

76

Ist der Euro zukunfts- fest?



KRONBERGER KREIS

Lars P. Feld, Clemens Fuest, Justus Haucap,
Johanna Hey, Volker Wieland, Berthold U. Wigger

— STIFTUNG —
Marktwirtschaft

Ist der Euro zukunftsfest?

Kronberger Kreis

Lars P. Feld, Clemens Fuest, Justus Haucap,
Johanna Hey, Volker Wieland, Berthold U. Wigger

Gefördert durch die informedia-Stiftung
Gemeinnützige Stiftung für Gesellschaftswissenschaften
und Publizistik, Köln

Bibliographische Information der Deutschen Bibliothek
Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische
Daten sind im Internet über <http://ddb.de> abrufbar.

© 2026

Stiftung Marktwirtschaft (Hrsg.)
Charlottenstraße 60
10117 Berlin
Telefon: +49 (0)30 206057-0
Telefax: +49 (0)30 206057-57
info@stiftung-marktwirtschaft.de
www.stiftung-marktwirtschaft.de

ISBN: 3-89015-139-6

Titelbild: CalypsoArt (iStock) – bearbeitet.

	Executive Summary	5
1	Einleitung	9
2	Kurz gefasst: Die Regeln des supra-nationalen Euro	13
3	Ist die Geldpolitik ausreichend auf Preisstabilität ausgerichtet?	15
4	Sind die Institutionen der Währungsunion zukunftsfest?	21
5	Wird der Euro international bald eine größere Rolle spielen?	33
6	Fazit: Reformen, die den Euro zukunftsfest machen	43
	Literaturverzeichnis	47

Executive Summary

Die Europäische Währungsunion hat die schwerste Inflationsphase ihrer Geschichte hinter sich gelassen. Nachdem die Inflationsrate im Euroraum zeitweise auf über 10 Prozent gestiegen war, liegt sie seit 2024 wieder in der Nähe des Inflationsziels der Europäischen Zentralbank (EZB) von mittelfristig 2 Prozent. Die Rückkehr zu niedrigen Inflationsraten bedeutet jedoch nicht zwangsläufig, dass die Währungsunion zukunftsfest ist. Die Hochinflation der Jahre 2021 bis 2023 hat vielmehr grundlegende Schwächen ihres institutionellen Ordnungsrahmens erneut offengelegt.

Vor diesem Hintergrund untersucht der Kronberger Kreis, wissenschaftlicher Beirat der Stiftung Marktwirtschaft, ob die Europäische Währungsunion für künftige Herausforderungen ausreichend gerüstet ist. Im Mittelpunkt stehen die geldpolitische Strategie der EZB, die Regeln und Institutionen der Währungsunion sowie die Voraussetzungen und Grenzen einer stärkeren internationalen Rolle des Euro.

Die Erfahrungen der vergangenen Jahre verdeutlichen, dass Preisstabilität nicht allein durch eine unabhängige Zentralbank gewährleistet werden kann. Eine stabile Währungsunion setzt einen glaubwürdigen Ordnungsrahmen voraus, der Eigenverantwortung stärkt und Fehlanreize begrenzt. Die Europäische Währungsunion verbindet eine supranationale Geldpolitik mit einer weitgehend nationalen Fiskalpolitik. Dieses institutionelle Gefüge kann dauerhaft jedoch nur funktionieren, wenn die jeweiligen Verantwortlichkeiten klar voneinander abgegrenzt sind und die Mitgliedstaaten tragfähige Staatsfinanzen gewährleisten. Genau an diesen Voraussetzungen bestehen zunehmend Zweifel.

Diese strukturellen Schwächen traten während der Hochinflation deutlich zutage. Diese war nicht allein Folge der Corona-Pandemie, gestörter Lieferketten oder des Energiepreisschocks infolge des russischen Kriegs gegen die Ukraine. Die außergewöhnlich expansive Geld- und Fiskalpolitik während der Pandemie trug wesentlich zum Inflationsanstieg bei. Die EZB reagierte deutlich später als in früheren Inflationsphasen und wich mit ihrer Strategie vom Taylor-Prinzip ab, wonach Notenbanken auf steigende Inflationsraten wesentlich früher und entschlossener reagieren sollten.

Gleichzeitig wurden die europäischen Fiskalregeln schrittweise immer komplexer und weniger verbindlich ausgestaltet, sodass sie heute eine deutlich geringere disziplinierende Wirkung auf die Finanzpolitik der Mitgliedstaaten entfalten. Zudem wurde mit dem Transmission Protection Instrument (TPI), das Ankäufe von Staatsanleihen einzelner Mitgliedstaaten zur Begrenzung von Risikoaufschlägen ermöglicht, die Rolle der EZB als Krisenmanager zur Stabilisierung hochverschuldeter Mitgliedstaaten weiter ausgeweitet, während wesentliche Reformen der Währungsunion seit der Eurokrise unvollendet blieben. Ein geordneter Mechanismus für staatliche Umschuldungen fehlt ebenso wie eine wirksame Begrenzung des Staaten-Banken-Nexus. Dadurch bestehen erhebliche Fehlanreize fort, welche die Krisenanfälligkeit der Währungsunion erhöhen und das Risiko fiskalischer Dominanz verstärken.

Die institutionellen Defizite beeinträchtigen nicht nur die Stabilität der Währungsunion, sondern auch die internationale Rolle des Euro. Die gegenwärtigen geopolitischen Veränderungen eröffnen zwar Chancen für eine stärkere internationale Bedeutung der europäischen Gemeinschaftswährung. Dauerhaftes Vertrauen in eine internationale Leitwährung entsteht jedoch nicht durch gemeinsame europäische Schuldtitel oder eine Ausweitung gemeinschaftlicher Haftung. Im Gegenteil: Entscheidend sind vielmehr stabile Institutionen, solide Staatsfinanzen, wettbewerbsfähige Volkswirtschaften und eine Geldpolitik, die glaubwürdig auf Preisstabilität ausgerichtet bleibt. Eine Stärkung der internationalen Rolle des Euro setzt daher vor allem voraus, den institutionellen Ordnungsrahmen der Währungsunion zu festigen und die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit Europas zu erhöhen.

Um die Europäische Währungsunion und den Euro langfristig stabiler und zukunftsfester zu machen, empfiehlt der Kronberger Kreis folgende Reformen:

1. **Haftung, Entscheidung und Kontrolle** sollten in der Geld- und Fiskalpolitik stets auf derselben Ebene liegen.
2. Der **Preisstabilität** sollte in der geldpolitischen Strategie wieder stärkeres Gewicht gegeben werden, indem das Taylor-Prinzip beachtet und in der Kommunikation verwendet wird sowie Signale der Geld- und Kreditentwicklung ernster genommen werden. Die quantitative Lockerung durch Bilanzausweitung sollte auf außergewöhnliche Krisensituationen beschränkt bleiben und anschließend zügig reduziert werden.

3. Auf **Wertpapierkäufe zur Reduktion der Finanzierungskosten** einzelner Mitgliedstaaten sollte verzichtet werden. Zugleich sind die notwendigen institutionellen Reformen umzusetzen und erforderliche Instrumente zu etablieren, um die EZB aus der Rolle des Schuldenkrisenmanager herauszuführen.
4. Die **wesentlichen Fehlanreize (Moral Hazard)**, die Trittbrettfahrerverhalten bei Staatsverschuldung und Bankenaufsicht begünstigen, sollten beseitigt werden.
5. Die **europäischen Fiskalregeln** sollten wieder gestärkt werden, insbesondere um eine wirksame Rückführung hoher Schuldenquoten nach Krisen zu gewährleisten.
6. Ein **glaubwürdiger Staatsinsolvenzmechanismus** sollte geschaffen werden, um Anreize für eine nachhaltige Finanzpolitik zu setzen und eine wirksame Krisenbewältigung zu ermöglichen.
7. Die **Privilegien für Staatsanleihen in der Bankenregulierung** sollten schrittweise abgeschafft werden, um den Staaten-Banken-Nexus zu durchbrechen.
8. Die **internationale Rolle des Euro** sollte im Rahmen einer realistischen Perspektive gestärkt werden. Sein regionaler Einfluss lässt sich durch vertieften Handel und eine stärkere wirtschaftliche Integration ausbauen. Hinsichtlich der Möglichkeiten, den Euro zu einer globalen Reservewährung aufzubauen, sind die damit verbundenen Kosten und Risiken zu berücksichtigen.
9. Die **wahrgenommene fiskalische Stabilität** ist zentrale Voraussetzung für eine stärkere internationale Bedeutung des Euro als Reservewährung, wofür verbindliche Fiskalregeln sowie die Einheit von Haftung und Kontrolle unerlässlich sind.
10. **Rufe nach Eurobonds und gemeinsamer Haftung sollten ignoriert werden.** Stattdessen sollten die Haushaltskonsolidierung in hochverschuldeten Mitgliedstaaten, marktorientierte Strukturreformen, mehr Handel, höheres Wirtschaftswachstum und der Abbau regulatorischer Hürden vorangetrieben werden.

1. Einleitung

1. Ist der Euro für zukünftige Herausforderungen gut gewappnet? Die kurze Antwort auf diese Frage ist „Nein“. Eine ausführlichere Antwort gibt der Kronberger Kreis mit dieser Studie. Er untersucht den Zustand der Europäischen Währungsunion nach der Corona-Pandemie, der Energiekrise und der Inflationswelle von 2021 bis 2023 sowie zu Beginn eines erneuten Inflationsschubs durch den Energiepreisanstieg infolge des Iran-Kriegs. Ein besonderes Augenmerk liegt auf der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) und ihrer Unabhängigkeit von der Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten. Ob der Euro zukunftsfest ist, hängt dabei von den Institutionen und Regelungen der Europäischen Union (EU) ab, die sicherstellen sollen, dass das Preisniveau und das Finanzsystem dauerhaft stabil und die Staatsfinanzen auch in Krisensituationen tragfähig bleiben.

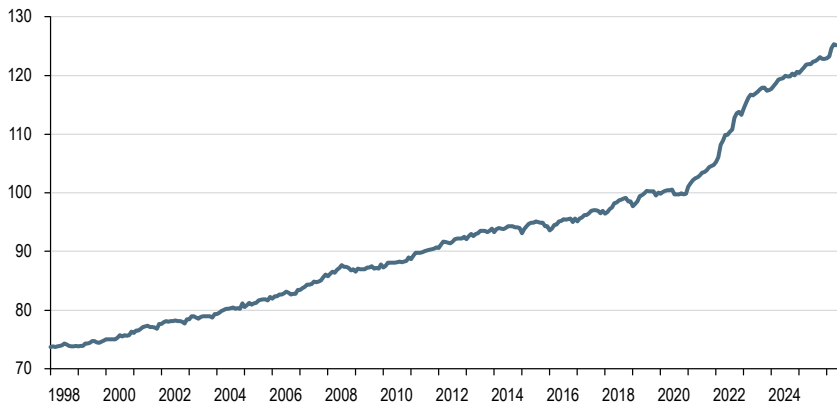
2. In der Dekade von 2009 bis 2019 weitete die EZB ihre Bilanz mit umfangreichen Wertpapierkäufen und günstigen Krediten an die Banken nach und nach immer stärker aus. Parallel dazu wurden die Notenbankzinsen zunächst auf nahe 0 Prozent und dann sogar in den negativen Bereich gesenkt. Auslöser waren die globale Finanzkrise, die im Sommer 2007 ausbrach, und die nachfolgende Euro-Schuldenkrise, die zu weitgehenden Reformen der Architektur der Währungsunion führten. Trotz der lockeren Geldpolitik blieb das Geldmengen- und Kreditwachstum in der Eurozone bis 2019 verhalten, da private und staatliche Kreditnehmer sowie das Bankensystem nach den Krisen konsolidieren mussten. Ebenso verharrte die Inflation von 2013 bis 2019 tendenziell bei einem Durchschnittswert nahe 1 Prozent.

3. Im Zuge der Corona-Pandemie der Jahre 2020/2021 wurden die Notenbankbilanz sowie Staatsausgaben und Staatsverschuldung massiv erhöht. Die Geldmenge wuchs sehr stark, getrieben vor allem durch die Kreditaufnahme des öffentlichen Sektors. Seit Anfang 2021 begann die Inflation daraufhin zunehmend schneller zu steigen. Im Februar 2022 kam der russische Angriff auf die Ukraine als Brandbeschleuniger hinzu und trieb die Energiepreise in die Höhe. Die EZB begann erst im Juli 2022 den relevanten Notenbankzins anzuheben, zunächst von -0,5 Prozent auf 0 Prozent. In jenem Monat stand die Verbraucherpreisinflation schon bei 9 Prozent. Vorab hatte die EZB noch ein neues Programm für den Ankauf von Staatsanleihen einzelner

Mitgliedstaaten kreiert, das sogenannte Transmission Protection Instrument (TPI), mit dem sie etwaigen unerwünschten Anstiegen der Zinsaufschläge auf die Anleihen hochverschuldeter Mitgliedstaaten entgegenreten will.

4. Der Inflationsschub seit 2021 führte zu einem dauerhaften Preisniveauanstieg und dadurch bedingten Kaufkraftverlust von mehr als 20 Prozent innerhalb von 3 Jahren (Abbildung 1).

Abbildung 1: Verbraucherpreisindex für Deutschland



Verbraucherpreisindex (VPI), Deutschland, Niveau, monatlich, 2019 Q4=100.

Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Berechnungen.

5. Zu dieser Inflation hat die expansive Geld- und Fiskalpolitik im Zuge der Corona-Pandemie ebenso beigetragen wie der Energiepreisschock ausgelöst durch Krieg und Sanktionen. Die EZB hat – nicht zuletzt im Vergleich zu früheren Inflationsphasen – viel zu spät auf den Inflationsanstieg reagiert. Sie hat bei der Publikation ihrer geänderten Strategie im Juli 2021 sogar angekündigt, dass sie den Notenbankzins noch lange auf dem negativen Niveau belassen wolle und ein vorübergehendes, moderates Überschreiten des Inflationsziels von 2 Prozent tolerieren würde.

6. Der Kronberger Kreis diskutiert vor diesem Hintergrund die Änderung der EZB-Strategie im Jahr 2021 sowie die im Jahr 2025 stattfindende Überprüfung und weitgehende Bestätigung dieser Strategie. Es ist fraglich, ob diese Strategie für die Zukunft ausreichend auf das Ziel der Preisstabilität ausgerichtet ist.

7. Seit dem Jahr 2023 ist die Inflationsrate wieder in die Nähe des EZB-Ziels von 2 Prozent gefallen. Die europäische Wirtschaft ist jedoch von einem im internationalen Vergleich schwachen Wachstum des Produktionspotenzials geprägt. Insbesondere die deutsche Wirtschaft stagniert seit Jahren und steckt in einer strukturellen Krise. Viele Mitgliedstaaten weisen hohe Schuldenquoten auf, und es wird erwartet, dass die Schuldenquoten und die Zinsausgaben weiter steigen. Aktuell steht insbesondere Frankreich unter kritischer Beobachtung durch die Finanzmärkte. In Deutschland ist aufgrund der Lockerung der Schuldenbremse und großer geplanter Ausgaben für Verteidigung und öffentliche Investitionen mit einem schnellen Aufwuchs der Staatsschuldenquote zu rechnen. Der Kronberger Kreis evaluiert die Risiken, die sich aus der steigenden Staatsverschuldung im Euro-Raum für die Stabilität des Euro ergeben, und welche Rolle dabei der Ankerfunktion Deutschlands zukommt.

8. Die Institutionen und Regelungen der Währungsunion sind in dieser Hinsicht nicht ausreichend gefestigt. Zwar wurden infolge der globalen Finanzkrise und der Euro-Schuldenkrise Konsolidierungsanstrengungen unternommen und einige wichtige Reformen des Ordnungsrahmens vorgenommen. Diese Maßnahmen waren jedoch in dreierlei Hinsicht unzureichend. Erstens fehlt in Teilen die Umsetzung oder Reformen wurden zurückgenommen. Zweitens wurden teils neue Instrumente eingeführt, die in die falsche Richtung gehen, und drittens bestehen immer noch wesentliche Regelungslücken.

9. So wurden die europäischen Fiskalregeln zunächst gestärkt, aber bei einem Teil der Mitgliedstaaten nicht ausreichend stringent angewandt. In neuerer Zeit wurden sie wieder reformiert, allerdings mit dem Ergebnis, dass sie komplizierter, flexibler und lockerer wurden und nun noch weniger fiskalische Disziplinierungswirkung entfalten als früher. Mit Einführung des TPI wurde die Rolle der EZB als Krisenmanager weiter ausgebaut. Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) verfügt dagegen weiterhin nicht über ausreichend Instrumente und Sanktionsmöglichkeiten, um strukturelle Anpassungsprogramme im Falle einer nationalen Schuldenkrise für Mitgliedstaaten jeglicher Größe durchführen zu können.

Wesentliche Regelungslücken ergeben sich daraus, dass ein geordneter Mechanismus für staatliche Umschuldungen weiterhin fehlt und der Staaten-Banken-Nexus nicht durchbrochen wurde.

10. Es besteht somit die Gefahr, dass die EZB im Falle einer Überschuldung und etwaigen Schuldenkrise eines größeren Mitgliedstaates die Hauptlast der Unterstützung zu tragen hat. Damit einher geht das Risiko einer fiskalisch getriebenen Inflation. Es ist deshalb dringend notwendig, den Reformstau zu durchbrechen und den Euro zukunftsfest zu machen.

11. Im Juni 2025 hat EZB-Präsidentin Christine Lagarde in einem vielbeachteten Beitrag mit dem Titel „Europe’s ‚global euro‘ moment“ den „tiefgreifenden Wandel der globalen Ordnung“ diskutiert und infrage gestellt, ob zukünftig noch von einer „dominanten Rolle des US-Dollar, des Eckpfeilers des Systems“ auszugehen ist (Lagarde 2025). Die hohe Unsicherheit schade der europäischen Wirtschaft, doch der gegenwärtige Wandel biete Europa zugleich Chancen, seine Zukunft stärker selbst in die Hand zu nehmen und dem Euro zu globaler Bedeutung zu verhelfen.

12. Vor diesem Hintergrund untersucht der Kronberger Kreis die Entwicklung der globalen Rolle des Euro und die Bedingungen, die für eine Stärkung dieser Rolle von Bedeutung sind. Tatsächlich hat die Relevanz des Euro als Reservewährung im Zuge der Euro-Schuldenkrise von 2010 bis 2013 abgenommen und sich seither nicht relevant verbessert. Die Internationalisierung des Euro ist eng mit der Stabilität der Währungsunion und dem Erfolg der europäischen Wirtschaft verknüpft. Langsam wachsende oder stagnierende Mitgliedstaaten sollten sich auf Strukturreformen und systematische Deregulierung konzentrieren, um wachstumsorientierte Strukturveränderungen zu ermöglichen, die von technologischer Innovation, freier Marktwirtschaft und Wettbewerb getragen werden. Bei der Wirtschaftsleistung pro Kopf gegenüber den Vereinigten Staaten wieder aufzuholen, würde der EU helfen, ihre globale Bedeutung zu erhalten und auszubauen. Ebenso würde es dazu beitragen, eine Grundlage für eine stärkere internationale Rolle des Euro zu schaffen. Offene Fragen von Haftung und Kontrolle in der Währungsunion mit weitgehend fiskalisch souveränen Mitgliedstaaten müssten geklärt werden, bevor der Euro dem US-Dollar international Konkurrenz machen kann. Der Kronberger Kreis legt dazu Vorschläge zu einer Weiterentwicklung der Architektur der Währungsunion vor.

2. Kurz gefasst: Die Regeln des supra-nationalen Euro

13. Mit Einführung der Europäischen Währungsunion hat die unabhängige, supra-nationale Europäische Zentralbank die Verantwortung für die gemeinsame Währung, den Euro, übernommen. Genauer genommen ist es das Eurosystem, das die (geldpolitischen) Geschicke der Währungsunion bestimmt. Die nationalen Notenbanken sind im EZB-Rat mit ihren Gouverneuren und Präsidenten repräsentiert und entscheiden mit. Tatsächlich stellt das EZB-Direktorium mit der EZB-Präsidentin, dem Vizepräsidenten und vier weiteren Mitgliedern nur die Minderheit der Mitglieder. Die nationalen Notenbanken sind außerdem an der Umsetzung der beschlossenen Politik und der Analyse ihrer Auswirkungen maßgeblich beteiligt. Sie bringen nationale Expertise in die Entscheidungsprozesse ein.

14. Gemäß den EU-Verträgen ist das vorrangige Ziel der EZB die Gewährleistung von Preisstabilität in der Eurozone. Ohne das Ziel der Preisstabilität zu beeinträchtigen, soll die EZB zudem die allgemeine Wirtschaftspolitik in der EU unterstützen, um zu den Zielen der Gemeinschaft beizutragen. Die Unabhängigkeit der EZB ist in den EU-Verträgen verankert. Damit ist sie die formal unabhängigste Notenbank, da die betreffenden Regelungen nur einstimmig von den Mitgliedstaaten geändert werden können. Zum Vergleich: Das relevante Gesetz für die amerikanische Notenbank kann mit einfacher Mehrheit durch das Parlament geändert werden.¹ Ebenso galt dies für die Deutsche Bundesbank zu Zeiten der D-Mark.

15. Die EZB definiert die Umsetzung des Preisstabilitätsziels selbst. Sie hat im Rahmen ihrer Strategie festgelegt, die Wachstumsrate des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) auf mittlere Sicht bei 2 Prozent zu stabilisieren. Hierzu dient die Geldpolitik. Dabei beeinflusst die Notenbank den Geldmarktzins, sodass die Inflation sich mittelfristig nahe 2 Prozent einpendelt.

16. Aufgrund der Wechselwirkungen zwischen Geld- und Fiskalpolitik kann die Notenbank nicht allein unter allen Umständen für Preisstabilität sorgen.

¹ Um die Taktik eines Filibuster, mit dem eine Minderheit von Senatoren im US-Senat die Verabschiedung eines Gesetzes oder eine Abstimmung verhindern kann, indem sie die Debatte in die Länge zieht, zu durchbrechen, ist genau genommen dort eine Mehrheit von 60 von 100 Stimmen erforderlich.

Voraussetzung ist, dass die Staatsfinanzen tragfähig sind und die nationalen Regierungen dafür sorgen, dass dieser Zustand erhalten bleibt, ohne dass auf eine Art der monetären Finanzierung zurückgegriffen wird. Deshalb wurden schon zu Beginn der Währungsunion Fiskalregeln eingeführt, an die sich die Mitgliedstaaten, die in ihrer Fiskalpolitik weitgehend souverän blieben, halten sollten, um so die staatliche Defizitneigung zu begrenzen (Kronberger Kreis 2012, 2023). Außerdem wurde eine Nichtbeistandsregel eingeführt, um die nationale Verantwortung für die Fiskalpolitik zu stärken. Die Fiskalregeln wurden im Lauf der Jahre immer wieder geändert, komplexer und schließlich geschwächt (Kronberger Kreis 2023).

17. Infolge der Rezession, die durch die globale Finanzkrise 2008/09 ausgelöst wurde, sind die Zinsen auf nahe 0 Prozent gesenkt worden und neue geldpolitische Instrumente wurden eingesetzt. Insbesondere wurde die Zentralbankgeldmenge durch umfangreiche Wertpapierkäufe und längerfristige sowie gezielte Liquiditätsgeschäfte mit Banken stark ausgeweitet (Kronberger Kreis 2016, 2021, 2022). Damit wurde eine quantitative Lockerung der Geldpolitik über Zinssenkungen hinaus erreicht.

18. Aufgrund von Mängeln in der Bankenregulierung und -aufsicht vor der Finanzkrise wurde die europäische Bankenregulierung mit strikteren Eigenkapital- und Liquiditätsregeln gestärkt, die EZB mit Aufgaben in der mikro- und makroprudenziellen Aufsicht beauftragt, die Bankenunion eingeführt sowie ein einheitlicher Abwicklungsmechanismus und -fonds geschaffen (Kronberger Kreis 2011, 2015).

19. Die europäischen Fiskalregeln wurden zunächst gestärkt und zusätzliche Regelungen eingeführt. Für das Management von fiskalischen Krisen wurde infolge verschiedener Rettungsprogramme der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) geschaffen, um gegebenenfalls Beistand unter bestimmten Bedingungen zu leisten. Des Weiteren wurden neue Programme für Notenbankinterventionen an den staatlichen Anleihemärkten geschaffen. Im Zuge der Finanzkrise führte die EZB das Securities Markets Programme (SMP) ein. Dann folgten im Jahr 2012 die sogenannten Outright Monetary Transactions (OMT) und zuletzt im Jahr 2022, vor Start der geldpolitischen Straffung, das Transmission Protection Instrument (TPI). Mit letzterem verspricht die EZB, unter bestimmten Voraussetzungen zu intervenieren, um Anstiege von Risikoprämien auf Staatsanleihen zu begrenzen (Kronberger Kreis 2022).

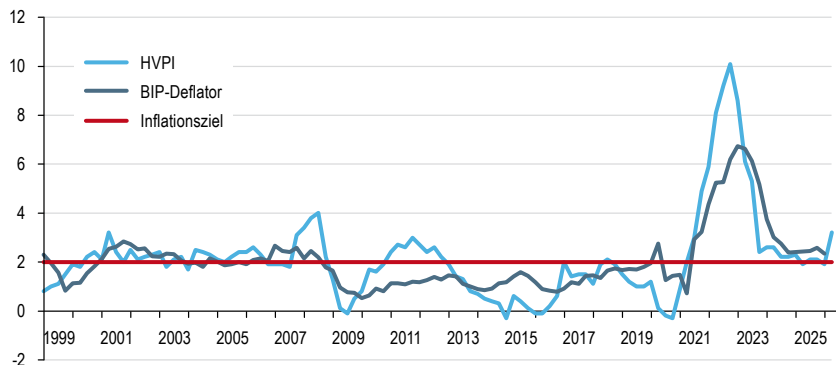
3. Ist die Geldpolitik ausreichend auf Preisstabilität ausgerichtet?

20. Die EZB hat sich eine regelmäßige Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie im Fünfjahresrhythmus verordnet. Zuletzt fand in den Jahren 2020/2021 eine große Überprüfung statt, die zu einigen Veränderungen in der Strategie geführt hat.² Im Jahr 2025 wurde eine enger gefasste Überprüfung durchgeführt, in der die Strategie von 2021 größtenteils bestätigt wurde.

Die bisherige Inflationsentwicklung

21. Die Entwicklung seit Ende 2020 war von einer hohen Inflation geprägt. In der Spitze betrug die Inflationsrate gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) über 10 Prozent. Ein Vergleich mit der Inflationsentwicklung seit 1999 zeigt, wie sehr die Jahre 2021 bis 2023 aus der Reihe fielen (Abbildung 2).

Abbildung 2: Inflationsentwicklung im Euro-Raum seit 1999



Inflationsziel: HVPI zunächst unter 2 Prozent, ab 2003 unter, aber nahe 2 Prozent, ab 2021 2 Prozent in der mittleren Frist. Im Schaubild wird 2 Prozent angezeigt.

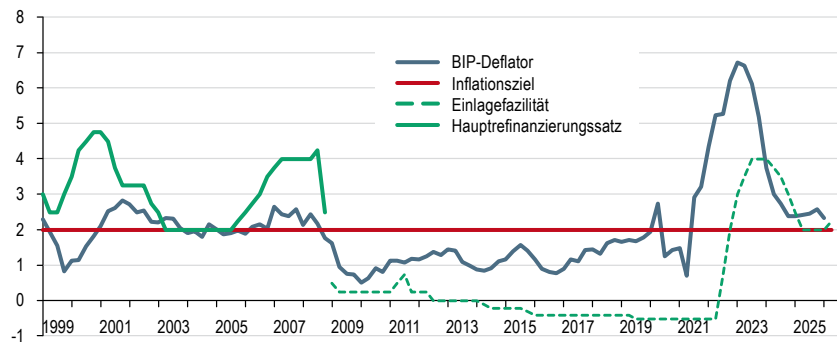
Quellen: Eurostat, EZB.

2 Der Kronberger Kreis hat bereits im Vorfeld der Überprüfung von 2021 eine umfangreiche Studie mit einer Reihe von Empfehlungen vorgelegt (siehe Kronberger Kreis 2021).

22. Instrukтив ist ein Vergleich der Verbraucherpreisinflation, die besonders starke Schwankungen aufgrund der Import- und Energiepreise aufweist, mit der breitgefassten inländischen Inflation gemessen am BIP-Deflator, welche die Preise aller im Inland produzierten Güter und Dienstleistungen zusammenfasst, inklusive Investitionsgüter und Staatssektor, aber eben ohne Importe.

23. Es lassen sich drei Zeiträume unterscheiden. Bis zum Beginn der Finanzkrise 2007 gelang es der EZB sehr gut, die Inflation nahe 2 Prozent zu stabilisieren, und zwar sowohl gemessen an den Verbraucherpreisen wie an der inländischen Inflation. Zunächst hatte die EZB ein Ziel von unter 2 Prozent (d. h. eine Spanne von 0 bis 2 Prozent) ausgegeben. In der ersten Strategieüberprüfung im Jahr 2003 wurde dies auf unter aber nahe 2 Prozent präzisiert. Im Zuge der Rezession von 2008/09 ging die Inflation zurück. In den nachfolgenden 10 Jahren lag sie im Durchschnitt nahe 1 Prozent. Während die inländische Inflation langsam bis zum Jahr 2019 in die Nähe von 2 Prozent stieg, fluktuierte die Verbraucherpreisinflation stark aufgrund von Schwankungen der Importpreise (siehe Wieland 2021). Die dritte Phase setzte mit dem Anstieg der Inflation 2021 ein.

Abbildung 3: Notenbankzins und Inflation im Euro-Raum seit 1999



Inflationsziel: HVPI zunächst unter 2 Prozent, ab 2003 unter, aber nahe 2 Prozent, ab 2021 2 Prozent in der mittleren Frist. Im Schaubild wird 2 Prozent angezeigt. Notenbankzins: Mit dem Wechsel zur Vollzuteilung löste der Einlagezinssatz den Hauptrefinanzierungszins als markt-relevanten Notenbankzins ab.

Quellen: Eurostat, EZB.

Das Taylor-Prinzip

24. Aus Abbildung 3 lässt sich ersehen, wie sich die Zinspolitik der EZB gewandelt hat. Sie zeigt den jeweilig relevanten Notenbankzins³ zusammen mit der inländischen Inflation. In den Jahren vor der Finanzkrise hat die EZB den Zins immer zügig erhöht, wenn die Inflation über 2 Prozent zu steigen drohte. Sie konnte so die Inflationsrate recht gut nahe 2 Prozent halten.

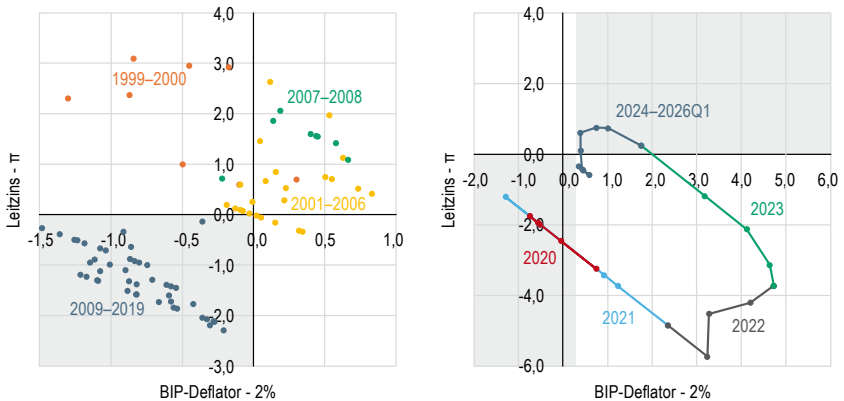
25. In den Jahren nach der Finanzkrise, als die Inflation signifikant unter dem vorgegebenen Ziel lag, senkte die EZB den Zins und hielt ihn deutlich niedriger als die Inflationsrate. Damit implementierte der EZB-Rat von 1999 bis 2019 das sogenannten Taylor-Prinzip. Er versuchte die Inflation zu stabilisieren, indem er den nominalen Notenbankzins mehr als eins-zu-eins auf eine Abweichung der Inflationsrate vom Ziel anpasste. Somit war der Realzins, d. h. Nominalzins abzüglich Inflationsrate, positiv, wenn die Inflation nahe oder über dem Ziel lag, und negativ, wenn die Inflation unter Ziel war. Dies lässt sich leicht in Abbildung 4 auf dem linken Panel erkennen. Vor der Finanzkrise liegen die Punkte vor allem im oberen rechten Quadranten und nach der Rezession während der langen Niedriginflationsphase im unteren linken Quadranten.

26. In den Jahren 2021 und 2022 wich die EZB jedoch plötzlich von diesem Prinzip ab. Sie ließ den Realzins sinken, als die Inflation anstieg.⁴ Damit verstärkte die Geldpolitik die Inflation, statt sie zu bremsen. Der niedrige Realzins stützte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und schuf somit zusätzlichen Spielraum für Unternehmen, um Kostensteigerungen über höhere Preise an die Kunden weiterzugeben. Die ungewöhnliche Reaktion des EZB-Rates dieser Jahre im Vergleich zu den EZB-Räten früherer Jahre wird im rechten Panel der Abbildung 4 in Form des weiten Exkurses in den unteren rechten Raum-Quadranten besonders deutlich. Tatsächlich hatte die EZB sogar im Rahmen ihrer neuen Strategie angekündigt, dass sie die Zinsen für längere Zeit im ne-

3 Aufgrund des Wechsels zur Vollzuteilung in den Kreditgeschäften der Notenbanken änderte sich der geldpolitisch relevante Notenbankzinssatz im Jahr 2008 vom Hauptrefinanzierungs- zum Einlagezinssatz der EZB.

4 Die EZB war nicht allein mit diesem Vorgehen. Die US-Notenbank Federal Reserve wich ebenso wie die EZB vom Taylor-Prinzip ab. So verstärkte die lockere Geldpolitik den Inflationsschub (Tatar und Wieland 2024, Wieland 2024, Bordo, Cochrane und Taylor 2024).

Abbildung 4: Realzins versus Inflationslücke



Realzins: Notenbankzins (wie Abb. 3) abzüglich Inflation gemessen mit dem BIP-Deflator. Inflationslücke: Inflation gemessen mit dem BIP-Deflator minus Ziel von 2 Prozent.

Quellen: Eurostat, EZB, Hegemann und Wieland (2025a).

gativen Bereich belassen wolle und einen vorübergehenden, moderaten Anstieg der Inflation über die Ziel-Rate hinaus akzeptieren würde.⁵

[...] the Governing Council today revised its forward guidance on interest rates. It did so to underline our commitment to maintain a persistently accommodative monetary policy stance to meet its inflation target.

In support of its symmetric two per cent inflation target and in line with its monetary policy strategy, the Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until it sees inflation reaching two per cent well ahead of the end of its projection horizon and

5 In einem Presseinterview drückte EZB-Präsidentin Christine Lagarde inzwischen ihr Bedauern aus, diesem Ausblick soviel Gewicht in der Kommunikation gegeben zu haben: "But what I regret personally is to have felt bound by our forward guidance," she adds, referring to the commitment the ECB had given not to start raising interest rates until it had stopped buying billions of euros in mostly government debt, which it did slowly over the first six months of 2022. 'I should have been bolder. (...) But what we should have learned is that we cannot just rely only on textbook cases and pure models. We have to think with a broader horizon.'" Financial Times, October 27, 2023.

durably for the rest of the projection horizon, and it judges that realised progress in underlying inflation is sufficiently advanced to be consistent with inflation stabilising at two per cent over the medium term. This may also imply a transitory period in which inflation is moderately above target.

27. Aus der Perspektive der Star-Trek Serie betrachtet, folgte dieser EZB-Rat dem Motto „To boldly go, where no man has gone before“ und explorierte einen „space quadrant“, den er besser nicht besucht hätte. Mit anderen Worten: Die Notenbank reagierte viel zu spät, erst im Sommer 2022 mit ersten Zinserhöhungen. Im Jahr 2023 sorgte sie schließlich für einen raschen Anstieg des Notenbankzinses auf um die 4 Prozent. Im Zuge der geldpolitischen Straffung kam es im Frühjahr 2023 zudem zu Verwerfungen im Bankensystem. Im Jahr 2024 lag der (ex-post) Realzins dann wieder über der Inflationslücke, wie sich aus Abbildung 4 (rechtes Panel) ansehen lässt. Zuletzt ist der so berechnete (ex-post) Realzins allerdings wieder leicht in den negativen Bereich gerutscht, d. h. die inländische Inflation verharrt über dem Notenbankzins von 2 Prozent.

28. Das Taylor-Prinzip hätte eine andere Vorgehensweise mit früheren und dann möglicherweise langsameren, über einen längeren Zeitraum gestreckten Zinserhöhungen gefordert. Dies hätte dem Finanzsektor mehr Zeit verschafft, sich an das höhere Zinsniveau anzupassen. Sogenannte Taylor-Regeln für die Notenbankzinsen, die neben der Inflationslücke die Produktionslücke und damit die konjunkturelle Situation berücksichtigen, lieferten verlässliche Warnsignale in Echtzeit, die auf die erforderliche Straffung der Geldpolitik schon im Jahr 2021 hinwiesen.⁶ Vor diesem Hintergrund war die kürzlich im Juni 2026 erfolgte Zinserhöhung überfällig und es dürften noch weitere Zinsschritte erforderlich werden.

29. Der Kronberger Kreis hatte bereits in seiner Studie zur EZB-Strategieüberprüfung 2021 empfohlen, dass die EZB dem Taylor-Prinzip mehr Aufmerksamkeit widmen und Taylor-Regeln in der Kommunikation zu ihrer Strategie verwenden sollte. Ein weiterer Grund für diese Empfehlung war die Forderung nach Proportionalität, also Verhältnismäßigkeit im Einsatz geldpolitischer Instrumente durch das Bundesverfassungsgericht (2020), denn Taylor-Regeln implizieren eine proportionale Reaktion der Geldpolitik auf die

6 Siehe etwa Tatar und Wieland (2025) sowie Hegemann und Wieland (2025a).

Inflationsentwicklung. Zudem hatte der Kronberger Kreis bereits damals den im Jahr 2020 beobachtbaren, raschen Anstieg des Geldmengenwachstums zum Anlass genommen, vor einer möglichen Stagflation zu warnen.⁷ Diese ist, insbesondere in Deutschland, schließlich eingetreten.

30. Viele Volkswirtschaften einschließlich den USA erlebten eine ähnliche Entwicklung nach der Corona-Krise und im Zuge der Energiekrise, die auf den russischen Angriff auf die Ukraine folgte. Allerdings legen empirische Studien inzwischen nahe, dass diese Entwicklung nicht nur auf Putin und seinen Krieg zurückzuführen ist, sondern die langanhaltende expansive Geld- und Fiskalpolitik einen bedeutenden Anteil daran hatte.⁸

31. Hiermit erneuert der Kronberger Kreis seine Empfehlung, der Preisstabilität ein stärkeres Gewicht in der geldpolitischen Strategie zu geben, indem das Taylor-Prinzip stärker beachtet, Taylor-Regeln in der Kommunikation der geldpolitischen Strategie verwendet und Signale der Geld- und Kreditentwicklung ernster genommen werden.

7 Kronberger Kreis (2021) Seite 51f.: „Die Entwicklung im Zuge der Corona-Krise zeigt jedoch in eine andere Richtung. Die Wachstumsrate der Geldmenge ist stark angestiegen und lag im zweiten und dritten Quartal 2020 bei rund 10 Prozent, ein Wert, der zuletzt kurz vor der Finanzkrise erreicht wurde (Abb. 3 ebenda). Im vierten Quartal ist das M3-Wachstum weiter auf 12 Prozent gestiegen. Im Gegensatz zu der Entwicklung vor der Finanzkrise hängt der Anstieg des Geldmengenwachstums dieses Mal insbesondere mit einem starken Anstieg der öffentlichen Kredite zusammen. Sollte dieses hohe Geldmengenwachstum anhalten, ergeben sich daraus mittelfristig Risiken für eine höhere Inflation oder gar für Stagflation.“

8 So zeigen etwa die Analysen von Barro und Bianchi (2026), Giannone und Primiceri (2024) und Ascari et al. (2024), dass die Inflation nicht nur durch den russischen Angriffskrieg auf die Ukraine und die darauffolgende Energiekrise ausgelöst wurde. Vielmehr spielen nachfrageseitige Impulse, darunter vor allem die Geld- und Fiskalpolitik sowie die Staatsfinanzierung in diesen Analysen eine mindestens ähnlich große Rolle für den Inflationsschub.

4. Sind die Institutionen der Währungsunion zukunftsfest?

32. Geld- und Fiskalpolitik stehen in einem engen Zusammenhang. Insbesondere ist die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen eine wesentliche Voraussetzung für Preisstabilität, und zwar die Sicherstellung der Tragfähigkeit durch fiskalische Instrumente und nicht durch eine wie auch immer geartete monetäre Finanzierung.

Das Risiko fiskalisch verursachter Inflation

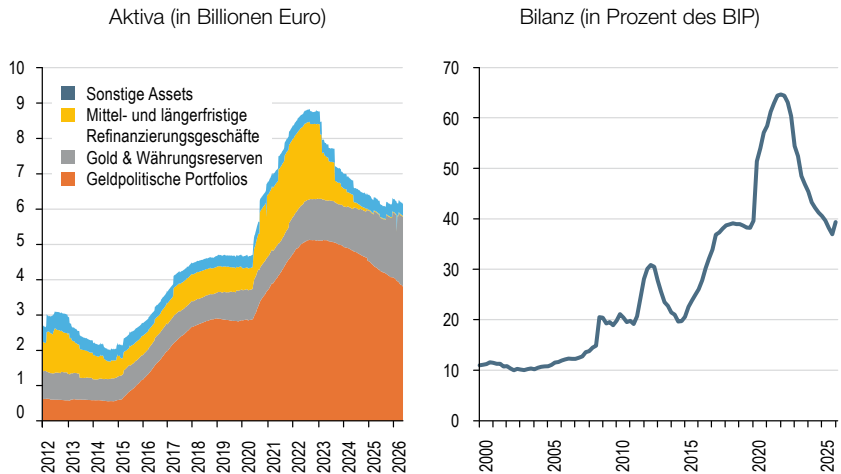
33. Es gibt verschiedene Kanäle, über die es zu einer fiskalisch getriebenen Inflation kommen kann. Zum einen besteht der übliche keynesianische Zusammenhang: Eine expansive Fiskalpolitik erhöht die gesamtwirtschaftliche Nachfrage relativ zum Angebot an Gütern und Dienstleistungen. Dies erlaubt Unternehmen, Preise zu erhöhen und höhere Löhne zu akzeptieren sowie diese höheren Lohnkosten wiederum über Preiserhöhungen an die Endkunden weiterzugeben. Die Staatsverschuldung schafft Nachfrage nach Ersparnissen, sodass die Realzinsen steigen müssen. Die Zentralbank muss die Leitzinsen anheben, um sie an den höheren Realzins anzupassen, und darüber ausreichend hinausgehen, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu begrenzen und die Inflation wieder zu stabilisieren.

34. Weitere Zusammenhänge zwischen Fiskalpolitik, Geldpolitik und Inflation bestehen, da die Geldpolitik fiskalische Implikationen hat: So führt die Geldschöpfung der Zentralbank zu Seigniorage-Einnahmen des Staates, die Inflation ist eine Steuer auf Geldvermögen, ein (unerwartet) steigendes Preisniveau verringert den realen, kaufkraftbereinigten Wert von Schulden, und die Geldpolitik beeinflusst Renditen und Spreads von Staatsanleihen. Somit können höhere Schulden zu höherer Inflation führen, entweder weil die Inflationserwartungen in Erwartung künftiger geldpolitischer Lockerung steigen oder weil der resultierende Anstieg des Preisniveaus selbst den realen Wert der ausstehenden Schulden verringert.

35. Fiskalische Implikationen geldpolitischer Maßnahmen sind insbesondere anhand der Veränderungen der Notenbankbilanz deutlich erkennbar. So führte die Politik der quantitativen Lockerung durch Aufkäufe von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren zu einem hohen Bestand auf der EZB-Bilanz

(siehe Abbildung 5). Damit verringerte die EZB das Angebot an Staatsanleihen im Markt und erhöhte das Notenbankgeld auf den Konten der Banken. Mit der quantitativen Lockerung wollte sie Portfolioumschichtungen auslösen, Wertpapierpreise und andere Vermögenspreise tendenziell erhöhen, Risikoaufschläge reduzieren und so die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Inflationsrate erhöhen.⁹ Die fiskalischen Implikationen sind unter anderem niedrigere Renditen auf Staatsanleihen. Der bisherige Rückgang der EZB-Bilanz wurde vor allem durch die Änderung der Konditionen auf langfristige Refinanzierungsgeschäfte und deren Rückzahlung durch die Banken ausgelöst (Abbildung 5).

Abbildung 5: Entwicklung der EZB-Bilanz und Wertpapierbestände



Quelle: EZB, Eurostat.

⁹ Eine quantitative Lockerung in Form einer Bilanzausweitung bei Notenbankzinsen nahe 0 ist eine sinnvolle Vorgehensweise, wenn eine deflationäre Entwicklung zu erwarten ist (siehe Kronberger Kreis 2021). Diese, im Zuge der Finanzkrise umgesetzte Strategie wurde bereits mit Blick auf die Entwicklung in Japan Ende der 90er Jahre in der Forschung entwickelt (siehe Orphanides und Wieland 2000). Sie sollte jedoch als Kriseninstrument verstanden werden. Deshalb sollte die Bilanz nach dem Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik zügig reduziert werden, um Spielraum für zukünftig mögliche Krisen zurückzugewinnen.

36. Mit Programmen wie den OMT und dem TPI hat sich die EZB zudem in die Lage versetzt, die Renditen auf Staatsanleihen einzelner Länder gezielt mit Interventionen zu begrenzen, wenn sie ein ihr unangemessen erscheinendes Niveau erreichen. Einerseits hat die EZB bereits mit der Ankündigung dieser Programme eine begrenzende Wirkung erzielt. Andererseits besteht die Gefahr, dass die Regierungen von politisch wenig attraktiven Konsolidierungsmaßnahmen absehen und stattdessen auf eine Intervention der EZB hoffen. Dies gilt insbesondere für das TPI-Programm, das im Gegensatz zum OMT-Programm, das mitten in der Eurokrise aufgestellt wurde, nicht an die Konsolidierungs- und Reformbedingungen eines Stabilisierungsprogramms des ESM gebunden ist.

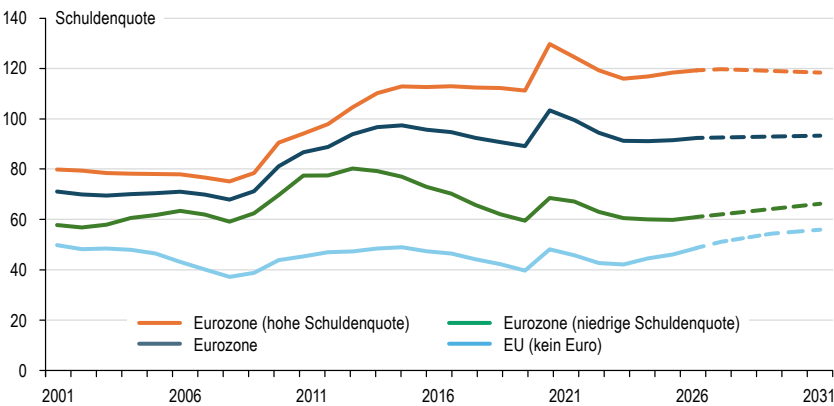
37. Es gibt viele historische Beispiele für fiskalisch induzierte Inflation (Bordo und Levy 2021, Hegemann und Wieland 2026). Insbesondere führten häufig Haushaltsdefizite zu anhaltender Inflation, wenn sie durch Geldschöpfung finanziert und nicht durch künftige Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen des Staates gedeckt wurden. Hohe Haushaltsdefizite ziehen aber nicht zwangsläufig höhere Inflationsraten nach sich. Ihre Folgen hängen von der Unabhängigkeit und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik, der Wirksamkeit der Fiskalregeln sowie dem Ausmaß der wirtschaftlichen Unterauslastung ab. Hohe und steigende Staatsverschuldung erhöht jedoch das Risiko einer fiskalisch bedingten Inflation. Inflationserwartungen der Marktteilnehmer auf Finanz-, Güter- oder Arbeitsmärkten können eine verzögerte geldpolitische Reaktion voraussetzen. Daher können Haushaltsdefizite und steigende Staatsverschuldung Inflation nach sich ziehen, selbst wenn die Zentralbank unabhängig ist und sich der Preisstabilität verpflichtet sieht.

38. Vor diesem Hintergrund gibt die Entwicklung von Defiziten und Staatsschulden durchaus Anlass zur Sorge. Zwar sieht die Haushaltslage im Durchschnitt der Eurozone etwa relativ zur Lage in den Vereinigten Staaten noch beherrschbar aus. So wird für den Euro-Raum in den Jahren bis 2029 ein Haushaltsdefizit von gut 3 Prozent des BIP erwartet (IWF 2026), während es in den USA bei etwa 7,5 Prozent des BIP liegen dürfte. Prognosen zufolge wird die US-Staatsschuldung im Verhältnis zum BIP zügig über den Höchststand von 130 Prozent aus dem Jahr 2020 steigen. Im Februar 2026 erklärte Philip Swagel, Direktor des Congressional Budget Office: „Unsere Haushaltsprognosen zeigen weiterhin, dass der eingeschlagene fiskalische Kurs

nicht tragfähig ist.“¹⁰ Dies könnte einen weiteren Anstieg der Inflation verursachen, der wiederum auf den Euro-Raum durchschlagen könnte.

39. Hinzu kommt, dass die Entwicklung im Euro-Raum sehr heterogen ist und bei näherer Betrachtung mit bedeutenden mittelfristigen Risiken in vielen Mitgliedstaaten einhergeht (Europäische Kommission 2025). Unter den großen Volkswirtschaften prognostiziert der IWF den stärksten Anstieg der Schuldenquote für Frankreich und Deutschland. In Italien, wo sie bereits deutlich höher ist, rechnet er mit einem stabil hohen Niveau und in Spanien aufgrund einer höheren Wachstumsrate mit einem Rückgang. Um zu beurteilen, ob eine höhere Schuldenquote eine stärkere Haushaltskonsolidierung nach sich zieht, bilden wir zwei Gruppen: Länder mit einer Schuldenquote über 90 Prozent und Länder mit einer Quote unter 90 Prozent. Es zeigt sich, dass Länder mit hoher Verschuldung ihre Schuldenquoten nach der Euro-Schuldenkrise 2011/12 im Durchschnitt nicht reduziert haben (Abbildung 6).

Abbildung 6: Entwicklung und Prognosen für die Staatschuldenquoten in der EU



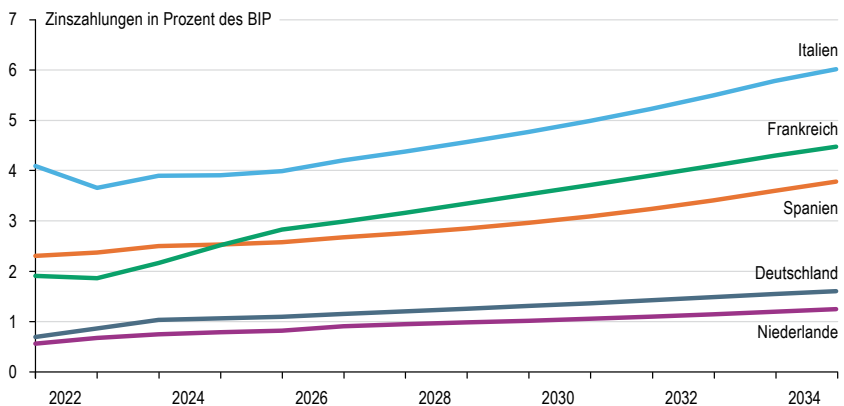
Quelle: IWF, Wieland (2024), eigene Berechnungen.

10 Director's Statement on the Budget and Economic Outlook for 2026 to 2036, <https://www.cbo.gov/publication/62050>

Die durchschnittliche Quote für die Eurozone ist nach der Finanz- und Euro-Schuldenkrise vor allem deshalb zurückgegangen, weil Mitgliedstaaten mit niedrigerer Quote (insbesondere Deutschland und die Niederlande) begünstigt durch ihr Wirtschaftswachstum konsolidiert haben. Darüber hinaus deuten die IWF-Prognosen darauf hin, dass die Schuldenquoten beider Gruppen künftig steigen werden. Dies gilt nicht zuletzt für die Mitgliedstaaten der EU, die nicht den Euro verwenden und bisher niedrigere Schuldenquoten hatten.

40. Die Schuldenentwicklung könnte sich bei anhaltend positiven Realzin- sen deutlich verschlechtern, da sie von der Differenz zwischen Zinssatz und Wirtschaftswachstum abhängt. Übersteigen die Nominalzinsen das nominale Wachstum, entsteht ein negativer Schneeballeffekt. In einem Umfeld erhöhter Unsicherheit hinsichtlich des künftigen Wirtschaftswachstums und steigender staatlicher Zinsausgaben können sich die fiskalischen Trends demnach rasch verschlechtern. Staaten mit hohen Schuldenquoten sind dafür besonders anfällig, wenn sie von negativen Schocks, wie die aktuelle Energiekri- se, getroffen werden. Abbildung 7 zeigt, dass die Prognosen für die Zinsausgaben als Anteil des BIP in den großen Mitgliedstaaten der Währungsunion deutlich nach oben weisen.

Abbildung 7: Zinsausgaben in ausgewählten Mitgliedstaaten



Quelle: Europäische Kommission (2025).

Trittbrettfahrerverhalten und das Dilemma der finanzpolitisch soliden Mitgliedstaaten

41. Im Zuge der jüngsten Reform der EU-Fiskalregeln wurden einheitliche numerische Regeln durch länderspezifische Ausgabenpfade auf Basis von Schuldentragfähigkeitsanalysen ersetzt. Diese sind besonders stark von Annahmen über Wachstum und Zinssätze abhängig und deshalb auch von der Geldpolitik. Zudem bestehen Anreize für übermäßig optimistische Annahmen. Dies schwächt die Glaubwürdigkeit der Fiskalregeln (siehe Kronberger Kreis 2023, Wieland 2024, Wissenschaftlicher Beirat beim BMF 2025).

42. Steigende Schuldenquoten könnten Risikoaufschläge für Staatsanleihen erhöhen. Zudem dürfte der Anstieg der deutschen Schuldenquote das allgemeine Niveau der Realzinsen im Euro-Raum anheben. Deutschland gilt seit Jahrzehnten als fiskalischer Anker der Währungsunion. Während der europäischen Staatsschuldenkrise bot es einen sicheren Hafen und lieferte die fiskalische Unterstützung für den neuen Stabilisierungsmechanismus und die Hilfsprogramme. Nach der europäischen Schuldenkrise trug die reformierte deutsche Schuldenbremse dazu bei, die Schuldenquote zu senken (z. B. Langer et al. 2025, Wissenschaftlicher Beirat beim BMF 2025). Sowohl die Verschuldungskapazität Deutschlands als auch anderer niedrig verschuldeter Mitgliedstaaten kombiniert mit möglichen Fiskaltransfers an fiskalisch weniger solide Staaten sowie die Erwartung möglicher EZB-Interventionen in künftigen Krisen dürften bisher die Aufschläge auf Anleiherenditen hoch verschuldeter Mitgliedstaaten niedriger gehalten haben, als sie es sonst gewesen wären (Altavilla et al. 2014, Falagiarda und Reitz 2015, Krishnamurthy et al. 2018).

43. Chien et al. (2025) quantifizieren die Transfers, die sich durch den Anstieg der nationalen Notenbankbilanzen ergeben haben. Der Anstieg der Bilanzsumme des Eurosystems ist größtenteils auf die Ausweitung der Bilanzen der nationalen Zentralbanken zurückzuführen, die die meisten Anleihekäufe tätigen. Dabei werden die Anleihekäufe überwiegend durch die Ausgabe von Bankreserven in den Kernländern finanziert, während deren Notenbanken Forderungen gegenüber den Notenbanken der Peripherieländer aufbauen und zwar über das sogenannte TARGET2 System. Dies ist ein Bestandteil einer einheitlichen Geldpolitik. Es bedeutet jedoch, dass etwa die Deutsche Bundesbank ihre Bilanzausweitung vorwiegend durch die Ausgabe von Bankreserven finanziert hat, während die Banca d'Italia dies durch die Ausgabe von TARGET2-Verbindlichkeiten tat.

44. Gemäß Chien et al. (2025) führt der Tausch von marktgängigen Wertpapieren, wie Staatsanleihen, gegen nicht marktgängige Wertpapiere, wie Reserven oder TARGET2-Forderungen, zwangsläufig zu Transfers. Einige Akteure erhalten Finanzierungen unterhalb der Marktzinsen und dadurch Transfers, während andere Kosten über dem Marktzins tragen müssen. Chien et al. (2025) schätzen, dass Deutschland im Zeitraum von 2004 bis 2023 grenzüberschreitende Transferzahlungen in Höhe von 10,9 Prozent seines BIP an andere Länder leistete, während Italien und Spanien grenzüberschreitende Subventionen von 5,7 Prozent beziehungsweise 7,5 Prozent ihres BIP erhielten. Diese Transfers kamen allerdings nur zu einem Teil den dortigen Steuerzahlern zugute, zum anderen Teil den dortigen Banken.

45. Finanzpolitisch solide Mitgliedstaaten sind mit einem strategischen Dilemma konfrontiert (Kronberger Kreis 2023). Sie stellen die Stabilität der Währungsunion sicher und sorgen über die Bilanz der EZB implizit für stützende Transfers. Deshalb haben höher verschuldete Mitgliedstaaten wenig oder keinen Anreiz zur Konsolidierung. Sie mögen sogar versuchen, die fiskalischen Regeln der EU zu lockern. Letztlich läuft eine solche Konstellation darauf hinaus, dass solidere Staaten ihr Haftungspotenzial für mehr Gemeinschaftsschulden einsetzen oder eine inflationäre Politik akzeptieren. Letztere widerspricht jedoch den Zielen der Währungsunion und würde das Vertrauen in den Euro zerstören. Um die Währungsunion zukunftsfest zu machen, ist es deshalb dringend erforderlich, die Regelungslücken zu schließen, die diesen negativen Anreizen und dem Trittbrettfahrerverhalten Vorschub leisten.

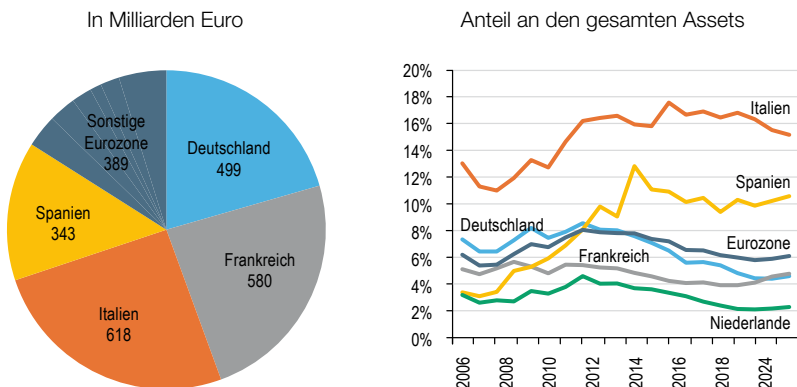
Der Staaten-Banken-Nexus und das Risiko finanzieller Dominanz

46. Darüber hinaus gibt es einen möglichen Zusammenhang zwischen Banken- und Finanzstabilität sowie der Geld- und Fiskalpolitik. Zwar sind bezüglich der Eigenkapitalquoten von Banken, insbesondere der risikogewichteten Quoten, seit der Finanzkrise große Fortschritte erzielt worden. Zudem gelang es der EZB im Jahr 2023 trotz Turbulenzen im Bankensystem, die Notenbankzinsen schnell zu erhöhen, wenngleich diese Straffung der Geldpolitik hätte früher erfolgen sollen. Es gibt aber weiterhin eine gewisse Fragilität, die dazu führen kann, dass Anreize fortbestehen, die Geldpolitik nicht früh genug zu straffen, Vermögenspreisbooms nicht zu bremsen und fiskalische Risiken einzugehen.

47. Insbesondere besteht der Staaten-Banken-Nexus fort. Europäische Banken investieren überproportional in heimische Staatsanleihen. Europäische Staaten wiederum neigen dazu, mit fiskalischer Unterstützung einzugreifen, wenn heimische Banken in Gefahr geraten. Der Staaten-Banken-Nexus beschreibt den sich selbst verstärkenden Risikoverbund, wenn Banken in hohem Umfang Staatsanleihen ihres Heimatstaates halten und somit Bankinsolvenzen den Haushalt des Staates belasten sowie umgekehrt die Solidität der Staatsfinanzen die Stabilität der Banken gefährden können.

48. Dieser Nexus wird durch regulatorische Privilegien von Staatsanleihen verstärkt und ist ein zentrales Stabilitätsrisiko in der Eurozone. Dies zeigt sich unter anderem daran, dass Banken weiterhin in hohem Maße gegenüber dem Heimatstaat durch hohe Anlagen in Staatsanleihen oder öffentliche Kredite exponiert sind. Abbildung 8 zeigt diese Exposures sowohl in Höhe des Gesamtbetrags, als auch in Bezug auf den Anteil an den Assets. Daraus ergibt sich ein Risiko finanzieller Dominanz, d. h. die Notenbanken sind dem Anreiz ausgesetzt, eine Straffung der Geldpolitik aufzuschieben, da sie negative Auswirkungen auf die Stabilität eines nicht mit ausreichend Eigenkapital versehenen Bankensystems hätte und über den Staaten-Banken-Nexus zudem fiskalische Risiken auslösen könnte.

Abbildung 8: Weiterhin hohe Exposures von Banken gegenüber dem heimischen Souverän



Quelle: EZB.

49. Angesichts der diskutierten Risiken und Fehlanreize weist die Architektur der Währungsunion weiterhin bedeutende Lücken auf. An manchen Stellen, wie zum Beispiel in Bezug auf die Effektivität der Fiskalregeln und die Interventionsbereitschaft der EZB, wurde sie zudem in jüngerer Vergangenheit weiter geschwächt. Die EZB wird noch mehr als zuvor in die Rolle des Krisenmanagers gebracht, die sie nicht erfüllen kann.

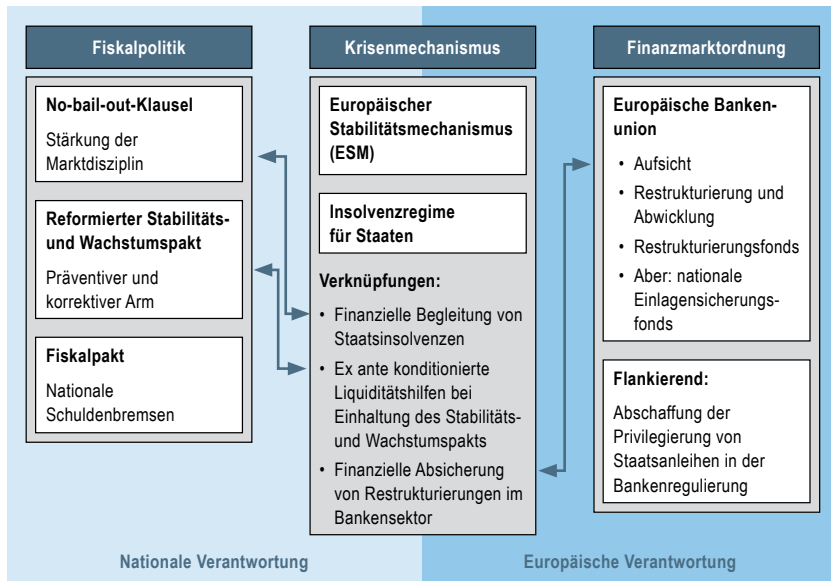
Regelungslücken und die notwendige Reformagenda

50. Die Regelungslücken lassen sich anhand eines Vergleichs des Status quo in Abschnitt 2 mit den Vorschlägen des Kronberger Kreises (2011, 2012) sowie von Mitgliedern des Kronberger Kreises im Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Feld et al. 2016a, 2016b; Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2013, 2014, 2015a, 2015b, 2019) aufzeigen. Abbildung 9 veranschaulicht das entsprechende Konzept für einen ausgereiften Ordnungsrahmen für eine Währungsunion fiskalisch weitgehend souveräner Mitgliedstaaten.

51. Dieses Konzept für die Architektur der Währungsunion, sozusagen „Maastricht 2.0“, vereint Krisenprävention und Krisenmanagement. Es besteht aus drei Säulen, die sich nach dem Grad der Verantwortungszuweisung an die europäische Ebene richten. Leitprinzip ist die Wahrung der Einheit von Haftung und Kontrolle. Es soll zwei grundlegende Schwächen beheben, die während der Finanz- und Eurokrise deutlich wurden: mangelnde wirtschafts- und fiskalpolitische Disziplin, verschärft durch dysfunktionale Sanktionsmechanismen und eine mangelhafte Finanzmarktregulierung und -aufsicht. Außerdem fehlte ein glaubwürdiger Krisenreaktionsmechanismus im Zusammenhang mit Banken- und Staatsschuldenproblemen, der Moral-Hazard-Probleme eindämmen und Marktdisziplin sicherstellen könnte.

52. Der vorgeschlagene Rahmen sollte wirtschafts- und fiskalpolitische Disziplin fördern, um einen übermäßigen Anstieg der öffentlichen und privaten Verschuldung zu vermeiden und Moral-Hazard-Probleme im öffentlichen und privaten Sektor wirksam zu reduzieren.

Abbildung 9: Ein stabiler Ordnungsrahmen: Maastricht 2.0



Quelle: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2013).

53. Obwohl ein guter Teil der Reformen nach der Schuldenkrise in diese Richtung ging, bestehen weiterhin wichtige Lücken. So wäre ein glaubwürdiger Staatsinsolvenzmechanismus notwendig, um einen starken Anreiz zu setzen, sodass die Staaten vorausschauende Politik für nachhaltige Staatsfinanzen machen und um im Falle einer Krise effektiv gegensteuern zu können. Stattdessen wurden die Fiskalregeln zuletzt deutlich gelockert. Darüber hinaus fordert der Ordnungsrahmen die schrittweise Abschaffung von Privilegien für Staatsanleihen in der Bankenregulierung. Dies fehlt weiterhin, und infolgedessen ist die potenziell krisenauslösende Verflechtung von Staaten und Banken im Euro-Raum nach wie vor gegeben.

54. Ziel dieses Vorschlags ist die Entlastung der EZB von ihrer Rolle als Krisenmanagerin. Stattdessen hat die EZB diese Rolle weiter ausgebaut, zuletzt mit ihrem Transmission Protection Instrument (TPI) für den Ankauf von Staatsanleihen.

Das TPI geht über das während der Krise geschaffene OMT-Programm hinaus, da es die Bedingung eines ESM-Programms mit Konditionalität als Voraussetzung für groß angelegte EZB-Interventionen auf den Staatsanleihenmärkten zugunsten einzelner, finanzschwacher Mitgliedstaaten beseitigt.

55. Dagegen behalten die nationalen Regierungen im vorgeschlagenen Ordnungsrahmen die volle Verantwortung für ihre Haushalte. Dadurch wird sichergestellt, dass private Gläubiger die Folgen fiskalischer Fehlentscheidungen tragen. Der ESM fungiert als bedingte fiskalische Absicherung und bietet gezielte Unterstützung nur mit Zustimmung der anderen Mitgliedstaaten und im Rahmen strenger Reformprogramme. Die Insolvenzordnung mit vordefinierten Schuldenrestrukturierungen und Gläubigerbeteiligung verringert die Unsicherheit im Falle von Finanzkrisen und beseitigt die Markterwartung, dass die EZB als dauerhafter Krisenmanager eingreifen wird. Diese Elemente zielen darauf ab, den Kreislauf des Moral Hazard zu durchbrechen und die Marktdisziplin wiederherzustellen, sodass sich die EZB auf ihr geldpolitisches Kernmandat anstatt auf Notfallinterventionen in Krisensituationen konzentrieren kann.

Moralisches Risiko beheben oder gemeinschaftliche Verschuldung vorantreiben?

56. Cochrane, Garicano und Masuch (2025) geben einen umfassenden Überblick über die historische Entwicklung und institutionelle Evolution des Euro und kommen ebenfalls zu dem Schluss, dass die Institutionen des Euro nicht zukunftsfest sind. Sie kritisieren, dass der gegenwärtige Kurs in die Krise führe. Ähnlich wie der Kronberger Kreis und der (frühere) Sachverständigenrat schließen sie, dass in einer Währungsunion ohne entsprechende Fiskalunion überschuldeten Mitgliedstaaten ein Zahlungsausfall ermöglicht werden müsse, analog zu privaten Unternehmen. Greife die Zentralbank hingegen fortwährend ein, um einen Staatsbankrott zu verhindern oder die Anleiherenditen zu drücken, verlören die Mitgliedstaaten den Anreiz, fiskalische Disziplin zu wahren, was unweigerlich zu wiederholten Interventionen und wiederkehrendem Inflationsdruck führt. Das Hauptproblem, das es somit zu lösen gilt, ist der sogenannte Moral Hazard, d. h. das Risiko moralischen Fehlverhaltens. Es gilt, die Anreize, die zu diesem Fehlverhalten führen, zu beseitigen. Cochrane, Garicano und Masuch (2025) schlagen wie der Kronberger Kreis eine Reihe von Reformen vor, die auf der Schaffung eines Rahmens für eine geordnete Staatsinsolvenz und eine Umschuldung basieren.

57. Andere Vorschläge gehen in die entgegengesetzte Richtung. So wird erneut gefordert, sogenannte Eurobonds einzuführen. Dies wären gemeinsame Schuldtitel, die eine gesamtschuldnerische Haftung beinhalten oder zumindest den Anschein erwecken, als gäbe es solche Garantien für die Schulden der Mitgliedstaaten. So schlagen etwa Blanchard und Ubide (2025) vor, einen großen Teil der nationalen Anleihen durch Eurobonds zu ersetzen, mindestens 25 Prozent der nationalen Anleihen. Ziel dieses Tausches soll die Schaffung eines tieferen und liquideren Eurobond-Marktes sein. Dies würde laut Blanchard und Ubide (2025) dem europäischen Finanzökosystem helfen, mit demjenigen der Vereinigten Staaten zu konkurrieren. Das größte Problem sei demnach, dass ein ausreichend großer Markt für europäische Staatsanleihen fehlt. Blanchard und Ubide (2025) erhoffen sich, auf diesem Weg allen Mitgliedstaaten günstigere Finanzierungskonditionen zu verschaffen. Zu diesem Zweck halten sie eine gesamtschuldnerische Bürgschaft für diese sogenannten blauen Anleihen für ideal. Sollte dies nicht möglich sein, plädieren sie für staatliche Unterstützung durch die direkte Zuweisung eines Teils der Mehrwertsteuereinnahmen.

58. Allerdings wäre zu befürchten, dass die Renditen niedrig verschuldeter Mitgliedstaaten wie Deutschland und den Niederlanden durch gemeinsame Schuldengarantien hochverschuldeter Mitgliedstaaten eher steigen als gesenkt würden (siehe Hegemann und Wieland 2025a). Derzeit verfügen nur drei der zwanzig Euro-Mitgliedstaaten (die zusammen rund 21 Prozent der ausstehenden Staatsschulden ausmachen) über ein AAA-Rating, das auf einen Status als sichere Anlage hindeutet. Wenn Eurobonds die Anreize für Haushaltsdisziplin in diesen Ländern verringern, wird fraglich, ob Eurobonds tatsächlich als sichere Anlagen gelten können. Vorschläge zu Eurobonds ignorieren Probleme von Moral Hazard und asymmetrischer Information sowie der daraus resultierenden negativen Anreize, die für die moderne Finanzökonomie und politische Ökonomie zentral sind. Vorschläge wie diejenigen des Kronberger Kreis, des früheren Sachverständigenrates und von Cochrane, Garicano und Masuch (2025) gehen diese Herausforderungen dagegen direkt an.

5. Wird der Euro international bald eine größere Rolle spielen?

59. Der angesprochene Vorteil, den die US-amerikanische Staatsfinanzierung aufgrund des liquiden und tiefen Marktes für US-Staatsanleihen möglicherweise genießt, hängt eng mit der Rolle des US-Dollar als internationale Reservewährung zusammen. Die internationale Nachfrage nach US-Staatsanleihen führt dazu, dass das Ausland zunehmend Forderungen in US-Dollar aufbaut. Dies erlaubt den Vereinigten Staaten dauerhaft, ein höheres Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren. Gleichzeitig ermöglicht dies der US-Regierung niedrigere Finanzierungskosten. Dies wird auch als das „exorbitant privilege“ bezeichnet, das sich aus der Rolle des US-Dollar als internationale Reservewährung ergibt.

Staatsfinanzierung und Reservewährungsstatus

60. Jiang et al. (2026) schätzen, dass der Verlust dieses „exorbitant privilege“ einer Erhöhung der Kreditkosten der Vereinigten Staaten um knapp 90 Basispunkte gleichkommt. Sie beziffern den Barwert dieses Vorteils auf 33 Billionen US-Dollar. Eine weitere, empirische Studie von Gomez-Cram et al. (2026), an der einer der Autoren von Jiang et al. (2026) beteiligt ist, kommt zum Schluss, dass die Vereinigten Staaten dieses Privileg bereits aufgebraucht haben. Ihren Portfolioberechnungen zufolge beurteilen Marktteilnehmer seit dem Anstieg der Staatsschulden im Zuge der Bekämpfung der Auswirkungen der Corona-Pandemie US-Staatsanleihen nicht mehr als sicher. Dieser Schluss ergibt sich daraus, dass gemäß ihren Berechnungen US-Staatsanleihen im Vergleich zu AAA-Unternehmensanleihen und im Vergleich zu ausländischen Staatsanleihen – insbesondere zu deutschen Bundesanleihen – nicht mehr günstig sind.

61. Parallel zu den Verwerfungen im internationalen Handels- und Finanzsystem, die der von der Trump Administration vom Zaun gebrochene Zollkrieg ausgelöst hat, haben Beobachter und EZB-Vertreter nun insbesondere Chancen für eine größere internationale Rolle des Euro ausgemacht. So hat EZB-Präsidentin Christine Lagarde in einem vielbeachteten Blog-Beitrag im Juni 2025 geschrieben:

„Wir erleben einen tiefgreifenden Wandel der globalen Ordnung (...). Doch dieser Wandel bietet Europa auch die Chance, seine Zukunft stärker selbst in die Hand zu nehmen und dem Euro zu globaler Bedeutung zu verhelfen. Derzeit ist der Euro die zweithäufigst verwendete Währung der Welt und repräsentiert 20 Prozent der globalen Devisenreserven, verglichen mit 58 Prozent beim US-Dollar. Eine Stärkung des Euro auf globaler Ebene würde konkrete Vorteile bringen: niedrigere Kreditkosten, geringeres Risiko von Währungsschwankungen und Schutz vor Sanktionen und Zwangsmaßnahmen.“

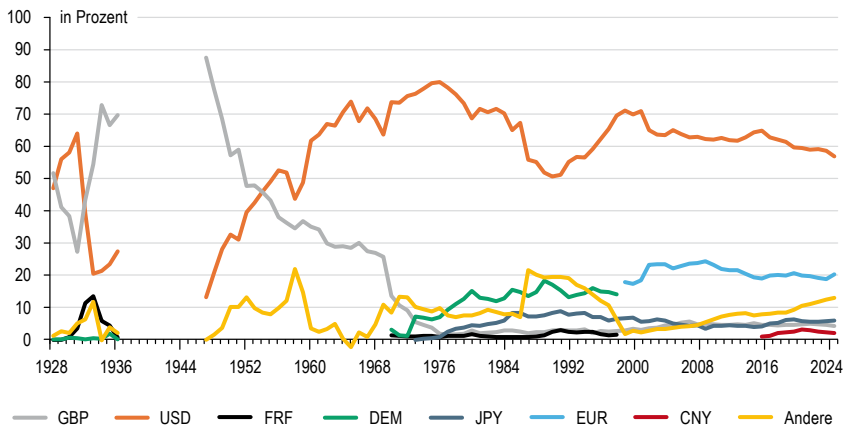
62. Bei seiner Einführung übernahm der Euro im Wesentlichen die internationale Reichweite der D-Mark. Dabei behielt die EZB die neutrale Haltung der Deutschen Bundesbank gegenüber der internationalen Rolle ihrer Währung bei und förderte diese nicht aktiv. Ihr erster Präsident, Willem Duisenberg, erklärte zu Beginn der Euro-Ära, es sei am besten, „dessen (internationale) Entwicklung den Marktkräften zu überlassen“ (Duisenberg 1999). Allerdings wurde schon vor einigen Jahren ein Wechsel hin zu einer aktiveren Förderung der internationalen Rolle des Euro vollzogen. Die Europäische Kommission hatte sich dafür eingesetzt, und Vertreter der EZB schlossen sich dieser Position an. So markierte bereits der Bericht zur internationalen Rolle des Euro aus dem Jahr 2019 (EZB 2019) einen Wandel in der Haltung der EZB hin zur Förderung der internationalen Rolle des Euro.

63. Vor diesem Hintergrund ist von Interesse zu klären, ob der Euro Fortschritte gemacht hat, ob die Bedeutung des US-Dollar gesunken ist und welche Implikationen sich daraus für die zentralen Fragen zur Zukunftsfestigkeit des Euro ergeben, also ob es vorrangig ist, tiefe Märkte durch Gemeinschaftsanleihen zu schaffen oder Fehlanreize und Moral Hazard zu beseitigen.

64. Abbildung 10 zeigt die Entwicklung internationaler Reservewährungen seit 1928. Nach dem Ersten Weltkrieg begann das Britische Pfund an Bedeutung zu verlieren. Nach dem Zweiten Weltkrieg übernahm dann der US-Dollar zunehmend die Rolle der vorrangigen internationalen Reservewährung. Daraus ergibt sich eine strukturelle Nachfrage nach US-Dollar denominierten Wertpapieren am internationalen Finanzmarkt. Seit Ende der 1950er Jahre sind etwa 60 bis 70 Prozent der internationalen Reserven in US-Dollar angelegt. Vielfach wird der Dollar in Form von US-Staatsanleihen gehalten. Nach einem Rückgang auf 50 Prozent in den 1980er Jahren stabilisierte sich der Dollar wieder zwischen 60 und 70 Prozent, zuletzt lag er bei 58 Prozent.

65. Zwischen Mitte der 1970er Jahre und Ende der 1990er Jahre hatte die D-Mark eine gewisse regionale Bedeutung als Reservewährung. Sie lag bei einem Anteil zwischen 10 und 20 Prozent. Einen deutlich kleineren Anteil hatten der französische Franc, das britische Pfund und der japanische Yen. Mit Einführung des Euro erbte die europäische Gemeinschaftswährung die Bedeutung ihrer Vorgängerwährungen als internationale Reservewährung. In den 2000er Jahren hatte sie einen Anteil von mehr als 25 Prozent, der dann aber auf 20 Prozent gesunken ist und auf diesem Niveau bis heute verharrt.

Abbildung 10: US-Dollar dominiert als internationale Reservewährung



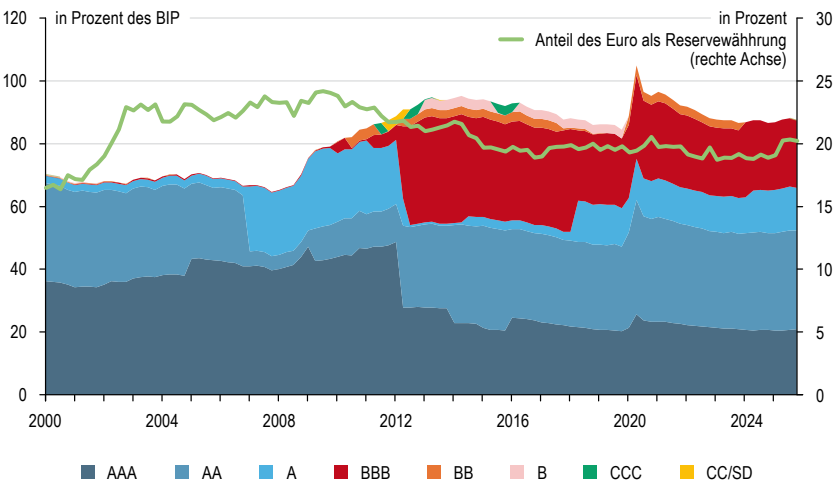
Quelle: IWF, Eichengreen und Flandreau (2009), Hegemann und Wieland (2025b).

66. Die internationale Bedeutung einer Währung hängt nicht zuletzt von der wahrgenommenen fiskalischen Stabilität des ausgebenden Staates ab. Schwache Staatsfinanzen untergraben das Vertrauen und begrenzen sein Potenzial als Reservewährung. Nicht zuletzt deshalb ist im vergangenen Jahr bei vielen der Eindruck entstanden, dass der US-Dollar an internationaler Attraktivität verlieren könnte. Die aggressive Zollpolitik der Trump-Administration, das Gerede davon, dass die USA die ausländischen Besitzer von US-Staatsanleihen „besteuern“ wollen (Mar-a-Lago Accord), die wiederholten Angriffe

auf die US-Notenbank Fed und ihre Unabhängigkeit durch Präsident Trump sowie nicht zuletzt der Ausblick auf eine schnell steigende Schuldenstandsquote haben Zweifel an den Finanzmärkten ausgelöst. Insbesondere infolge des „Tages der Befreiung“ mit Zollankündigungen am 1. April 2025 kam es zu Abflüssen von Kapital aus dem US-Dollar. Zwischenzeitlich hat sich der US-Dollar allerdings bereits wieder als Safe-Haven-Anlaufstelle entpuppt, zuletzt im Zuge des Kriegs der USA und Israels gegen den Iran und dem resultierenden Energiepreisschock im Frühjahr 2026.

67. Aus den Zweifeln an der US-amerikanischen Verschuldungspolitik folgt jedoch kein Automatismus für eine größere internationale Rolle des Euro und etwa dadurch günstigere Finanzierungsbedingungen für die Mitgliedstaaten der Währungsunion. Der Zusammenhang zwischen der internationalen Bedeutung als Reservewährung und der wahrgenommenen fiskalischen Stabilität hat sich bereits in der Vergangenheit negativ auf die internationale Rolle des Euro ausgewirkt (siehe Hegemann und Wieland 2025b). Mit der Verschlechterung der Kreditwürdigkeit mehrerer Mitgliedstaaten der Eurozone

Abbildung 11: Bedeutung des Euro als Reservewährung ist mit Schuldenkrise gesunken

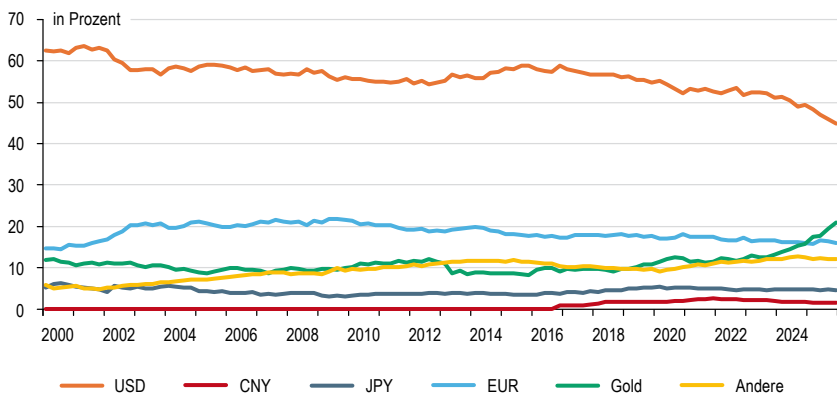


Quelle: Bloomberg, EZB, Hegemann und Wieland (2025b).

während der europäischen Staatsschuldenkrise von 2010 bis 2014 sank der Anteil des Euro als globale Reservewährung nahezu zeitgleich (siehe Abbildung 11). Die Kreditwürdigkeit der Staaten der Eurozone ist heute schwächer als vor der Eurokrise und der Anteil des Euro als Reservewährung ist weiterhin relativ gering. Er konnte bisher jedenfalls nicht den Anteil an den internationalen Reserven aus der zweiten Hälfte der 2000er Jahre wiedergewinnen.

68. Ein weiterer Faktor, der die Attraktivität von US-Dollar-Reserven beeinflusst, betrifft die Sanktionen bezüglich des Finanzwesens, die durch die USA und Verbündete umgesetzt werden. Dies fördert eine gewisse Fragmentierung, beispielsweise durch parallele Zahlungssysteme und Reservewährungsbestände in nicht-traditionellen Währungen und Gold. Da die EU häufig ähnliche oder gar weitergehende Sanktionen wie die USA einsetzt, dürfte die Attraktivität des Euro ebenso darunter leiden. Interessanterweise konnte davon jedoch der chinesische Yuan nicht wesentlich als Reservewährung profitieren. Seine Rolle bleibt sehr gering. Angesichts wesentlicher Kapitalverkehrsbeschränkungen überrascht das nicht. Stattdessen haben Staaten insbesondere weitere Goldreserven aufgebaut. Inzwischen ist Gold, wenn man es als Reservewährung berücksichtigt, die zweitwichtigste Reservewährung und zwar noch deutlich vor dem Euro (siehe Abbildung 12).

Abbildung 12: Bedeutung von Gold als Reservewährung ist gestiegen

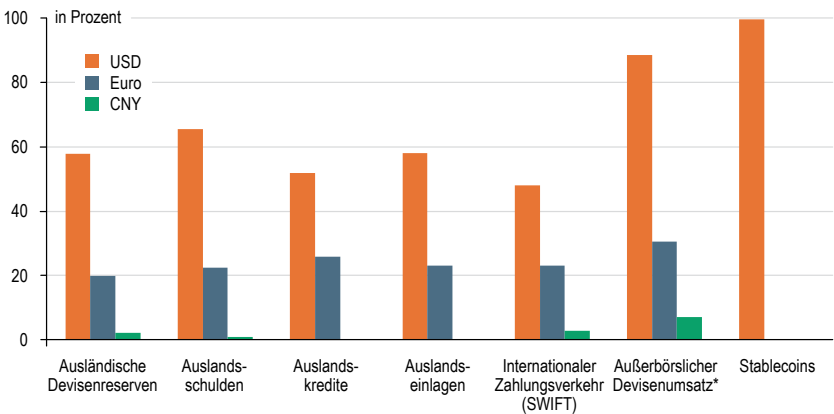


Quelle: IWF, Hegemann und Wieland (2025b).

69. Darüber hinaus gibt es noch eine Reihe weiterer Faktoren und Instrumente, die bei der Einschätzung der internationalen Rolle des US-Dollar zu berücksichtigen sind. Abbildung 13 vergleicht die Bedeutung des US-Dollar, des Euro und des Yuan in weiteren Instrumenten.

70. Während der US-Dollar 60 Prozent der Währungsreserven ausmacht, sind sogar mehr als 60 Prozent der internationalen Schuldeninstrumente in US-Dollar denominiert und über 50 Prozent der internationalen Kredite. Außerdem wird fast die Hälfte der internationalen Zahlungen über SWIFT und fast 90 Prozent der außerbörslichen Devisengeschäfte in US-Dollar abgewickelt. Zudem spielt der US-Dollar in der in den vergangenen Jahren entstandenen Welt der Kryptowährungen eine noch wichtigere Rolle. Er macht nahezu 100 Prozent der sogenannten Stablecoins aus. Dies sind private Kryptowährungen, deren Kurs fest an eine nationale Zentralbankwährung gekoppelt ist.

Abbildung 13: Bedeutung des US-Dollar, des Euro und des chinesischen Yuan in verschiedenen Instrumenten



*Da jede Transaktion am Devisenmarkt zwei Währungen umfasst, summieren sich die Umsatzanteile auf 200 Prozent. Die Daten zu den Devisenreserven beziehen sich auf Ende 2024, die Daten zu internationalen Schulden auf das 4. Quartal 2024, die Daten zu internationalen Krediten und Einlagen auf das 1. Quartal 2025, die Daten zum außerbörslichen Devisenumsatz auf das Jahr 2022 und die Daten zu Stablecoins nach Marktkapitalisierung auf September 2025.

Quelle: IWF, EZB, BIZ, SWIFT, Defillama und eigene Berechnungen.

Bislang dienten diese Stablecoins vor allem als Ein- und Ausstiegsmöglichkeit in die Kryptowelt. Dies betrifft viele private, eher spekulative und mehr oder weniger geldähnliche Instrumente, die auf der Blockchain-Technologie basieren.¹¹

71. Aufgrund dieser vielfältigen internationalen Rollen des US-Dollar ist davon auszugehen, dass bedeutende Netzwerkeffekte dazu beitragen, dass der US-Dollar diese große internationale Bedeutung nicht so schnell verlieren wird.

Stablecoins, digitaler Euro und Eurobonds: Implikationen für die Staatsfinanzierung

72. Die neueste Initiative der Trump Administration bezüglich der internationalen Rolle des Dollar ist der sogenannte „Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins“ (GENIUS) Act vom Sommer 2025. Das Weiße Haus verwendet dabei überschwängliche Formulierungen und spricht von einem „historischen Gesetz, das den Weg für die USA ebnen wird, die globale digitale Währungsrevolution anzuführen“ und „die USA zur Krypto-Hauptstadt der Welt zu machen“. Der GENIUS Act werde „den Status des US-Dollar als globale Reservewährung sichern. Durch die Ankurbelung der Nachfrage nach US-Staatsanleihen werden Stablecoins eine entscheidende Rolle dabei spielen, die anhaltende globale Dominanz des US-Dollar als Weltreservewährung zu gewährleisten“ (US Congress 2025).

73. Unabhängig davon, ob man diese Einschätzung für angemessen hält oder nicht, klingt dies nicht nach einer Regierung, welche die dominante internationale Rolle des US-Dollar aufgeben will. Tatsächlich weist das Verhalten von Präsident Trump und seiner Regierung einige Parallelen zur Nixon-Administration auf. Einerseits beendete Präsident Nixon die zentrale Rolle des US-Dollar im Bretton-Woods-System, die er für die Vereinigten Staaten als zu kostspielig erachtete und übte wiederholt starken Druck auf die US-Notenbank aus, die Zinsen niedrig zu halten. Andererseits ergriff er Initiativen, welche die internationale Rolle des US-Dollar auf Offshore-Märkten stärkten und ausbauten, beispielsweise im Rahmen der Petrodollar-Abkommen.

¹¹ Diese Technologie findet inzwischen vielfältige Anwendungen. Sie stellt eine dezentrale, fälschungssichere Datenbank dar. Daten werden in chronologischen Blöcken gespeichert, die kryptografisch miteinander verkettet sind. Da alle Netzwerkteilnehmer die gleiche Kopie des Registers verwalten, ist keine zentrale Kontrollstelle (wie eine Bank) erforderlich.

74. Die Stablecoin Initiative der Trump Regierung wird teils stark kritisiert, weil befürchtet wird, dass private Stablecoins Risiken für die Stabilität des Finanzsystems mit sich bringen, unter anderem weil Emittenten nicht ausreichend Vorsorge für Vertrauenskrisen treffen. Die entsprechende MICA-Regulierung in der EU ist weitaus defensiver angelegt (Hegemann und Wieland 2025b).

75. Die EZB setzt sich, im Gegensatz zur US Federal Reserve, für die Ausgabe eines staatlichen digitalen Euro ein. Sie betrachtet diesen digitalen Euro als eines von mehreren Elementen ihrer Strategie, dem Euro zu einer bedeutenderen Rolle zu verhelfen. Dementsprechend hat sie einen Plan für die Ausgabe von digitalen Euro für Verbraucher und Unternehmen entwickelt. Damit will sie die Souveränität der Währungsunion und die Bedeutung des Euro in Transaktionen stärken. Der Prozess ist inzwischen schon so weit gediehen, dass noch 2026 die rechtlichen Grundlagen durch die EU geschaffen werden sollen und der digitale Euro im Jahr 2029 ausgegeben werden kann.

76. Tatsächlich existiert der Euro schon lange in digitaler Form. Banken in Europa halten staatliche digitale Euro in Form von Einlagen beim System der Notenbanken. Diese belaufen sich auf 2.640 Mrd. Euro. Bargeld macht dagegen nur ein Viertel der Zentralbankgeldmenge aus. Haushalte und Unternehmen halten private digitale Euro, die im Bankensystem geschaffen werden, u. a. in Form von Girokonten und Spareinlagen. Diese belaufen sich auf gut 15.600 Mrd. Euro (M3 abzüglich Bargeld). Banken profitieren davon, dass sie an der Geldschöpfung der staatlichen Währung in großem Stil beteiligt sind. Kundeneinlagen sind eine vergleichsweise günstige Finanzierungsquelle. Sie wehren sich bislang erfolgreich gegen Wettbewerb durch den digitalen Euro, der allen Bürgern Zugang zu Notenbankeinlagen geben würde.

77. Gemäß der Pläne der EZB und dem Verordnungsvorschlag der Kommission soll der digitale Euro von qualifizierten Stellen, vor allem von Kreditinstituten, ausgegeben werden. Um negative Auswirkungen auf die Liquidität und Profitabilität des Bankensystems durch größere Abflüsse von Einlagen bei den Banken zu vermeiden, sehen die EZB-Pläne entsprechende Einschränkungen sowohl im Nutzerkreis wie im Volumen der einzelnen Konten vor. Danach wird die Kapazität eines Kontos voraussichtlich auf einen Betrag in der Größenordnung von 3.000 Euro begrenzt und der digitale Euro unverzinslich sein. Das digitale Wallet wäre mit einem Bankkonto verbunden. So würde mit einem „Wasserfall-Mechanismus“ dafür gesorgt, dass der überschießende

Teil der Zahlung über herkömmliche, von Intermediären geführte Konten gedeckt ist.

78. Die Einführung einer digitalen Notenbankwährung für die Allgemeinheit wird durchaus von verschiedentlicher Seite in Frage gestellt (siehe etwa Waller 2021, House of Lords Economic Affairs Committee 2022). In diesem Zusammenhang wurde das digitale Notenbankgeld mehrfach als eine „Lösung auf der Suche nach einem Problem“ dargestellt. Die Vereinigten Staaten planen deshalb keine Einführung und haben darauf explizit verzichtet. Die in der Europäischen Währungsunion geplante Ausgestaltung mit erheblichen Einschränkungen zum Schutz der Struktur des Finanzsystems läuft dagegen Gefahr, den digitalen Euro so unattraktiv zu machen, dass er möglicherweise nur auf wenig Nachfrage und Nutzung trifft (siehe Broemel, Meyer-Gohde und Wieland 2023). Wenn ein Projekt, das so lange verfolgt und gehypt wird, scheitert, könnte dies einen gewissen Ansehensverlust für die EZB mit sich bringen. Aus fiskalischer Sicht kann allerdings positiv angemerkt werden, dass der digitale Euro zumindest eine Abwehrmaßnahme gegen einen möglichen Seigniorage-Verlust darstellt, der bei einer Abwanderung von Nutzern zu privaten Digitalwährungen erfolgen könnte. Diese Befürchtung wurde bereits 2019 thematisiert, als Facebook Pläne für eine eigene Digitalwährung namens Libra vorstellte. Diese Initiative scheiterte letztlich wohl an Regulierungshürden.

79. Mit dem Vorschlag, Staatsanleihen in großem Stil in gemeinschaftlich garantierte Eurobonds zu tauschen, haben Blanchard und Ubide (2025) nun ein weiteres Pferd aus dem Stall geführt, das die internationale Rolle des Euro voranbringen und die Finanzierungskosten der Mitgliedstaaten der Währungsunion reduzieren soll. Befürworter berufen sich häufig auf die Erfahrung der Vereinigten Staaten nach dem Unabhängigkeitskrieg. Im Jahr 1790 setzte sich Alexander Hamilton erfolgreich dafür ein, die Kriegsschulden der einzelnen Staaten in Bundesanleihen zu konsolidieren. Damit sollten die Finanzierungskosten dieses gemeinsam geführten Kampfes für die Unabhängigkeit reduziert werden, und zwar in Richtung der von britischen Staatsanleihen.

80. Lustig (2026) zeigt jedoch, unter Verweis auf Arbeiten von Payne et al. (2025), dass das Ziel derart niedriger Finanzierungskosten erst sehr viel später in den 1880er Jahren erreicht wurde. Dazwischen lag eine Finanzkrise im Jahr 1837, die letztlich zu einem Ausfall von Schulden führte, die einzelne Staaten für Infrastrukturprogramme aufgehäuft hatten. Der Bundesstaat trat

hierbei eben nicht für die Mitgliedstaaten ein. Deshalb akzeptierten diese bindende Schuldenregeln und eine Begrenzung ihrer fiskalischen Souveränität. Lustig (2026) argumentiert darum ebenso wie Cochrane, Garicano und Masuch (2025) und der Kronberger Kreis (2012, 2016, 2021, 2022, 2023), dass die Europäische Währungsunion zunächst die Fehlanreize und das moralische Risiko lösen muss und von Gemeinschaftshaftung für Eurobonds Abstand halten sollte.

81. Es bleibt festzuhalten, dass es seit der Anfangsphase des Euro keine wesentlichen weiteren Fortschritte in wichtigen Bereichen gab, welche die internationale Rolle des Euro beeinflussen. Dies betrifft unter anderem die Rolle des Euro als globale Reservewährung, als international genutztes Zahlungsmittel, als Instrument für die Handelsabrechnung, als Währung für internationale Anleihen und Kredite sowie im Hinblick auf grenzüberschreitende Bankanlagen und Forderungen. Insgesamt legen diese Entwicklungen nahe, dass ein etwaiger Niedergang des US-Dollar als international dominierende Währung in naher Zukunft sehr unwahrscheinlich ist. Darüber hinaus ist zu bezweifeln, dass sich ein Trend hin zu einem multipolaren Währungssystem ergibt.

82. Die Rolle des Euro ist primär regional. Bisherige Bemühungen, seine internationale Rolle zu stärken, waren wenig erfolgreich. Das weitere Vorgehen sollte von einer realistischen Perspektive geleitet werden. Der Euro hat in den Nachbarländern an Bedeutung gewonnen, und dieser regionale Einfluss kann durch vertieften Handel und Integration erhalten und ausgebaut werden. Die politischen Entscheidungsträger müssen jedoch die Kosten und Risiken einer Förderung des Euro zu einer globalen Reservewährung berücksichtigen, darunter Volatilität, negative Netzwerkeffekte, Glaubwürdigkeitsrisiken im Falle eines Scheiterns und geopolitische Vergeltungsmaßnahmen.

83. Rufe nach Eurobonds und gemeinsamer Haftung sollten ignoriert werden. Stattdessen sollten die Haushaltskonsolidierung in hochverschuldeten Mitgliedstaaten und marktorientierte Strukturreformen vorangetrieben werden. Die Stärkung des Handels und des Wirtschaftswachstums sowie der Abbau regulatorischer Hürden sind unerlässlich. Die Europäische Währungsunion ist noch (vergleichsweise) jung, und es wird noch einige Zeit dauern, bis sie die Reife des Dollar erreicht. Reformen zur Zukunftsfähigkeit der Europäischen Währungsunion sollten die Einheit von Haftung und Kontrolle stärken und erhalten.

6. Fazit: Reformen, die den Euro zukunftsfest machen

84. Aus der Bestandsaufnahme zum Zustand der Europäischen Währungsunion nach der Hochinflation der Jahre 2021 bis 2023 ergeben sich aus Sicht des Kronberger Kreises folgende Empfehlungen für die Politik der EZB und für Reformen des Ordnungsrahmens:

1. Das leitende Prinzip für die Geld- und Fiskalpolitik, für die Staatsfinanzierung ebenso wie die Regulierung des Finanzsystems sollte sein, dass Haftung, Entscheidung und Kontrolle immer auf derselben Ebene liegen sollten.
2. Auf dem Gebiet der Geldpolitik trägt die EZB, insbesondere der EZB-Rat, die Verantwortung und verfügt über die notwendigen Instrumente. Sie sollte der Preisstabilität ein stärkeres Gewicht in der geldpolitischen Strategie geben, indem das Taylor-Prinzip wieder stärker beachtet, Taylor-Regeln in der Kommunikation der geldpolitischen Strategie verwendet und Signale der Geld- und Kreditentwicklung ernster genommen werden. Die quantitative Lockerung mittels Bilanzausweitung sollte ein Instrument für Krisensituationen wie eine drohende Deflation bei einem Zinsniveau nahe 0 bleiben. Danach sollte die Bilanz wieder zügig reduziert werden.
3. Dagegen sollte auf Wertpapierkäufe zur Reduktion der Finanzierungskosten einzelner Mitgliedstaaten verzichtet werden. Es ist jedoch nur möglich, die EZB aus dieser Rolle des Schuldenkrisenmanagers zu nehmen, wenn wesentliche Regelungslücken durch Reformen und anderweitige Instrumente zur Krisenbekämpfung geschlossen werden. Geschieht dies nicht, bestehen entscheidende Fehlanreize für die Fiskalpolitik und dadurch bedingte Fragilität der Währungsunion in Krisen fort.
4. Das zentrale Problem, das es zu lösen gilt, betrifft die Existenz wesentlicher Fehlanreize (Moral Hazard), die zu Trittbrettfahrerverhalten im Bereich der Staatsverschuldung und Bankenaufsicht führen. Dar- aus folgt eine Krisenanfälligkeit der Währungsunion.

5. Die Fiskalregeln, welche die Mitglieder der Währungsunion befolgen müssen, sind zu weit gelockert worden. Es wurde insbesondere nicht dafür gesorgt, dass große Mitgliedstaaten im Nachgang zu Krisen, die zu einem Anstieg der Schuldenstandsquoten führen, diese wieder senken. Die Fiskalregeln müssten dementsprechend wieder gestärkt und für eine effektive Mindestreduktion der Schuldenquoten gesorgt werden.
6. Ein glaubwürdiger Staatsinsolvenzmechanismus ist notwendig, um einen starken Anreiz zu setzen, sodass die Staaten vorausschauende Politik für nachhaltige Staatsfinanzen betreiben und im Falle einer Krise effektiv gegensteuern.
7. Des Weiteren sollten die Privilegien für Staatsanleihen in der Bankenregulierung schrittweise abgeschafft werden. Damit würde die potenziell krisenauslösende Verflechtung von Staaten und Banken im Euro-Raum durchbrochen. Zudem würden damit Voraussetzungen geschaffen, die eine gemeinsame Einlagensicherung ermöglichen würden.
8. Bisherige Bemühungen, die internationale Rolle des Euro zu stärken, waren wenig erfolgreich. Das weitere Vorgehen sollte von einer realistischen Perspektive geleitet sein. Der Euro hat in den Nachbarländern an Bedeutung gewonnen, und dieser regionale Einfluss kann durch vertieften Handel und Integration erhalten und ausgebaut werden. Die politischen Entscheidungsträger müssen jedoch die Kosten und Risiken einer Förderung des Euro zu einer globalen Reservewährung berücksichtigen, darunter Volatilität, negative Netzwerkeffekte, Glaubwürdigkeitsrisiken im Falle eines Scheiterns und geopolitische Vergeltungsmaßnahmen.
9. Es besteht ein Zusammenhang zwischen der internationalen Bedeutung als Reservewährung und der wahrgenommenen fiskalischen Stabilität. Vor diesem Hintergrund ist die Stärkung der Fiskalregeln und die Herstellung der Einheit von Haftung und Kontrolle in der Währungsunion eine wichtige Voraussetzung für die Stärkung der internationalen Rolle des Euro. Dies würde sich wiederum günstig auf die Finanzierungskosten der Mitgliedstaaten auswirken.

10. Rufe nach Eurobonds und gemeinsamer Haftung sollten ignoriert werden. Stattdessen sollten die Haushaltskonsolidierung in hochverschuldeten Mitgliedstaaten und marktorientierte Strukturreformen vorangetrieben werden. Die Stärkung des Handels und des Wirtschaftswachstums sowie der Abbau regulatorischer Hürden sind unerlässlich. Die Europäische Währungsunion ist noch vergleichsweise jung, und es wird noch einige Zeit dauern, bis sie die Reife des Dollar erreicht.

Literaturverzeichnis

Ascari, G., Bonam, D., Mori, L. und A. Smadu (2024), Fiscal Policy and Inflation in the Euro Area, CEPR Discussion Paper 19683, November 2024.

Altavilla, C., Giannone, D. und M. Lenza (2014), The Financial and Macroeconomic Effects of OMT Announcements, ECB Working Paper Series No. 1707, August 2014.

Barro, R. und F. Bianchi (2026), Fiscal Influences on Inflation in OECD Countries, 2020-2023, Economic Journal, Vol. 136 (674), 626-654.

Blanchard, O. und Á. Ubide (2025). Now is the Time for Eurobonds: A Specific Proposal. Peterson Institute for International Economics. 30 May 2025.

Bordo, M.D. und M.D. Levy (2021), Do Enlarged Fiscal Deficits Cause Inflation? The historical record, Economic Affairs, Vol. 41 (1), 59-83.

Bordo, M.D., Cochrane, J.C. und J.B. Taylor (2024), Getting Monetary Policy Back on Track, Hoover Institution Press, March 2024.

Broemel, R., Meyer-Gohde A. und V. Wieland (2023), Der digitale Euro: Chancen und Risiken einer digitalen Notenbankwährung, Wirtschaftsdienst – Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, Heft 12/2023, 801-806.

Bundesverfassungsgericht (2020), Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020 – 2 BvR 859/15 u.a. (PSPP-Urteil), BVerfGE 154, 17-237.

Chien, Y., Jiang, Z., Leombroni, M. und H. Lustig (2025), What Does It Take? Quantifying Cross-Country Transfers in the Eurozone, NBER Working Paper No. 34311, October 2025.

Cochrane J.H., Garicano, L. und K. Masuch (2025), Crisis Cycle: Challenges, Evolution, and Future of the Euro, Princeton University Press, Princeton NJ.

Duisenberg, W.F. (1999), The International Role of the Euro, Rede gehalten am 14. Januar 1999 in Amsterdam, Europäische Zentralbank.

Eichengreen, B., und M. Flandreau (2009), The Rise and Fall of the Dollar (or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading Reserve Currency?), *European Review of Economic History*, Vol. 13 (3), 377-411.

Europäische Kommission (2025), Debt Sustainability Monitor, Institutional Paper 332, Brussels.

Europäische Zentralbank (2019), The International Role of the Euro, Juni 2019.

Europäische Zentralbank (2021), Monetary Policy Decisions, Press Release, 22. Juli 2021.

Falagiarda, M. und S. Reitz (2015), Announcements of ECB Unconventional Programs: Implications for the Sovereign Spreads of Stressed Euro Area Countries, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 53, 276-295.

Feld, L.P., Schmidt, C., Schnabel, I. und V. Wieland (2016a), Maastricht 2.0: Safeguarding the Future of the Eurozone, CEPR-VOXEU.

Feld, L.P., Schmidt, C., Schnabel, I. und V. Wieland (2016b), Completing Maastricht 2.0 to Safeguard the Future of the Eurozone, CEPR-VOXEU.

Giannone, D. und G. Primiceri (2024), The Drivers of Post-Pandemic Inflation, NBER Working Paper 32859, Cambridge.

Gomez-Cram, R., Kung, H., Lustig, H. und D. Zeke (2026), Government Funding Costs Under Financial Repression, NBER Working Paper No. w3539.

Hegemann, H. und V. Wieland (2026), Price Stability & Risks – Benign Outlook vs Potential Concerns, Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV), Requested by the ECON Committee of the European Parliament, März 2026.

Hegemann, H. und V. Wieland (2025a), ECB Policy and Strategy Review: Potential Improvements, Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV), Requested by the ECON committee of the European Parliament, März 2025.

Hegemann, H. und V. Wieland (2025b), Moment of the Euro? Perceptions of US dollar Decline, Requested by the ECON committee of the European Parliament, Oktober 2025.

House of Lords Economic Affairs Committee (2022), Central Bank Digital Currencies: A Solution in Search of a Problem?, HL Paper 131, London: UK Parliament, <https://publications.parliament.uk/pa/ld5802/ldselect/ldeconaf/131/131.pdf>.

Internationaler Währungsfonds (2026), World Economy in the Shadow of War, World Economic Outlook, Washington, April.

Jiang, Z., Krishnamurthy, A., Lustig, H. und R.J. Richmond (2026), Understanding the Loss of Reserve Currency Status, Working Paper, May 2026.

Krishnamurthy, A., Bai, J. und C.H. Weymuller (2018), Measuring Liquidity Mismatch in the Banking Sector, Journal of Finance, Vol. 73 (1), 51-93.

Kronberger Kreis (2011), Systemstabilität für die Finanzmärkte, Kronberger Kreis-Studie Heft Nr. 53, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.

Kronberger Kreis (2012), Wie viel Koordinierung braucht Europa?, Kronberger Kreis-Studie, Heft Nr. 55, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.

Kronberger Kreis (2015), Europäische Bankenunion: Vom Prinzip Hoffnung zum Prinzip Haftung, Kronberger Kreis-Studie, Heft Nr. 59, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.

Kronberger Kreis (2016), Das entgrenzte Mandat der EZB – Das OMT-Urteil des EuGH und seine Folgen, Kronberger Kreis-Studie, Heft Nr. 61, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.

Kronberger Kreis (2021), Die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank: Was geändert werden sollte und was nicht, Kronberger Kreis-Studie, Heft Nr. 67, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.

Kronberger Kreis (2022), The ECB's Toxic Bond-Purchase Program, Project Syndicate, 27. Juli 2022.

Kronberger Kreis (2023), Flexibilität statt Solidität? Zur Reform der europäischen Fiskalregeln, Kronberger Kreis-Studie, Heft Nr. 72, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.

Lagarde, C. (2025), Europe's „global euro“ moment, The ECB Blog, 17. Juni 2025.

Langer, M., Hassib, J., Feld, L.P. und D. Nientiedt (2025), Evaluating the Effects of the German Debt Brake: A Synthetic Control Approach, CESifo Working Paper No. 11933.

Lustig, H. (2026), Blue Bonds for Europe: The Ghost of Alexander Hamilton Wandering Around Brussels, in: The Two Cents (Substack), 3. März 2026, <https://thetwocents.substack.com/p/blue-bonds-in-europe>.

Orphanides, A. und V. Wieland (2000), Efficient Monetary Policy Design Near Price Stability, Journal of the Japanese and International Economies, Vol. 14 (4), 327-365.

Payne, J., Szóke, B., Hall, G. und T.J. Sargent (2025), Costs of Financing U.S. Federal Debt Under a Gold Standard: 1791-1933, Quarterly Journal of Economics, Vol. 140 (1), 793-833.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2013), Gegen eine rückwärtsgewandte Wirtschaftspolitik, Jahresgutachten, Wiesbaden, November 2013.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2014), Mehr Vertrauen in Marktprozesse, Jahresgutachten, Wiesbaden, November 2014.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2015a), Konsequenzen aus der Griechenland-Krise für einen stabileren Euro-Raum, Sondergutachten, Wiesbaden, Juli 2015.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2015b), Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt, Jahresgutachten, Wiesbaden, November 2015.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2019), Den Strukturwandel meistern, Jahresgutachten, Wiesbaden, November 2019.

Tatar, B. und V. Wieland (2024), Taylor Rules and the Inflation Surge: The Case of the Fed, CEPR Discussion Paper 18910, März 2024.

Tatar, B. und V. Wieland (2025), Policy Rules and the Inflation Surge: The Case of the ECB, Economics Letters, Vol. 252.

US Congress (2025), Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act, Pub. L. No. 119-27.

Waller, C. (2001), CBDC: A Solution in Search of a Problem?, Speech at the American Enterprise Institute, Washington D.C., 05. August 2021, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20210805a.htm>.

Wieland, V. (2021), The Decline of Euro Area Inflation and the Choice of Policy Strategy, in: ECB Forum on Central Banking (Hrsg.), Central Banks in a Shifting World, Conference Proceedings, ECB.

Wieland, V. (2024), The Taylor Rule at Thirty: Still Useful to Get the Fed Back on Track, in: Bordo, M.D., Cochrane, J.H. und J.B. Taylor (Hrsg.), Getting Monetary Policy Back on Track, Stanford: Hoover Institution Press, 133-175.

Wissenschaftlicher Beirat beim BMF (2025), Zur Notwendigkeit einer wirksamen Schuldenbremse, Gutachten 02/2025, Bundesministerium der Finanzen, Berlin.

Veröffentlichungen des Kronberger Kreises in dieser Schriftenreihe

- 76 Ist der Euro zukunftsfest? (2026)
- 75 Wirtschaftspolitische Irrtümer (2025)
- 74 Mehr Wettbewerb in der Verwaltungsdigitalisierung (2025)
- 73 Für eine grundlegende Reform des öffentlich-rechtlichen Rundfunks (2024)
- 72 Flexibilität statt Solidität? Zur Reform der europäischen Fiskalregeln (2023)
- 71 Wirtschafts- und Industriestandort Deutschland in Gefahr? Was zu tun ist und was man unterlassen sollte (2023)
- 70 Krankenhausversorgung in Deutschland: Diagnose und Therapie (2022)
- 69 Green Deal auf Kosten des Wettbewerbs? (2022)
- 68 Die Herausforderungen jetzt annehmen! (2021)
- 67 Die geldpolitische Strategie der EZB: Was geändert werden sollte und was nicht (2021) *auch auf Englisch*
- 66 Kein Rückzug in die Festung Europa! (2020) *auch auf Englisch*
- 65 Unternehmensbesteuerung unter Wettbewerbsdruck (2018)
- 64 Weckruf für die deutsche Wirtschaftspolitik (2017)
- 63 Neue Diskriminierungsverbote für die digitale Welt? (2017)
- 62 Für eine echte Reform der Bund-Länder-Finanzbeziehungen (2016)
- 61 Das entgrenzte Mandat der EZB – Das OMT-Urteil des EuGH und seine Folgen (2016) *auch auf Englisch*
- 60 Erbschaftsteuer: Neu ordnen statt nachbessern (2015)
- 59 Europäische Bankenunion: Vom Prinzip Hoffnung zum Prinzip Haftung (2014)
- 58 Neustart in der Energiepolitik jetzt! (2014)
- 57 Renaissance der Angebotspolitik (2013)
- 56 Bildungsfinanzierung neu gestalten (2013)
- 55 Wie viel Koordinierung braucht Europa? (2012)
- 54 Reform der Geldbußen im Kartellrecht überfällig (2012) *auch auf Englisch*
- 53 Systemstabilität für die Finanzmärkte (2011)
- 52 Öffentliche Finanzen dauerhaft sanieren – in Deutschland und Europa (2010)
- 51 Mehr Mut zum Neuanfang (2010)
- 50 Beschäftigung gering qualifizierter Arbeitsloser (2009)
- 49 Für einen wirksamen Klimaschutz (2009)
- 48 Staatsfonds: Muss Deutschland sich schützen? (2008)
- 47 Unternehmensmitbestimmung ohne Zwang (2007)
- 46 Erbschaftsteuer: Behutsam anpassen (2007)
- 45 Dienstleistungsmärkte in Europa weiter öffnen (2007)

- 44 Den Subventionsabbau umfassend voranbringen (2006)
- 43 Den Stabilitäts- und Wachstumspakt härten (2005)
- 42 Tragfähige Pflegeversicherung (2005)
- 41 Flexibler Kündigungsschutz am Arbeitsmarkt (2004)
- 40 Gute Gemeindesteuern (2003)
- 39 Mehr Eigenverantwortung und Wettbewerb im Gesundheitswesen (2002)
- 38 Privatisierung von Landesbanken und Sparkassen (2001)
- 37 Abgeltungssteuer bei Kapitaleinkommen (2000)
- 36 Die föderative Ordnung in Not – Zur Reform des Finanzausgleichs (2000)
- 35 Arbeitszeiten und soziale Sicherung flexibler gestalten (1999)
- 34 Die Aufgaben – Wirtschaftspolitische Orientierung für die kommenden Jahre (1998)
- 33 Osterweiterung der Europäischen Union (1998) *auch auf Englisch*
- 32 Globalisierter Wettbewerb (1998)
- 31 Sozialunion für Europa? (1996) *auch auf Englisch* (1997)
- 30 Steuerreform für Arbeitsplätze und Umwelt (1996)
- 29 Einwanderungspolitik – Möglichkeiten und Grenzen (1994)
- 28 Mehr Langfristdenken in Gesellschaft und Politik (1994)
- 27 Zur Reform der Hochschulen (1993)
- 26 Privatisierung auch im Westen (1993)
- 25 Einheit und Vielfalt in Europa – Für weniger Harmonisierung und Zentralisierung (1992) *auch auf Englisch und Französisch*
- 24 Zur Wirtschaftsreform in Osteuropa (1992)
- 23 Reform der öffentlichen Verwaltung (1991)
- 22 Wirtschaftspolitik für das geeinte Deutschland (1990)
- 21 Soziale Marktwirtschaft in der DDR – Reform der Wohnungswirtschaft (1990)
- 20 Soziale Marktwirtschaft in der DDR
– Währungsordnung und Investitionsbedingungen (1990)
- 19 Mehr Markt in Hörfunk und Fernsehen (1989)
- 18 Reform der Unternehmensbesteuerung (1989)
- 17 Mehr Markt in der Energiewirtschaft (1988)
- 16 Das soziale Netz reißt (1988)
- 15 Mehr Markt in der Telekommunikation (1987)
- 14 Reform der Alterssicherung (1987)
- 13 Mehr Markt im Gesundheitswesen (1987)
- 12 Mehr Mut zum Markt – Konkrete Problemlösungen (1986)
- 11 Bürgersteuer – Entwurf einer Neuordnung von direkten Steuern
und Sozialleistungen (1986)
- 10 Mehr Markt im Arbeitsrecht (1986)
- 9 Mehr Markt für den Mittelstand (1985)

- 8 Für eine Neue Agrarordnung – Kurskorrektur für Europas Agrarpolitik (1984)
- 7 Mehr Markt in der Wohnungswirtschaft (1984)
- 6 Die Wende – Eine Bestandsaufnahme der deutschen Wirtschaftspolitik (1984)
- 5 Arbeitslosigkeit – Woher sie kommt und wie man sie beheben kann (1984)
- 4 Mehr Markt im Verkehr (1984)
- 3 Mehr Beteiligungskapital (1983)
- 2 Vorschläge zu einer „Kleinen Steuerreform“ (1983)
- 1 Mehr Mut zum Markt (1983)

Veröffentlichungen des Kronberger Kreises in der Reihe „Argumente zu Marktwirtschaft und Politik“

- 153 30 Jahre Wiedervereinigung: Mehr Mut zur Vielfalt (2020)
- 106 Lehren der Finanzmarktkrise (2009)
- 104 Irrwege in der Sozialpolitik (2008)
- 102 Gegen die Neubelebung der Entfernungspauschale (2008)
- 96 Wider die Aushöhlung der Welthandelsordnung – Für mehr Regeldisziplin (2006)
- 63 Ökologische Steuerreform: Zu viele Illusionen (1999)
- 54 Gegen eine Mehrwertsteuererhöhung zur Senkung der Sozialabgaben (1997)
- 52 Arbeitslosigkeit und Lohnpolitik – Die Tarifautonomie in der Bewährungsprobe (1995)
- 43 Wirtschaftspolitik im geeinten Deutschland:
Der Kronberger Kreis zu Kernfragen der Integration (1992)
- 17 Die Reform des Gemeindesteuersystems (1988)
- 3 §116 Arbeitsförderungsgesetz: Es geht um die Neutralität des Staates (1986)

Veröffentlichungen des Kronberger Kreises in der Reihe „Positionspapiere“

- 7 Für eine freie Preisbildung (2015)

Der Kronberger Kreis stellt sich vor:



Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld

Sprecher des Kronberger Kreises, Direktor des Walter Eucken Instituts, Universität Freiburg, ehem. Vorsitzender des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.



Prof. Dr. Dr. h.c. Clemens Fuest

Präsident des ifo Instituts, Direktor des Center for Economic Studies (CES), Geschäftsführer der CESifo GmbH München, Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen.



Prof. Dr. Justus Haucap

Direktor des Düsseldorfer Instituts für Wettbewerbsökonomie (DICE), Vorsitzender der Arbeitsgemeinschaft Wettbewerb des Vereins für Socialpolitik, ehem. Vorsitzender der Monopolkommission.



Prof. Dr. Johanna Hey

Direktorin des Instituts für Steuerrecht, Universität zu Köln, Mitglied der Akademie der Wissenschaften und der Künste Nordrhein-Westfalen, Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen.



Prof. Volker Wieland Ph.D.

Geschäftsführender Direktor des Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS), Frankfurt, ehem. Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.



Prof. Dr. Berthold U. Wigger

Professor für Finanzwissenschaft und Public Management am Karlsruher Institut für Technologie (KIT), Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen.

„Mehr Mut zum Markt“ lautet die Devise des Kronberger Kreises, wissenschaftlicher Beirat der Stiftung Marktwirtschaft. Der 1982 gegründete Kronberger Kreis entwickelt ordnungspolitische Reformkonzepte, mit dem Ziel, die freiheitliche Ordnung in Deutschland und Europa weiterzuentwickeln. Den Staat sieht er als Regelsetzer und Schiedsrichter, nicht als Mitspieler und „Übervater“. Mit seinen Konzepten prägt der Kronberger Kreis seitdem die wirtschaftspolitische Diskussion mit.

Ist der Euro für zukünftige Herausforderungen gut gerüstet? Nach der Corona-Pandemie, der Energiekrise und der Hochinflation der Jahre 2021 bis 2023 stellt sich diese Frage mit neuer Dringlichkeit. Zwar ist die Inflationsrate inzwischen wieder deutlich gesunken. Die Erfahrungen der vergangenen Jahre haben jedoch grundlegende Schwächen des institutionellen Ordnungsrahmens der Europäischen Währungsunion offengelegt.

Vor diesem Hintergrund analysiert der Kronberger Kreis, wissenschaftlicher Beirat der Stiftung Marktwirtschaft, den aktuellen Zustand der Währungsunion. Im Mittelpunkt stehen die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank, die institutionelle Architektur des Euroraums sowie die internationale Rolle des Euro. Auf dieser Grundlage werden konkrete Reformvorschläge für eine langfristig stabile und zukunftsfeste Währungsunion entwickelt.

