angestoßene, schuldenfinanzierte Aufbauprozess in Ostdeutschland die Konjunktur in Deutschland anheizte und die Zinsen nach oben trieb. Kapitalzuflüsse nach Deutschland brachten die Deutsche Mark unter Aufwertungsdruck und die Währungen anderer europäischer Staaten unter Abwertungsdruck. Das löste eine Krise im Europäischen Währungssystem aus (Gros und Thygesen 1992).



Abbildung 10: Konjunktur- und Finanzzyklen für Deutschland und Spanien



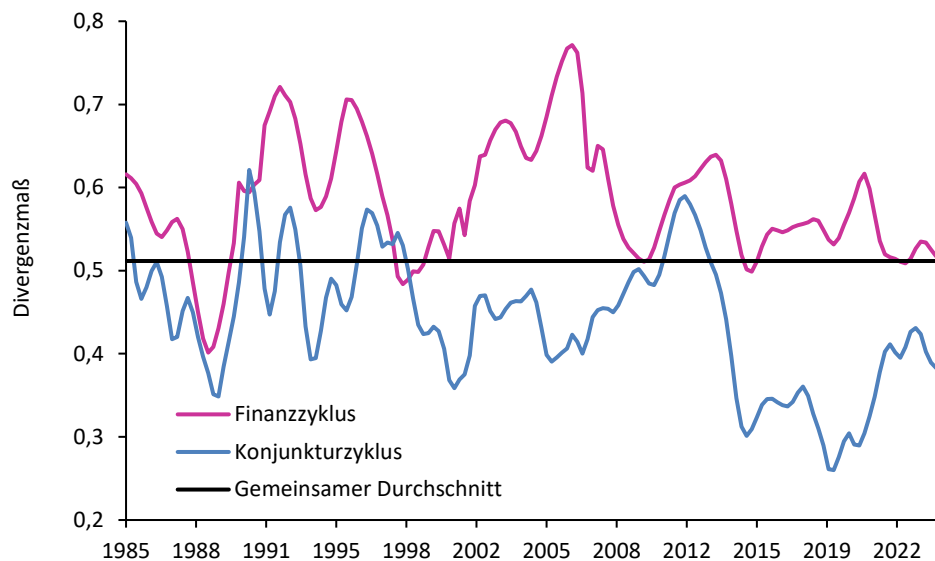
Quelle: Bugdalle und Pfeifer 2025.

Die Distanz zwischen den Konjunktur- und den Finanzzyklen der einzelnen Länder wird mit Hilfe der Dynamischen Zeitnormierung (Sakoe und Chiba 1978, Berndt und Clifford 1994) gemessen. Diese Methode ermöglicht es, Zeitreihen auch dann zu vergleichen, wenn sie nicht exakt zeitgleich verlaufen, sondern leichte Verzögerungen aufweisen. Der berechnete Distanzwert als Abweichung zwischen den Zyklen aller Länderpaare zeigt die Synchronität.

Ein niedriger Wert bedeutet, dass die Konjunktur- und Finanzzyklen von unterschiedlichen Ländern eher gleich verlaufen, ein hoher Wert weist auf große Unterschiede hin. Für alle Länder des Währungsraums zeigt die Studie, dass zwar die Konjunkturzyklen seit 2012 konvergiert sind, unterschiedliche Finanzzyklen aber eine persistente Quelle von Divergenzen im Euroraum sind (siehe Abb. 11). Die Konvergenz der Konjunkturzyklen seit 2014 dürfte auf den Rückgang des Wachstums in allen EU-Staaten und/oder die seither geschaffenen Kohäsionsmechanismen zurückzuführen sein.



Abbildung 11: Divergenzindikator für den ganzen Euroraum



Quelle: Bugdalle und Pfeifer 2025.

4.3. Inflationswahrnehmung und politische Divergenz

Seit die EZB im Jahr 2003 den Referenzwert für das Geldmengenwachstum abgeschafft hat, richtet sie ihre geldpolitischen Entscheidungen allein an der Veränderung des harmonisierten Verbraucherpreisindex für den gesamten Euroraum (HVPI) von Eurostat aus.¹³ Zwar war mit der Ausnahme einer kurzen Phase in den Jahren 2021 und 2022 die offiziell gemessene Inflation nahe am Zielwert der EZB von um die 2 Prozent (siehe Abb. 11).¹⁴ Doch wird auch argumentiert, dass die Inflationsmessung von Eurostat durch die Art der Anpassung von Qualitätsveränderungen und der Gewichte einzelner Güter im Warenkorb nach unten verzerrt sein kann (siehe Schnabl und Sepp 2021). Wichtige Änderungen bei der Inflationsmessung wurden nach der Einführung des Euro umgesetzt, sodass die in Zeiten der

¹³ Mit der Inflationsmessung auf der Grundlage des Konsums folgt Eurostat dem Usus in anderen Währungsräumen.

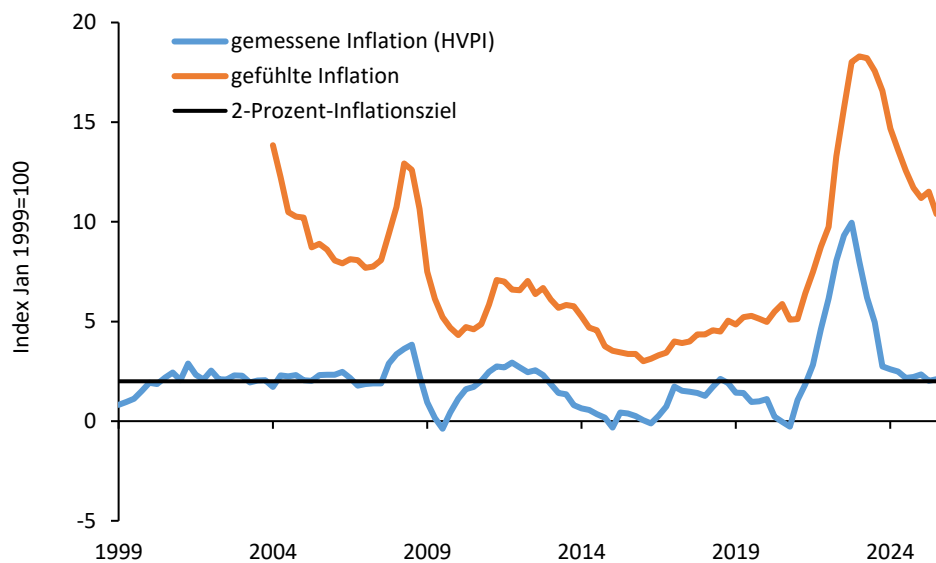
¹⁴ Von 1999 bis 2003 war der Zielwert für die HVPI-Inflation bei unter 2 Prozent auf die mittlere Frist festgelegt. Daraus wurde ein Zielkorridor zwischen 0 und 2 Prozent abgeleitet. Von 2003 bis 2022 wurde der Zielwert auf unter, aber nahe 2 Prozent „konkretisiert“, was später als Punktziel interpretiert wurde. Nach umfassender Strategieüberprüfung legte die EZB 2021 das Ziel auf 2 Prozent auf die mittlere Frist ohne Formulierung einer Untergrenze fest. Sie argumentierte, dass ein längeres Unterschreiten des Inflationsziels (wie zwischen 2013 und 2020) ein längeres Überschreiten ermöglichen würde. Bei der Neuausrichtung der geldpolitischen Strategie im Jahr 2025 hat die EZB betont, dass bei großen, dauerhaften Abweichungen der Inflation vom Ziel in beide Richtungen mit „angemessen kräftigen oder anhaltenden geldpolitischen Maßnahmen“ reagiert werden soll, um eine Entankerung der Inflationserwartungen zu verhindern. De facto richtet die EZB neuerdings ihre geldpolitischen Entscheidungen auf die neuesten Inflationsdaten aus.



Deutschen Bundesbank und in Zeiten der EZB gemessenen Inflationsraten nicht mehr vergleichbar sind.¹⁵

Qualitätsverbesserungen bei Industriegütern wurden vermehrt zum Anlass genommen, die Preise in der Statistik nach unten anzupassen, beispielsweise, wenn ein Computer leistungsfähiger ist oder ein Auto serienmäßig eine neue Funktion hat. Hingegen erfolgt bei Dienstleistungen, wo deutliche Qualitätsverschlechterungen durch mehr „Selbstbedienung“ vermutet werden können, keine Preisanpassung nach oben. Zudem passt Eurostat das Gewicht einzelner Güter im Index der sich verändernden Nachfrage an. Wenn Eurostat über die Zeit hinweg das Gewicht von billigen Gütern mit geringen Preissteigerungen im Index erhöht hat, hat das die offiziell gemessene Inflation gedämpft.¹⁶ Die stark steigenden Preise von Aktien und eigengenutzten Immobilien haben keinen Eingang in den Konsumentenpreisindex von Eurostat gefunden. Eine nach unten verzerrte Inflationsmessung kann die deutliche Divergenz zwischen der offiziell gemessenen und der von der Europäischen Kommission erhobenen gefühlten Inflation im Euroraum erklären (siehe Abb. 12).

Abbildung 12: Offiziell gemessene und gefühlte Inflation im Euroraum



Quelle: Oxford Economics und Europäische Kommission.

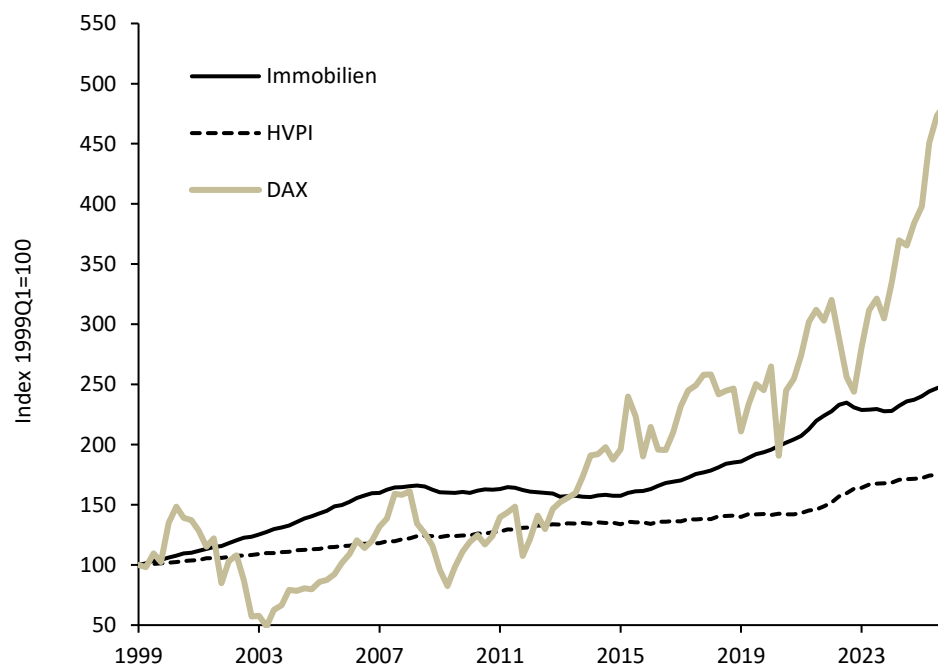
¹⁵ Die weltweite Veränderung der Inflationsmessung folgte aus der in den USA vom Senat berufenen Boskin-Kommission, die 1996 für die USA zu dem Schluss gekommen war, dass die Inflationsraten zu hoch gemessen worden seien.

¹⁶ Die Gewichte einzelner Güter in der Statistik werden nicht öffentlich gemacht.



Insbesondere der starke Anstieg der Vermögenspreise im Euroraum seit 1999 (siehe Abb. 13) impliziert Verteilungseffekte zwischen einzelnen Bevölkerungsgruppen (Schnabl 2019). Ältere und vermögende Menschen, die bereits über Immobilien und Aktien verfügen, haben von stark steigenden Aktien- und Immobilienpreisen profitiert. Hingegen wurde jungen Menschen und Menschen ohne Vermögen der Erwerb von Immobilien und Vermögen schwerer gemacht. Bei steigenden Immobilienpreisen müssen junge Menschen für den Erwerb von Immobilien höhere Anteile ihrer Einkommen ausgeben als vorangegangene Generationen. Die Verteilungswirkungen steigender Immobilienpreise sind in den Ländern stärker, wo relativ wenige Menschen ein Eigenheim haben (wie in Deutschland) und geringer in Euroländern, in denen ein großer Anteil der Bevölkerung in eigenen Immobilien lebt (wie Italien oder den Niederlanden).¹⁷

Abbildung 13: HVPI, DAX und Immobilienindex für den Euroraum



Quelle: Refinitiv, Oxford Economics.

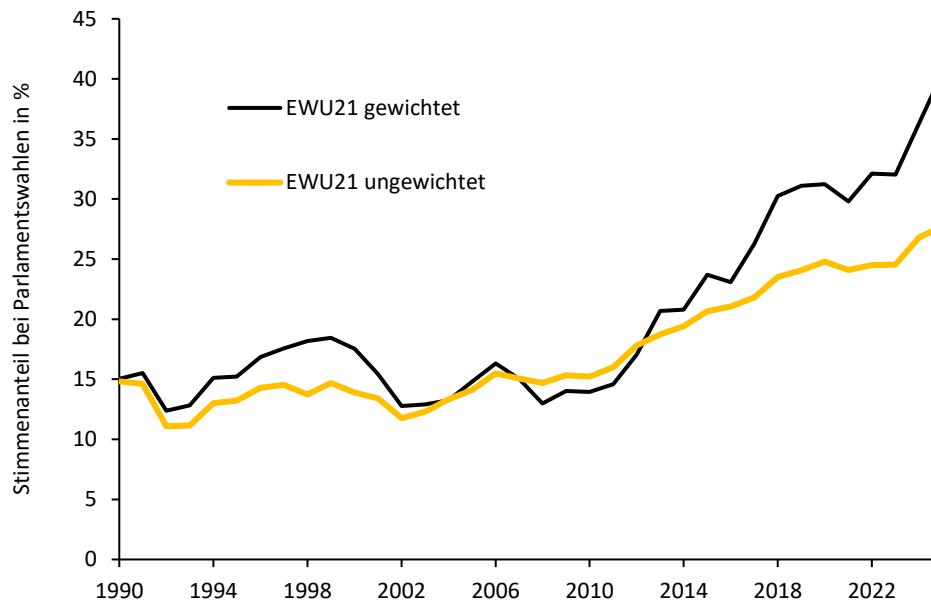
Auch Staatsausgaben haben in der Regel Verteilungseffekte, die verstärkt werden, wenn Zentralbanken durch den Ankauf von Staatsanleihen mehr Staatsausgaben ermöglichen. In den USA profitierten seit der Jahrtausendwende insbesondere Arbeitnehmer im Finanz-, Bildungs- und Gesundheitssektor von der sehr expansiven Geld- und Finanzpolitik. Hingegen litten die Arbeitnehmer in der Industrie unter steigendem Lohndruck aus Ostasien. In Deutschland hatten die stark steigenden Staatsausgaben seit der europäischen Finanz- und Schuldenkrise vor allem positive Verteilungseffekte zugunsten der Regionen, in denen große Exportunternehmen

¹⁷ Da in Deutschland die Währung lange Zeit stabil war, gab es eine starke Präferenz für das Sparen in Bankeinlagen, während in Staaten mit ehemals hoher Inflation die Menschen mehr in Form von Immobilien gespart haben.



und Verwaltungszentren angesiedelt sind (Schnabl 2024). Transmissionskanäle der Umverteilung zwischen den Regionen waren stark wachsende Subventionen und die Schaffung zahlreicher neuer Beschäftigungsverhältnisse im öffentlichen Sektor (einschließlich Bildung und Gesundheit).

Abbildung 14: Index der politischen Polarisierung



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute. Stimmenanteil extremer linker und rechter Parteien bei Parlamentswahlen. Der ungewichtete Index zeigt den durchschnittlichen Stimmenanteil rechts- und linkspopulistischer Parteien bei Parlamentswahlen aller 21 Euro-Staaten. Der gewichtete Index gewichtet die Stimmenanteile nach der relativen Bevölkerungsgröße der jeweiligen Staaten.

Starke Verteilungseffekte der Geld- und Finanzpolitik können eine wachsende politische Polarisierung nach sich ziehen. Menschen, die sich als Verlierer der wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Entwicklung sehen, stimmen vermehrt an den extremen Rändern des politischen Spektrums ab. Dieser Effekt wird verstärkt, wenn dauerhaft expansive Geld- und Finanzpolitiken negative Wachstumseffekte haben, sodass positive Verteilungseffekte zugunsten eines Teils der Bevölkerung unweigerlich auf Kosten eines anderen Teiles der Bevölkerung gehen müssen. Der Index der politischen Polarisierung in Abbildung 14 zeigt, dass im Durchschnitt aller heutigen 21 Euroländer die politische Polarisierung seit der europäischen Finanz- und Schuldenkrise sowohl gewichtet nach Ländergröße als auch ungewichtet deutlich zugenommen hat.



5. Kohäsionsmechanismen

Nach Einführung des Euro deutete zunächst ein beschleunigtes Wachstum in den südlichen Euroländern auf einen Konvergenzprozess innerhalb des Euroraums in Form sich angleichender Pro-Kopf-Einkommen hin (Belke und Dreger 2013). Der scheinbare Aufholprozess war durch eine lebhaftere Kreditvergabe insbesondere aus Deutschland in den südlichen Euroraum getrieben, der in den südlichen Euroländern den privaten und staatlichen Konsum anheizte. Dieser nicht auf renditeträchtigen Investitionen basierende Aufholprozess wurde durch den Ausbruch der europäischen Finanz- und Schuldenkrise unterbrochen und brachte den Euroraum an den Rand des Auseinanderbrechens.

Dies hat staatliche Kohäsionsmechanismen erforderlich gemacht, die den Euro zusammengehalten bzw. stabilisiert haben. Auf dem Höhepunkt der Krise hat der damalige EZB-Präsident Mario Draghi zum Ausdruck gebracht, dass die EZB alles tun werde, um den Euro zu erhalten (Draghi 2012).¹⁸ Die Rede markierte einen Wendepunkt, da der Zusammenhalt des Euroraums in Krisen nicht mehr als fiskalische Aufgabe der Mitgliedsländer des Euroraums gesehen wurde, sondern offen in den Aufgabenbereich der EZB gebracht wurde, wo er wohl bis heute noch implizit liegt. Ein institutionalisierter, zentralbankfinanzierter Finanzausgleich auf supranationaler Ebene könnte die EZB von dieser Aufgabe entlasten.

5.1. Finanzpolitische Kohäsionsmaßnahmen

2010 sagten zahlreiche Euroländer und der internationale Währungsfonds bilaterale Hilfen für Griechenland in Höhe von 110 Milliarden Euro zu (Murai und Schnabl 2021). Am 7. Mai 2010 hatte in Deutschland der Deutsche Bundestag das *Gesetz zur Übernahme von Gewährleistungen zur Erhaltung der Finanzstabilität in der Währungsunion* geschaffen, das die rechtliche Grundlage bildete.¹⁹ Es war politisch heikel, da es um die gemeinsame Haftung für Schulden eines anderen EU-Staates ging und damit die Nichtbeistands-Klausel der europäischen Verträge tangiert war (Art. 125 AEUV).

Im Mai 2010 wurde der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) mit einem Umfang von 60 Milliarden Euro ins Leben gerufen. Er sollte Mitgliedstaaten der Europäischen Union kurzfristig finanzielle Unterstützung gewähren, wenn sie wegen außergewöhnlicher Umstände keinen Zugang mehr zu den Kapitalmärkten hatten.²⁰ Aus dem EFSM wurden Hilfen an Irland (2010-2013: 22,5 Mrd. Euro) und

¹⁸ „Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“

¹⁹ Die deutsche Kanzlerin Angela Merkel hatte die Haftungsübernahme mit den Worten „Scheitert der Euro, dann scheitert Europa“ verteidigt. „Wenden wir diese Gefahr aber ab, dann werden der Euro und Europa stärker als zuvor sein.“ (Deutscher Bundestag 2010).

²⁰ Die Gründung erfolgte auf Basis von Art. 122 Abs. 2 AEUV, der Hilfe erlaubt, wenn ein Mitgliedstaat durch Ereignisse außerhalb seiner Kontrolle in ernste Schwierigkeiten gerät.



Portugal (2011-2014: 26 Mrd. Euro) gewährt. Nach Zustimmung des Europäischen Rates mit qualifizierter Mehrheit begab die Europäische Kommission dafür Eurobonds.

Die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) wurde 2010 nur für Euroländer geschaffen. Die EFSF nahm als Zweckgesellschaft Gelder am Kapitalmarkt auf, die durch Garantien der Mitgliedsstaaten abgesichert waren (Deutschland 27 %). Das zweite Rettungspaket für Griechenland wurde im Rahmen der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) im Umfang von 141,8 Milliarden Euro im Februar 2012 nach Zustimmung des Deutschen Bundestags gewährt. Kanzlerin [Angela Merkel](#) sprach von einem „*grundlegenden Fehler in der Konstruktion der Währungsunion*“ und betonte, dass das Paket Teil des Aufbaus einer „*Stabilitätsunion*“ sei, die auf Solidität, Wachstum und Solidarität basiere. Europa gewinne, wenn der Euro gewinne (Merkel 2012).

Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) wurde als dauerhafter Rettungsschirm mit der Rechtsgrundlage eines zwischenstaatlichen Vertrags außerhalb des EU-Rechtsrahmens geschaffen. Die Kapitalausstattung des im September 2012 in Kraft getretenen ESM beträgt 700 Milliarden Euro, davon 80 Mrd. eingezahltes Kapital. Der damalige Finanzminister Wolfgang Schäuble hatte in einer Regierungserklärung mit der „*Sicherung der Stabilität in der Eurozone*“ geworben. Aus dem ESM wurden Rettungspakete für Zypern (6,3 Milliarden Euro), Griechenland (61,9 Mrd. Euro) und spanische Banken (41,3 Milliarden Euro) finanziert. Der Deutsche Bundestag musste aufgrund seines Mitspracherechts im ESM zustimmen. Der Anteil von Deutschland entspricht einer Bareinzahlung von rund 21,7 Mrd. Euro sowie einer Bürgschaft bzw. abrufbaren Kapitalverpflichtung von rund 167,8 Mrd. Euro.

5.2. Geldpolitische Stabilisierungsmaßnahmen

Mit seiner Aussage „*and believe me, it will be enough*“ hat EZB-Präsident Draghi (2012) im Juli 2012 auf dem Höhepunkt der Eurokrise signalisiert, dass die Möglichkeiten der EZB im Gegensatz zu den nationalen Parlamenten unbegrenzt sind. Nach Bini Smaghi (2011) hatten schon vorher konventionelle und unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen der EZB dazu beigetragen, die Finanzierungsbedingungen im Euroraum zu lockern und damit die Streuung der Bankzinsen zwischen den Ländern zu begrenzen, beispielsweise durch das Anleihekaufprogramm Securities Market Programme zwischen Mai 2010 und September 2012.

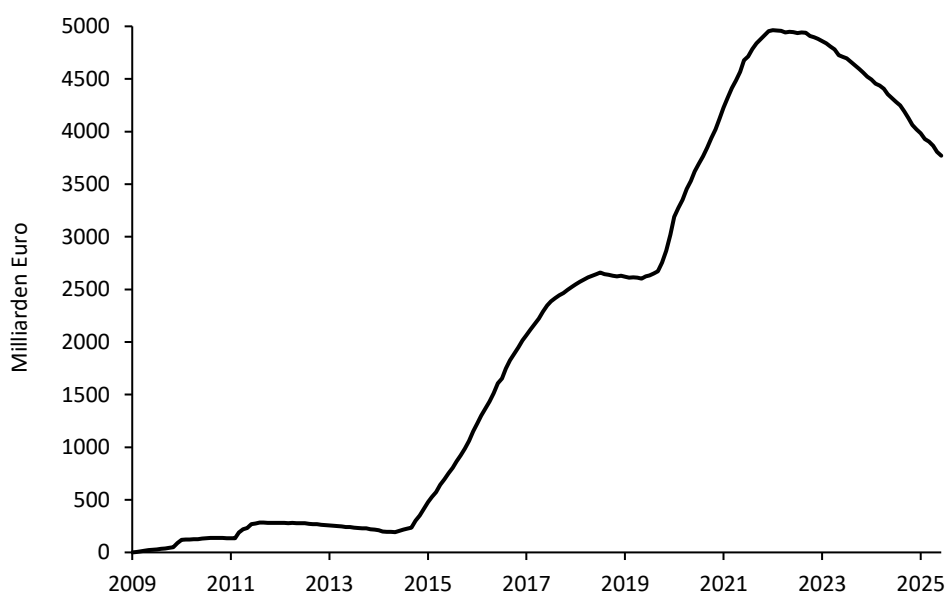
Die nationalen Zentralbanken nutzten zunächst das Instrument der Emergency Liquidity Assistance (ELA) zur Stabilisierung einzelner Teilregionen des Euroraums. Dieses erlaubte es den nationalen Zentralbanken unabhängig von den geldpolitischen Maßnahmen der EZB, den nationalen Geschäftsbanken Liquidität zur Verfügung zu stellen (und sich entsprechend bei der EZB zu refinanzieren). Die Bestimmungen zu den hinterlegten Sicherheiten waren von denen des Eurosystems unabhängig. Die erste ELA nutzte die Irische Zentralbank (2008-2013: 70 Mrd. Euro). Es



folgte die griechische Zentralbank, die zwischen 2010 und 2015 ELA-Hilfen im Gegenwert von 89 Mrd. Euro gewährte. Auch die Zentralbanken von Zypern, Portugal, Spanien, Slowenien und Lettland reichten ELA-Hilfen aus.

Die EZB kaufte im Rahmen des Securities Markets Programme Anleihen von Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien im Umfang von 218 Milliarden Euro. Es folgten 2012 die nicht aktivierten Outright Monetary Transactions, 2015 das Asset Purchase Programme (bis 2022, Umfang 3.000 Milliarden Euro) sowie 2020 das Pandemic Emergency Purchase Programme (bis 2022, 1850 Milliarden Euro), wobei die beiden Programme vom Ankauf öffentlicher Anleihen dominiert wurden.

Abbildung 15: Anleihebestände des Eurosystems



Quelle: EZB.

Seit 2023 werden die Anleihebestände des Eurosystems langsam reduziert und liegen heute bei ca. 3808 Milliarden Euro (siehe Abb. 15). Wie lange die sogenannte Quantitative Straffung fortgesetzt wird und ob die Anleihekäufe im nächsten Abschwung wieder aufgenommen werden, ist derzeit ungewiss. Allerdings sieht die EZB seit 2024 das Halten von strukturellen Beständen von Staatsanleihen in der Bilanz des Eurosystems vor, was gegen den vollständigen Abbau der Bestände spricht.²¹

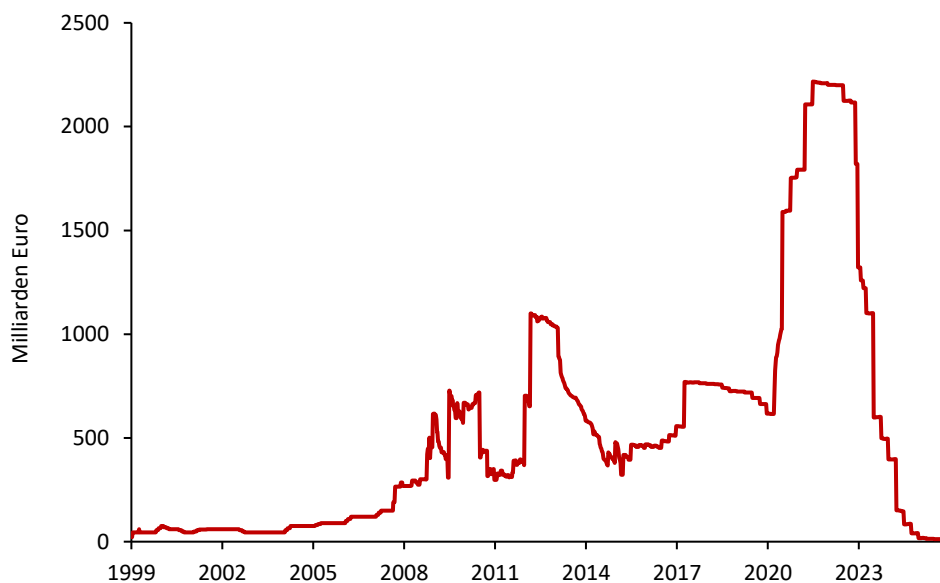
Hinzu kam die Ausweitung der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems, die auf dem Höhepunkt ein Volumen von rund 2.200 Milliarden Euro erreicht haben (siehe Abb. 16). Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (GLRG / TLTROs) sind Kredite, die die Europäische Zentralbank (EZB) den Geschäftsbanken

²¹ „At a later stage, once the Eurosystem balance sheet begins to grow durably again taking into account legacy bond holdings, new structural longer-term refinancing operations and a structural portfolio of euro area securities will also be introduced.“ (ECB 2024)



mit langer Laufzeit (mehrere Jahre) und günstigen Zinssätzen gewährt. Im Gegensatz zu normalen Refinanzierungsgeschäften (Hauptrefinanzierung, LTROs) setzten diese die Kreditvergabe an die Realwirtschaft (Haushalte und Unternehmen, nicht Banken oder Staaten) voraus. Die Gezielten Längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte waren für die Banken besonders attraktiv, weil diese mit einem geringen Zins und auf der Spitze sogar mit einem negativen Zinssatz von minus einem Prozent versehen waren (Deutsche Bundesbank o.J.). Inzwischen wurden die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte auf null zurückgeführt (Abb. 16).

Abbildung 16: (Gezielte) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte der EZB



Quelle: EZB.

Ein wichtiges Stabilisierungsinstrument wurden die sogenannten Target2-Salden des Eurosystems, die Krediten bzw. Forderungen der nationalen Zentralbanken gegenüber der Europäischen Zentralbank entsprechen (Sinn und Wollmershäuser 2012). Während diese vor der europäischen Finanz- und Schuldenkrise weitgehend ausgeglichen waren, taten sich im Verlauf der Krise erhebliche Ungleichgewichte auf, die durch Leistungsbilanzdefizite, Kapitalflucht und Anleihekäufe des Eurosystems getrieben wurden.

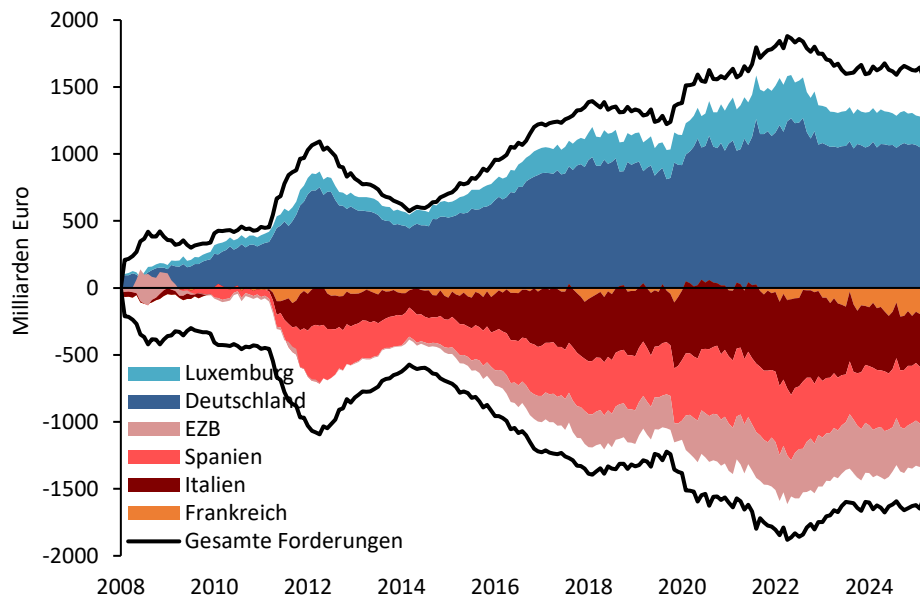
Sinn (2012) sieht die Target2-Salden des Eurosystems als Kreditstabilisierungsmechanismus. Die schnell wachsenden Target2-Verbindlichkeiten der Zentralbanken der südlichen Euroländer gingen insbesondere mit schnell wachsenden Forderungen der Deutschen Bundesbank und der Luxemburgischen Zentralbank einher (siehe Abb. 17).²² Diese ermöglichten eine erweiterte Kreditvergabe der

²² Aus der Sicht der EZB (ECB 2011) stellen die TARGET2-Salden eine effiziente geldpolitische Transmission sicher, indem sie zu einem gegebenen Zins den Geschäftsbanken unbegrenzt Liquidität zur Verfügung stellen, wenn diese über ausreichend Sicherheiten verfügen.



Zentralbanken der Krisenländer an ihre Geschäftsbanken, was einer Bankenkrise und damit möglicherweise verbundenen Staatsschuldenkrisen entgegengewirkt hat.

Abbildung 17: Target2-Salden des Eurosystems



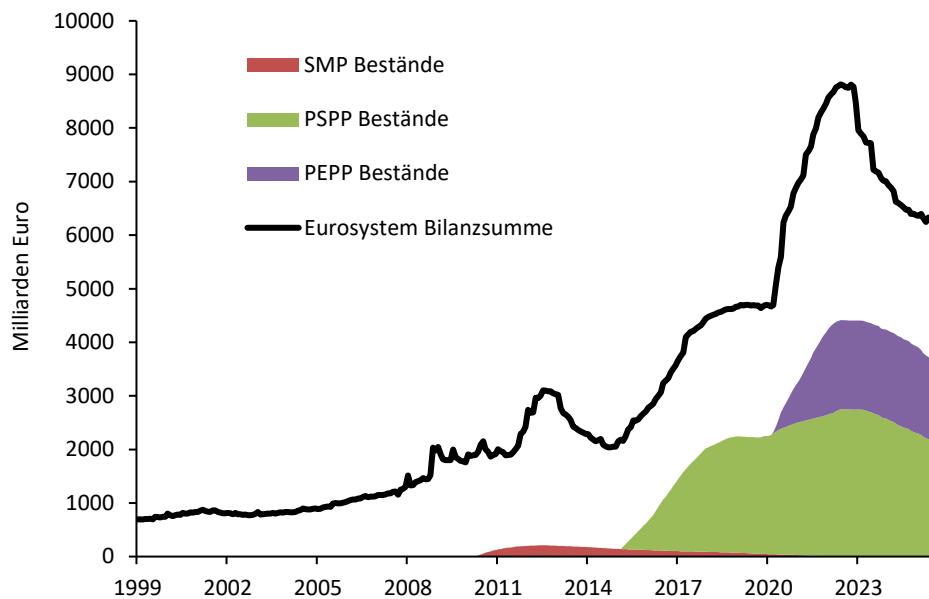
Quelle: EZB.

Das Eurosystem hat also im Zuge der europäischen Finanz- und Schuldenkrise nicht nur die Zinsen schrittweise gesenkt und dauerhaft niedrig gehalten (konventionelle Geldpolitik). Es hat auch seit Ausbruch der europäischen Finanz- und Schuldenkrise auf heterogene Wirtschaftsentwicklungen mit einer wachsenden Anzahl von unkonventionellen geldpolitischen Instrumenten reagiert. Es hat damit über das ursprüngliche Mandat der Sicherung der Preisstabilität die Aufgabe übernommen, den Zusammenhalt des gemeinsamen Währungsraums zu garantieren. Während der Umfang der einzelnen geldpolitischen Instrumente nicht addiert werden kann, kann der stark angewachsene Umfang der Bilanz des Eurosystems als Indikator für die Ausweitung des Aufgabenfeldes des Eurosystems gesehen werden (Abb. 18).²³

²³ Bessent (2025) kritisiert für die US-amerikanische Zentralbank Fed die Überdehnung des Ausgabenbereichs der Fed, die durch die Struktur ihrer ebenfalls stark angeschwollenen Bilanz umverteilt habe, beispielsweise zugunsten der Immobilienbesitzer.



Abbildung 18: Bilanzvolumen des Eurosystems und Bestände an Staatsanleihen



Quelle: EZB.

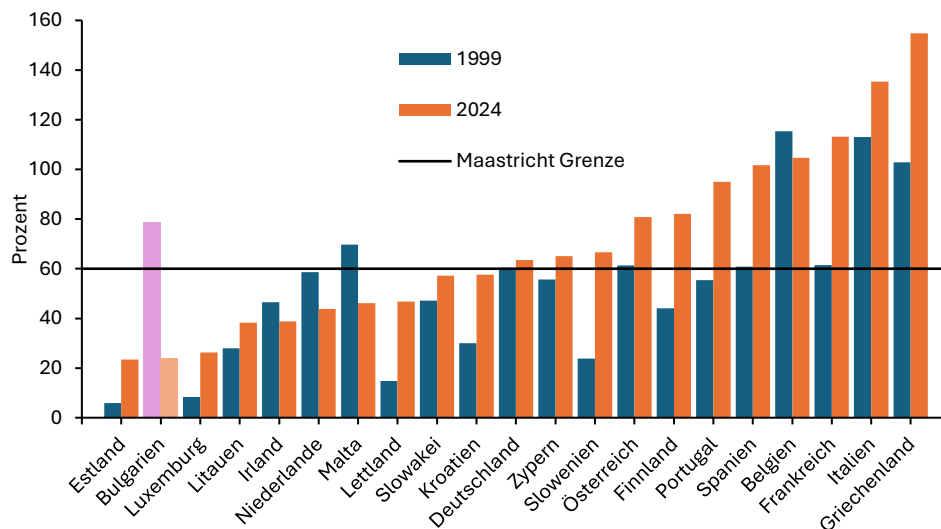
Zwar erfolgte ab 2015 der sehr umfangreiche Ankauf von Staatsanleihen von Euroländern nach Kapitalschlüssel, also proportional über alle Mitgliedsländer der Währungsunion. Trotzdem haben sich die Bestände von Staatsanleihen des Eurosystems im Rahmen der Anleihekaufprogramme PSPP und PEPP von dem Kapitalschlüssel zugunsten der südeuropäischen Krisenländer, Spanien, Italien und vermehrt Frankreich wegentwickelt (Birkholz und Heinemann 2023). Bei anderen unkonventionellen geldpolitischen Instrumenten wie den ELA oder den Gezielten Längerfristigen Refinanzierungsgeschäften gab es gar keine vorgegebenen Länderquoten (Bugdalle 2025). Seit Juli 2022 erlaubt das sogenannte Transmissionsschutzinstrument der EZB unter gewissen Voraussetzungen (zur Sicherung der Transmission der Geldpolitik) gezielt Anleihekäufe einzelner Mitgliedstaaten, falls deren Renditen stark ansteigen und diese Anstiege nicht durch Fundamentaldaten erklärbar sind (ECB 2022).

5.3. Finanzpolitische Umverteilung

Obstfeld und Peri (1998) haben bereits vor der Gründung der EWU für diese einen intraregionalen Transfermechanismus nach dem Muster von Italien oder Kanada vorgeschlagen, um gleichwertige wirtschaftliche Verhältnisse innerhalb des Euroraums zu sichern. Seit den frühen Jahren des europäischen Integrationsprozesses besteht bereits die europäische Regionalpolitik, die finanzielle Mittel in wirtschaftlich schwache Regionen der EU umverteilt (European Commission 2024). Diese verfolgt jedoch insbesondere soziale und umweltpolitische Ziele und dient damit nicht direkt dem Zusammenhalt der Europäischen Währungsunion. Mit 56 Milliarden Euro im Finanzrahmen 2021-2027 ist der Umfang pro Jahr vergleichsweise gering.



Abbildung 19: Staatsverschuldung als Anteil am BIP der Euroländer 1999 und 2024



Quelle: EZB.

Der Euroraum war zunächst so konstruiert, dass die Finanz- und Sozialpolitiken der Euroländer weitgehend unabhängig bleiben sollten, wobei nur Obergrenzen²⁴ für die Verschuldung gesetzt wurden. Um Druck der Regierungen zur Finanzierung der Staatsausgaben auf die gemeinsame Zentralbank vorzubeugen, sollten die Maastricht-Schuldenkriterien die Staatsverschuldung im Euroraum begrenzen. Doch wurden schon für den Eintritt in den Euroraum im Falle von Belgien, Italien und Griechenland bezüglich des Schuldenstands Ausnahmen formuliert und auch in der Folge in vielen Einzelfällen bei den Haushaltsdefiziten großzügige Ausnahmen gemacht (Bugdalle 2025), sodass die Schuldenstände vieler Euroländer immer weiter deutlich über die 60-Prozent-Marke ansteigen konnten (siehe Abb. 19). Im Zuge der Corona-Krise wurden die Schuldengrenzen sogar für alle EU-Länder ausgesetzt. Heute liegt die durchschnittliche Staatsverschuldung als Anteil am BIP für den Euroraum bei 87 Prozent, zwischen 24 Prozent in Estland und 154 Prozent in Griechenland.

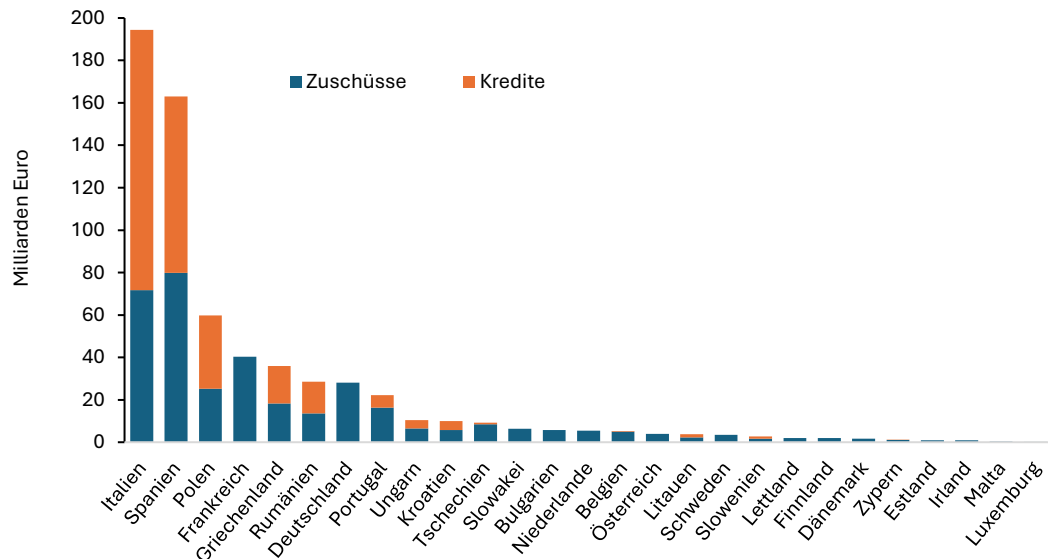
Die hohe Divergenz innerhalb des Euroraums hat zu Forderungen nach einer gemeinsamen Finanzpolitik geführt. Der französische Präsident Emmanuel Macron hat seit seinem Amtsantritt 2017 immer wieder eine gemeinsame Finanzpolitik gefordert, um die Stabilität des Euro langfristig zu sichern. In seiner Rede an der Sorbonne-Universität forderte er 2017 einen gemeinsamen Haushalt für die Eurozone, einen gemeinsamen Finanzminister für den Euroraum sowie gemeinsame Anleihen zur Finanzierung gemeinsamer Investitionen (Macron 2017). Ebenso hat der ehemalige EZB-Präsident Draghi (2024) gemeinsame Schulden zur Finanzierung gemeinsamer EU-Ausgaben gefordert. Dabei würde eine wachsende gemeinsame

²⁴ Ein Maximum bei dem laufenden Staatsdefizit als Anteil vom BIP in Höhe von 3 Prozent und ein Maximum beim Schuldenstand als Anteil vom Bruttoinlandsprodukt in Höhe von 60 Prozent.



Verschuldung als gemeinsamer Safe Asset der internationalen Rolle des Euro förderlich sein.²⁵

Abbildung 20: Mittelverteilung im Rahmen von NextGenerationEU



Datenquelle: Europäische Kommission.

In der Coronakrise wurde die Idee eines Finanzausgleichs innerhalb der EU bzw. innerhalb des Euroraums wiederbelebt. Zunächst wurde das EU-schuldenfinanzierte Arbeitsmarktprogramme SURE im Umfang von 100 Milliarden Euro auf den Weg gebracht, das insbesondere die südlichen Euroländer stützte. In der Folge der Corona-Krise wurde der „Wiederaufbaufonds“ NextGenerationEU mit einem Umfang von 809 Milliarden Euro beschlossen, der ebenfalls die südlichen Euroländer überproportional begünstigte (Abb. 20).²⁶ Zur Finanzierung hat die EU für Art. 310 AEUV eine Ausnahmeregelung geschaffen, obwohl dieser vorschreibt, dass sich die EU nur aus Eigenmitteln finanziert.²⁷ Da mit den Finanzausweisungen die schwache Konjunktur in den hoch verschuldeten Euroländern stabilisiert wurde, hat NextGenerationEU dem Zusammenhalt des Euroraums gedient.

Da die Verschuldung der Europäischen Union nicht auf den Anteil einzelner Länder auf die EU-Schuldenkontrolle angerechnet wird, können zusätzliche EU-Schulden als Weg gesehen werden, nationale Schuldenprobleme ohne schmerzhaftes Reformen zu lösen. Dies gilt insbesondere für Frankreich, das aufgrund einer starken

²⁵ Die Rolle einer Währung als internationaler Leitwährung bringt zusätzliche Verschuldungsspielräume mit sich, weil die Zentralbanken der Länder, die den Wechselkurs an die Leitwährung gebunden halten, in ihren Zentralbankbilanzen große Mengen Staatsanleihen des Leitwährungslandes halten. McKinnon (2012) hat diese zusätzlichen Verschuldungsspielräume mit Blick auf die USA als exorbitantes Privileg bezeichnet.

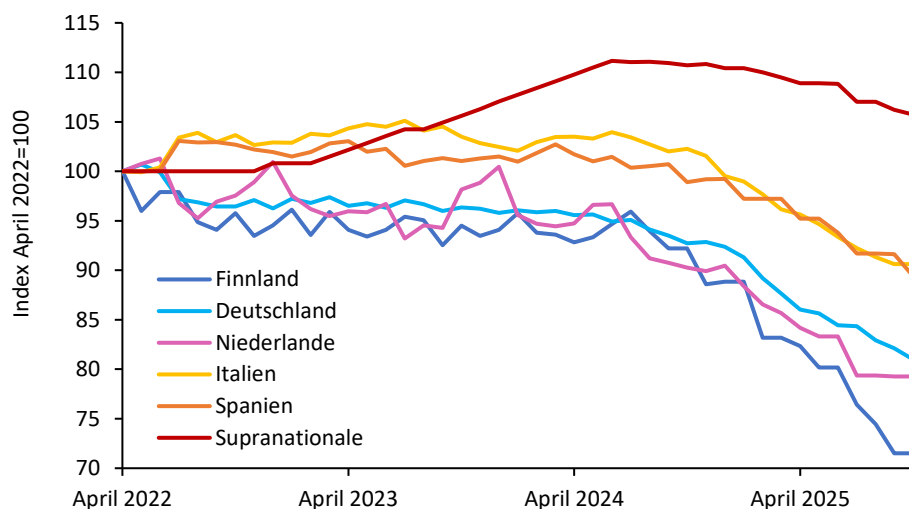
²⁶ Einen interessanten Überblick über die Verteilung der Mittel in Deutschland gibt das Bundesfinanzministerium (2024). Zu den größten Empfängern in Deutschland gehören DB Netz AG, BioNTech SE, Bundesdruckerei GmbH, CureVac. N.V., Auswärtiges Amt, Sixt GmbH und Deutsche Post AG.

²⁷ Art. 122 AEUV erlaubt die Kreditaufnahme in Krisensituationen.



politischen Polarisierung nicht mehr in der Lage scheint, das hohe Haushaltsdefizit durch ausreichende Sparmaßnahmen unter Kontrolle zu bringen (Schnabl 2025). Durch mit EU-Schulden finanzierte Transfers für Frankreich würde auch die gemeinsame Währung gestützt, da die Aktivierung des Transmissionsschutzinstrumentes zugunsten von Frankreich mit einem deutlichen Glaubwürdigkeitsverlust des Euro verbunden sein dürfte.

Abbildung 21: Entwicklung der PEPP-Wertpapiere des öffentlichen Sektors in der Bilanz des Eurosystems seit dem Ende der Nettokäufe



Quelle: EZB, Bugdalle (2025).

Wenn durch die EU-Schulden die Staatsverschuldung und das Angebot an Staatsanleihen im Euroraum weiter steigen, dürften aber auch die Risikoprämien auf alle Staatsanleihen in der EU bzw. im Euroraum ansteigen. Wenn dadurch die Zinslasten für die Eurostaaten und die EU zunehmen, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB wieder supranationale Anleihen und EU-Anleihen kauft. Die EU-Anleihen stehen nicht nur bereits auf der Liste der ankauffähigen Wertpapiere der EZB, die EZB hat auch im Rahmen der Wiederanlage von auslaufenden Wertpapieren beim Kaufprogramm PEPP zunehmend insbesondere deutsche und niederländische Staatsanleihen durch supranationale Anleihen ersetzt (siehe Abb. 21). Supranationale Anleihen dürften die Anleihen der EU, der Europäischen Investment Bank (EIB) und des ESM umfassen.

6. Wirtschaftspolitische Implikationen

Die Europäische Währungsunion war zur Gründung kein optimaler Währungsraum und ist entgegen vieler wissenschaftlicher Argumente für eine wachsende Konvergenz auch nicht zu einem optimalen Währungsraum zusammengewachsen. Das liegt insbesondere daran, dass der Währungsraum ohne eine gemeinsame Finanz- und Sozialpolitik unvollständig geblieben ist. Eine wichtige Folge war die europäische Finanz- und Schuldenkrise, die nur durch das Eingreifen der EZB als *Lender of*



Last Resort und ein weitgehend bedingungsloses Garantieverprechen zugunsten des Euro stabilisiert werden konnte.

Röpke (1964) hat den schleichenden Übergang zu einer Haftungs- und Transferunion vorhergesehen: (...) *if the states should agree on a common course of monetary policy, those with less monetary discipline would prevail over the few others which had more. It is disease, not sanity, which is infectious. It is always the **slowest ship in a convoy which determines the speed of the group***” (p. 236). (...) *the member states, indulging in reckless monetary policies like Italy (and to a lesser degree France, in spite of her much-vaunted “planification”) will “export” their inflation to other countries observing a higher degree of monetary discipline, for example Germany. In view of this monetary disintegration, it is thought that a common monetary system of the six countries of the EEC is necessary. But, here again, it is obvious that such a system supposes a common economic, financial, and social policy, which is inconceivable without a real merging of national governments into one supranational state - which is a mere phantom*” (p. 236).

Da die Bilanz des Eurosystems nach oben offen ist, sind den Möglichkeiten der EZB technisch keine Grenzen gesetzt, solange diese damit begründet werden, dass die EZB nur mit einer funktionierenden Transmission der Geldpolitik ihr Mandat der Preisstabilität erfüllen kann. Zudem ist mit der Aufnahme des Ziels des Klimaschutzes in den geldpolitischen Rahmen der EZB das Ziel der Preisstabilität in den Hintergrund getreten, sodass die EZB zusätzliche Spielräume für den Ankauf von Staatsanleihen gewonnen haben dürfte. Die Nachteile einer im Trend zunehmend expansiven Geldpolitik sind jedoch negative Wachstums- und Verteilungseffekte, die die Verlierer der Eurostabilisierungsmaßnahmen an die politischen Ränder bringen. Da dieser Prozess schon relativ weit fortgeschritten ist, scheint ein Wiederaufflammen der Inflation im Euroraum politisch riskant.

Schließlich erscheint die Wirtschaftskraft von Deutschland zunehmend erschöpft. Die harte Deutsche Mark hat in der Vergangenheit über deren Aufwertung die exportorientierte deutsche Wirtschaft zu immer neuen Produktivitätsgewinnen getrieben, die teilweise über die gemeinsamen europäischen Institutionen an andere Mitgliedsländer der Europäischen Gemeinschaft bzw. der Europäischen Union verteilt werden konnten. Der zunehmend weiche Euro hat hingegen die deutsche Industrie träge gemacht, sodass die Produktivität nicht mehr wächst. Die Umverteilung von Ressourcen wie im Falle von NextGenerationEU ist damit unweigerlich mit Wohlstandsverlusten in Deutschland verbunden, die ein Risiko für die politische Stabilität in Deutschland sind. Es braucht deshalb eine langfristige Lösung für einen stabilen Euroraum, wobei es drei Szenarien gibt.

Erstens kann eine gemeinsame Finanz- und Sozialpolitik auf EU-Ebene geschaffen werden, die mit einem regionalen Finanzausgleich und möglicherweise auch einer gemeinsamen Armee verbunden ist. Das wäre ein großer Schritt in Richtung einer politischen Union in Europa, die den Euro langfristig institutionell stabilisieren würde. Zweitens könnten die Europäische Union und die Europäische Zentralbank



zu der ursprünglichen stabilitätsorientierten Auslegung der europäischen Verträge zurückkehren. Diese würde eine dauerhaft restriktive Geldpolitik der EZB und deutliche staatliche Ausgabenkürzungen bei den Mitgliedsländern erfordern. Die Unternehmen würden so zu Produktivitätsgewinnen gezwungen, die der EU einen dringend benötigten Wachstumsschub geben würden.

Wenn Europa zu einem der beiden Schritte nicht die Kraft hat, dürfte als dritte Option ein Aufbrechen der Währungsunion, möglicherweise in einen Nord- und einen Südeuro, eine zunehmend attraktive Option werden. Das dürfte insbesondere dann gelten, wenn die Wirtschaftskraft des Nordens nicht mehr zur Stabilisierung des Südens ausreicht. Ein Nord- und ein Südeuro würden den Währungswettbewerb in Europa wiederherstellen, der über viele Jahre hinweg den Menschen in Europa große Wohlstandsgewinne gebracht hat.

Literatur

- Bayoumi, Tamim / Eichengreen, Barry 1993: Shocking Aspects of European Monetary Integration. In: Torres, Francisco / Giavazzi, Francesco (eds.): *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*. Cambridge University Press.
- Belke, Ansgar / Dreger, Christian 2013: Current Account Imbalances in the Euro Area: Does Catching Up Explain the Development? *Review of International Economics* 21(1), 6–17.
- Berndt, D. J. / Clifford, J. 1994: Using Dynamic Time Warping to Find Patterns in Time Series. In: *Proceedings of the 3rd International Conference on Knowledge Discovery and Data Mining*, 359–370, AAAI Press.
- Bessent, Scott 2025: The Fed's New "Gain-of-Function" Monetary Policy. *The International Economy* Spring 2025, 68, 16–23.
- Bini Smaghi, Lorenzo 2011: One Size Fits All? Speech at the 16th Annual Conference of the German-British Forum „The European Central Bank in a Global Perspective – Central Banking and the Challenge of Rising Inflation“, London, 26 May 2011.
- Birkholz, Carlo / Heinemann, Friedrich 2023: Magnitudes and Capital Key Divergence of the Eurosystem's PSPP/PEPP Purchases. *ZEW Expert Brief* 02, April 2023.
- Bradley, Jake / Kügler, Alice 2019: Labor Market Reforms: An Evaluation of the Hartz Policies in Germany. *European Economic Review* 113, 38–66.
- Bugdalle, Tom 2025: Haftungsvergemeinschaftung in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Flossbach von Storch Research Institute 15.12.2025



- Bugdalle, Tom / Pfeifer, Moritz 2025: A Tale of Two Cycles: Business and Financial Cycle Synchronization in the Euro Area. *arXiv preprint*.
- Bundesfinanzministerium 2024: *Die größten Empfänger des Deutschen Aufbau- und Resilienzplans*. Online verfügbar unter: <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/DARP/top100-empfaenger.html> (Zugriff am 03.07.2025).
- Campos, Nuno F. / Macchiarelli, Chiara 2016: Core and Periphery in the European Monetary Union: Bayoumi and Eichengreen 25 Years Later. *Economics Letters* 147, 127–130.
- Chirac, Jacques 1998: *Discours radiotélévisé sur la stabilité internationale, l'avènement de l'euro, les valeurs républicaines, la sécurité et la liberté*. Paris, 31.12.1998. Online verfügbar unter: <https://www.vie-publique.fr> (Zugriff am 03.07.2025).
- Choi, Sanfuyub / Jeong, Kimoon / Kim, Jiseob 2025: One Size Does Not Fit All: Unveiling Asymmetric Transmission of Monetary Policy in the Euro Area. *Mimeo*.
- De Grauwe, Paul 2022: *The Economics of Monetary Union*. 14. Auflage. Oxford University Press, Oxford.
- De Grauwe, Paul / Schnabl, Gunther 2008: Exchange Rate Stability, Inflation and Growth in (South) Eastern and Central Europe. *Review of Development Economics* 12(3), 530–549.
- Deutsche Bundesbank (o.J.): *Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte III*. Deutsche Bundesbank, Frankfurt.
- Deutscher Bundestag 2010: *Regierungserklärung von Bundeskanzlerin Dr. Angela Merkel*, Berlin.
- Dornbusch, Rüdiger / Favero, Carlo / Giavazzi, Francesco 1998: Immediate Challenges for the ECB: Issues in Formulating a Single Monetary Policy. *Economic Policy* 13(26), 16–64.
- Draghi, Mario 2012: *Verbatim of the Remarks Made by Mario Draghi*. Speech at the Global Investment Conference, London, 26 July 2012.
- Draghi, Mario 2024: *The Future of European Competitiveness*. Publications Office of the European Union, Luxembourg.
- Europäische Zentralbank 1999: *Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems*. Monatsbericht der Europäischen Zentralbank Januar 1999, 43–56.
- European Central Bank (ECB) 2011: TARGET2 Balances of National Central Banks in the Euro Area. *Monthly Bulletin* October 2011, 35–43.



- European Central Bank (ECB) 2022: *The Transmission Protection Instrument*. Frankfurt, 21.07.2022.
- European Central Bank (ECB) 2024: *What Is the Operational Framework and What Does It Do?* Frankfurt, 13.09.2024.
- European Commission 1990: *One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*. *European Economy* 44.
- European Commission 2024: *Ninth Report on Economic, Social and Territorial Cohesion*. Publications Office of the European Union, Luxembourg.
- European Commission 2025: *Regional and Urban Policy*. Brussels.
- Europäische Kommission 2010: *Beschluss der Kommission vom 19. Juli 2010 zu gemeinsamen Sicherheitszielen gemäß Artikel 7 der Richtlinie 2004/49/EG*. Brüssel, 22.07.2010.
- Feldstein, Martin 1997: The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability. *Journal of Economic Perspectives* 11(4), 23–42.
- Fidrmuc, Jarko / Korhonen, Iikka 2006: Meta-Analysis of the Business Cycle Correlation between the Euro Area and the CEECs. *Journal of Comparative Economics* 34(3), 518–537.
- Fischer, Raphael / Schnabl, Gunther 2018: Regional Heterogeneity, the Rise of Public Debt and Monetary Policy in Post-Bubble Japan: Lessons for the EMU. *International Economics and Economic Policy* 15(3), 405–428.
- Frankel, Jeffrey A. / Rose, Andrew K. 1998: The Endogeneity of the Optimum Currency Criteria. *Economic Journal* 108, 1009–1025.
- Friedman, Milton 1997: *The Euro: Monetary Unity to Political Disunity?* Project Syndicate, 28.08.1997. Online verfügbar unter: <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-euro--monetary-unity-to-political-disunity> (Zugriff am 03.07.2025).
- Gros, Daniel / Thygesen, Niels 1992: *European Monetary Integration: From the European Monetary System to Economic and Monetary Union*. Longman, London.
- Hayek, Friedrich A. 1976: *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*. Salzburg.
- Honohan, Patrick / Lane, Philip R. 2003: Divergent Inflation Rates in the EMU. *Economic Policy* 18(37), 357–394.
- Kenen, Peter B. 1969: Round Table on Exchange Rate Policy. *American Economic Review* 59(2), 362–364.



- Krugman, Paul 1990: *A Europe-Wide Currency Makes No Economic Sense*. *Los Angeles Times*, 05.08.1990. Online verfügbar unter: <https://www.latimes.com/archives/la-xpm-1990-08-05-fi-453-story.html> (Zugriff am 03.07.2025).
- Krugman, Paul 1991: *Geography and Trade*. MIT Press, Cambridge, Mass.
- Lagarde, Christine 2025: Bulgaria on the Euro's Doorstep: Towards a Shared Future. Speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the high-level conference on "Bulgaria on the Doorstep of the Eurozone", jointly organised by the Bulgarian Ministry of Finance and Българска народна банка (Bulgarian National Bank).
- Macron, Emmanuel 2017: *Initiative pour l'Europe – Discours pour une Europe souveraine, unie, démocratique*. Élysée, Paris.
- Marsh, David 2011: *The Euro: The Battle for the New Global Currency*. Yale University Press, New Haven.
- McKinnon, Ronald I. 1963: Optimum Currency Areas. *American Economic Review* 53, 717–724.
- McKinnon, Ronald I. 2004: Optimum Currency Areas and Key Currencies: Mundell I Versus Mundell II. *Journal of Common Market Studies* 42(4), 689–715.
- McKinnon, Ronald I. 2012: *The Unloved Dollar Standard: From Bretton Woods to the Rise of China*. Oxford University Press, New York.
- Merkel, Angela 2012: *Regierungserklärung von Angela Merkel*. 27.02.2012. Auf YouTube erhältlich.
- Mises, Ludwig von 1912: *Die Theorie des Geldes und der Umlaufmittel*. Duncker & Humblot, Leipzig.
- Mundell, Robert A. 1961: A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review* 51(4), 657–665.
- Mundell, Robert A. 1973a: A Plan for a European Currency. In: Johnson, Harry G. / Swoboda, Alexander K. (eds.): *The Economics of Common Currencies*. Longman/Routledge, London, 35–51.
- Mundell, Robert A. 1973b: Uncommon Arguments for Common Currencies. In: Johnson, Harry G. / Swoboda, Alexander K. (eds.): *The Economics of Common Currencies: Proceedings of the Madrid Conference on Optimum Currency Areas*. Allen & Unwin, London, 114–132.
- Murai, Taiki / Schnabl, Gunther 2021: Macroeconomic Policy Making and Current Account Imbalances in the Euro Area. *Credit and Capital Markets* 54(3), 347–373.



- Obstfeld, Maurice / Peri, Giovanni 1998: Regional Nonadjustment and Fiscal Policy: Lessons for EMU. *NBER Working Paper* 6431.
- Pfeifer, Moritz / Schnabl, Gunther 2024: Monetary Policy, Divergence and the Euro. *CESifo Working Paper* 11442.
- Röpke, Wilhelm 1964: European Economic Integration and its Problems, *Modern Age* 8(3), 231–244.
- Sakoe, Hiroaki / Chiba, Seibi 1978: Dynamic Programming Algorithm Optimization for Spoken Word Recognition. *IEEE Transactions on Acoustics, Speech, and Signal Processing* 26(1), 43–49.
- Schnabl, Gunther 2018: The Failure of ECB Monetary Policy from a Mises/Hayek Perspective. In: Godart-van der Kroon, Annette / Vonlanthen, Patrik (eds.): *Banking and Monetary Policy from the Perspective of Austrian Economics*. Springer, Berlin, 127–152.
- Schnabl, Gunther 2019: Central Banking and Crisis Management from the Perspective of Austrian Business Cycle Theory. In: *The Oxford Handbook of the Economics of Central Banking*. Oxford University Press, Oxford.
- Schnabl, Gunther 2025: Die EZB ist von Deutscher Bundesbank zur Banque de France verkommen. *Finanz und Wirtschaft Online*, 19.09.2025.
- Schnabl, Gunther / Sepp, Tim 2021: Inflationsziel und Inflationsmessung in der Eurozone im Wandel. *Wirtschaftsdienst* 101(8), 615–620.
- Schröder, Gerhard 2001: *Neujahrsansprache 2001/2002*. Berlin, 31.12.2001.
- Shiller, Robert 2000: *Irrational Exuberance*. Princeton University Press, Princeton.
- Sinn, Hans-Werner 2012: *Die Target-Falle*. Hanser Verlag, München.
- Sinn, Hans-Werner / Wollmershäuser, Timo 2012: Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. *International Tax and Public Finance* 19, 468–508.
- Taylor, John B. 1993: Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 195–214.



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

© 2026 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 Hirsch, Dr. Tobias Schafföner, Christian Schlosser, 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; *Autoren* Moritz Pfeifer & Prof. Dr. Gunther Schnabl; *Redaktionsschluss* 07. Januar 2026