

Ob und in welchem Maße Deutschland von der Mitgliedschaft in der europäischen Währungsunion profitiert, ist angesichts der Eurokrise und der daraus erwachsenden Risiken von aktuellem Interesse. In einer jüngst veröffentlichten Studie im Auftrag der Bertelsmann Stiftung gelangt die Prognos AG zu dem Fazit, dass Deutschland erhebliche Vorteile durch den Euro hat.¹ Um dies zu zeigen, prognostizieren die Autoren der Studie die Entwicklung des deutschen Bruttoinlandsprodukts in den Jahren 2013 bis 2025 bei Verbleib in der Währungsunion und unter dem hypothetischen Szenario einer Wiedereinführung der D-Mark im Jahr 2013. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass das Bruttoinlandsprodukt nach einer Rückkehr zu einer eigenen Währung pro Jahr um rund 0,5 Prozentpunkte langsamer expandieren würde als beim Verbleib im Euro. Summiert über den gesamten Prognosezeitraum errechnen die Verfasser daraus einen wirtschaftlichen Nutzen aus der Euro-Mitgliedschaft in Höhe von 1,2 Billionen Euro bzw. 14 000 Euro pro Einwohner. Dieser Vorteil überwiege auch dann, wenn es in Griechenland, Portugal, Spanien und Italien zu einem öffentlichen Schuldenschnitt von 60% käme, der die privaten Investoren sowie über die europäischen Rettungspakete direkt die deutschen Staatsfinanzen belaste. Eine Rückkehr zur D-Mark sei daher unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten nicht zu empfehlen. Der folgende Beitrag setzt sich mit den Annahmen und den Ergebnissen der Studie kritisch auseinander.

Vor- und Nachteile des Euro in der Literatur

Aus wirtschaftswissenschaftlicher Perspektive überrascht die Eindeutigkeit des Ergebnisses. Denn das Ausmaß der Vor- und Nachteile einer Währungsunion wurde vor und nach Einführung des Euro in der einschlägigen Literatur kontrovers diskutiert. Zu den Pluspunkten zählen die Effizienz- und Wachstumsgewinne, die aus dem Wegfall der bei flexiblen Wechselkursen anfallenden Umtausch- und Absicherungskosten sowie aus der Erhöhung der Preistransparenz resultieren. Gerade deutsche Urlauber und Exporteure profitieren davon ganz zweifellos, wenn auch das genaue Ausmaß nicht leicht zu quantifizieren ist. Auch könnten der grenzüberschreitende Handel und damit die wohlfahrtssteigernde internationale Arbeitsteilung zugenommen haben. Demgegenüber ist im Zuge der Eurokrise sehr deutlich geworden, dass mit der Fixierung des Wechselkurses ein wichtiges Instrument der wirtschaftlichen Anpassung aus der Hand gegeben wurde. Darüber hinaus ist die seinerzeit geäußerte Befürchtung, selbst gut gemeinte institutionelle Vorkehrungen wie der

Stabilitäts- und Wachstumspakt und die Nichtbeistandsklausel könnten einen Anstieg der öffentlichen Verschuldung nicht wirksam beschränken und eine Haftungsübernahme zwischen den Mitgliedsländern nicht verhindern, mittlerweile Realität. Und auch die Europäische Zentralbank interpretiert ihre Rolle neuerdings ganz anders als ursprünglich intendiert. Wiederum sind die – diesmal negativen – Auswirkungen auf die Entwicklung des wirtschaftlichen Wohlstands nur schwer zu messen. Denn sie erschöpfen sich nicht darin, dass infolge eines Schuldenschnitts einmalig Vermögenstransfers zwischen Ländern oder Akteuren (z.B. von Sparern zu Schuldnern) stattfinden. Mittelfristig viel bedeutsamer könnten die daraus abgeleiteten Erwartungs- und Anreizeffekte sein, die zu einer verzerrten Kapitalallokation führen und letztlich erhebliche Auswirkungen auf das Produktionspotenzial haben dürften. Schließlich ist zu fragen, ob der Boom-Bust-Zyklus der Krisenländer wirklich ein ökonomischer Sonderfall war oder ob er nicht doch Ausdruck des Problems ist, dass – bei gegebenen Barrieren für die Mobilität der Arbeitskräfte zwischen den Ländern – eine einheitliche Geldpolitik überfordert ist, wenn sie mit ganz unterschiedlichen nationalen Wirtschaftslagen konfrontiert wird. Sollte dies der Fall sein, so könnten vergleichbare

¹ Vgl. Michael Böhmer, Jan Limbers und Johann Weiß (2013), »Vorteile Deutschlands durch die Währungsunion – Szenarienrechnungen bis zum Jahr 2025«, Bertelsmann Stiftung.

Krisen erneut auftreten oder gar den Regelfall der Währungsunion darstellen.

Die Studie von Bertelsmann und Prognos

Eine Analyse, die ernsthaft die Vorteile Deutschlands aus dem Verbleib in der Währungsunion erweisen möchte, sollte all diese und weitere in der Literatur formulierte Punkte aufgreifen und sorgfältig diskutieren. Die Studie von Bertelsmann und Prognos beschränkt sich dagegen auf einzelne Aspekte. Durch Forschungsergebnisse begründet ist die dort getroffene Annahme, dass die Wiedereinführung der D-Mark zu höheren Transaktionskosten in Höhe von 0,5% des Bruttoinlandsprodukts führt.² Allerdings ist diese Setzung keineswegs unumstritten.³ Das gleiche gilt für die – in der Studie nicht weiter quantifizierte – Annahme, dass der Gewinnaufschlag der deutschen Unternehmen auf die Herstellungskosten im Euro niedriger ist als bei einer eigenständigen Währung, da Wechselkursschwankungen die internationale Preistransparenz reduzieren würden. Aus theoretischer Sicht ist dieser Zusammenhang alles andere als eindeutig, sondern hängt z.B. von den Preisstrategien der Firmen ab. Und empirische Untersuchungen kommen zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen. Dies mag nicht verwundern, gingen doch die Vertiefung des europäischen Binnenmarkts und die Vorbereitungen zur Währungsunion Hand in Hand, und dies in einem Umfeld der Globalisierung, die ohnehin zu mehr Wettbewerb zwischen handelbaren Gütern führte, so dass es schwer fällt, den Effekt der Euroeinführung genau zu identifizieren. Zudem ist nicht klar, dass die Preistransparenz mit Wiedereinführung der D-Mark auf den Stand vor 1999 zurückkehrt.

Änderungen bei den Transaktionskosten und der Preistransparenz treten jedoch nur einmalig mit der hypothetischen Wiedereinführung der D-Mark auf und können die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland nur vorübergehend beeinflussen, bis sich ein neues Gleichgewichtsniveau eingependelt hat. Selbst wenn also die diskutierten Annahmen unstrittig wären, könnten sie keinen dauerhaften Effekt auf die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts besitzen. Auch eine einmalige Aufwertung der neuen D-Mark hätte – so schmerzlich sie kurzfristig für die Exportindustrie auch sein

mag – im vorliegenden Modellrahmen lediglich einen Niveaueffekt. Wenn die Studie von Bertelsmann und Prognos also findet, dass das deutsche Bruttoinlandsprodukt im Eurosenario dauerhaft um rund 0,5 Prozentpunkte schneller zunimmt als im Austrittsszenario, so liegt dies allein an der unterstellten mittelfristigen Wechselkursentwicklung.⁴ Es wird nämlich angenommen, dass der Euro trendmäßig real abwertet, während die Flexibilität der D-Mark bewirkt, dass der reale Wechselkurs Deutschlands nach einer anfänglichen schockartigen Aufwertung konstant bleibt. Die stetige Abwertung im Eurosenario erhöht fortwährend die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exportindustrie, stimuliert dadurch die Nachfrage des Auslands nach deutschen Gütern und letztlich auch die hiesige Produktion. Das wichtigste Ergebnis der Studie, dass Deutschland im Euro dauerhaft schneller wächst als nach einer Rückkehr zur D-Mark, entspringt also *ausschließlich* einer Annahme über die Entwicklung des realen Wechselkurses. Ein starker Beleg für die Vorteile der Währungsunion sieht anders aus.

Wohlstand durch Abwertung?

Darüber hinaus ist zu fragen, ob eine dauerhafte abwertungsbedingte Produktionsausweitung überhaupt wohlfahrtssteigernd wirkt. Zwar ist das der Prognose zugrunde liegende Weltwirtschaftsmodell VIEW der Prognos AG unveröffentlicht, weshalb dessen Transmissionsmechanismen und deren Plausibilität im Dunkeln bleiben. Es liegt aber nahe zu vermuten, dass die Abwertung und Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit anhaltend hohe deutsche Exportüberschüsse generieren. Damit wird die Entwicklung fortgeschrieben, die seit Einführung des Euro beobachtet werden konnte. Es ist jedoch schwerlich vorstellbar, dass eine Überwindung der Eurokrise gelingen kann, ohne dass es zu einer Verringerung der Handels- und Leistungsbilanzsalden im Euroraum kommt. Dies würde aber eine Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Krisenländer gegenüber Deutschland erfordern und damit eine stetige reale Aufwertung Deutschlands in der Währungsunion. Auch im Verhältnis zum außereuropäischen Ausland erscheint eine permanente reale Abwertung Deutschlands kaum vereinbar mit der Forderung nach einer Reduktion »globaler Ungleichgewichte«. Aus der internationalen Perspektive betrachtet, birgt das Eurosenario der Bertelsmann-Prognos-Studie daher erhebliche Risiken für die mittelfristige Wirtschaftsentwicklung. Es ist zudem nicht leicht nachzuvollziehen, warum sich im VIEW-Modell keine endogenen Anpassungsbewegungen in Deutschland oder bei den Handelspartnern einstellen, die in Richtung eines Saldenausgleichs wirken. Derartige Prozesse, z.B. bei der Lohn-

² Problematisch ist die Implementierung dieser Annahme im Prognosemodell der Prognos AG. Dort führen die höheren Transaktionskosten allein zu höheren Importpreisen, ohne die Exportpreise zu beeinflussen. Dadurch sinken die deutschen Terms of Trade. Implizit bedeutet dies, dass die »Technologie« für den Währungsumtausch und zur Absicherung gegen Wechselkursschwankungen lediglich im Ausland angeboten wird und die dafür eingesetzten Ressourcen der deutschen Volkswirtschaft entzogen werden.

³ So kommt Posen zu dem Schluss: »It seems that the euro has proven on net 'irrelevant' to real growth performance of large continental European economies«, vgl. Adam S. Posen (2007), »The Euro«, Peterson Institute for International Economics, Entry in the New Palgrave Dictionary of Economics, online verfügbar unter: www.iie.com/publications/papers/print.cfm?ResearchId=759&doc=pub, aufgerufen am 20. Mai 2013.

⁴ Diese Vermutung wurde in einer E-Mail-Korrespondenz mit einem der Autoren der Studie, Herrn Dr. Michael Böhmer, bestätigt, wofür wir ihm noch einmal herzlich danken.

und Preisfindung, mögen zwar sehr langsam sein, sie bis 2025 aber gänzlich auszublenzen, erscheint unplausibel.⁵

Auch aus deutscher Sicht ist keineswegs klar, warum – ausgehend von heute schon großen Exportüberschüssen – permanente Abwertungen wünschenswert sein sollten. Eine Perpetuierung der positiven Leistungsbilanzsalden impliziert nämlich, dass kontinuierlich deutsches Sparkapital ins Ausland fließt.⁶ Bei gegebener Sparquote reduziert dies die Investitionen im Inland und damit die mittelfristigen Wachstumsperspektiven. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob ein immer weiter steigendes deutsches Auslandsvermögen noch sicher und rentabel angelegt werden kann. So besteht bereits heute ein nicht unwesentlicher Teil der Ansprüche in Form von unrentablen und möglicherweise schwer rückholbaren Target2-Forderungen der Bundesbank gegenüber dem Eurosystem.

Noch problematischer an der Studie von Bertelsmann und Prognos ist, dass dort zur Bewertung einer abwertungsbedingter Produktionsausweitung allein die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts herangezogen wird. Der Verweis auf höhere Wachstumsraten im Euroscenario genügt den Autoren als Beleg für die Vorteile eines Verbleibs in der Währungsunion. Dabei bleibt unberücksichtigt, dass eine reale Abwertung aus deutscher Sicht gleichbedeutend ist mit einer Verschlechterung des realen Tauschverhältnisses: Im Tausch für einen im Inland produzierten BMW erhält die deutsche Volkswirtschaft statt 100 nur noch, sagen wir, 90 im Ausland hergestellte iPhones. Dieser »Terms-of-Trade-Effekt« macht die deutschen Konsumenten für sich genommen ärmer. Da der BMW im Ausland nun »billiger« ist, steigen zwar die Nachfrage und damit Produktion und Einkommen in Deutschland. Diese Einkommen sind aber, ausgedrückt in Importgütern, weniger wert. Hinzu kommt, dass die zusätzlichen Einkommen als Kredit ans Ausland gegeben werden – nichts anderes sind nämlich die Leistungsbilanzüberschüsse. Dies legt nahe, dass die abwertungsbedingte Mehrproduktion per saldo ein schlechtes Geschäft für Deutsch-

land ist. Das gilt umso mehr, wenn damit zu rechnen wäre, dass ein Teil der Auslandskredite abgeschrieben werden muss. Die Eurokrise lehrt nun, dass genau dies geschieht, wenn es zu dauerhaft hohen Leistungsbilanzüberschüssen kommt. Eine sinnvolle Bewertung der Szenarien würde daher nicht auf einen Vergleich der Expansionsraten des Bruttoinlandsprodukts, sondern vielmehr auf den langfristigen Konsumpfad abstellen.⁷

Fehlende Risikoszenarien

Eine übliche Kritik an Fortschreibungen gerade mit Hilfe von eher traditionellen makroökonomischen Modellen – zu denen das VIEW-Modell offenbar zählt – setzt an der impliziten Annahme an, die Modellstruktur sei im gesamten Projektionszeitraum konstant. Diese Annahme ist problematisch, da wirtschaftspolitische Maßnahmen das Verhalten der privaten Akteure verändern können. Diese sogenannte Lucas-Kritik (nach dem Wirtschaftsnobelpreisträger Robert E. Lucas) ist immer dann besonders ernst zu nehmen, wenn die Wirtschaftspolitik erheblich von ihrem bisherigen Kurs abgewichen ist. Genau dies ist aber im Zuge der Eurokrise geschehen. So hat die Europäische Zentralbank (EZB) eine Fülle neuer Instrumente eingeführt. Es sei an dieser Stelle dahingestellt, ob dieser Politikwechsel gerechtfertigt war oder nicht – entscheidend ist die Tatsache, dass die Haushalte und Unternehmen mit einer anderen Geldpolitik konfrontiert sind, was ihr zukünftiges Verhalten verändern dürfte. So könnte es zu einer Entankerung der Inflationserwartungen kommen, wenn sich Erwartungen der privaten Akteure dahingehend verfestigen, dass die EZB in eine Politik der monetären Staatsfinanzierung eingeschwenkt ist oder dies im Projektionszeitraum tun wird.

Auch die europäische Finanz- und Wirtschaftspolitik hat in den zurückliegenden Jahren weitreichende Reformen hinter sich gebracht mit dem Ziel, den Stabilitätsgedanken in der Währungsunion erneut zu verankern. Indes ist ungewiss, ob dies auch gelingen wird. Ausnahmen bei den Konsolidierungserfordernissen für Frankreich und andere Länder verdeutlichen, wie schwer es fällt, den Worten auch Taten folgen zu lassen. Zudem wird derzeit unter dem Stichwort Bankenunion nicht nur um zukünftige Regulierungsfragen gegangen, sondern auch über Finanztransfers zwischen den Euroländern im Falle von Bankenpleiten. Auch hier ist der Ausgang offen. Insgesamt ist also unklar, wie sich die europäische Finanzpolitik in den kommenden Jahren verhalten wird. Umso schwerer ist es, die daraus resultierenden Erwartungs- und Verhaltenseffekte der privaten Akteure auch nur annähernd korrekt abzugreifen.

⁵ So sind die Löhne und Preise in den heutigen Krisenländern während der ersten Jahre der Währungsunion kräftig gestiegen, weil die am Euroraum-durchschnitt orientierten Leitzinsen für sie zu niedrig waren. Dieser Mechanismus könnte in den kommenden Jahren in Deutschland wirken. Angesichts der hierzulande überdurchschnittlich guten konjunkturellen Lage dürften die Leitzinsen auf absehbare Zeit für Deutschland zu niedrig bleiben. Die Erfahrung der vergangenen Jahre hat gelehrt, dass dies nicht nur übermäßige Lohn- und Preissteigerungen fördert, sondern auch das Entstehen spekulativer Blasen bei Vermögenstiteln wie Aktien und Immobilien begünstigt, deren Platzen mit erheblichen makroökonomischen Verwerfungen einhergehen kann.

⁶ Ein Motiv für Nettoauslandsinvestitionen kann darin bestehen, dass die alternde deutsche Gesellschaft Kapital in jüngeren, dynamischen Volkswirtschaften anlegt, um in den kommenden Jahrzehnten von den Früchten dieser Investitionen zu leben. Nach einer Studie des Sachverständigenrats dürfte der demographiebedingte Leistungsbilanzsaldo Deutschlands aber unter 1% des Bruttoinlandsprodukts liegen und mittelfristig nicht über 1,5% steigen. Insofern lässt sich ein anhaltend hoher Überschuss von derzeit rund 7% nicht durch demographische Überlegungen rechtfertigen. Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), Herausforderungen des demografischen Wandels, Expertise im Auftrag der Bundesregierung, S. 50 ff.

⁷ Auch dies kann natürlich nur eine Näherung sein, da die gesellschaftliche Wohlfahrt von vielen Faktoren abhängt. So ist von zwei identischen Konsumpfaden derjenige vorzuziehen, der einen geringeren Arbeitseinsatz erfordert (z.B. mit einer 35-Stunden-Woche statt mit einer 40-Stunden-Woche).

All dies bedeutet nicht, dass makroökonomische Modellprojektionen nutzlos sind. Mathematische Modelle disziplinieren den Nutzer und legen die Annahmen und die Transmissionskanäle offen – zumindest wenn das Modell publiziert wird. Wenn aber die Wirtschaftspolitik dramatischen Änderungen unterworfen ist, besitzen traditionelle Modelle nur begrenzte Aussagekraft, die auf der Annahme der Strukturkonstanz basieren. Diese Einschränkung muss offengelegt und diskutiert werden. Um das Problem abzumildern, könnten Risikoszenarien verwendet werden, in denen untersucht wird, wie die privaten Akteure reagieren würden, wenn sich die Wirtschaftspolitik in einer bestimmten Weise verhält, also wenn z.B. die EZB den Weg der monetären Staatsfinanzierung verfolgt und die europäische Finanzpolitik dies nutzt, um die Konsolidierung zu verschleppen.⁸

Bedeutung der Abschreibungsverluste

Immerhin untersucht die Studie von Bertelsmann und Prognos im Rahmen eines einzelnen Risikoszenarios, in welchem Maße mögliche Forderungsausfälle gegenüber den hoch verschuldeten Staaten Griechenland, Portugal, Spanien und Italien die ansonsten diagnostizierten Vorteile eines Verbleibs in der Währungsunion schmälern könnten. Sie kommt dabei zu dem Ergebnis, dass selbst Staatspleiten in allen vier Ländern, die zu Abschreibungen von 60% der Staatsschulden führen, für Deutschland unproblematisch wären. Die Zuwachsraten des deutschen Bruttoinlandsprodukts würden, so die Studie, um wenige Hundertstel Prozentpunkte hinter dem Basisszenario ohne Schuldenschnitt zurückbleiben und die Arbeitslosenzahl würde um einige tausend Personen zunehmen.

Wiederum bleibt unklar, wie genau dieses Szenario im VIEW-Modell implementiert wurde. Die Ergebnisse sind aber, gelinde gesagt, überraschend. Denn es geht ja nicht um eine Staatsinsolvenz Griechenlands oder Portugals, die bei entsprechender Vorbereitung beherrschbar sein dürften, wie die zurückliegende Umschuldung der griechischen Verbindlichkeiten gezeigt hat. Schon damals konnte ein Zusammenbruch des griechischen Bankensystems allerdings nur durch umfangreiche europäische Hilfen verhindert werden. Die nun betroffenen vier Länder hatten 2012 jedoch Staatsschulden von knapp 3,4 Billionen Euro. Bei einem Haircut von 60% fielen demnach Forderungen von rund 2 Billionen Euro aus. Dies würde unweigerlich alle oder zumindest die meisten Banken in diesen Ländern in massive Schieflagen bringen. Da Rettungspakete in der benötigten Größenordnung selbst Deutschland überfordern dürften, wäre mit Bank Runs

und Bankinsolvenzen in Südeuropa zu rechnen, in deren Folge die Investoren und privaten Sparer große Teile ihres Vermögens verlieren würden. Über eine Reihe von Wirkungskanälen würde die dortige Wirtschaft in einen Abwärtsstrudel geraten.

Die Rückwirkungen auf Deutschland wären keinesfalls unbedeutend. So belaufen sich die Forderungen des deutschen Bankensystems gegenüber den betreffenden Ländern auf über 200 Mrd. Euro, von denen ein großer Teil abgeschrieben werden müsste. Auch über andere Transmissionsmechanismen – in die Höhe schnellende Unsicherheit, Rückschläge an den Aktienmärkten, einbrechende Exporte – wäre die deutsche Wirtschaft in großem Maße betroffen.

All dem zum Trotz behauptet die Studie von Bertelsmann und Prognos, dass Deutschland praktisch nichts zu befürchten hätte. Dieses Ergebnis kann nur so interpretiert werden, dass das VIEW-Modell die maßgeblichen Wirkungsketten ausblendet oder unzureichend beachtet. Das ist keine Schande, denn makroökonomische Prognosemodelle sind typischerweise nicht für derartige Szenarien konstruiert worden. Auch das VIEW-Modell erscheint völlig ungeeignet, die Auswirkungen von Staatsinsolvenzen zu studieren, und sollte daher besser nicht dafür verwendet werden.

Die Resultate der Studie sind aber auch deshalb unverständlich, weil eine frühere Studie von Bertelsmann und Prognos, wiederum mit Hilfe des VIEW-Modells erstellt, zu dem Ergebnis gelangt war, dass ein Austritt Griechenlands, Portugals, Spaniens und Italiens aus der Währungsunion verbunden mit einem öffentlichen Schuldenschnitt von ebenfalls 60% zu einer massiven weltwirtschaftlichen Rezession führen würde. Deutschland müsste jener Studie zufolge von 2013 bis 2020 mit Einbußen des Bruttoinlandsprodukts von kumuliert 1,7 Billionen Euro rechnen.

Fazit

Die Vor- und Nachteile zu quantifizieren, die der Euro der deutschen Wirtschaft gebracht hat, ist eine sehr anspruchsvolle Aufgabe, die sich nicht allein dadurch befriedigend erfüllen lässt, dass einfache Austrittsszenarien in ein makroökonomisches Modell gefüttert werden, das nicht für diesen Analysezweck konzipiert wurde. Bezeichnend dafür ist, dass das wichtigste Ergebnis, nämlich dass ein Verbleib im Euro Deutschland zu permanent höheren Wachstumsraten verhilft als ein Ausscheiden, allein vor der Annahme bestimmt wird, dass Deutschland im Euro kontinuierlich real abwertet, nicht aber mit einer eigenen Währung. Hinzu kommt, dass der mit einer realen Abwertung einhergehende Terms-of-Trade-Effekt, der die deutschen Konsumenten ärmer macht, bei der Darstellung der Ergebnisse komplett unbe-

⁸ Streng genommen sind herkömmliche makroökonomische Modelle wie offenbar das VIEW-Modell allerdings nicht geeignet, derartige Politikwechsel zu simulieren. Hierzu müssten moderne, zu diesem Zweck konzipierte allgemeine Gleichgewichtsmodelle vom sogenannten DSGE-Typ herangezogen werden.

rücksichtigt bleibt. Die zur Absicherung der Ergebnisse durchgeführte Szenarienrechnung über die Auswirkungen einer Staatsinsolvenz in Griechenland, Portugal, Spanien und Italien auf die deutsche Wirtschaft ist zudem komplett unglaubwürdig, denn sie vernachlässigt offenbar die dafür maßgeblichen Transmissionskanäle. Insgesamt bestehen daher erhebliche Zweifel an der Validität der Studienergebnisse. Ob und wie stark Deutschland vom Euro profitiert, ist demnach weiter offen.