

13. Kadener Gespräch



Tagungsbericht

Geldentwertung in Europa – Tempi passati oder drängende Zukunft?

*Expertengespräch
der Stiftung Marktwirtschaft
am 6. März 2026 auf Gut Kaden*

Hintergrund

Die Europäische Währungsunion steht mehr als 25 Jahre nach Einführung des Euro vor erheblichen Herausforderungen. Nach einer Phase außergewöhnlich hoher Inflationsraten, deutlich gesteigener Staatsverschuldung und zunehmender geopolitischer Spannungen ist die Unsicherheit über die Stabilität des Euro gewachsen. Dementsprechend stellt sich die Frage, ob die institutionelle Architektur der Eurozone den aktuellen und künftigen Belastungen noch gerecht wird.

Vor diesem Hintergrund hat die Stiftung Marktwirtschaft bei den 13. Kadener Gesprächen mit renommierten Expertinnen und Experten zentrale Fragen zur Zukunft der europäischen Währungsordnung diskutiert. Welchen Anteil hatten neben externen Schocks die über Jahre hinweg sehr expansive Geld- und Fiskalpolitik an der Inflationsentwicklung? Wird die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) zunehmend von fiskalischen und finanziellen Interessen dominiert? Und gelingt es den bestehenden fiskalischen Regeln noch, eine hinreichende Haushaltsdisziplin der Mitgliedstaaten sicherzustellen? Auch die wachsende Bedeutung gemeinsamer europäischer Verschuldungsinstrumente stand im Fokus: Handelt es sich dabei um notwendige Antworten auf gemeinsame Herausforderungen oder um einen schleichenden Übergang zu einer Transfer- und Schuldenunion? Stehen Europa weitere Schuldenprogramme und Eurobonds bevor?

Diese und weitere Fragen diskutierte die Stiftung Marktwirtschaft am 6. März 2026 auf Gut Kaden. Nach der Begrüßung durch den Gastgeber Dr. Lutz Peters und der thematischen Einführung durch Stiftungsvorstand Prof. Dr. Michael Eilfort führte Gabor Steingart, Gründer und Herausgeber von The Pioneer, in gewohnt pointierter Manier durch die Tagung.

Referenten

Ist die Europäische Währungsunion gut für künftige Herausforderungen gewappnet?

Prof. Dr. Fritzi Köhler-Geib

Vorständin der Deutschen Bundesbank

Prof. Volker Wieland Ph.D.

Geschäftsführender Direktor des Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS), Mitglied des Kronberger Kreises

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Otmar Issing

Ehrenpräsident des Center for Financial Studies, ehem. Chefvolkswirt und Mitglied des Direktoriums der Europäischen Zentralbank, ehem. Mitglied des Kronberger Kreises

Schuldenrausch und Protektionismus – Droht bald die nächste Inflationswelle?

Prof. Dr. Friedrich Heinemann

ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung

Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen

Albert-Ludwigs-Universität Freiburg, Stiftung Marktwirtschaft

Prof. Dr. Michael Eilfort und
Dr. Lutz Peters, Gastgeber des
Expertengesprächs auf Gut Kaden,
bei der Begrüßung der Gäste.





Prof. Dr. Fritzi Köhler-Geib

Für mehr Resilienz und Innovation in Europa

„Die globale Lage ist derzeit von außergewöhnlich hoher geopolitischer und wirtschaftlicher Unsicherheit geprägt“, eröffnet die Vorständin der Deutschen Bundesbank, Prof. Dr. Fritzi Köhler-Geib, ihren Vortrag. Der World Uncertainty Index habe Anfang 2026 ein Niveau erreicht, das deutlich über dem der Corona-Krise liege. Zugleich nehme die Fragmentierung der Weltwirtschaft zu: Steigende geopolitische Risiken führten zu rückläufigen Handelsvolumina, höheren Importpreisen und zunehmenden Störungen globaler Lieferketten. Die Finanzmärkte reagierten mit erhöhter Volatilität, steigenden Risikoaufschlägen und restriktiverer Kreditvergabe.

Vor diesem Hintergrund betont Köhler-Geib die zentrale Bedeutung wirtschaftlicher Resilienz. Volkswirtschaften müssten in der Lage sein, Schocks nicht nur zu bewältigen, sondern sich auch vorausschauend darauf vorzubereiten. Entscheidend sei daher, die strukturelle Widerstandsfähigkeit frühzeitig

zu stärken. Ein wesentlicher Hebel liege in der Vertiefung der europäischen Finanz- und Kapitalmarktintegration. Trotz gemeinsamer Währung bestehe hier weiterhin erheblicher Nachholbedarf. „Initiativen wie die geplante Savings and Investment Union könnten dazu beitragen, Kapital effizienter zu mobilisieren und Investitionen zu fördern“, schildert Köhler-Geib. Notwendig seien insbesondere Fortschritte bei der Bankenunion, eine stärkere Aufsicht, leistungsfähigere Marktinfrastrukturen sowie bessere finanzielle Bildung. Zudem eröffne die Digitalisierung wichtige Chancen für Stabilität und Wettbewerbsfähigkeit. Ein digitaler Euro könne dazu beitragen, ein sicheres europäisches Zahlungsmittel im digitalen Raum zu etablieren und damit die strategische Autonomie Europas zu stärken.

Für Deutschland zeichnet Köhler-Geib ein verhaltenes Bild: Auf die rasche Erholung vom pandemiebedingten Einbruch folgten mehrere Jahre der Stagnation, und das Wachstum bleibe im internationalen Vergleich schwach. Staatliche Investitionsprogramme könnten zwar kurzfristig Impulse setzen, reichten jedoch allein nicht aus. Nachhaltiges Wachstum erfordere umfassende Strukturreformen. „Ohne solche Reformen bleibt das Potenzialwachstum auf sehr niedrigem Niveau“, warnt die Bundesbankvorständin.

Besonders kritisch bewertet sie die technologische Abhängigkeit Europas. In zentralen Bereichen der digitalen Infrastruktur, insbesondere bei Cloud-Diensten, dominierten außereuropäische Anbieter den Markt. Europäische Unternehmen spielten bislang nur eine untergeordnete Rolle. Diese Abhängigkeiten stellten ein strategisches Risiko dar und unterstrichen die Notwendigkeit, gezielt in eigene technologische Kompetenzen zu investieren. Gleichzeitig verweist Köhler-Geib auf erhebliche Zukunftschancen, da Technologien wie künstliche Intelligenz und Quantencomputing großes wirtschaftliches Potenzial böten: „Entscheidend ist, Innovationen nicht nur wissenschaftlich zu entwickeln, sondern sie erfolgreich in marktfähige Produkte und Anwendungen zu überführen.“

In der anschließenden Diskussion plädiert Köhler-Geib für eine stärkere Skalierung des europäischen Kapitalmarkts. Als relativ rohstoffarme Region sei Europa auf Innovation angewiesen, werde jedoch durch Bürokratie und Defizite im Wagniskapital gebremst. Abhilfe könnten eine steuerliche Gleichstellung von Eigen- und Fremdkapital sowie das geplante „28. Regime“ schaffen, das als einheitliches EU-Regelwerk erhebliche Impulse für Wachstum und Kapitalmarktintegration setzen könne.



Prof. Volker Wieland Ph.D.

Mehr Regelerorientierung in der Geldpolitik

„Sind die Institutionen der Europäischen Währungsunion für künftige Herausforderungen gut gewappnet? Eher nicht“, stellt Prof. Volker Wieland fest. Schon die Finanz- und Euroschuldenkrise habe Lücken des institutionellen Gefüges aufgedeckt, die bis heute nicht verlässlich geschlossen seien. Die EZB habe weiterhin die Rolle des Krisenmanagers für Probleme inne, die von den Mitgliedstaaten und anderen europäischen Institutionen zu lösen wären. So sei die Stabilität des Euro nicht dauerhaft gesichert.

Ursprünglich sei die EZB als unabhängige supranationale Notenbank mit dem Primat der Preisstabilität konzipiert worden, flankiert von fiskalischen Regeln zur Begrenzung staatlicher Defizite und der Nichtbeistandsklausel zur Sicherung nationaler Eigenverantwortung. Aber die Klausel sei nicht glaubwürdig, die Fiskalregeln seien ausgehöhlt und die Anreize für höhere Staatsverschuldung begrenzt worden. Das Mitglied des Kronberger

Kreises betont, dass die Finanzmarktregulierung lückenhaft und Bankenaufsicht schwach war, zugleich seien Staaten und Banken in eine wechselseitige Abhängigkeit geraten.

Zwar sei in der Krise ein Mechanismus geschaffen worden, der gegen Bedingungen Hilfe biete. Zudem seien die Eigenkapitalanforderungen an Banken verstärkt und die Aufsicht zentralisiert worden. Der Staaten-Banken-Nexus sei jedoch ungebrochen. Dringend notwendig wären laut Wieland eine Insolvenzordnung für Staaten, um die Eigenverantwortung zu stärken, die Berücksichtigung der Staatsschulden in der Bankenregulierung und wirksame Fiskalregeln. Stabile Staatsfinanzen seien Voraussetzung für eine stabile Währung. Andernfalls entstehe ein Anreiz, Schulden über Inflation zu entwerten – insbesondere bei steigender Zinslast. Stattdessen habe die EZB Instrumente wie die Outright Monetary Transactions (OMT) oder das Transmission Protection Instrument (TPI) entwickelt, um die Finanzierungskosten einzelner Staaten zu begrenzen. Dies schwäche die Marktdisziplin.

Die Geldpolitik der EZB sei zunächst viele Jahre erfolgreich gewesen. Sie habe die Inflation mittels Zinsänderungen nahe dem Ziel stabilisieren können. Nach der Finanzkrise habe Deflation gedroht, die sie mit Niedrigzinsen und umfangreichen Anleihekaufprogrammen vermeiden konnte. Aber die EZB habe diese Politik viel zu lange beibehalten, insbesondere als die Inflation ab 2021 schnell anstieg. „Der Realzins fiel und hat die Inflation zusätzlich angeheizt“, so Wieland. Der Inflationsanschub sei nicht nur auf den Energieschock zurückzuführen, sondern auch Ergebnis expansiver Geld- und Fiskalpolitik. Die EZB solle wieder das Taylor-Prinzip beachten, also den Notenbankzins bei steigender Inflation so anheben, dass die reale Verzinsung absehbar steigt. „Mit mehr Regelerorientierung in der Geldpolitik wäre für die Stabilität des Euro viel gewonnen“, folgert der Ökonom.

Trotz stark divergierender Schuldenstände in der Eurozone seien die Zinsaufschläge heute sehr gering, was auf implizite Absicherungsmechanismen durch die Geldpolitik hindeute. Dadurch würden Marktanreize verzerrt und fiskalische Risiken teils vergemeinschaftet – mit wachsenden Risiken für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen. Vor diesem Hintergrund sieht Wieland weiterhin erhebliche strukturelle Defizite der Währungsunion. Entscheidend sei die ungeklärte Balance zwischen gemeinschaftlicher Haftung und nationaler Verantwortung. „Haftung und Kontrolle müssen zwingend auf einer Ebene liegen, sonst werden Mitgliedstaaten in Solidarhaftung genommen“, betont er auf Nachfrage des Moderators Gabor Steingart.

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Otmar Issing

Die Stabilität der Währungsunion ist bedroht

„Die Europäische Zentralbank verfolgt mit der Sicherung von Preisstabilität ein klares Mandat und hat dieses Ziel über weite Strecken der ersten 25 Jahre der Währungsunion auch erreicht“, betont Prof. Dr. Dr. h.c. Otmar Issing eingangs seines Impulses. Die Inflationsrate habe sich im Durchschnitt in der Nähe der angestrebten zwei Prozent bewegt und damit die Stabilitätskultur des Euro grundsätzlich bestätigt. Zugleich dürfe diese Bilanz nicht darüber hinwegtäuschen, dass es in jüngerer Zeit zu deutlichen Abweichungen gekommen sei und die geldpolitische Glaubwürdigkeit zunehmend unter Druck gerate. Insbesondere die sehr expansive Ausrichtung der Geldpolitik in Verbindung mit verzögerten Reaktionen auf den drastischen Inflationsanstieg ab 2021 habe dazu beigetragen, dass sich der Preisschub verfestigte. Die lange Phase deutlich negativer Realzinsen habe die Nachfrage zusätzlich stimuliert und Preissteigerungen begünstigt. Preisstabilität erfordere daher eine konsequente und vorausschauende Geldpolitik.

„Die Einführung des Euro war in erster Linie ein politisches Projekt“, gibt der ehemalige Chefvolkswirt der EZB zu bedenken. Der zentrale Konstruktionsfehler sei gewesen, die Währungsunion ohne eine entsprechende politische Union zu beginnen. Diese institutionelle Asymmetrie präge die Funktionsprobleme der Eurozone bis heute und erschwere insbesondere die Durchsetzung gemeinsamer fiskalischer Regeln. Die häufig vertretene These, der Euro sei primär der „Preis für die deutsche Einheit“ gewesen, halte er in dieser schlichten Form für falsch. Vielmehr seien die integrationspolitischen Weichen bereits zuvor gestellt worden, die Wiedervereinigung habe diesen Prozess lediglich beschleunigt.

Problematisch sei zudem, dass die Europäische Kommission ihrer Rolle als „Wächterin der Verträge“ nur unzureichend nachkomme. Fiskalregeln würden immer wieder politisch ausgelegt, was zu einer schleichenden Erosion der vereinbarten Stabilitätsregeln führe. Dies untergrabe die Glaubwürdigkeit des fiskalischen Ordnungsrahmens und verstärke Fehlanreize in der Haushaltspolitik der Mitgliedstaaten.

Vor diesem Hintergrund warnt Issing vor einer Ausweitung gemeinsamer europäischer Verschuldung, etwa im Kontext sicherheitspolitischer Herausforderungen. Zwar werde

häufig entgegengehalten, dass neue geopolitische Risiken gemeinsame Finanzierungsinstrumente rechtfertigten. Eine solche Politik könne jedoch allenfalls dann verantwortbar sein, wenn sie mit strenger Kontrolle und klaren Rückzahlungsmechanismen verbunden sei, auch bei Fehlverwendung der Mittel. Ohne diese Absicherung seien gemeinsame Schulden ordnungspolitisch nicht tragfähig. Konsequenterweise müsse eine europäische Verschuldung mit der Übertragung fiskalischer Hoheiten auf EU-Ebene einhergehen. Zu solch einem nationalen Souveränitätsverzicht fehle jedoch bislang die politische Bereitschaft auf Ebene der Mitgliedstaaten.

Das europäische Aufbauprogramm „Next Generation EU“ zeige exemplarisch, dass formal zweckgebundene Mittel erhebliche fiskalische Spielräume eröffneten, die auch für ökonomisch fragwürdige Maßnahmen genutzt würden. Die als einmalig deklarierte Maßnahme drohe zum Präzedenzfall zu werden. Ohne institutionelle Disziplinierung werde die gemeinsame Verschuldung „durch die Hintertür“ ausgeweitet. „Dies stellt eine ernsthafte Bedrohung für die Zukunft der Währungsunion dar, insbesondere vor dem Hintergrund stark divergierender Schuldenstände innerhalb der Eurozone“, schlussfolgert Issing.



Prof. Dr. Friedrich Heinemann

Mehr Transparenz bei der EU-Verschuldung



„Wenn wir über Eurobonds reden, dann sollten wir uns klar machen: De facto haben wir die natürlich schon.“ Mit dieser Diagnose eröffnet Prof. Dr. Friedrich Heinemann seinen Beitrag und plädiert für eine realistischere Einordnung der europäischen Schuldenarchitektur. Tatsächlich habe sich über Jahre ein sehr differenziertes Instrumentarium an gemeinsamen Verschuldungsinstrumenten herausgebildet, sodass die politische Debatte häufig an der bestehenden Praxis vorbeigehe. Die EU nutze gemeinsame Anleihen bereits in drei zentralen Bereichen: erstens zur Finanzierung von Krediten an Mitgliedstaaten (etwa über SAFE, SURE oder NGEU), zweitens zur Finanzierung nicht rückzahlbarer Zuschüsse an Mitgliedstaaten im Rahmen von NGEU und drittens zur Unterstützung von Drittstaaten, insbesondere der Ukraine.

Während Heinemann die Schuldenfinanzierung der Ukraine-Hilfen als gut begründbar einstuft, da sie eine gemeinschaftliche Lastenteilung über den EU-Haushalt ermöglicht, bewertet er die Nutzung für Mitgliedstaaten deutlich kritischer. Kredite seien vor allem für Länder mit schwächerer Bonität attraktiv, da sie sich über die EU günstiger refinanzieren könnten. Die daraus resultierende Zinsersparnis sei ein verdeckter Transfer der bonitätsstarken Länder an die bonitätsschwachen Länder“, so der ZEW-Ökonom. Noch problematischer sei die schuldenfinanzierte Vergabe von nicht rückzahlbaren Zuschüssen. Hier entstehe ein intransparentes Umverteilungsinstrument, das politische Kosten verschleierte und Lasten in die Zukunft verlagere. Für finanzielle Solidarität gebe es mit den bestehenden EU-Haushaltsinstrumenten wie der Kohäsionspolitik transparentere und sachgerechtere Alternativen.

Heinemann konstatiert einen institutionellen Wandel: Während frühere Instrumente noch auf klar begrenzte Haftung angelegt gewesen seien, etablierten neuere Programme faktisch eine gemeinschaftliche Haftung über den EU-Haushalt. Damit verschwimme die Trennung zwischen nationaler Verantwortung und gemeinsamer Finanzierung zunehmend. Besonders kritikwürdig sei die mangelnde Transparenz dieser Konstruktionen. Ein erheblicher Teil der Schulden erscheine nicht in den nationalen Haushalten, obwohl die Mitgliedstaaten ökonomisch dafür einstehen müssten: „Ökonomisch sind das nationale Schulden, buchhalterisch tauchen sie nicht auf. Dies schwächt die fiskalische Disziplin der Mitgliedstaaten und begünstigt eine Verlagerung von Schulden in weniger sichtbare Bereiche“, kritisiert Heinemann.

Insgesamt sieht Heinemann einen klaren Widerspruch zwischen offizieller Begründung und tatsächlicher Nutzung der Instrumente. Während die Rhetorik auf die angebliche Finanzierung europäischer öffentlicher Güter abstelle, ist die Inanspruchnahme klar erkennbar durch nationale Finanzierungsinteressen gekennzeichnet. Diese Dynamik dürfte sich fortsetzen, da sie im Interesse der Empfängerländer liege und für Geberländer aufgrund der Intransparenz der Transfers ohne hohe politische Kosten sei. Bereits heute erreiche die europäische Verschuldung erhebliche Größenordnungen und könne bereits ohne neue Schuldeninstrumente im nächsten Mehrjährigen Finanzrahmen bis 2030 rund 7 Prozent des BIP der EU umfassen.

Heinemanns Schlussfolgerung fällt entsprechend eindeutig aus: „Transparenz, Transparenz, Transparenz. Nur durch ein unabhängiges, öffentlichkeitswirksames und regelmäßiges Reporting der europäischen Schulden lässt sich verhindern, dass ein wachsender Teil der öffentlichen Verschuldung der politischen Kontrolle entzogen und implizite Transfers sowie Haftungsrisiken systematisch verschleiert werden.“

Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen

Implizite Schulden als Kernproblem

„Wir haben noch nie so viele Steuern eingenommen wie heute und machen trotzdem die höchsten Schulden. Der Staat wird einfach nicht satt“, beschreibt Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen die aktuelle fiskalische Lage Deutschlands. Die weit verbreitete These, die Probleme beruhen primär auf unzureichenden staatlichen Einnahmen, sei schlichtweg falsch. Sowohl die Steuerquote als auch die Sozialbeiträge befänden sich in Deutschland auf historischen Höchstständen, ebenso wie die Beschäftigung. Eigentlich sei es dem Staat noch nie so gut gegangen wie heute. Umso bemerkenswerter sei es, dass die Staatsfinanzen dennoch unter Druck stünden und eine drastische Neuverschuldung zu beobachten sei. Die Ursachen der fiskalischen Schieflage wären daher nicht auf der Einnahmen-, sondern auf der Ausgabenseite zu verorten.

„Ein Großteil der fiskalischen Belastungen entsteht nicht durch offiziell ausgewiesene Schulden, sondern durch langfristige Leistungsversprechen in den Sozialversicherungssystemen“, betont der Freiburger Finanzwissenschaftler. Insgesamt beziffert er diese impliziten staatlichen Verpflichtungen auf rund 350 Prozent der Wirtschaftsleistung, was die tatsächliche fiskalische Lage deutlich gravierender erscheinen lasse, als es die offiziellen Haushaltszahlen nahelegten. Diese strukturellen Belastungen führten dazu, dass selbst unter günstigen demografischen und konjunkturellen Bedingungen die Einnahmen nicht ausreichten, um die bestehenden Verpflichtungen zu finanzieren. Politische Maßnahmen wie die Stabilisierung des Rentenniveaus oder die Ausweitung sozialer Leistungen verschärften das Problem zusätzlich. Der Versuch, Ausgaben stärker über Steuern zu finanzieren, sei nicht tragfähig, da die Einnahmen weiterhin nicht ausreichten, um die Ausgaben zu decken.

Auch bei den Bundesländern werde kaum über Ausgabenkürzungen diskutiert. Fehlende fiskalische Spielräume würden durch zusätzliche Kreditaufnahme kompensiert: „Baden-Württemberg drückt im Moment so viele Landesschuldverschreibungen wie noch nie. Damit wird ein wachsender Teil der impliziten Verpflichtungen schrittweise in explizite Schulden überführt.“ Die Finanzlage sei bereits in vielen Ländern und Kommunen prekär und werde sich ohne tiefgreifende Reformen und mehr Wirtschaftswachstum weiter verschlechtern.



Andere europäische Länder wie Dänemark oder Schweden seien hier bereits deutlich weiter. Diese hätten beispielsweise ihre Rentensysteme wesentlich nachhaltiger ausgestaltet, insbesondere durch eine stärkere Kapitaldeckung und eine konsequentere Anpassung an demografische Entwicklungen. Deutschland hingegen halte bereits viel zu lange an bestehenden Leistungsversprechen fest und scheue strukturelle Reformen, obwohl die demografischen Belastungen längst absehbar seien, kritisiert Raffelhüschen.

Ein Festhalten an bestehenden Leistungsversprechen sei demnach der falsche Weg, unterstreicht das Vorstandsmitglied der Stiftung Marktwirtschaft mit Blick auf hohe und stark steigende Renten- und Pensionsansprüche sowie ausufernde Gesundheitsausgaben. Notwendig seien erhebliche Anpassungen, etwa eine Begrenzung der Leistungsdynamik, höhere Eigenbeteiligungen im Gesundheitssystem sowie eine weitere Anhebung des Renteneintrittsalters. „Eigentlich brauchen wir die Rente mit 72 Jahren. Und das nicht erst übermorgen, sondern eher gestern oder spätestens heute“, fordert Raffelhüschen. Eine vollständige Stabilisierung der Staatsfinanzen sei politisch jedoch kaum durchsetzbar, schlussfolgert er in der nachfolgenden Diskussionsrunde mit Blick auf das bereits hohe und weiter steigende Alter der Medianwähler in Deutschland.



The Pioneer-Herausgeber
Gabor Steingart
moderierte die Tagung.

IMPRESSUM

Stiftung Marktwirtschaft
Charlottenstraße 60, 10117 Berlin
Tel. (030) 20 60 57-0
www.stiftung-marktwirtschaft.de

Ansprechpartner/Text:
Dr. Jörg König
koenig@stiftung-marktwirtschaft.de

Fotos: Stefan von Stengel

Diese Publikation ist
auch über das Scannen
des QR-Codes
kostenlos abrufbar:

