

Der Euro als internationale Leitwährung

Ökonomische Bedingungen und politische Voraussetzungen

Michael Hüther / Markus Demary/ Melinda Fremerey / Simon Gerards Iglesias

Köln, 27.08.2026

IW-Report 37/2026

Wirtschaftliche Untersuchungen,
Berichte und Sachverhalte



Herausgeber

Institut der deutschen Wirtschaft Köln e. V.

Postfach 10 19 42

50459 Köln

Das Institut der deutschen Wirtschaft (IW) ist ein privates Wirtschaftsforschungsinstitut, das sich für eine freiheitliche Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung einsetzt. Unsere Aufgabe ist es, das Verständnis wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Zusammenhänge zu verbessern.

Das IW in den sozialen Medien

LinkedIn

[@Institut der deutschen Wirtschaft](#)

Instagram

[@IW_Koeln](#)

Autoren

Prof. Dr. Michael Hüther

Direktor und Mitglied des Präsidiums

Huether@iwkoeln.de

0221 – 4981-600

Dr. Markus Demary

Senior Economist für Geldpolitik und Finanzmärkte

Demary@iwkoeln.de

0221 – 4981-732

Dr. Melinda Fremerey

Persönliche Referentin des Direktors

Fremerey@iwkoeln.de

0221 – 4981-606

Dr. Simon Gerards Iglesias

Persönlicher Referent des Direktors

Simon.gerards@iwkoeln.de

0221 – 4981-603

DOI: 10.67087/12.21482

Weitere Studien des Instituts der deutschen Wirtschaft finden Sie unter www.iwkoeln.de

In dieser Publikation wird aus Gründen der besseren Lesbarkeit regelmäßig das grammatische Geschlecht (Genus) verwendet. Damit sind hier ausdrücklich alle Geschlechteridentitäten gemeint.

Stand:

August 2026

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	4
1. Die Zukunft des Dollars als Leitwährung	5
2. Voraussetzungen für den Euro als globale Leitwährung	8
3. US-Dollar und Euro: Institutionen und aktuelle Marktentwicklungen in unruhigen Zeiten	11
3.1 Institutioneller Vergleich USA vs. EU	11
3.2 US-Dollar schwächelt und verliert seine Dominanz als Leitwährung	14
3.3 Euros als zweitwichtigste internationale Währung	20
4. Euro als Wettbewerber um die internationale Leitwährung	24
4.1 Kann der Euro die Lücke füllen?	24
4.2 Umsetzung: Europäischer Anleihenmarkt	26
4.3 Eurobonds: Vorschläge und Konzepte	31
5. Fazit: Der Euro als Chance für Europa	39
6. Abstract	41
Tabellenverzeichnis	42
Abbildungsverzeichnis	43
Literaturverzeichnis	44

JEL-Klassifikation

E42 – Währungssysteme; Währungsstandards; Regierung und Währungssysteme; Zahlungsverfahren

F33 – Internationale Währungsabkommen und internationale Währungseinrichtungen

G15 – Internationale Finanzmärkte

H63 – Staatsverschuldung und Schuldenmanagement

Zusammenfassung

Die internationale Währungsordnung befindet sich in einer Phase des strukturellen Umbruchs, die durch geopolitische Spannungen, handelspolitische Fragmentierung und nationale Selbstgenügsamkeit der USA geprägt ist. Das exportbasierte europäische Geschäftsmodell steht massiv unter Druck. Gleichzeitig erodiert die bisher unangefochtene Dominanz des US-Dollars als globale Leitwährung. Ursächlich hierfür sind eine stetig wachsende Verschuldung von Staat und privaten Akteuren in den USA, politische Unwägbarkeiten sowie die willkürliche Instrumentalisierung des Dollars in internationalen Konflikten. Dies eröffnet der Europäischen Union (EU) eine historische Gelegenheit, den Euro in einem zunehmend multipolaren Währungssystem strategisch stärker zu positionieren.

Obwohl der Euro unbestritten die zweitwichtigste Reserve- und Transaktionswährung der Welt darstellt und die Europäische Zentralbank (EZB) eine hohe Reputation durch Unabhängigkeit und erfolgreiches Krisenmanagement erarbeiten konnte, stagniert sein globaler Bedeutungsanteil seit geraumer Zeit auf diesem Niveau. Eine wesentliche Ursache hierfür ist die anhaltende Fragmentierung der europäischen Finanzmärkte sowie das gravierende Fehlen eines tiefen, integrierten europäischen Marktes für sichere Anlageformen („Safe Assets“). Während der US-Kapitalmarkt durch seine enorme Liquidität und Markttiefe besticht, konkurrieren in der Eurozone weiterhin zahlreiche nationale Emittenten mit stark divergierenden Risikoprofilen, Emissionsstrategien und Emissionsinfrastrukturen, was internationale institutionelle Investoren weniger attraktiv ist.

Um die internationale Rolle des Euro zu stärken, müssen umfassende institutionelle Reformen umgesetzt werden. Zentral sind hierbei die Vollendung der europäischen Kapitalmarktunion sowie die Schaffung eines einheitlichen europäischen Referenzwerts durch gemeinsame Safe Assets (Eurobonds). Die vorliegende Studie skizziert hierfür einen pragmatischen, graduellen Pfad: In einer Übergangsphase könnten synthetische Währungskörbe aus bestehenden nationalen Staatsanleihen gebildet werden, um dem Markt erste standardisierte Liquidität zur Verfügung zu stellen. Langfristig ist jedoch eine echte gemeinsame Emissionsstruktur unabdingbar, das heißt eine gemeinsame europäische Emissionsinfrastruktur, die europäische Anleihen emittiert. Um politische Widerstände zu überwinden und das Moral-Hazard-Problem zu minimieren, sollten Eurobonds eng an eine europäische Investitions- und Verteidigungsunion gekoppelt werden.

Neben der finanziellen Architektur erfordert der Status einer Leitwährung unweigerlich die Stabilität der Institutionen in der Eurozone sowie den Ausbau der geoökonomischen und militärischen „Hard Power“. Historisch halten Staaten bevorzugt die Währungen jener Mächte, die glaubwürdig sicherheitspolitischen Schutz und territoriale Stabilität garantieren können.

Die internationale Stärkung des Euro ist kein politisches Prestigeprojekt, sondern ein unverzichtbares Resilienzprogramm zur Sicherung der strategischen Autonomie und finanziellen Souveränität Europas. Ein starker Euro würde die Finanzierungskosten durch Wohlfandeffekte senken und die geopolitische Handlungsfähigkeit der EU durch Relevanz signifikant erweitern.

1. Die Zukunft des Dollars als Leitwährung

Das traditionelle europäische Geschäftsmodell basiert auf offenen Märkten und einem starken Exportgeschäft. So betrug der Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums 1,7 Prozent des BIP im Jahr 2025 (EZB, 2026). Dieses Geschäftsmodell geriet in den letzten Jahren zunehmend unter Druck. Auslöser dafür waren geopolitische Spannungen, fragwürdig gewordene Verteidigungszusagen der USA, eine Dekarbonisierung als Strukturwandel per Termin sowie restriktive industriepolitische Maßnahmen wichtiger Handelspartner, vor allem von Seiten Chinas.

Gleichzeitig gerät aber auch das US-amerikanische Wirtschaftsmodell unter Druck. Dieses zeichnet sich zwar durch eine Technologieführerschaft in strategisch wichtigen Bereichen aus, ist aber in der Industrie seit Jahrzehnten schwach und lebt derzeit vor allem von dem Auf- und Ausbau neuer Rechenzentren. Gleichzeitig treten seit 40 Jahren in großer Regelmäßigkeit Twin Deficits – einem gleichzeitigen Defizit der Leistungsbilanz und des staatlichen Budgets – auf. Dadurch baut die USA kontinuierlich Auslandsverschuldung auf, während internationale Kapitalanleger die Liquidität und Tiefe des US-Kapitalmarkts schätzen und ihre Gelder dort präferiert anlegen. Verantwortlich dafür ist auch der Status des US-Kapitalmarkts als sicherer Hafen für internationale Anleger, der zu einem niedrigen Zins geführt hat, sodass es für US-amerikanische Unternehmen, Haushalte und den Staat sehr attraktiv wurde, mehr auszugeben als einzunehmen. Dies wird nach wie vor unterstützt durch die internationale Rolle des US-Dollars, das heißt US-Zinsen sinken, da mehr Kapital in die USA drängt als zur Finanzierung der Verschuldung notwendig wäre.

Die hohe internationale Bedeutung des US-Dollars entwickelte sich nach dem Zweiten Weltkrieg (Eichengreen, 2026). Sie begann mit der Finanzierung des Wiederaufbaus Europas mit Krediten in US-Dollar. Weiter zementiert wurde sie durch die Kopplung des US-Dollars an den Goldpreis innerhalb des Systems festen Wechselkurses im Bretton-Woods-System, in welchem alle 44 beteiligten Ländern ihre Währungen an den US-Dollar koppelten. Nach dessen Zusammenbruch sicherten die USA die Dollar-Dominanz durch Absprachen, insbesondere mit Saudi-Arabien und anderen OPEC-Staaten, wonach Ölverkäufe in Dollar abgewickelt und die Einnahmen aus Ölverkäufen teilweise wieder in den USA angelegt werden sollten (Petro-Dollar-System). Der gleichzeitig zu verkraftende „Nixon-Schock“ am 15. August 1971, als die USA die in Bretton Woods zugesagte Goldeinlöseverpflichtung für US-Dollar aufkündigte, hatte keine wirklich negativen Folgen für dessen globale Rolle, weil der US-Finanzminister Connally zurecht sagen konnte: „it’s our currency but your problem“ (Eichengreen, 2026, 6). Trotzdem wurde der US-Dollar zur wichtigsten globalen Reservewährung, zum sicheren Hafen für globale Investoren und zur global bedeutendsten Transaktionswährung. Dazu beigetragen haben zusätzlich folgende Faktoren (vgl. auch Eichengreen, 2026):

- eine hohe Stabilität und Vertrauen in Form einer stabilen Inflation (Verzicht auf Überraschungsinflation) durch eine verlässliche Geldpolitik der US-amerikanischen Federal Reserve Bank (Fed),
- die Größe und Stärke der US-amerikanischen Volkswirtschaft, insbesondere deren internationalen Handelsverflechtungen,
- die Tiefe und Liquidität der US-Finanzmärkte mit vielen sicheren und leicht handelbaren Vermögenswerten, die eine liquide Zinsstrukturkurve für alle Laufzeiten generieren,
- die Entwicklung des Euro-Dollar-Markts, das heißt eines Marktes für Dollar-Guthaben außerhalb der USA, im globalen Finanzzentrum London,
- die internationale Verbreitung des US-Dollars mit vielen Ländern und Akteuren, die diese Währung nutzen,

- die politische und institutionelle Stabilität, insbesondere durch ein anlegerfreundliches Rechtssystem sowie durch durchgreifende Aufsichtsbehörden, die den Status des „Sicheren Hafens“ fördern.

Für die USA bedeutet der Status der Leitwährung ein „Exorbitantes Privileg“:

- Durch die starken Kapitalzuflüsse in die USA können Konsum, Investitionen und Staatsausgaben leicht und zu niedrigen Finanzierungskosten finanziert werden. Dies ermöglicht den USA seit 40 Jahren ein Twin Deficit.
- Die USA können auf der ganzen Welt Sanktionen umsetzen, was ihnen die politische Macht durch den US-Dollar ermöglicht.
- Das Land der Leitwährung hat das Potenzial, die Systematik und Struktur der internationalen Finanzsysteme zu definieren.

Jedoch wird die hohe Staatsverschuldung der USA, basierend auf hohen Staatsausgaben und niedrigen Steuereinnahmen, zunehmend von Investoren als Unsicherheitsfaktor angesehen, was an höheren Risikoprämien und Renditen auf US-Staatsanleihen sowie an der Herabstufung der Kreditwürdigkeit durch Rating-Agenturen abzulesen ist. Gleichzeitig wechseln Länder, die Rohstofftransaktionen traditionell über US-Dollar abwickelten, zunehmend auf eine Fakturierung mit dem chinesischen Renminbi (Demary/Taft, 2025). Einige Kommentatoren sprechen schon von einem Prozess der Entdollarisierung (JP Morgan, 2025). Durch die zunehmende Konkurrenz aus China müssen die EU und die USA neue Geschäftsmodelle entwickeln. Während die USA komparative Vorteile im Technologie-Sektor besitzt, muss Europa ein neues wirtschaftliches Leitmotiv entwickeln, das strategische Autonomie und finanzielle Souveränität in den Mittelpunkt stellt.

Ein zentrales Element einer Neuausrichtung Europas könnte in der Stärkung der internationalen Rolle des Euro liegen. Dieser ist zwar eine bedeutende Reservewährung für Zentralbanken, als Transaktionswährung kommt er jedoch nicht an den US-Dollar heran (Maronoti, 2022). In einer Welt der zunehmenden Bedeutung des Renminbi muss der Euro deshalb zumindest in einen ernsthaften Wettbewerb mit dem US-Dollar und dem Renminbi eintreten. Für die Schwäche des US-Dollars hat die Politik der USA unter Präsident Trump den Boden bereitet. Systematische Unvorhersehbarkeit, Zerstörung etablierter Institutionen sowie die Ignoranz jeglicher Regeln und Verfahren haben zu massiven Vertrauensverlusten an den Kapitalmärkten geführt. Anleger zeigen sich zwiegespalten. Nach einer Umfrage des CFA-Institutes halten die meisten der befragten Anleger die Staatsverschuldung für nicht nachhaltig und gaben trotzdem an, dass sie der USA vertrauen (Fines/Soni, 2024). Einige Kommentatoren halten zwar das Ende der seit 1945 entwickelten Weltwährungsordnung für möglich (Zander, 2026). Doch diese hat auch den Zusammenbruch des Festkurssystems von Bretton Woods sowie die globale Finanzmarktkrise überlebt.

Die USA agieren zwar militärisch und machtpolitisch unverändert als Hegemon, doch sie vernichten ihre Reputation durch die Unberechenbarkeit des Agierens einerseits sowie die Unzuverlässigkeit ihrer Bündnistreue andererseits. Auch wird die Leitwährungsfunktion von der US-Administration nicht mehr als Privileg, sondern als Last angesehen (Miran, 2024), was die Märkte potenziell mit dem Risiko eines „Trump-Schocks“ konfrontiert, der im Fall der Fälle tiefgreifender wirken würde als der „Nixon-Schock“, weil es diesmal Alternativen gibt, wenn die USA zum „Unsafe Haven“ werden (Eichengreen, 2026, 232). Gleichzeitig beabsichtigt die USA durch eine Stärkung des Marktes für Stablecoins, sich eine globale Nachfrage nach US-Staatsanleihen zu sichern (Demary/Taft, 2025; Eichengreen, 2026). Die Frage, ob die Bereitstellung der globalen Leitwährung nicht auch Nachteile für die USA begründen kann, ist gleichwohl berechtigt, solange das Land die sonstige

Wettbewerbsfähigkeit in den traditionellen Wirtschaftssektoren, vor allem der Industrie, jenseits des Wechselkurses nicht verbessern kann (Kundnani/Tilford, 2020). Das aber verkennt die angebotsseitigen Gründe für die Deindustrialisierung in den USA seit über 35 Jahren, die unabhängig vom Wechselkurs dominant wirkten (Dertouzos et al., 1989; Berger, 2013).

Der Krieg der USA-Israel-Allianz gegen den Iran, der Ende Februar 2026 begonnen wurde, hat weitgehende Folgen für die Weltwirtschaft und die Geopolitik, aber ebenso für das Weltwährungssystem. Denn die Stabilisierung des US-Dollars nach dem Ende des Festkurssystems von Bretton Woods gelang vor allem deshalb, weil die USA den Dollar als Fakturierungswährung für den globalen Ölmarkt etablieren konnten. Das trug seinerzeit dazu bei, die Wechselkurse des US-Dollars zu stabilisieren und die Finanzmärkte zu beruhigen. Im Gegenzug für militärische Unterstützung und Sicherheitsgarantien erhielt der Dollar eine relative Exklusivität auf den Ölmärkten. Dadurch wurde sichergestellt, dass alle Öl importierenden Länder US-Dollar-Reserven vorhalten mussten, und Saudi-Arabien erklärte sich bereit, einen Großteil seiner enormen Petrodollar-Überschüsse in US-Anleihen zu investieren (The Economic Times, 2016).

Eine wichtige Konsequenz des Petro-Dollars ist, dass die Stärke des Dollars auf dem Export von fossilen Brennstoffen liegt; fällt dieser aufgrund von Klimaschutzmaßnahmen weg, schwindet für sich genommen die Dominanz des Dollars als Transaktionswährung im Rohstoffbereich. Daraus allein ergibt sich ein geminderter Anreiz der USA zum Klimaschutz.

Gleichzeitig geht die ursprüngliche Funktionalität des Petrodollars – Devisen gegen Sicherheitsgarantien – nicht mehr auf, weil die USA das militärische Kalkül eines Angriffs auf den Iran falsch eingeschätzt haben und dabei sind, ihre Reputation als Hard Power zu schwächen. Der Petro-Dollar lebt von der Verlässlichkeit der USA als Schutzmacht. Die offenkundige Planlosigkeit im Iran-Krieg, das Verprellen von ehemals engen Verbündeten am Golf und die Einschätzung, dass ein irgendwie erreichbares Kriegsende nicht zu einer stabilen Situation im Nahen Osten führen werde, sind wichtige Warnsignale.

In einer Zeit, in der der US-Dollar an Bedeutung verlieren könnte und der chinesische Renminbi an Bedeutung gewinnt, muss die EU die internationale Rolle des Euro stärken. Dazu muss analysiert werden, welche Potenziale der Euro hat und welche Reformen Europa anstreben muss.

2. Voraussetzungen für den Euro als globale Leitwährung

Die Optionen für Europa sind erkennbar, deren Realisierung ist aber kein Selbstläufer: Der Euro könnte langfristig als alternative oder komplementäre Leitwährung positioniert werden. Der Weg, den Euro als globale Leitwährung zu positionieren, ist gleichwohl lang und herausfordernd. Denn es sind wichtige institutionelle Voraussetzungen zu erfüllen, und es bedarf des Willens seitens der EU, einen machtpolitischen Anspruch wirksam zu formulieren. Eine Leitwährung dient als *Reservewährung*, die von Notenbanken weltweit gehalten wird, als *Transaktionsmittel* für den Großteil des Welthandels und als *sicherer Hafen* für Kapitalanlagen (Tabelle 2-1). Diese Funktionen verschaffen dem Emittenten von Staatsanleihen erhebliche Vorteile: niedrige Finanzierungskosten, die Möglichkeit, globale Liquidität zu steuern, und einen nachhaltigen Einfluss auf Struktur und Funktionsweise internationaler Finanzmärkte.

Für Europa setzt eine Stärkung des Euro somit umfassende institutionelle und finanzielle Rahmenbedingungen voraus, die mit einer weiterführenden Integration der EU eng verbunden sind, wie ein vertiefter europäischer Banken- und Kapitalmarkt, vor allem aber die politische Bereitschaft, die Weltwirtschaft aktiv mit Euro-Liquidität zu versorgen und Safe Assets im Rahmen von Eurobonds zur Verfügung zu stellen. Dazu gehört die Erweiterung der Euro-Zone auf andere EU-Mitgliedstaaten. Nur wenn diese Bedingungen erfüllt werden, kann Europa sich über seine Währung global strategisch neu positionieren und im Wettstreit der Großen Mächte eine starke Rolle reklamieren. Der Euro als Leitwährung dürfte für jene Mitgliedstaaten der EU, die der Währungsunion bisher ferngeblieben sind, dann ein starkes Argument für den Beitritt liefern. Zudem besitzen die Staaten, die eine internationale Leitwährung bereitstellen, eine erhöhte Verhandlungsmacht und damit geopolitische Resilienz.

Über das Ende der Dollar-Hegemonie wird bereits seit Jahrzehnten immer wieder spekuliert. Mit der Einführung des Euro im Jahr 1999 erhielt diese Debatte neue Dynamik. Zahlreiche Beobachter sahen in der gemeinsamen europäischen Währung einen ernsthaften Herausforderer für den US-Dollar. Die ökonomischen Voraussetzungen schienen günstig: Der Euroraum verfügte über einen großen Binnenmarkt, eine unabhängige, große Zentralbank mit hoher Glaubwürdigkeit sowie offene und konvertible Kapitalmärkte. Aus Sicht der Geld- und Währungstheorie brachte der Euro damit viele Eigenschaften mit, die für eine Leit- und Reservewährung erforderlich sind. Barry Eichengreen (2009), bezeichnete den Euro deshalb rückblickend als den bislang einzigen ernsthaften Konkurrenten des US-Dollars seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems.

Die Hoffnungen auf einen raschen Leitwährungswechsel erfüllten sich jedoch nicht (vgl. Eichengreen, 2026). Zwar etablierte sich der Euro als zweitwichtigste Reservewährung der Welt, sein Anteil an den globalen Devisenreserven verharrt jedoch seit Jahren bei rund einem Fünftel. Die Eurokrise offenbarte die strukturellen Schwächen einer Währungsunion ohne gemeinsame Fiskalpolitik und ohne einen ausreichend großen Markt für sichere Vermögenswerte. Gleichzeitig behauptete der Dollar seine Vorrangstellung erstaunlich robust. Arslanalp et al. (2022) verweisen darauf, dass Netzwerkeffekte und Pfadabhängigkeiten im internationalen Währungssystem außerordentlich stark sind: Wer internationale Geschäfte abwickelt, orientiert sich an der Währung, die bereits von den meisten anderen Marktteilnehmern genutzt wird. Damit kann der US-Dollar als de facto Numeraire-Gut oder Vehikelwährung die Anzahl der Tauschraten auf den Devisenmärkten reduzieren. Dadurch ist der US-Dollar an fast 90 Prozent der Devisentransaktionen beteiligt (BIS, 2025b). Genau deshalb könne die Dominanz des Dollars weit über das Maß hinaus fortbestehen, das allein durch die ökonomische Größe der Vereinigten Staaten gerechtfertigt wäre.

Allerdings entsteht eine solche neue ökonomische Hard Power (institutionell und markttechnisch gegebene Standardisierungs- und Gestaltungskraft) nicht allein durch veränderte Bedingungen an den internationalen Finanzmärkten und eine Reallokation von Softpower (Vertrauenswürdigkeit durch historische Verlässlichkeit in Bezug auf Institutionen, Regeln und Verfahren), sondern erfordert ebenso eine begleitende Stärkung anderer Elemente der Hard Power. Das verlangt vor allem eine Herstellung und glaubwürdige Sicherung der Verteidigungsfähigkeit. Solange jedenfalls die USA für die Ordnung der Welt und die Gestaltung von Konflikten als „Indispensable Nation“ gesehen werden, dürfte der Wechsel der Weltwährungsfunktion vom US-Dollar zum Euro nicht (vollends) gelingen.

Europa hat die benötigten Potenziale für einen umfassenden resilienten Wirtschafts- und Investitionsstandort (Hüther et al., 2024), müsste aber mittelfristig mehr erreichen, um die überzeugende Fähigkeit zur umfassenden Verteidigung und Sicherung der territorialen Souveränität und Unverletzlichkeit zu garantieren (Tabelle 2-1). Historisch betrachtet ist die militärische und geopolitische Dimension internationaler Währungen kaum zu überschätzen. Eichengreen et al. (2019) zeigen, dass militärische Bündnisse und sicherheitspolitische Abhängigkeiten über lange Zeiträume hinweg eng mit der internationalen Nutzung von Währungen verbunden waren. Die Autoren sprechen von einem Zusammenhang zwischen „Guns and Money“: Zentralbanken halten bevorzugt die Währungen jener Länder, von denen sie sicherheitspolitischen Schutz oder politische Stabilität erwarten.

Tabelle 2-1: Aspekte einer internationalen Leitwährung

Kriterien einer internationalen Leitwährung	Politische Voraussetzungen	Implikationen
Bedeutung als Reservewährung	- Perspektivisch: Globalen Reservebedarf sicherstellen. - Im gleitenden Übergang notwendige Expansion ermöglichen. - Das Versprechen auf Werthaltigkeit muss glaubwürdig sein.	- In der Einstiegsphase ist mit einem anhaltenden Aufwertungsstrend für den Euro umzugehen. - Die binnenwirtschaftliche Dynamik in der Eurozone gewinnt zusätzlich an Bedeutung. - Perspektivisch wird die Eurozone zu einem Währungsraum mit einem persistentem Leistungsbilanzdefizit. - Wie wirkt das gegen den Druck der demografischen Alterung, die für ein Defizit in der Kapitalbilanz (und einen Überschuss in der Leistungsbilanz) spricht? - Global bilden sich Netzwerke ökonomischer Kooperation durch die Nutzung der Leitwährung, deren wirtschaftspolitische Orientierung aus Europa kommt.
Bedeutung als Transaktionsmedium	- Fakturierung in Euro muss für die internationalen Akteure vorteilhaft sein, d. h. nachhaltige Kostenvorteile durch geringere Transaktionskosten (geringere Liquiditätsvorsorge, geringere Risikokosten). - Skalierung erhöht den Grenzvorteil aller Beteiligten. - Partner mit großem Marktvolumen gewinnen Digitaler Euro	
Bewertung als relevanter sicherer Hafen	- Safe Assets bereitstellen. - Glaubwürdige Institutionen beim Staat als Emittenten, im Bankensystem und am Kapitalmarkt. - Fiskalintegration vorantreiben, um Staatsschuldenkrise wirksam zu	- Eurobonds mit steigendem Volumen. Möglicherweise zunächst als Basket aus nationalen Staatsanleihen. - Investitionsunion für Infrastrukturnetze in der EU könnte die Ausgabe von Eurobonds strukturell dynamisch aufstellen.

	vermeiden. - Abkehr von jeglicher Form der Kapitalverkehrskontrolle.	- 28. Regime (einheitlicher Rechts- und Emissionsrahmen) - Keine Diskriminierung ausländischer Banken und Nichtbanken
Notwendige militärische Absicherung	- Europäische Verteidigung und globale Präsenz stärken. - Das betrifft nicht nur die Beschaffung und Skalierung in der Produktion, sondern ebenso die militärische Führung und die Verständigung auf eine Europäische Sicherheitsstrategie. - Etablierung einer Europäischen Verteidigungsunion als Zielmarke	- Verteidigungsausgaben nachhaltig (über Steuern) erhöhen. - Verteidigungsunion oder zumindest Kooperation der Willigen. - Reduktion der Anzahl europäischer Waffensysteme, eine Vielzahl von Rüstungsk Kooperationen in der Europäischen Union.

Quelle: Eigene Zusammenstellung

Die in Tabelle 2-1 aufgeführten Aspekte und Bedingungen stellen Voraussetzungen für die Positionierung einer Währung als globaler Leitwährung dar. Allerdings wird in der Darstellung nicht berücksichtigt, welche Dynamik durch einen erodierenden Verlust auf Seiten der USA als bisherigen Bereitsteller der Leitwährung entstehen kann. Allein, dass die Option einer Leitwährungsfunktion des Euros nicht mehr als unrealistisch ausgeschlossen und mittlerweile auf den Märkten diskutiert wird, macht deutlich, was sich in kurzer Zeit verändert hat. Abgesehen von den Etablierungsbedingungen ist sehr genau zu skizzieren und politisch ernst zu nehmen, wie der Weg hin zur Leitwährungsposition technisch, marktmäßig und volkswirtschaftlich leichtgängig sowie ohne Schaffung neuer Hemmnisse gestaltet werden kann.

Ein möglicher Einwand gegen die hier entwickelte Leitwährungslogik lautet, dass digitale Technologien und insbesondere Künstliche Intelligenz den Bedarf an einer dominanten internationalen Leitwährung künftig mindern könnten. Harold James argumentiert in dieser Richtung, dass der wichtigste Grund einer Leitwährung – die Vereinfachung der Währungsbeziehungen und die Vermeidung von Transaktionskosten durch Umrechnungen – wegfielen (James, 2026, 43). Diese These überzeugt nur begrenzt, denn Währungen sind mehr als nur Recheneinheiten. Seit Papiergeld und Giralgeld den Materialwert vom Tauschwert von Geld entkoppelt haben, basiert Geld auf Vertrauen in Institutionen, Rechtsordnung und politische wie gesellschaftliche Stabilität. Gerade die Entwicklung der Finanzmärkte seit den 1980er Jahren zeigt, dass technische Standardisierung die Dominanz des US-Dollars nicht geschwächt hat: Währungs_codes, algorithmischer Handel und Hochfrequenzhandel haben die Rolle des Dollars als Referenzwährung eher gefestigt, jedenfalls nicht geschwächt. Wenn diese Disruptionen den Dollar nicht verdrängt haben, ist schwer zu erkennen, warum dies bei KI anders sein sollte, zumal das Vertrauen in intransparente Algorithmen nicht aus sich heraus entsteht, sondern nur institutionell durch Transparenz und Glaubwürdigkeit geschaffen werden. Und: Gerade für KI ist ein Referenzkurs (Leitwährung) funktional, weil er die Vielzahl möglicher bilateraler Wechselkurse auf eine deutlich kleinere Zahl von Referenzbeziehungen reduziert.

3. US-Dollar und Euro: Institutionen und aktuelle Marktentwicklungen in unruhigen Zeiten

3.1 Institutioneller Vergleich USA vs. EU

Traditionell baut Europa seit Jahrzehnten gegenüber den USA Auslandsvermögen auf, da mehr Waren und Dienstleistungen an die USA verkauft als von den USA gekauft werden. So sind beispielsweise die Goldreserven der Bundesbank im Rahmen von Exportüberschüssen in Zeiten fester Wechselkurse entstanden. Dadurch und durch die Stellung der USA als sicherer Hafen für Kapitalanleger drang über Jahrzehnte ausländisches Kapital in die USA und ermöglichte es dort, sich trotz zunehmender Verschuldung zu einem sehr niedrigen Zins zu verschulden. Dieser für die USA lange vorteilhafte Handel basierte auch auf einer stabilen Friedensordnung in Europa, welche die USA durch Sicherheitsgarantien und militärische Zusammenarbeit im Rahmen der Nato förderte. Neben einer militärischen Abhängigkeit entstand aber auch eine ökonomische Abhängigkeit durch die technologische Führerschaft der USA im Bereich der Plattformmärkte. Diese sind im Gegensatz zu traditionellen Märkten durch sehr niedrige Grenzkosten für die Produzenten und große Netzwerkeffekte geprägt, was Konkurrenten den Markteintritt erschwert und zu quasi-oligopolistischen Strukturen führt. Die EU importiert diese digitalen Dienstleistungen aus den USA von Betriebssystemen wie Windows, Android und iOS, bis hin zu den Dienstleistungen von Kartennetzwerken, wie Visa und Mastercard, für die keine europäischen Alternativen existieren und die aufgrund von erschwertem Markteintritt auch nicht wettbewerbsfähig sein werden.

Gleichzeitig entstand im globalen Finanzzentrum London der größte Euro-Dollar-Markt, das heißt der größte Markt für US-Dollar-Einlagen und -Kredite außerhalb der USA. London wurde zur Drehscheibe zwischen den USA und Asien, da es unter anderem in einer vorteilhaften Zeitzone liegt. London entwickelte sich zum bedeutendsten Auslandsstandort des US-Finanzsystems und schuf damit auch eine Abhängigkeit der USA von Europa. Durch den Brexit liegt dieses bedeutende globale Finanzzentrum nun nicht mehr in der EU, konnte seine globale Bedeutung aber erhalten.

Historisch zeigt die Entwicklung des US-Dollars zur Leitwährung, wie eng diese Rolle mit politischer und wirtschaftlicher Macht verknüpft ist. Nach dem Ende des festen Wechselkurssystems 1973 blieb der Dollar die dominante Reservewährung, getragen von einem breiten und tiefen Kapitalmarkt, politischem Einfluss, militärischer Stärke und der Bereitschaft, die Welt mit Dollar-Liquidität zu versorgen (Hüther, 2025). Durch die Einführung des nachgelagert besteuerten 401(k)-Altersvorsorgevertrags vor über 40 Jahren setzte sich dieser Defined Contribution Plan gegenüber den vorherrschenden Defined Benefit Plänen durch. Dies ermöglichte den Pensionsfonds ein starkes Wachstum, was zur Tiefe der US-amerikanischen Kapitalmärkte und zur Bedeutung der kapitalmarktbasierten Finanzierung beitrug. Im Gegensatz zum bankbasierten Finanzsystem in Europa mit seinen Universalbanken, besteht in den USA ein Trennbankensystem, bei dem die Investmentbanken Kapitalmarktfinanzierungen begleiten. Im Gegensatz zu europäischen Banken sind diese Banken wegen ihrer hohen Provisionseinkommen weniger abhängig von Zinseinkommen. Darüber hinaus sind die Eigenkapital-Vorschriften für Banken in den USA weniger detailliert, dafür aber strenger in der Auslegung (Bundesbank, 2026).

Ebenfalls beigetragen zur Rolle der USA als sicherer Hafen für Kapitalanleger hat das für Investoren vorteilhafte Common Law System, das über weniger Detailregelungen als das europäische Civil Law System verfügt und über Präzedenzfälle schnell konkretisiert wird. Dadurch schafft dieses Rechtssystem zügig Sicherheit für

Investoren. Ergänzt wird dieser Vorteil durch das aggressive Enforcement der Securities and Exchange Commission (SEC). Im Gegensatz dazu ist das europäische Civil Law System durch Detailregulierungen sehr komplex und die European Securities and Markets Authority (ESMA) ist nicht mit der SEC vergleichbar, da sie eher koordinierend zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden auftritt. Für die EU wird es schwer, einen vergleichbaren tiefen Kapitalmarkt aufzubauen, da die Alterssicherung dominant umlagefinanziert ist, nationale Rechtssysteme einem integrierten Kapitalmarkt entgegenstehen und es politisch schwer umsetzbar ist, eine schlagkräftige europäische Kapitalmarktaufsicht nach dem Vorbild der SEC aufzubauen, da dies politische Einflussmöglichkeiten auf die nationalen Finanzzentren schmälern würde (siehe Tabelle 3-1).

Tabelle 3-1: Vergleich Finanzmärkte USA und EU

	USA	EU
Finanzsystem	Überwiegend marktbasierte Finanzierung - Größere Rolle von Börsen, Asset Managern und institutionellen Investoren - Kapitalmarktbasierte Altersvorsorge	Überwiegend bankbasierte Finanzierung - Größe Rolle des Relationship Banking - Geringe Bedeutung von Kapitalmärkten durch umlagefinanzierte Altersvorsorge
Staatsanleihen	Integrierter, großer und liquider Markt für US-Treasuries Eine einzige Schuldenagentur emittiert US-Treasuries	Märkte sind fragmentiert entlang Ländergrenzen, klein und weniger liquide Viele nationale Schuldenagenturen mit unterschiedlichen Emissionsstrategien
Währung	US-Dollar ist globale Reservewährung, Transaktionseinheit im Rohstoffmarkt und bei globalen Finanztransaktionen	Der Euro ist wegen der Größe der Eurozone bedeutend, wird aber weniger häufig verwendet im Vergleich zum US-Dollar
Bankensystem	Fragmentiert (Dual Banking) - Federal Charter Lizenzen überwiegend für Investmentbanken - State Charter Lizenzen überwiegend für Geschäftsbanken	Integriert (EU Passporting) - Universalbanken anstelle von Trennbanken
Gesellschaftsrecht	Fragmentiert: - Unterschiede zwischen Managementautonomie (z. B. Delaware) und Stakeholderorientierung (z. B. Kalifornien) - Institutioneller Wettbewerb zwischen Bundesstaaten	Fragmentiert: - Nationale Rechtsformen, aber einheitliche europäische Rechtsformen bei der Aktiengesellschaft und der Genossenschaft - Harmonisierung - Kein institutioneller Wettbewerb zwischen den Mitgliedstaaten
Bilanzierung	US-GAAP - Regelorientiert	IFRS - Prinzipienbasiert
Kapitalmarktaufsicht	Zentralisiert - Aggressives Enforcement (SEC)	Fragmentiert - ESMA hat eine koordinierende Rolle

	- Investorenschutz im Vordergrund Die SEC ist zentral für den Status des sicheren Hafens	- Aufsicht liegt operativ in den Mitgliedstaaten
Bankenaufsicht	Fragmentiert - Federal Charter (National Banks) werden auf Bundesebene beaufsichtigt - State Charter Banken werden durch Bundestaaten beaufsichtigt - Überlappende Zuständigkeiten und institutioneller Wettbewerb zwischen den Aufsichtsbehörden sind gewollt	Teilweise fragmentiert - Zentralisierte Aufsicht für Großbanken (EZB) - Nationale Aufsicht für kleine und mittelgroße Banken - EBA entwickelt nur Aufsichtsstandards für EZB und nationale Aufsichtsbehörden
Altersvorsorge	Kapitalgedeckt - Große Pensionsfonds - Risiko liegt beim Sparer (Defined Contribution) - Breite gesellschaftliche Aktienkultur - 401(k) basiert hauptsächlich auf Aktieninvestments	Umlagefinanziert - Haushalte halten einen Großteil ihres Finanzvermögens auf Bankkonten - Wenig ausgeprägte Aktienkultur
EK-Vorschriften	Teilweise konservativer als Basel: - Leverage Ratio: 4 % - Standardansatz und interne Modelle müssen verwendet werden, wobei der strengste Wert gilt (Collins-Floor). Dies führt zu höheren RWA - Fokus auf hartem Kernkapital, weniger Fokus auf Ergänzungskapital Weniger konservativ als Basel - Geringere Kapitalanforderungen für das Handelsbuch - Keine Übernahme des strengeren Standardansatzes	Basel-Umsetzung - Leverage Ratio: 3 % - Wahlrecht: Standardansatz oder interne Modelle führen zu geringeren RWA - Höher Anteil an Ergänzungskapital
Regulierungsansatz	Regulatory Competition - Wahl zwischen Nation und State - Konkurrenz der Aufsichtsbehörden	Level Playing Field
Referenzzinssatz	US-Treasury Yield entlang der gesamten Zinsstrukturkurve	Referenzzinssätze für ausgewählte Laufzeiten der Zinsstrukturkurve

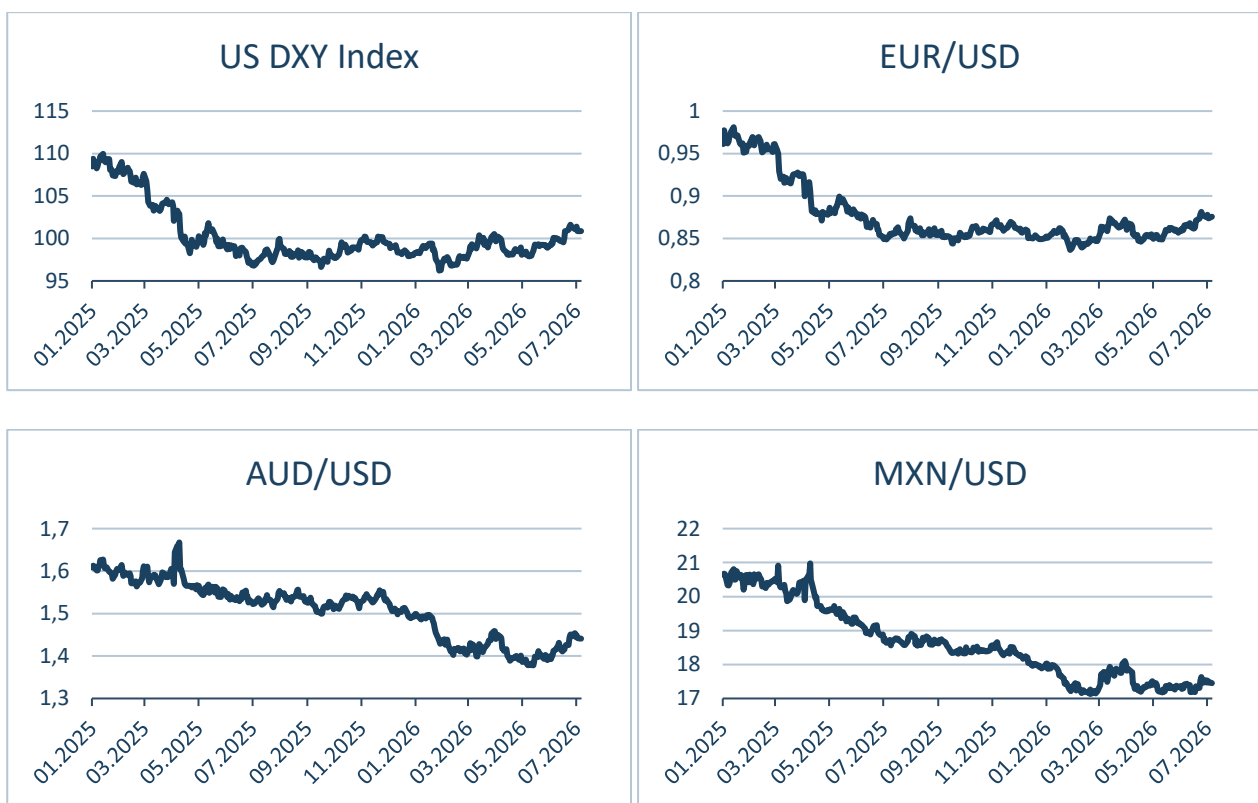
Quelle: Eigene Zusammenstellung

3.2 US-Dollar schwächelt und verliert seine Dominanz als Leitwährung

Während der US-Dollar in der langen Frist seit der globalen Finanzkrise von einer hohen Stabilität gekennzeichnet war, deuten die gegenwärtigen Marktbewegungen auf eine veränderte Dynamik hin – nicht zuletzt, weil es erstmals relevante Alternativen gibt (vgl. Eichengreen, 2026). Der Dollar verliert aktuell spürbar an Wert nicht nur gegenüber dem Euro, sondern auch im Verhältnis zu anderen bedeutenden Währungen (Abbildung 3-1).

Abbildung 3-1: Wechselkursentwicklung des US-Dollars

Verlauf von DXY-Index sowie Euro (EUR), australischem Dollar (AUD) und mexikanischem Peso (MXN) je US-Dollar, 1. Januar 2025 – 6. Juli 2026



Quellen: ICE; Macrobond

Der US-Dollar-Index (DXY), ein etablierter Proxy für den Dollar-Kurs gegenüber einem repräsentativen Korb aus sechs wichtigen Währungen (darunter Euro, Schweizer Franken, Britisches Pfund und Yen), verzeichnet seit Anfang 2025 eine Abwertung von rund 10 Prozent. Ein vergleichbar niedriger Dollarwert gegenüber dem Euro war in den vergangenen Jahren lediglich während der Covid-19-Pandemie zu beobachten. Diese Schwächephase des Dollars spiegelt sich im bilateralen Vergleich mit verschiedenen Währungstypen wider. Besonders deutlich fällt dies bei Währungen aus, die durch robuste außenwirtschaftliche Positionen, günstige Terms of Trade oder attraktive Kapitalzuflüsse gestützt werden:

- **Australischer Dollar:** Der AUD gilt als klassische Rohstoffwährung, da Australiens Exportstruktur stark von Energie- und Metallaufuhren geprägt ist. Seine Aufwertung gegenüber dem USD kann vor diesem Hintergrund als Ausdruck verbesserter Terms of Trade interpretiert werden. Da Australiens

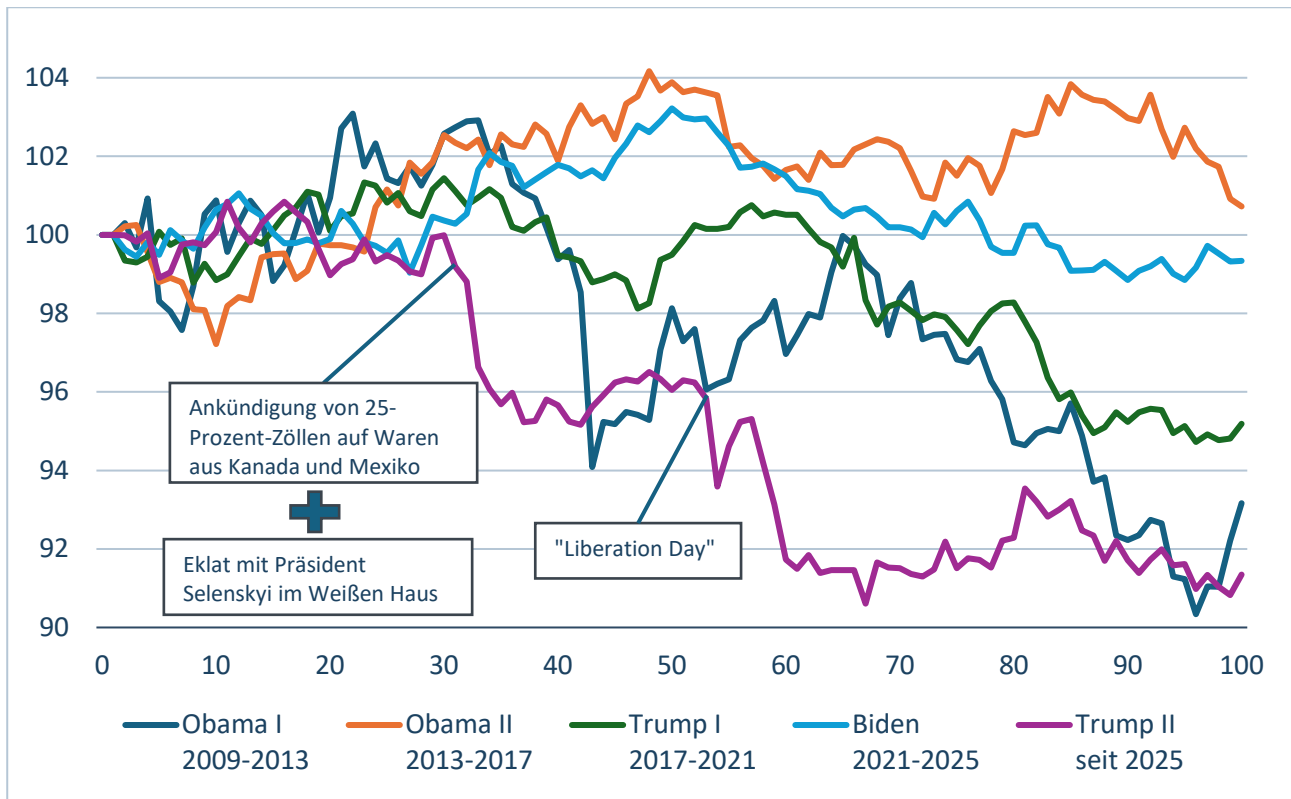
Rohstoffexporte eng mit der Nachfrage aus Asien, insbesondere aus China, verknüpft sind, verweist die Wechselkursentwicklung zugleich auf günstigere Erwartungen an das regionale Konjunkturmilieu.

- **Mexikanischer Peso:** Der Peso verzeichnet eine kontinuierliche Aufwertung, wodurch der Wechselkurs von über 20 MXN je USD zu Beginn des Jahres 2025 auf ein Niveau von circa 17,5 MXN je USD abfällt. Dies kann als Hinweis darauf gelesen werden, dass Mexikos geopolitische Rolle als Wachstumsmarkt und im Zuge von Nearshoring-Tendenzen als wichtige Werkbank für die USA weiterhin positiv bewertet wird.
- **Euro:** Der Euro gewinnt gegenüber dem US-Dollar massiv an Boden. Benötigte man Anfang 2025 noch fast 0,98 Euro für einen Dollar, sank dieser Wert rapide auf ein Plateau von rund 0,85 Euro je Dollar ab dem Sommer 2025, was einer substantiellen Aufwertung von über 15 Prozent entspricht.

Die unterschiedlich starken Aufwertungen zeigen, dass die Dollarschwäche durch Faktoren der jeweiligen Gegenwährungen unterschiedlich verstärkt wird. Beim AUD könnten die Rohstoffexporte eine Rolle spielen, beim mexikanischen Peso etwa Kapitalzuflüsse. Der Euro profitiert ebenfalls von der Dollarschwäche, seine Aufwertung wird jedoch durch die schwächeren Wachstums- und Renditeperspektiven der Eurozone begrenzt. Bemerkenswert ist, dass die Abwertung des Dollars trotz solider Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts der USA in den vergangenen Jahren von zum Teil deutlich über 2 Prozent erfolgte, was auf einen tiefgreifenden Vertrauensverlust aufgrund der politischen und institutionellen Unsicherheit unter der Trump-Administration hindeutet. Insbesondere seit dem Amtsantritt von Donald Trump zu Beginn des Jahres 2025 hat der Dollar sukzessive abgewertet. Im Vergleich zum Tag der Amtseinführung lag der Dollar-Euro-Wechselkurs nach Trumps ersten 100 Tagen bereits um 10 Prozent niedriger – ein historischer Negativrekord, den in der jüngeren Geschichte sonst nur die erste Obama-Präsidentschaft im Nachgang der globalen Finanzkrise verzeichnete. Sowohl nach der ersten Ankündigung ausgeweiteter Zollmaßnahmen gegenüber einzelnen Handelspartnern und infolge des diplomatischen Eklats beim Besuch des ukrainischen Präsidenten Selenkyj am 28. Februar 2025 als auch nach dem „Liberation Day“ am 2. April 2025, an dem Trump seine umfassenden harten handelspolitischen Eingriffe verkündete, reagierten die Märkte jeweils mit einer hohen Dollarabwertung (Abbildung 3-2).

Abbildung 3-2: US-Dollar-/ Euro-Wechselkurs

Entwicklung während der ersten 100 Handelstage der letzten fünf Präsidentschaftslegislaturen (Index: Tag 1 = 100)



Quellen: Macrobond; eigene Berechnungen

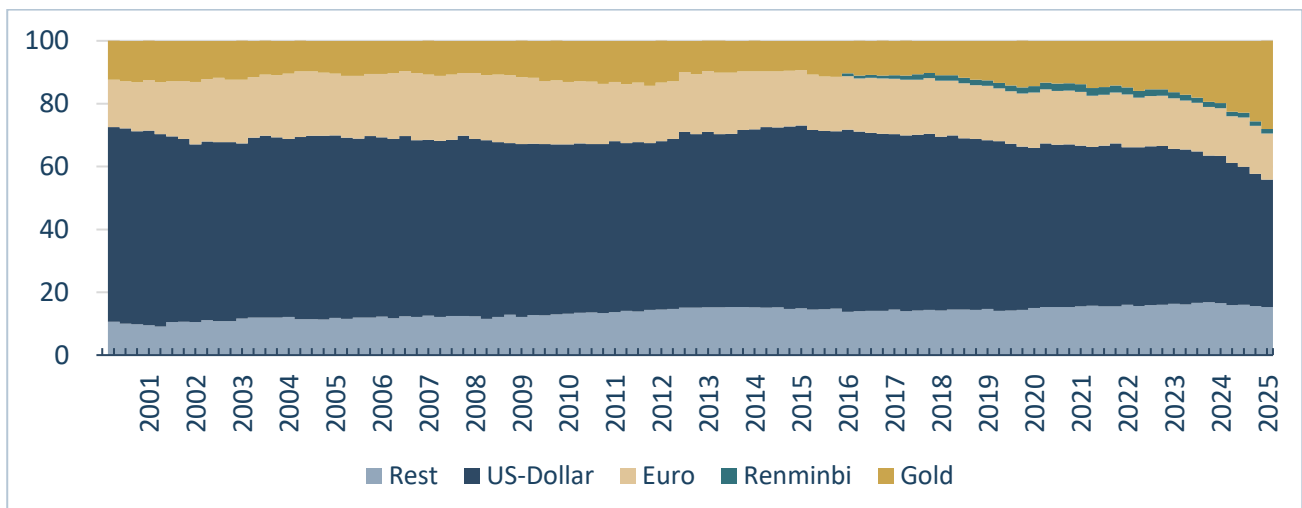
Die anhaltend dominante und gefestigte Rolle des Dollars als Tauschwährung zeigt sich in seiner Dominanz bei den Devisengeschäften: Fast die Hälfte aller weltweiten Devisentransaktionen werden derzeit in Dollar getätigt. Sein an Währungspaaren gezählter Anteil liegt seit über 20 Jahren stabil bei knapp 90 von 200 Prozent¹ (BIS, 2025b; Chaboud et al., 2024). Die Dominanz des US-Dollars erstreckt sich dabei über alle Deviseninstrumente und Gegenparteien: An mindestens 85 Prozent der Transaktionen an Kassa-, Termin- und Swap-Märkten ist er auf mindestens einer Seite beteiligt (Maronoti, 2022). Das liegt daran, dass der Dollar als Numeraire-Gut eingesetzt wird, um die Anzahl an bilateralen Wechselkursen zu reduzieren. Auch grenzüberschreitende Forderungen der Banken weltweit werden zwar nach wie vor am meisten in Dollar gehandelt, jedoch schwindet hier die Bedeutung des Dollars – waren es Mitte der 1980er Jahre noch fast 80 Prozent der weltweiten Forderungen, sind es derzeit – auch als Folge der Euro-Einführung – nur noch weniger als die Hälfte (BIS, 2025b).

Gleichzeitig überlagern sich gegenläufige Entwicklungen, wobei die Tendenz zur partiellen Loslösung vom US-Dollar die Debatte zunehmend prägt. Zwar könnte die Diskussion über eine Währungs-Swap-Linie der Federal Reserve mit einigen der engsten verbliebenen Verbündeten der USA, etwa den Vereinigten Arabischen Emiraten, auf eine vertiefte finanzielle Verflechtung mit den Vereinigten Staaten hindeuten; für Argentinien wurde eine solche Linie im Jahr 2025 gewährt (Maccioni, 2026). Zugleich arbeiten Teile der ASEAN-Staaten daran, grenzüberschreitende Zahlungen unabhängiger vom amerikanischen Finanzsystem und vom US-Dollar

¹ Aufgrund von Währungspaaren addieren sich die Anteile auf 200 Prozent.

als Abwicklungswährung zu organisieren (Müller, 2026b). Die Abkehr vom US-Dollar manifestiert sich auch in sinkenden weltweit gehaltenen Währungsreserven: Während zu Beginn der 2000er Jahre der Anteil des US-Dollars an gehaltenen Reserven über 60 Prozent betrug, sind es zuletzt unter 50 Prozent (Abbildung 3-3). Die Entdollarisierung der Währungsreserven erfolgt vor allem zugunsten von Gold, womit das Edelmetall nun hinter dem US-Dollar die zweitwichtigste Reserveanlage ist. Insgesamt sind seit dem russischen Angriffskrieg auf die Ukraine geopolitische Risiken ein entscheidender Faktor für die Anlageentscheidungen bei Währungsreserven. 80 Prozent der befragten Zentralbanken gaben im Jahr 2024 an, dass geopolitische Risiken ein Hauptgrund für ihre Portfolioentscheidungen von Währungsreserven sind (EZB, 2025a). Insbesondere Länder, die geopolitisch China oder Russland näherstehen, diversifizieren ihre Portfolios mit Gold, um unabhängiger vom US-Dollar und den USA zu werden (EZB, 2025b). Insgesamt halten Zentralbanken weltweit heute fast so viel Gold wie 1965 während der Bretton-Woods-Ära (EZB, 2025a). Gold gilt zwar als sicherer Hafen, kann jedoch keine Leitwährungsfunktion erfüllen, sondern lediglich als Reserve- und Referenzgut dienen.

Abbildung 3-3: Entwicklung der Anteile an den weltweiten Devisen- und Goldreserven
Stand 4. Quartal 2025



Quellen: IMF COFER; World Gold Council; eigene Berechnungen

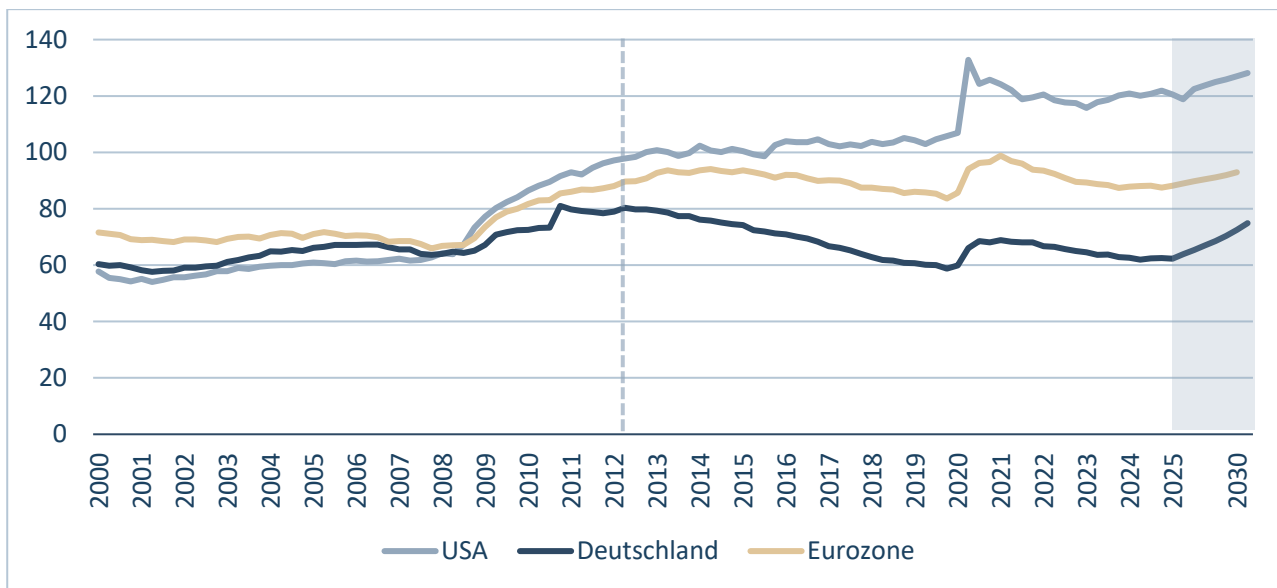
Manche entnehmen diesen Entwicklungen, dass der Höhepunkt des US-Dollars als globale Reservewährung bereits überschritten wurde (Hirst/Tokatlian, 2023). Eine Förderung des Marktes für Stablecoins soll dieser Entdollarisierung entgegenwirken, indem Stablecoins die Nachfrage nach US-Staatsanleihen in die Höhe treiben (Demary/Taft, 2025; Eichengreen, 2026, 215 ff.). Dollarbasierte Stablecoins könnten den US-Dollar somit stabilisieren und den Euro in digitalen Zahlungs- und Finanzstrukturen zurückdrängen. Die Stablecoin-Entwicklung ist damit nicht nur eine Frage der Regulierung von Kryptoassets, sondern ein Bestandteil des Wettbewerbs um die digitale Infrastruktur der internationalen Währungsordnung.

Ein zentraler Vorteil der Bereitstellung einer internationalen Leitwährung liegt in der hohen Nachfrage nach dieser Währung, die es dem Emittenten ermöglicht, sich zu günstigen Kreditkonditionen zu verschulden („exorbitantes Privileg“ als Leitwährungsland). Entsprechend blieb die Risikoprämie auf US-Staatsanleihen über lange Zeiträume trotz steigender Verschuldung hinweg niedrig oder sank – selbst nach Ereignissen wie den Terroranschlägen vom 11. September 2001. Seit dem russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine und infolge der damit verbundenen Inflationsdynamiken sowie einer restriktiveren Geldpolitik der US-Notenbank, begleitet von zunehmender geopolitischer Unsicherheit, handelspolitischen und institutionellen

Verwerfungen der Trump-Administration, hat sich dieser Trend jedoch umgekehrt: Die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen haben sich seit Anfang 2022 mehr als verdoppelt. Eine Abwertung des Dollars, wie wir sie derzeit sehen, könnte zu einem Rückgang der Nachfrage nach US-Staatsanleihen führen, was wiederum die US-Zinsen weiter erhöhen könnte. Damit träte genau das Gegenteil dessen ein, was die Trump-Administration erreichen will.

Dies birgt gerade in der aktuellen fiskalischen Lage der USA eine Gefahr: Während bis zu der Finanzkrise 2008 die Schuldenquote in den USA sowie in Deutschland und der EU recht stabil blieb, stiegen die Schulden im Nachgang insbesondere für die USA extrem an (Abbildung 3-4). Ein erneuter großer Anstieg der Staatsschuldenquote verzeichnete die USA infolge der Covid-19 Pandemie und wird Prognosen des IMF zufolge im Jahr 2030 bei fast 130 Prozent des BIP liegen. Diese hohe Staatsverschuldung stellt für die USA bislang – unterstützt durch den Status des Dollars als Leitwährung und die damit verbundene hohe internationale Nachfrage nach US-Staatsanleihen – kein gravierendes Problem dar, könnte jedoch im Falle einer Schwächung der Dollar-Dominanz zu einem solchen werden.

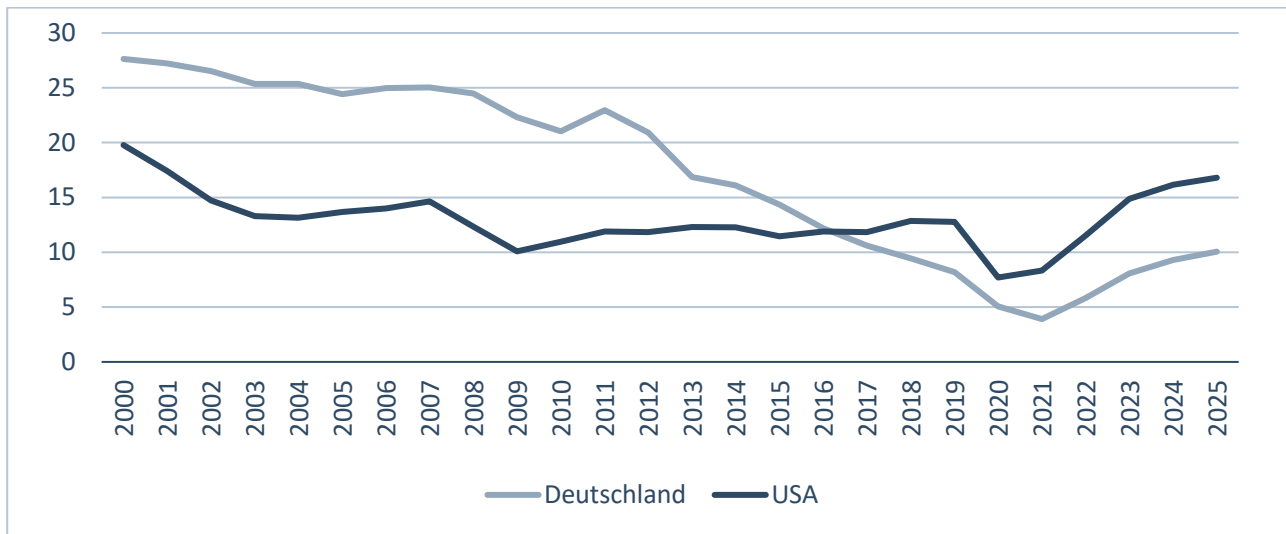
Abbildung 3-4: Staatsverschuldung
In vH des BIP, vierteljährlich mit Projektion 2026-2031



Quellen: EZB; FRED; Projektionen: IMF

Das rückt die Frage nach der Nachhaltigkeit der Schuldenlast der USA in den Fokus. Während der Anteil der Zinsausgaben am Haushalt in Deutschland im vergangenen Jahr bei knapp über 6 Prozent lag, sind sie in den USA auf über 14 Prozent gestiegen (Abbildung 3-5). Der steigende fiskalische Druck führt zum Versuch der politischen Einflussnahme und Attacken Trumps auf die Unabhängigkeit und damit auf die Mitglieder der amerikanischen Zentralbank – was wiederum Anlass zur Besorgnis für die Softpower und institutionelle Stärke der USA gibt. Der Anstieg der Staatsverschuldung und der Zinszahlungsquote ist auch der Anlass, dass mit Moody's die letzte der drei großen Rating-Agenturen im Mai 2025 ihre Bewertung der USA von AAA zu AA+ herabgestufte, nachdem S&P und Fitch bereits in den Jahren 2011 und 2023 ihre Bewertung dementsprechend angepasst hatten (Moody's, 2025). Sollte der Euro in einen Wettbewerb mit dem US-Dollar als internationale Leitwährung eintreten, könnte dies das bislang privilegierte Finanzierungsumfeld der USA verändern und langfristig zu einem stärkeren fiskalischen Konsolidierungsdruck führen.

Abbildung 3-5: Zinsausgabenquote
In vH des Bundeshaushalts, jährlich



Quellen: Bundesbank; U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA); Macrobond

Insgesamt fehlt es der amerikanischen politischen Führung an konsistenten währungspolitischen Vorstellungen und einem schlüssigen Verhalten. Präsident Trump möchte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit und Reduktion des Leistungsbilanzdefizits der USA durch einen schwächeren Dollar herbeiführen, Finanzminister Bessent wiederum kündigt an, an einem starken Dollar für die Finanzmarktstabilität festzuhalten. Diese unterschiedlichen und widersprüchlichen Ziele sorgen für gemischte Signale an den Märkten. Der gedankliche Versuch, das Vorhaben eines schwachen Dollar in einen *Mar-a-Lago Accord* zu zementieren, zeigt, dass Trump globale Sicherheit und internationale Ordnung als Deal versteht – im Gegenzug zum Zugang zum US-Markt und globaler Sicherheit solle die USA einen schwächeren Dollar durch den Austausch im Ausland gehaltener US-Staatsanleihen in nicht-handelbare Nullkuponanleihen mit 100-jähriger Laufzeit erhalten. Dabei sieht sich die Trump-Administration einem Zielkonflikt gegenüber: Sie möchte den Dollar abwerten, aber gleichzeitig seine Rolle als führende internationale Währung beibehalten. Der durch die Nutzung einer einheitlichen internationalen Leitwährung entstehende Netzwerkeffekt erleichtert die Durchsetzung und Überwachung von Sanktionen und stärkt damit die Hard-Power-Fähigkeiten des Emittentenstaates.

Darüber hinaus muss die US-Politik bedenken: Zieht sich die USA als Hegemon und zuverlässiger Garant für Sicherheit für seine Partner zurück, ist dies mit erheblichen Kosten verbunden, wie Eichengreen et al. bereits 2019 berechneten. Die Anteile des US-Dollars an weltweit gehaltenen Währungsreserven würden sich um 33 Prozentpunkte reduzieren, langfristige US-Zinsen würden um 80 Basispunkte erhöht und dies zu zusätzlichen Zinszahlungen von 115 Milliarden US Dollar pro Jahr führen. Stellt man die Höhe der Kosten militärischer Präsenz der USA in Partnerländern gegenüber, ist die geo- und sicherheitspolitische Prämie für die USA immer noch höher (Eichengreen et al., 2019). Doch durch die Missachtung der globalen Ordnung und das beschädigte Sicherheitsversprechen scheint diese Prämie bereits zu erodieren. Somit ergibt sich ein günstiges Momentum für den Euro, sich als internationale Leitwährung zu positionieren.

3.3 Euros als zweitwichtigste internationale Währung

Der Euro war bis in die 2010er Jahre hinein auf gutem Weg, sich als ernstzunehmender Rivale des US-Dollars zu etablieren: Die Marktkapitalisierungen in Europa und den USA waren zeitweise etwa gleichauf (Rogoff, 2025). Infolge der Eurokrise verlor der Euro jedoch den Anschluss an den Dollar. Die aktuellen politischen und währungstechnischen Schwächen des US-Dollars lenken den Blick nun zunehmend wieder auf den Euro als potenzielle Alternative zum US-Dollar. Gewichtet an allen wichtigen Handelspartnern, ist der Euro aktuell so stark wie noch nie und ist seit seiner Einführung 1999 in seinem Wert im Durchschnitt um ein Viertel gestiegen – und das, trotz Wachstumsschwäche und Strukturkrise in der EU (Müller, 2026a).

Bei den weltweiten Devisentransaktionen ist der Euro die zweitwichtigste Währung, wird jedoch nur für knapp 30 von 200 Prozent aller Währungsumtausche eingesetzt (BIS, 2025b). Außerdem belegt der Euro bei den weltweiten Devisenreserven Platz zwei. Der sinkende Anteil, von fast 20 Prozent im Jahr 2014 auf aktuell nur noch knapp 16 Prozent, zeigt jedoch, dass der Euro von der Entdollarisierung bisher nicht gewinnen konnte und kann. Vor allem der Renminbi macht dem Euro Konkurrenz, insbesondere in Südamerika, etwa in Brasilien, wo die Anteile an den gesamten Währungsreserven nach einem starken Anstieg des Renminbi inzwischen in etwa gleichauf mit dem Euro liegen.

Auch bei den weltweiten Bankenforderungen rangiert der Euro hinter dem US-Dollar unverändert auf Platz zwei: Knapp ein Drittel aller globalen Bankenforderungen ist in Euro denominiert. Andere Währungen, wie das britische Pfund oder der japanische Yen, spielen demgegenüber mit jeweils unter 10 Prozent aller weltweiten Bankenforderungen nur eine untergeordnete Rolle. Seine aufstrebende Position vor der Finanzkrise 2008, als jeweils knapp 40 Prozent der globalen Bankenforderungen in US-Dollar und Euro denominiert waren, konnte der Euro jedoch nicht halten (BIS, 2025a). Gleichwohl verdeutlicht dieser Befund das ursprünglich hohe Transaktionsvolumen und das erhebliche Vertrauen, das dem Euro in dieser Phase entgegengebracht wurde. Während insbesondere im indopazifischen Raum Bankenforderungen zunehmend nicht mehr in US-Dollar denominiert werden, gelingt es dem Euro dort bislang nicht, seine Position auszubauen. Dies ist eine Folge der Asien-Krise. Damals hatten sich viele Länder mit einem Währungsmismatch verschuldet. Die Konsequenz war, dass der Wert ihrer Verschuldung stieg, während der Wert ihrer Einnahmen sank. Eine Lehre dieser Krise war es, Währungsmismatch zu vermeiden, weshalb diese Länder sich nicht mehr in US-Dollar verschulden. Dagegen wird der Euro vor allem in Afrika und im Nahen Osten vermehrt für Bankenforderungen genutzt –allerdings weiterhin auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau (BIS, 2025a). Das liegt daran, dass Afrika zwei Währungsunionen hat, für die Frankreichs Finanzministerium eine unbegrenzte Konvertibilitätsgarantie in Euro bereitstellt.

Der Euro dominiert zudem das deutsche Exportgeschäft mit Nicht-EU-Staaten. Mehr als die Hälfte (54,7 Prozent) der Ausfuhren in Drittstaaten wurden 2025 in Euro abgewickelt (Statistisches Bundesamt, 2026), 2022 waren es noch knapp 2 Prozentpunkte mehr (55,6 Prozent, Statistisches Bundesamt, 2022). Ausfuhren in die USA wurden zu knapp 70 Prozent in US-Dollar und zu 30 Prozent in Euro abgerechnet, während deutsche Exporte nach China zu 60 Prozent in Euro gehandelt werden (Statistisches Bundesamt, 2026). Bei deutschen Importen bleibt der US-Dollar das am meisten verwendete Zahlungsmittel beim Warenhandel mit Drittstaaten, vor allem weil der Rohstoffhandel in US-Dollar abgewickelt wird. Handelsverflechtungen fördern die Nutzung alternativer Währungen als dem US-Dollar. Daher bleibt eine starke Handelskooperation mit Abkommen wie mit Mercosur, Indien und Australien ein wichtiges Instrument der EU – auch zur Positionierung des Euros auf den weltweiten Handelsmärkten.

Auch im Markt für Safe Assets nehmen die Länder des Euroraums eine zentrale Rolle ein: Der Markt für deutsche Bundesanleihen ist ein recht großer Safe-Asset-Markt, aber deutlich kleiner als der US-Treasury-Markt. Gleichzeitig sind deutsche Staatsanleihen von den Ratingagenturen besser bewertet als US-amerikanische Staatsanleihen. Die Liquidität des US-Treasury-Marktes ist jedoch um ein Vielfaches höher als das von Deutschland, Frankreich oder Italien zusammen. Somit reduziert die Fragmentierung der europäischen Staatsanleihenmärkte die Liquidität und Stabilität (SVR, 2025).

Abbildung 3-6: Weltweite Währungs- und Finanzmärkte
Anteile einzelner Währungen in Prozent



Quellen: IMF COFER; BIS Locational Banking Statistics (LBS); Swift

Die hier betrachteten Indikatoren zeigen, dass der Euro eine gefestigte und starke Position als zweitwichtigste weltweite Währung innehat (Abbildung 3-6). Gleichwohl verharrt der Euro seit zehn Jahren in dieser Position und zeigt beim Index verschiedener Leitwährungsindikatoren eine Stagnation in seiner weltweiten Bedeutung (EZB, 2025b). Rogoff (2025, 47) schlussfolgert in seinem Buch „Our Dollar, Your Problem“, dass der Euro trotz seiner Erfolge „größtenteils eine regionale Währung geblieben ist“. Dies begründet er insbesondere damit, dass im Vergleich zum US-Dollar nur wenige Länder weltweit ihre Währungen an den Euro koppeln und der Anteil der Länder mit einer (losen) Anbindung der Landeswährung an den Euro seit 1999 nicht mehr gestiegen ist. Anders als der Dollar fungiert der Euro nur in wenigen Staaten außerhalb der Europäischen Union als Wechselkursanker. Wo dies der Fall ist, liegt der Grund meist nicht in einer eigenständigen geoökonomischen Anziehungskraft des Euro, sondern in institutionellen Bindungen, etwa im Fall französischer Überseegebiete oder der CFA-Franc-Zone in West- und Zentralafrika. Hinzu kommen China und Länder wie Marokko und einige Pazifik-Staaten, die den Euro als Bestandteil eines breiteren Währungskorbs berücksichtigen (EZB, 2025b, Statistical annex).

Der Blick auf die Fakturierungspraxis im globalen Warenhandel offenbart eine weitere strukturelle Asymmetrie zugunsten des Dollars – und diese ist für die Ambition des Euro als Leitwährung von zentraler Bedeutung. In Energie-, Metall- und Agrarmärkten fungiert der Dollar als nahezu exklusive Preis- und Abwicklungswährung; dem Euro kommt global allenfalls eine untergeordnete Rolle zu. Wie dauerhaft diese Dollar-Dominanz – insbesondere auf dem Ölmarkt – ist, wird unterschiedlich beurteilt. Einerseits fehlen stichhaltige Belege für wirksame politische Initiativen zur Verringerung der Dollar-Abhängigkeit bei Ölexporten (Boz et al., 2025). Andererseits mehren sich einzelne Bestrebungen, Energie in anderen Währungen zu bepreisen: Einige indische Unternehmen begleichen russische Kohleimporte bereits in Renminbi, Saudi-Arabien signalisierte Offenheit für den Handel in Nicht-Dollar-Währungen (JP Morgan, 2025; IISS, 2023).

Auch wenn seine Führungsposition schrumpft, der US-Dollar hat kaum ernstzunehmende Konkurrenz. Die ehemalige Leitwährung, das Britische Pfund, ist als Konkurrent mittlerweile zu klein (siehe Abbildung 3-6). Eine ernsthafte Konkurrenz ist nur der Renminbi, der allerdings seine eigenen, vor allem institutionellen Schwächen verzeichnet. Einerseits hat der Renminbi durch die starke Handelsposition im Globalen Süden eine gute Ausgangslage und fungiert zunehmend als Handelswährung, jedoch weniger als Reservewährung (Renminbi mit 1,45 Prozent, siehe Abbildung 3-3). Darüber hinaus verbindet China wirtschaftliche Stärke und militärische Unabhängigkeit, was gute Voraussetzungen für eine Leitwährung und gleichzeitig die Schwachstellen der EU sind (siehe Tabelle 2-1). Andererseits zeigt der Renminbi keine volle Konvertibilität, starke Beschränkungen im Währungssektor und abgeschottete Kapitalmärkte. Eichengreen et al. (2022) argumentieren, dass sich der Renminbi auch ohne Liberalisierung des Kapitalverkehrs zu einer bedeutsamen Reservewährung entwickeln kann. Dies erfordere aber eine aktive Begleitung der Politik (Währungsswaps, Konvertibilität in US-Dollar auf Offshore-Märkten, Deckung durch Dollarreserven), was in China derzeit nicht stattfindet und politisch nicht absehbar ist. Hinzu kommen wirtschaftliche, gesellschaftliche und politische Schwächen Chinas: das deutlich langsamere Wachstum seit 2014, die demografische Schrumpfung, der kriselnde Immobiliensektor (Kunath, 2024a, 2024b), die strukturelle Unterbewertung des Renminbis (Matthes, 2025) sowie fehlende institutionelle Glaubwürdigkeit und Rechtsstaatlichkeit. Letzteres kann der Euro als einen Vorteil nutzen: Er besitzt das Potenzial, mit starken, glaubwürdigen politischen Institutionen im Vergleich zu China und USA als sicherer Hafen zu fungieren (Hüther et al., 2024).

Um jedoch zu einer ernstzunehmenden Konkurrenz für den US-Dollar aufzusteigen, fehlt dem Euro eine zentrale Voraussetzung: Neben der bislang unvollendeten Kapitalmarktunion werden Staatsanleihen der Mitgliedsländer von den Finanzmärkten nicht als gleichwertige sichere Aktiva behandelt und die gemeinsame

europäische Schuldenaufnahme während der Covid-Pandemie stellt zwar einen wichtigen institutionellen Schritt dar, bleibt jedoch gemessen am Gesamtvolumen der europäischen Staatsschulden zu gering, um einen liquiden Anleihemarkt zu schaffen. Vor diesem Hintergrund bewertet Rogoff (2025) den chinesischen Renminbi als perspektivisch stärkeren Herausforderer des US-Dollars als den Euro. Auch die chinesische Führung erkennt dieses Potenzial und formuliert offen das Ziel, eine starke internationale Währung aufzubauen, die „im internationalen Handel, bei Investitionen und auf den Devisenmärkten weit verbreitet ist und den Status einer Reservewährung erlangt“ (Gao/Yu, 2011).

Dennoch gilt: Seit seiner Einführung erschien die Option, den Euro als internationale starke Leitwährung zu positionieren, nicht mehr so realistisch wie derzeit. Die Unwägbarkeiten der US-Regierung und die Schwächen des Dollars eröffnen eine neue Möglichkeit für den Euro, den Trend hin zu einem multipolaren Währungssystem mit abnehmender Dollar-Dominanz für sich zu nutzen.

4. Euro als Wettbewerber um die internationale Leitwährung

4.1 Kann der Euro die Lücke füllen?

Die EU stellt neben den USA einen der größten Wirtschafts- und Handelsräume der Welt dar, besitzt mit der Europäischen Zentralbank eine ähnlich glaubwürdige Institution wie die US-Notenbank und zeichnet sich durch stabile rechtsstaatliche Strukturen aus. Anders als China bietet Europa offene Kapitalmärkte und eine frei konvertible Währung. Anders als die USA wird die EU in vielen Weltregionen nicht primär als geopolitischer, rücksichtsloser Hegemon wahrgenommen, sondern als regelgebundener Akteur – ein möglicher attraktiver Gegenentwurf. Nachteilig ist allerdings, dass die EU als regulatorisch komplex und intransparent wahrgenommen wird. Die Vorteile könnten in einer zunehmend fragmentierten Weltwirtschaft an Bedeutung gewinnen, wenn die EU zugleich militärische Kapazitäten aufbaut, das Völkerrecht verteidigt und neue Allianzen schmiedet. Empirische Studien deuten darauf hin, dass Handelsbeziehungen eine zentrale Rolle für die internationale Nutzung von Währungen spielen. Chinn, Ito und McCauley (2024) zeigen, dass Länder mit engen Handelsbeziehungen zur EU tendenziell höhere Euro-Anteile in ihren Währungsreserven halten. Besonders ausgeprägt ist dieser Zusammenhang bei geografisch nahen gelegenen Ländern. Für die EU folgt daraus folgende Schlussfolgerung: Wer die internationale Rolle des Euros stärken möchte, muss die wirtschaftliche Verflechtung Europas mit seinen Partnern, vor allem in der unmittelbaren Umgebung, vertiefen.

Dies spricht für eine aktive und pragmatische europäische Handels- und Investitionspolitik. Neue Handelsabkommen, engere wirtschaftliche Beziehungen zu Nachbarregionen und die Integration neuer Partner in europäische Wertschöpfungsketten würden die internationale Nachfrage nach dem Euro erhöhen. Die Bedeutung wirtschaftlicher Integration geht dabei über den Warenhandel hinaus. Iancu et al. (2022) zeigen, dass insbesondere grenzüberschreitende Finanzbeziehungen einen erheblichen Einfluss auf die Wahl von Reservewährungen besitzen. Wo Banken, Investoren und Unternehmen intensiv mit der EU verflochten sind, steigt auch die Wahrscheinlichkeit, dass der Euro als Reserve- und Transaktionswährung genutzt wird.

Soll der Euro stärker positioniert werden, muss die EU einen ausreichend tiefen und liquiden Kapitalmarkt schaffen. Der amerikanische Markt für Staatsanleihen besitzt mit einem Volumen von inzwischen rund 28 Billionen US-Dollar eine Tiefe und Liquidität, die weltweit einzigartig ist. Anders als in der EU bestehen hier liquide Marktsegmente für alle Laufzeiten der Zinsstrukturkurve. Hierdurch sind Referenzzinssätze entlang der gesamten Zinsstrukturkurve aufgrund eines liquiden Marktes und der daraus folgenden hohen Datenqualität gut bestimmbar, was maßgeblich zur Entwicklung anderer Segmente des Kapitalmarkts beiträgt. Für Zentralbanken und institutionelle Investoren bietet der US-Kapitalmarkt einen nahezu unerschöpflichen Pool sicherer und jederzeit handelbarer Vermögenswerte. Diese Funktion ist ein zentraler Pfeiler der Dominanz des US-Dollars. Wer eine internationale Reservewährung bereitstellen will, muss der Welt zugleich einen ausreichend großen Vorrat an sicheren Finanzaktiva anbieten. Hier liegt eine der größten Schwächen der EU.

Zwar verfügen einzelne Mitgliedstaaten wie Deutschland oder die Niederlande über Staatsanleihen mit hoher Bonität. Aus Sicht internationaler Investoren bleibt der Markt jedoch entlang von Ländergrenzen fragmentiert. Statt eines einheitlichen europäischen Referenzwerts existieren zahlreiche nationale Zinsstrukturkurven mit unterschiedlichen Risikoprofilen. Die Schaffung eines integrierten europäischen Kapitalmarkts durch die Kapitalmarktunion wären wichtige Schritte zur Überwindung dieser Fragmentierung. Hinzu kommt ein Nachfrageüberhang nach Safe Assets, die dem Euro strategische Möglichkeiten bieten. Caballero et al. (2017) haben gezeigt, dass das globale Angebot an Safe Assets die Nachfrage – getrieben durch sparfreudige

Schwellenländer wie China – strukturell nicht befriedigen kann; Bernanke (2005) beschrieb diese Dynamik als globale Sparschwemme. Durch die Emission von Safe Assets könnte die EU erstmals ein ernsthaftes Angebot bereitstellen, um diese Lücke als ein ernstzunehmender und zuverlässiger Emittent zu schließen.

Der entscheidende Hebel dürfte die Schaffung einer gemeinsamen europäischen Marktinfrastuktur für die Emission von Staatsanleihen sowie gemeinsame europäische Anleihen sein. Die Diskussion über Eurobonds wird häufig unter fiskalpolitischen Gesichtspunkten geführt. Tatsächlich besitzt sie jedoch eine erhebliche geopolitische Dimension. Ein großer Markt für gemeinsame europäische Staatsanleihen würde Europa erstmals in die Lage versetzen, sichere Vermögenswerte in einer Größenordnung bereitzustellen, die mit amerikanischen Staatsanleihen konkurrieren kann. Die Debatte sollte deshalb nicht ausschließlich als Frage innereuropäischer Solidarität verstanden werden, sondern ebenso als strategische Entscheidung über die zukünftige Stellung Europas im internationalen Währungssystem und folglich um die Neubewertung des eigenen Geschäftsmodells.

Allerdings ist mit der bloßen Existenz von EU-Anleihen noch nicht entschieden, ob Europa tatsächlich einen tiefen Kapitalmarkt bilden kann. Denn diese Anleihen sind bisher ein neues Nischensegment. Da ist die Nachfrage erst einmal gering. Pallara et al. (2025) zeigen für die von der Europäischen Kommission emittierten Eurobonds (NextGenerationEU), dass deren Renditen oberhalb eines theoretisch angemessenen Niveaus liegen; unter der Annahme einer als „jointly guaranteed“ verstandenen Emission läge der modellimplizierte Eurobond-Zins im Durchschnitt um rund 40 Basispunkte niedriger als der tatsächlich beobachtete. Die Nachfrage nach diesen Anleihen war aufgrund ihrer geringen Volumina erst einmal gering. Der Abstand ist Ausdruck einer noch unvollständigen Marktarchitektur: unzureichende Liquidität, eine Inconvenience-Prämie, das Fehlen von Primary Dealers und vor allem die Unsicherheit über die Verstetigung gemeinsamer Emissionen nach dem Auslaufen temporärer Programme verhindern bislang, dass Eurobonds bereits wie ein voll akzeptiertes europäisches Safe Asset handeln.

Daraus folgen für den Euro als Leitwährung mehrere Bedingungen:

- Es wird eine gemeinsame europäische Emissionsinfrastruktur benötigt, die eine europäische Emissionsstrategie verfolgt. Im Vordergrund sollte hier nicht die Finanzierung von Staaten, sondern die Schaffung einer liquiden europäischen Zinsstrukturkurve sein, um europäische Referenzzinssätze zu etablieren. Im Idealfall würden keine nationalen Emissionsinfrastrukturen genutzt werden, um Fragmentierungen in diesem Markt auszuschließen.
- Zudem braucht es einen planbaren, stetigen Emissionspfad (politisch am ehesten über gemeinsame Investitionsprogramme (Hüther et al., 2023)), damit Marktteilnehmer eine dauerhaft tiefe und liquide Zinsstrukturkurve erwarten können; zweitens ist eine Regel zur Distribution der aggregierten Vorteile von gemeinsamer Emission erforderlich, weil für fiskalisch besonders solide Länder die modellbasierte Eurobond-Rendite strukturell über der Bund-Rendite liegen kann und ohne Kompensation die Koalition für eine permanente gemeinsame Emission fragil bleibt.

Für Länder mit bislang niedrigen Renditen auf Staatsanleihen – allen voran Deutschland und die Niederlande – liegt der Anreiz zur Beteiligung an einer gemeinsamen Emission daher weniger im kurzfristigen fiskalischen Kalkül als vielmehr im strategischen Langfristinteresse. Denn die fiskalischen Kurzfristanreize fallen für diese Länder strukturell negativ aus: Eine modellbasierte Eurobond-Rendite läge für sie oberhalb der jeweiligen nationalen Staatsanleiherendite, sodass sie zunächst höhere Finanzierungskosten tragen. Der entscheidende Anreiz liegt stattdessen darin, den Euro als internationale Leitwährung zu stärken und einen glaubwürdigen

sicheren Hafen für globale Kapitalanleger zu schaffen. Ein starker Euro wird die Finanzierungskosten langfristig durch eine höhere Nachfrage nach Euro-Anleihen senken, die strategische Autonomie Europas stärken und europäischen Unternehmen über eine tiefe und liquide Euro-Zinsstrukturkurve den Zugang zu internationalen Kapitalmärkten erleichtern.

Dem stünden zwar mögliche Aufwertungseffekte gegenüber, die die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Exporten belasten könnten. Allerdings muss eine Aufwertung des Euros bei gleichzeitig sinkenden Finanzierungskosten und gestärkter Binnennachfrage in der Eurozone per Saldo für exportorientierte Volkswirtschaften wie Deutschland oder die Niederlande nicht zwingend nachteilig sein. Die Erfahrungen der USA zeigen überdies, dass die Vorteile einer internationalen Leitwährung – niedrige Finanzierungskosten, geopolitischer Einfluss und die Fähigkeit zur Steuerung globaler Liquidität – die damit verbundenen Kosten strukturell übersteigen.

Europa verfügt somit über eine historisch günstiges Zeitfenster. Die gegenwärtigen Zweifel an der amerikanischen Führungsrolle eröffnen Möglichkeiten, die es in dieser Form seit Einführung des Euro nicht gegeben hat. Ob daraus tatsächlich ein stärkeres internationales Gewicht des Euros erwächst, hängt jedoch weniger von den Schwächen der USA als von der Fähigkeit Europas ab, die notwendigen politischen Entscheidungen zu treffen. Eine Vertiefung der Kapitalmarktunion, die Schaffung gemeinsamer sicherer Vermögenswerte, eine aktive Handels- und Investitionspolitik sowie die Verteidigung und Durchsetzung einer regelbasierten internationalen Ordnung auf Basis internationalen Rechts (mindestens im eigenen Macht- und Einflussbereich) würden die globale Rolle des Euros stärken.

4.2 Umsetzung: Europäischer Anleihenmarkt

Qualitativ hochwertige Benchmarkzinssätze sind für die Tiefe eines Kapitalmarkts essenziell. Dies ist ein sich selbst verstärkender Prozess. Liquide Märkte erlauben eine robuste Ermittlung der Benchmarks und qualitativ hochwertige Benchmarks ziehen Liquidität an. Denn die Zinsstrukturkurve liefert die Benchmarks für alle anderen Wertpapiere. Sie ist für Investoren unverzichtbar.

Die Zinsstrukturkurve für die Renditen auf US-Treasuries lässt sich tendenziell robuster und einheitlicher ermitteln als die Zinsstrukturkurven der Mitgliedsländer im Euroraum. Der Hauptgrund liegt in der Tiefe und der Liquidität des US-Kapitalmarkts. Zudem gibt es für die US-Treasuries mit dem US-Finanzministerium eine einzige staatliche Schuldenagentur, die über die gesamte Laufzeitenstruktur hinweg eine sehr tiefe, liquide und homogene Benchmark-Kurve bereitstellen kann. Die durchschnittliche Laufzeit liegt bei 71 Monaten (Peter G. Peterson Foundation, 2025). Im Euroraum verfügt jedes Mitgliedsland über seine eigene Schuldenagentur, welche eigene Emissionsstrategien verfolgt und häufig über eigene Primary Dealers, das heißt Käufer am Primärmarkt verfügt. Deshalb existieren in der Eurozone mehrere nationale Staatsanleihemärkte nebeneinander, die sich nicht nur in ihrer Liquidität und ihren Risikoaufschlägen, sondern auch über produktspezifische Unterschiede, wie national präferierte Laufzeiten oder Inflationsindexierungen, aber auch unterschiedliche nationale Rechtsrahmen unterscheiden. Deshalb existiert keine „Euro-Zinsstrukturkurve“, sondern eine Bund-Kurve, eine OIS-Kurve, eine Swap-Kurve oder eine modellbasierte synthetische risikofreie Kurve für den Euroraum.

Diese Fragmentierung erschwert nicht nur die technische Schätzung der Zinsstrukturkurve, sondern auch ihre ökonomische Interpretation. In den USA spiegeln Renditeunterschiede zwischen Laufzeiten vor allem

Inflationserwartungen, Terminprämien und Liquiditätsprämien innerhalb eines einheitlichen Treasury-Markts wider. Im Euroraum überlagern sich dagegen zusätzlich länderspezifische Kreditrisiken, Knappheitseffekte und in Krisenzeiten auch Fragmentierungs- oder Redenominationsrisiken. Es fehlt dem Euroraum somit eine einheitliche staatliche Benchmark von der Qualität der Zinsstrukturkurve des Treasury-Markts.

Unterschiedliche Rechtsrahmen

Die Rechte von Anleihegläubigern unterscheiden sich in Common-Law-Systemen, wie sie in den USA und dem Vereinigten Königreich bestehen, und Civil-Law-Systemen, wie sie in Deutschland, Frankreich und Italien vorzufinden sind. Im Common Law ist das Vertragsrecht die Grundlage für die Emission (La Porta et al., 1998). Gerichte spielen in diesem Rechtssystem eine herausragende Rolle, da sie diese Verträge interpretieren und durch Präzedenzfälle weiterentwickeln. Das Common Law ist in der Regel investorenfreundlicher, was dazu beigetragen hat, dass die USA und das Vereinigte Königreich, speziell das Finanzzentrum London, eine herausragende Rolle im Finanzsystem spielen.

Im Civil-Law-Raum ist die Emission stärker in das nationale gesetzliche Umfeld eingebettet (La Porta et al., 1998). Das bedeutet, dass deutsche Bundesanleihen deutschem Recht unterliegen, französische OATs französischem Recht, italienische BTPs italienischem Recht usw. Viele Aspekte der Gläubigerrechte – etwa Verfahren zur Koordination oder zu Mehrheitsentscheidungen – sind durch Gesetze vorgegeben. Dies trägt in der EU zur Fragmentierung entlang von Ländergrenzen bei.

Ein besonders wichtiger Unterschied zeigt sich in der Koordination der Gläubiger, welche in Krisenzeiten wichtig ist. So wird diese im Common Law häufig über ein Treuhändersystem organisiert, in dem ein Trustee die Rechte der Gläubiger bündelt und sie kollektiv durchsetzt (ICMA, o. J.). Im Civil Law existiert ein solches Trustee-Modell traditionell nicht oder nur eingeschränkt (Buchheit, 2018; Buchheit/Gulati, 2018). Stattdessen erfolgt die Koordination häufig über gesetzlich geregelte Gläubigerversammlungen, in denen Mehrheitsentscheidungen getroffen werden können. Diese Unterschiede wirken sich besonders bei Umschuldungen aus. Vor der Staatsschuldenkrise im Euroraum waren die Collective Action Clauses (CACs) nicht einheitlich geregelt und wurden unterschiedlich oder gar nicht verwendet, was die starke Fragmentierung der europäischen Märkte während der Euro-Krise begünstigt hat. Seit 2013 wurden jedoch Eurozonen-weit standardisierte CACs eingeführt, die für alle neu emittierten Staatsanleihen gelten. Diese erlauben es einer qualifizierten Mehrheit der Gläubiger, restrukturierungsrelevante Entscheidungen zu treffen, die dann für alle bindend sind. Seit der Reform des Europäischen Stabilitätsmechanismus wurden diese Klauseln weiter vereinheitlicht („single-limb CACs“), wodurch Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten in diesem Punkt deutlich reduziert wurden (Martinelli, 2016). Trotzdem bleiben gewisse nationale Unterschiede in der konkreten rechtlichen Einbettung und Interpretation bestehen. Diese institutionelle Reform hat zur Integration des Marktes beigetragen, konnte jedoch die Fragmentierung nicht ganz beseitigen.

Emissionsstrategien

In den USA emittiert das US-Finanzministerium (U.S. Treasury) Staatsanleihen auf Bundesebene. Zwar emittieren auch die Bundesstaaten eigene Anleihen. Deren Märkte sind aber nicht so tief und liquide, wie der Markt für US-Treasuries. Während in der EU 27 Länder und die Europäische Kommission Staatsanleihen mit teils sehr unterschiedlichen Emissionsstrategien emittieren, existiert für die US Treasuries eine einheitliche Emissionsstrategie, die auf die Gesamtfinanzierung des Bundes ausgerichtet ist (Driessen, 2024). Zur

Fragmentierung des Marktes in der Eurozone trägt bei, dass mehrere Emittenten parallel agieren, teils mit unterschiedlichen Zielgruppen und Emissionszielen.

Ein wesentlicher Unterschied in den Emissionsstrategien betrifft die Stückelungen der Anleihen und deren Laufzeiten. So verfolgen einige Länder der Eurozone Emissionsstrategien mit klar definierten Laufzeiten, hoher Fungibilität und relativ einfachen Vertragsstrukturen. Die Bundesrepublik fokussiert sich beispielsweise bei ihren Emissionen auf wenige, sehr liquide Referenzanleihen mit klar definierten Laufzeiten (z. B. 2, 5, 10, 30 Jahre), die regelmäßig aufgestockt werden (Deutsche Bundesbank, 2007). Andere Länder emittieren beispielsweise inflationsindexierte Anleihen. Dies ist eine stärker nachfrageorientierte Strategie, bei der der Fokus auf Marktbedingungen und Investoreninteressen liegt (Copin / Dalbard, 2022; Dipartimenti del Tesoro, 2026).

Frankreich emittiert in großem Umfang inflationsindexierte Anleihen (OATi, OAT€i) und hat diese Marktsegmente aktiv entwickelt. Italien ist ebenfalls bekannt für eine breite Palette an Produkten, darunter auch speziell auf Privatanleger zugeschnittene Instrumente (z. B. BTP Italia). Deutschland hingegen hält die Produktpalette vergleichsweise schmal und konzentriert sich stärker auf standardisierte nominale Anleihen (Deutsche Bundesbank, 2007; Copin / Dalbard, 2022; Dipartimenti del Tesoro, 2026).

Emissionsmethoden

Die USA führen Emissionen fast ausschließlich über standardisierte Auktionen mit klar angekündigten Emissionskalendern durch (Driessen, 2024). Diese erfolgen als Sealed-Bid, Single Price Auktionen. Dabei wird jede Auktion mehrere Tage im Voraus vom Finanzministerium angekündigt (Fabozzi / Fleming, 2004).

Diese Regelmäßigkeit trägt entscheidend zur Vorhersehbarkeit und Liquidität des Marktes bei. Im Euroraum sind die Verfahren hingegen heterogener. Deutschland setzt auf Auktionsverfahren, die regelmäßig und in standardisierten Formaten durchgeführt werden. Frankreich und einige andere Länder nutzen zusätzlich oder alternativ Syndikationen, insbesondere bei der Einführung neuer Laufzeiten oder sehr langfristiger Anleihen. Die Europäische Kommission nutzt Syndikationen für die Emission ihrer Anleihen. Dabei platziert eine Gruppe von Primärhändlern Anleihen direkt bei den Anlegern, wodurch eine breitere Anlegerbasis angesprochen wird (Europäische Kommission, 2026).

Organisation der Primärmärkte

Die Emissions- und Marktinfrastruktur von Staatsanleihen unterscheidet sich deutlich zwischen den USA sowie Deutschland, Frankreich und Italien. Die US-Primärmärkte werden über ein Netzwerk von sogenannten Primary Dealers abgewickelt, die verpflichtet sind, an Auktionen teilzunehmen und Liquidität im Sekundärmarkt bereitzustellen (Driessen, 2024; Fabozzi / Fleming, 2004).

Die sogenannten Primary Dealers der Federal Reserve Bank of New York sind eine klar definierte Gruppe von Finanzinstituten, die strengen Anforderungen unterliegen. Sie sind verpflichtet, regelmäßig und in erheblichem Umfang an Auktionen von US-Treasuries teilzunehmen und gleichzeitig aktiv Liquidität im Sekundärmarkt bereitzustellen. Darüber hinaus fungieren sie als zentrale Gegenparteien der Federal Reserve bei geldpolitischen Operationen. Dieses System schafft eine enge Verzahnung zwischen Staatsanleiheemission, Sekundärmarktliquidität und Geldpolitik (Driessen, 2024; Fabozzi / Fleming, 2004).

Im Euroraum sind die Primärmärkte heterogener, da es keine einheitliche Schuldenagentur gibt. Die Mitgliedstaaten der EU verfügen jeweils über eigene Schuldenagenturen und Primary-Dealer-Systeme, die ihre Staatsanleihen emittieren und platzieren (Deutsche Bundesbank, 2007; Copin / Dalbard, 2022; Dipartimento del Tesoro, 2026).

Laufzeitenstruktur

In den USA ist die Laufzeitstruktur vollständig ausgebaut. Kurzfristige Treasury Bills haben Laufzeiten von wenigen Wochen bis zu einem Jahr, während Treasury Notes typischerweise mittlere Laufzeiten im Bereich von zwei bis zehn Jahren abdecken. Hinzu kommen langfristige Treasury Bonds mit Laufzeiten von 20 bis 30 Jahren. Diese klare Segmentierung wird durch eine regelmäßige und vorhersehbare Emissionspolitik unterstützt, sodass für nahezu jede Laufzeit ein liquider Referenzzins existiert. Die Laufzeitenkurve dient dadurch als zentrale Benchmark für das gesamte Finanzsystem. Die Tiefe und Kontinuität der US-Laufzeitenstruktur ist ein wesentlicher Faktor für die Dominanz des Treasury-Marktes (Driessen, 2024; Fabozzi / Fleming, 2004).

Im Euroraum ist die Zinsstrukturkurve weniger vollständig. Die Bundesrepublik emittiert hauptsächlich im Bereich von 2, 5, 10 und 30 Jahren. Zwischenlaufzeiten existieren zwar, spielen jedoch eine geringere Rolle. Neben den klassischen kurz-, mittel- und langfristigen Segmenten ist Frankreich besonders aktiv im Bereich sehr langer Laufzeiten und baut gezielt eine ausgeprägte Kurve zwischen 10 und 30 Jahren auf. Italien weist die größte Flexibilität und Diversität in der Laufzeitenstruktur auf. Die Emissionen reichen von sehr kurzfristigen Instrumenten bis hin zu langfristigen Anleihen, wobei die konkrete Ausgestaltung stärker an den Anforderungen des Schuldenmanagements orientiert ist (Deutsche Bundesbank, 2007; Copin / Dalbard, 2022; Dipartimento del Tesoro, 2026).

Bedeutung im Finanzsystem

Ein weiterer wichtiger Unterschied betrifft die Integration der Märkte und die Rolle der Anleihen im Finanzsystem. Im Euroraum hingegen führt die Koexistenz mehrerer nationaler Schuldenagenturen zu einer Fragmentierung. Der Repo-Markt – also der Markt für besicherte kurzfristige Finanzierungen – ist ein zentrales Element moderner Finanzsysteme und unterscheidet sich erheblich zwischen den USA sowie Deutschland, Frankreich und Italien. In den USA ist der Repo-Markt hochgradig integriert, standardisiert und liquide. Die zentrale Rolle spielen US-Treasuries als nahezu universell akzeptierte Sicherheiten. Aufgrund ihrer Homogenität, Bonität und hohen Verfügbarkeit können sie in großem Umfang und nahezu friktionsfrei im Repo-Markt eingesetzt werden. Seine Größe lag im 3. Quartal 2025 bei durchschnittlich 12,6 Billionen US-Dollar pro Tag (Cenicola et al., 2025). Wichtige Intermediäre wie Clearingbanken sorgen für effiziente Abwicklung, Risikomanagement und Netting von Positionen. Die Preisbildung ist eng mit der Geldpolitik verbunden, da die Federal Reserve Bank of New York über Repo-Operationen direkt auf kurzfristige Zinsen einwirkt. Insgesamt zeichnet sich der US-Repo-Markt durch ein hohes Maß an Standardisierung, geringe Fragmentierung und eine zentrale Rolle im globalen Finanzsystem aus.

Im Euroraum ist der Repo-Markt dagegen strukturell fragmentierter, da es keinen einheitlichen Safe Asset gibt. Stattdessen beeinflusst die Qualität der jeweiligen Staatsanleihe die Bedingungen im Repo-Markt unmittelbar. Deutschland nimmt hier eine Sonderrolle ein: Bundesanleihen gelten als wichtigste Sicherheiten im Euroraum und sind im Repo-Markt besonders gefragt. Dadurch handeln sie häufig zu niedrigeren Repo-Sätzen, da Marktteilnehmer bereit sind, einen Preis zu zahlen, um diese hochwertigen Sicherheiten zu erhalten. Der europäische Repo-Markt hatte im Juni 2005 eine Größe von 12,3 Billionen Euro (Odendall et

al., 2025). Dies entspricht in etwa der Größe des US-Markts. Die nationalen Märkte weisen aber eine unterschiedliche Liquidität auf, was in direkter Verbindung zur Liquidität der nationalen Märkte für Staatsanleihen steht. Der deutsche Repo-Markt ist eng mit internationalen Finanzmärkten verflochten und erheblich liquider als die Repo-Segmente anderer Euroländer. Frankreich nimmt eine Zwischenstellung ein. Französische Staatsanleihen sind ebenfalls hochliquide und werden im Repo-Markt breit akzeptiert, allerdings nicht in dem Maße wie deutsche Bonds. Italienische Staatsanleihen (BTPs) werden zwar in großem Umfang im Repo-Markt genutzt, unterliegen jedoch stärkeren Schwankungen in ihrer Akzeptanz und Bewertung als Sicherheiten. In Phasen erhöhter Unsicherheit steigen die verlangten Abschläge („Haircuts“) und die Finanzierungskosten im Repo-Markt deutlich an. Dies spiegelt das höhere Kreditrisiko und die stärkere Sensitivität gegenüber Marktstimmungen wider. Der italienische Repo-Markt ist zwar groß, aber weniger stabil und stärker zyklisch als die entsprechenden Märkte in Deutschland und Frankreich.

Sekundärmärkte

Ein grundlegender Unterschied besteht zunächst in der Marktintegration und Markttiefe. Der Sekundärmarkt für US-Treasuries ist der weltweit größte und liquideste Anleihemarkt. Er zeichnet sich durch eine extrem hohe Handelsaktivität, enge Geld-Brief-Spannen und eine nahezu durchgehende Handelbarkeit über alle Laufzeiten hinweg aus (Fabozzi / Fleming, 2004). Diese Liquidität entsteht durch die Bündelung aller Emissionen in einem einheitlichen Markt sowie durch die zentrale Rolle von US-Treasuries als globaler Referenzzins und wichtigstes Sicherheiteninstrument. Marktteilnehmer aus aller Welt handeln Treasuries aktiv, wodurch eine sehr effiziente Preisbildung gewährleistet ist. Zudem ist der Markt stark durch elektronische Handelsplattformen geprägt und weist eine hohe Standardisierung auf.

Im Euroraum ist der Sekundärmarkt für Bundesanleihen das liquideste Segment. Er erfüllt die Funktion eines Safe Asset-Marktes. Bunds weisen sehr enge Spreads und hohe Handelsvolumina auf und werden intensiv im Interbanken- und Repo-Markt genutzt. Frankreich verfügt ebenfalls über einen tiefen und liquiden Sekundärmarkt für Staatsanleihen. Im Vergleich zu Deutschland ist die Liquidität jedoch etwas weniger auf einzelne Benchmark-Papiere konzentriert und stärker über verschiedene Laufzeiten und Instrumente verteilt. Der Sekundärmarkt für italienische Staatsanleihen ist zwar groß und grundsätzlich liquide, weist jedoch eine höhere Volatilität und stärkere Abhängigkeit von Marktstimmungen auf. Zudem ist der Markt stärker segmentiert, da verschiedene Investorenklassen – etwa Banken und inländische Haushalte – eine größere Rolle spielen.

Ein weiterer wichtiger Unterschied betrifft die Struktur der Marktteilnehmer und Handelsmechanismen. In den USA dominieren große internationale Investmentbanken als Market Maker, unterstützt durch ein dichtes Netzwerk von Primary Dealers und elektronischen Handelsplattformen. Die hohe Standardisierung erleichtert Arbitrage und sorgt für eine sehr effiziente Preisbildung über alle Laufzeiten hinweg. Im Euroraum bestehen zwar ähnliche Strukturen, doch sind sie national organisiert und weniger homogen. In Deutschland ist der Markt stark auf institutionelle Investoren und Banken fokussiert, während Frankreich stärker international diversifiziert ist. Italien weist zusätzlich eine bedeutende Beteiligung inländischer Banken und Privatanleger auf, was die Marktstruktur heterogener macht.

Diese Unterschiede zeigen, dass die EU eine einheitliche Marktinfrastruktur mit einer einheitlichen Emissionsstrategie benötigt, um einen liquiden und integrierten Markt für Staatsanleihen und eine EU-Zinsstrukturkurve zu erreichen.

4.3 Eurobonds: Vorschläge und Konzepte

Ist ein harmonisierter Markt für Euro-Staatsanleihen möglich?

Ein vollständig harmonisierter europäischer Markt für Staatsanleihen ist grundsätzlich möglich, sofern bestehende Friktionen abgebaut werden. Zwar existiert heute bereits eine gewisse Harmonisierung durch die gemeinsame Währung, welche Wechselkursrisiken innerhalb des Euroraums beseitigt und eine einheitliche Geldpolitik schafft. Darüber hinaus wurden nach der Staatsschuldenkrise wichtige institutionelle Reformen umgesetzt, etwa die Einführung standardisierter Collective Action Clauses.

Dennoch bestehen Grenzen für eine vollständige Harmonisierung. Dabei liegt der zentrale Unterschied zu vollständig integrierten Märkten wie in den USA darin, dass der Euroraum keine Fiskalunion ist. Die Mitgliedstaaten verfügen über die Haushaltsautonomie und emittieren Schuldtitel eigenständig. Daraus resultieren unterschiedliche Kreditrisiken, divergierende fiskalpolitische Strategien und unterschiedliche institutionelle Glaubwürdigkeit. Solange diese Unterschiede bestehen, werden Staatsanleihen der Euro-Mitgliedsländer keine Substitute darstellen, sondern in einer impliziten Rangordnung stehen. Diese zeigt sich etwa in Renditespreads, in der Nutzung als Sicherheiten im Finanzsystem und in der Liquidität der einzelnen Märkte.

Ein eng damit verbundenes Problem ist das Fehlen eines gemeinsamen europäischen Safe Asset, bzw. eines zu kleinen Marktes für Bundesanleihen, die die Rolle der Safe Assets übernehmen. Andere Staatsanleihen, etwa aus Frankreich oder Italien, weisen unterschiedliche Risikoprofile auf und werden entsprechend unterschiedlich bewertet. Diese Hierarchie erschwert die Entwicklung eines einheitlichen Marktes.

Alternativ ist auch eine schrittweise oder funktionale Harmonisierung denkbar, ohne vollständige Fiskalunion. Dazu könnten Maßnahmen gehören wie eine stärkere Standardisierung der Emissionspraktiken, die weitere Integration der Kapitalmärkte im Rahmen der Kapitalmarktunion oder die Ausweitung gemeinsamer Instrumente wie europäischer Anleihen auf supranationaler Ebene (z. B. durch EU-Programme). Solche Ansätze könnten die Fragmentierung reduzieren, ohne sie vollständig zu beseitigen.

Daraus folgt, dass ein vollständig harmonisierter Markt für Staatsanleihen im Euroraum theoretisch möglich, praktisch jedoch politisch und institutionell anspruchsvoll ist. Realistischer ist auf absehbare Zeit ein System, das durch partielle Integration und fortbestehende nationale Unterschiede geprägt ist. Die Zukunft des europäischen Staatsanleihemarktes hängt daher weniger von rein technischen Anpassungen als vielmehr von der Frage ab, wie weit die europäische Integration politisch voranschreiten wird.

Ein 28. Regime für Staatsanleihen

Ein sogenanntes „28. Regime“ für Staatsanleihen in der Europäischen Union – also ein optionaler einheitlicher Rechts- und Emissionsrahmen neben den bestehenden nationalen Systemen – ist konzeptionell und rechtlich grundsätzlich möglich, würde aber in der Praxis auf erhebliche ökonomische und politische Grenzen stoßen, denn die Staaten müssten ihre nationalen Schuldenpolitiken aufgeben, damit dieser Emissionsrahmen ausreichend genutzt wird und ein liquider Markt entsteht. Außerdem besteht das Problem, dass nicht alle Länder der EU zugleich Teil des Euroraums sind, sodass weiterhin Wechselkursrisiken bestehen. Ein solches 28. Regime wäre daher eher als ein inkrementeller Integrationsschritt zu verstehen, nicht als vollständige Lösung für die Fragmentierung der europäischen Staatsanleihemärkte, da die Mitgliedstaaten immer noch einen Anreiz hätten, ihre nationalen Emissionsrahmen zu verwenden.

Ein solches Regime würde darauf abzielen, dass Mitgliedstaaten ihre Staatsanleihen freiwillig nach einem einheitlichen europäischen Rechtsrahmen emittieren würden. Dieser Rahmen könnte standardisierte Vertragsbedingungen umfassen – etwa identische Collective Action Clauses, harmonisierte Gläubigerrechte, einheitliche Dokumentationsstandards sowie gemeinsame Regeln für Emission, Abwicklung und Handel. In anderen Bereichen des europäischen Binnenmarkts existieren bereits vergleichbare Modelle, bei denen ein optionales supranationales Regime parallel zu nationalem Recht angeboten wird. Ein solches System würde aber ebenfalls eine einheitliche europäische Schuldenagentur benötigen. Möglicherweise wäre dieses System für kleinere Euro-Mitgliedsländer vorteilhafter gegenüber ihren nationalen Systemen, da sie Zugang zu einer größeren Anzahl an Investoren erhalten könnten. Gleichzeitig ist es aber fraglich, ob die größeren Länder ihre etablierten Systeme aufgeben.

Aus ökonomischer Sicht hätte ein 28. Regime mehrere potenzielle Vorteile. Denn durch einheitliche Regeln und Vertragsstrukturen würde die Vergleichbarkeit von Staatsanleihen erhöht, Transaktionskosten für Investoren könnten sinken und die Marktintegration würde verbessert. Dies wäre ein erster Schritt zur Schaffung eines tieferen Anleihemarktes. Auch im Repo-Markt, das heißt bei der Nutzung von Staatsanleihen als Sicherheiten, könnte eine gewisse Harmonisierung Effizienzgewinne erzeugen. Es würde aber eine gemeinsame europäische Schuldenagentur benötigen, welche eine europäische Zinsstrukturkurve erzeugen könnte. Ob für die gesamten Laufzeiten eine liquide Zinsstrukturkurve erreichbar ist, ist jedoch fraglich. Ein 28. Regime könnte zwar die formale Struktur von Anleihen angleichen, doch würde es nicht automatisch ein einheitliches risikofreies Instrument schaffen. Deutsche Staatsanleihen würden aufgrund ihrer hohen Bonität weiterhin eine besondere Rolle spielen, während Anleihen anderer Staaten höhere Risikoprämien tragen würden. Dies wirft die Frage auf, ob ein solches Pooling von Staatsanleihen für Deutschland Sinn machen würde und ob sich Deutschland an einem solchen europäischen Projekt beteiligen würde. Die bestehende Hierarchie im Finanzsystem – etwa im Repo-Markt oder bei der Nutzung als Sicherheiten – würde daher fortbestehen.

Gleichzeitig würde ein 28. Regime jedoch zentrale strukturelle Probleme des Euroraums nicht lösen. Der wichtigste Punkt ist, dass selbst bei vollständig harmonisierten Vertrags- und Emissionsregeln die Kreditrisiken der Staaten unterschiedlich hoch bleiben, was auch ökonomisch Sinn macht, da es die Marktdisziplin stärkt. Die Renditeabstände zwischen deutschen, französischen oder italienischen Staatsanleihen spiegeln nicht primär Unterschiede im Vertragsdesign wider, sondern Unterschiede in fiskalischer Lage, politischer Stabilität und wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit. Ein einheitlicher Rechtsrahmen würde diese fundamentalen Unterschiede nicht beseitigen. Entsprechend würden die Anleihen weiterhin unterschiedlich bewertet, und ein vollständig integrierter Markt im Sinne homogener Preise wäre nicht erreichbar.

Ein weiterer kritischer Punkt ist die Marktakzeptanz. Ein 28. Regime wäre nur dann erfolgreich, wenn Investoren die entsprechenden Anleihen als hinreichend standardisiert und vertrauenswürdig wahrnehmen. Besteht jedoch weiterhin Unsicherheit über rechtliche Durchsetzbarkeit, politische Risiken oder die Rolle des Regimes im Krisenfall, könnte dies sogar zu einer Segmentierung führen, bei der nationale und europäische Emissionen parallel existieren, ohne dass sich die Liquidität tatsächlich bündelt.

Vor diesem Hintergrund erscheint ein 28. Regime am ehesten als Zwischenlösung zwischen dem Status quo und einer vollständigen Fiskalunion. Es könnte helfen, rechtliche und technische Unterschiede zu reduzieren und damit die Integration der Kapitalmärkte voranzutreiben. Gleichzeitig würde es jedoch nicht die grundlegenden ökonomischen und politischen Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten aufheben. Eine echte Angleichung der Staatsanleihemärkte im Sinne eines einheitlichen, voll integrierten Marktes wäre letztlich nur

durch weitergehende Schritte möglich, insbesondere durch eine stärkere fiskalische Integration und möglicherweise gemeinsame Schuldtitel. Insgesamt lässt sich daher festhalten: Ein 28. Regime für Staatsanleihen in der EU ist prinzipiell realisierbar und könnte die Marktintegration verbessern, doch seine Wirkung wäre begrenzt. Es würde die Form der Märkte vereinheitlichen, nicht aber deren ökonomische Substanz.

Investitionsunion als struktureller Anker für Eurobonds

Der politisch und ökonomisch überzeugendste Weg zu einem wachsenden Volumen echter Eurobonds führt über eine europäische Investitionsunion für Infrastrukturnetze (grenzüberschreitende Infrastrukturprojekte mit europäischem Mehrwert wie z. B. Energienetze) und dem Aufbau einer Verteidigungsunion. Dieser Ansatz hat den entscheidenden Vorteil, dass er die Ausgabe gemeinsamer Anleihen an einen konkreten, produktiven Verwendungszweck knüpft und damit dem zentralen politischen Einwand gegen Eurobonds – die Sorge vor einer unkontrollierten Schuldenvergemeinschaftung – entgegenhält, dass die Verschuldung in Wachstum generierende oder sicherheitsrelevante Investitionen fließt. Somit würden nicht nur Länder mit hoher Staatsverschuldung profitieren, sondern die europäische Gemeinschaft insgesamt. Fraglich ist aber, ob der Markt ein Nischendasein führt oder stark genug wachsen kann, um eine liquide Zinsstrukturkurve zu erzeugen.

Wenn Eurobonds nicht zur Finanzierung laufender Staatsausgaben, sondern ausschließlich zur Finanzierung europäischer Infrastrukturnetze oder dem Aufbau gemeinsamer kollektiver Verteidigung eingesetzt werden, entsteht ein klarer Nexus zwischen Emission und realwirtschaftlichem Nutzen. Nachdem die Lücke beim Aufbau einer europäischen Verteidigungsunion geschlossen ist, sollte die langfristige Verteidigungsfinanzierung über den Haushalt, also steuerbasiert, erfolgen. Gleichzeitig könnte eine Aufnahme von Eurobonds für europäische Investitionen perspektivisch die Beiträge der Mitgliedstaaten an den EU-Haushalt reduzieren – mit entsprechend positiver politischer Wirkung bezüglich der Diskussion hoher Beitragssummen einzelner Mitgliedstaaten (deutsche Nettozahlungen 13,1 Milliarden Euro in 2024 (Busch et al., 2025)).

Eine solche Investitionsunion würde die Ausgabe von Eurobonds strukturell dynamisieren: Mit jedem neuen Infrastrukturprojekt wächst das ausstehende Volumen, mit wachsendem Volumen steigt die Liquidität des Marktes, und mit steigender Liquidität wächst die Attraktivität für internationale Investoren und Zentralbanken. Es entsteht ein selbstverstärkender Prozess – ein Netzwerkeffekt auf der Angebotsseite –, der dem Euro schrittweise jene Markttiefe verschafft, die heute noch dem US-Treasury-Markt vorbehalten ist.

Synthetischer Währungskorb als Übergangslösung

Angeichts der politischen Widerstände gegen eine sofortige Vergemeinschaftung von Schulden bietet sich ein gradueller Ansatz an. In einer ersten Phase könnten Eurobonds als synthetischer Basket aus nationalen Staatsanleihen konstruiert werden – analog zu den früheren European Safe Bonds (ESBies), wie sie von Brunnermeier et al. (2011) vorgeschlagen wurden. Die Idee ist, dass nationale Anleihen nach einem ausgehandelten Regelwerk zu einem gemischten Instrument gebündelt werden und zu einem einheitlichen Preis am Markt angeboten werden. Investoren erwerben damit faktisch einen Querschnitt durch den europäischen Staatsanleihemarkt, ohne einzelne nationale Risiken tragen zu müssen, dafür aber das Risiko eines diversifizierten Portfolios. Der Vorteil eines solchen Ansatzes liegt darin, dass er ohne Änderung der EU-Verträge und ohne unmittelbare Haftungsgemeinschaft auskommt: Die nationalen Anleihen bleiben die zugrunde liegenden Instrumente, während der Währungskorb-Mechanismus Liquidität und Standardisierung erzeugt. Allerdings ist dieser Ansatz in seiner Wirkung begrenzt. Denn ein Korb aus heterogenen nationalen Anleihen ist

kein echter sicherer Hafen, solange die Bonität der Mitgliedstaaten divergiert und kein gemeinsamer Emittent mit Haftung dahintersteht. Der Basket wäre ein erster Schritt, aber kein Endpunkt. Gleichzeitig würde er internationale Investoren an ein standardisiertes europäisches Anleiheprodukt gewöhnen und so den Boden für echte Eurobonds bereiten.

Die Zusammensetzung eines solchen Korbs müsste nach klaren, vertraglich verankerten Regeln erfolgen. Denkbar sind Gewichtungsschlüssel nach BIP-Anteil (analog zum EZB-Kapitalschlüssel), nach Bevölkerungsgröße oder nach dem jeweiligen Schuldenstand – wobei letzteres Kriterium problematisch ist, da es hoch verschuldete Staaten strukturell bevorzugen und damit Anreize zur fiskalischen Disziplin untergraben würde. Eine BIP-gewichtete Zusammensetzung erscheint am ehesten geeignet, weil sie die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Mitgliedstaaten widerspiegelt und gleichzeitig mit dem bestehenden institutionellen Rahmen der Eurozone kompatibel ist.

Dieser Ansatz setzt aber voraus, dass die Anleihen der Mitgliedstaaten an eine europäische Schuldenagentur übertragen werden, welche diese zu einer synthetischen Anleihe strukturiert und diese am Markt platziert. Durch ein solches Monopol würden aber die nationalen Renditen verschwinden, da keine nationalen Märkte mehr bestehen, auf welchen sich Marktpreise bilden. Der Markt müsste stattdessen die Rendite der Eurozone bestimmen, wofür aber in der Anfangszeit die Erfahrungen mit diesem Finanzprodukt fehlen.

Allerdings bleibt auch dieser Ansatz mit einem grundsätzlichen Dilemma behaftet: Solange kein gemeinsamer Emittent mit Haftung dahintersteht, ist der synthetische Korb kein echter sicherer Hafen. Er kann die Liquidität erhöhen, aber nicht das Kreditrisiko der schwächsten Mitgliedstaaten eliminieren. Für internationale Investoren, die einen risikofreien Anker suchen, bleibt er damit ein Substitut zweiter Wahl gegenüber US-Treasuries. Der synthetische Korb ist deshalb kein Endpunkt, sondern eine Brücke – sinnvoll als erster Schritt, aber nur dann strategisch wertvoll, wenn er explizit als Übergang zu einer echten gemeinsamen Emissionsstruktur konzipiert wird.

Kasten 1

Vorschlag der Rot-Blauen Bonds

Bevor ein neues Eurobonds-Modell entworfen wird, lohnt ein kritischer Blick auf den prominentesten Vorläufervorschlag: die sogenannten Rot-Blauen Bonds, die Delpla und von Weizsäcker (2010) im Kontext der Eurokrise vorlegten.

Jeder Mitgliedstaat darf bis zu 60 Prozent seines BIP als gemeinsam haftende Schulden aufnehmen

- Blaue Bonds → erstrangiger Gläubigerstatus, niedrige Zinsen, gemeinsame Haftung.
- Rote Bonds → Schulden über 60 Prozent BIP, nachrangig, rein national haftend, höhere Risikoprämien.

Die Grundidee: Fiskalische Disziplin und liquider, sicherer europäischer Anleihemarkt

Kritik:

(1) **Fehlende Marktdisziplin:** Der Vorschlag setzt voraus, dass Märkte rote Bonds mit substanziellen Risikoprämien bepreisen. Solange aber implizite Bail-out-Risiken bestehen, ist dies nicht garantiert.

(2) **Strukturelle Fragmentierung:** Ein blauer Bonds-Markt, der nur 60 Prozent des Euroraum-BIPs abdeckt, bleibt kleiner als der US-Treasury-Markt und damit zu illiquide für eine Leitwährungsfunktion.

(3) **Politische Durchsetzbarkeit:** Hoch verschuldete Staaten (Italien, Griechenland) wären sofort mit prohibitiv hohen Zinsen auf ihre roten Bonds konfrontiert.

(4) **Fehlendes Wachstumselement:** Das Modell schafft einen begrenzten Markt für sichere Anleihen, aber keinen Mechanismus, der das Emissionsvolumen von Safe Assets dynamisch ausweitet.

(5) **Glaubwürdigkeitsproblem beim Zahlungsausfall:** Eine zentrale Frage ist, ob Mitgliedstaaten im Krisenfall glaubwürdig bereit wären, mit ihren nachrangigen roten Bonds in den Zahlungsausfall zu gehen. Nur so ließe sich die Kreditwürdigkeit der gemeinsam ausgegebenen Blauen Bonds wirksam sichern.

(6) Systemische Risiken

- **Moral Hazard:** Bei gemeinsamer Schuldenhaftung könnten einzelne Mitgliedstaaten geringere Anreize zur Haushaltskonsolidierung haben. Wirtschaftlich stärkere Staaten würden de facto die Schulden schwächerer Mitglieder mitfinanzieren.
- **Vertragsrechtliche Hürde (Art. 125 AEUV):** Die Nichtbeistands-Klausel (No-Bail-out) untersagt Union und Mitgliedstaaten, für Verbindlichkeiten anderer Mitgliedstaaten einzustehen. Je nach Ausgestaltung wäre eine Änderung der Europäischen Verträge erforderlich.

Fazit: Der Rot-Blau-Bonds-Vorschlag ist für die Positionierung des Euro als Leitwährung unzureichend: Eine Eurobonds-Architektur, die primär auf fiskalische Disziplinierung zielt, ohne gleichzeitig einen strukturellen Wachstumspfad für das Emissionsvolumen zu definieren, wird weder die nötige Markttiefe erzeugen noch die politische Unterstützung der Mitgliedstaaten gewinnen.

Quellen: Delpla/ von Weizsäcker, 2010; SVR, 2025

Bestünde ein Markt für Eurobonds?

Eurobonds sind gemeinsame Staatsanleihen der Mitgliedstaaten der Eurozone oder der Europäischen Union, bei denen mehrere Länder gemeinsam Kapital am Finanzmarkt aufnehmen und in irgendeiner Form auch gemeinsam für die Rückzahlung haften. Im Unterschied zur heutigen Situation, in der jedes Land seine eigenen Staatsanleihen emittiert und Investoren somit das jeweilige Kreditrisiko eines einzelnen Staates tragen, würde bei Eurobonds ein Teil dieser Risiken gebündelt und kollektiv organisiert. Das würde sie von ihren Produkteigenschaften näher an die US-Treasuries heranbringen.

Die Grundidee besteht darin, einen einheitlichen europäischen Schultitel zu schaffen, der von einer gemeinsamen Institution – einer gemeinsamen Schuldenagentur mit einheitlicher Emissionsstrategie und einem einheitlichen Primary Dealer System – emittiert wird. Dadurch entstünde ein großes, standardisiertes Anleiheinstrument, das für Investoren leichter handelbar wäre und eine ähnliche Funktion erfüllen könnte wie US-Treasuries in den USA. Entscheidend ist dabei die Frage der Haftung: In vielen Konzepten würden die Mitgliedstaaten gemeinsam für die Schulden einstehen, entweder vollständig oder zumindest teilweise. Diese gemeinsame Haftung ist das zentrale Merkmal, das Eurobonds von nationalen Staatsanleihen unterscheidet.

Darüber hinaus könnten Eurobonds dazu beitragen, die Unterschiede in den Finanzierungskosten zwischen den Mitgliedstaaten zu verringern. Während wirtschaftlich starke Länder wie Deutschland aktuell sehr niedrige Zinsen zahlen, müssen Länder mit höherer Verschuldung oder größerem Risikoaufschlag, etwa Italien, deutlich höhere Zinsen bieten. Durch eine gemeinsame Emission würden sich diese Unterschiede zumindest teilweise angleichen, was insbesondere in Krisenzeiten stabilisierend wirken könnte. Für einige Länder, wie Deutschland, würden anfangs höhere Finanzierungskosten entstehen. Sobald der Markt an Liquidität und Tiefe gewinnt, werden diese aber einheitlich sinken, wovon auch Deutschland profitieren könnte, sodass das frühere Niveau wieder erreicht werden könnte.

Gleichzeitig sind Eurobonds jedoch politisch und ökonomisch umstritten. Ein zentraler Kritikpunkt ist das sogenannte Moral-Hazard-Problem: Wenn Staaten gemeinsam haften, könnten einzelne Länder Anreize haben, weniger diszipliniert zu wirtschaften, da ein Teil der Risiken von anderen getragen wird. Damit verbunden ist die Sorge vor einer faktischen Umverteilung von Risiken und Finanzierungskosten zwischen den Mitgliedstaaten. Länder mit hoher Bonität könnten höhere Zinsen zahlen müssen, während andere Länder profitieren würden. Zudem besteht ein Adverse Selection Problem. Denn Länder mit hohen Finanzierungskosten würden sich an einem solchen Pooling beteiligen, während Länder mit niedrigen Finanzierungskosten besser fahren, wenn sie sich nicht an einem solchen Pooling beteiligen.

Hinzu kommt, dass Eurobonds einen gewissen Verlust nationaler fiskalischer Autonomie bedeuten würden. Gemeinsame Schulden erfordern in der Regel auch stärkere gemeinsame Regeln, etwa für Haushaltsdisziplin oder Schuldenaufnahme. Dies würde eine weitergehende politische Integration voraussetzen, die bisher nur begrenzt erreicht ist und innerhalb der EU kontrovers diskutiert wird.

Obwohl klassische Eurobonds bislang nicht umgesetzt wurden, existieren bereits Ansätze, die in diese Richtung gehen. Ein Beispiel sind die Anleihen, die die Europäische Union im Rahmen von Programmen wie „NextGenerationEU“ emittiert hat. Diese weisen einige Eigenschaften von Eurobonds auf, etwa die gemeinsame Mittelaufnahme und eine gewisse Form der gemeinsamen Haftung, bleiben jedoch in ihrem Umfang und ihrer institutionellen Verankerung begrenzt. Sie stellen zwar zurzeit ein Nischeninstrument dar, könnten

aber in den kommenden Jahren an Liquidität gewinnen, wenn Investoren mit diesem Marktsegment vertrauter sind.

Zusammenfassend sind Eurobonds ein Konzept für gemeinsame europäische Staatsanleihen, das darauf abzielt, einen integrierten und stabileren Kapitalmarkt zu schaffen. Sie könnten wichtige Vorteile für die Finanzmarktintegration und Krisenstabilität bieten, sind aber mit erheblichen politischen und ökonomischen Herausforderungen verbunden.

Kasten 2

Eingefrorene russische Vermögenswerte – Ein Risiko für das Vertrauen in den Euro?

Zahlen und Fakten (Stand: Juli 2026)

- Etwa 210 Milliarden Euro russischer Zentralbankvermögen sind in der EU eingefroren, der Großteil davon verwahrt der belgische Zentralverwahrer Euroclear (GlobalSecurity, o. J.).
- Seit Mai 2024 werden die Zinserträge auf diese Vermögen abgeschöpft und der Ukraine-Hilfe zugeführt. 2024 wurden über 6 Milliarden Euro an Zinserträgen erwirtschaftet, wovon knapp 5 Milliarden Euro als Hilfen an die Ukraine flossen (Setser, 2025).
- Im April 2026 finalisierte der Rat der EU ein zinsloses „Reparationsdarlehen“ von bis zu 90 Milliarden Euro für die Ukraine, abgesichert durch künftige Zinserträge und gegebenenfalls russische Reparationszahlungen. Eine direkte Konfiszierung des Grundvermögens wurde nicht beschlossen.

Die Risiken für den Euro:

- **Rechtliches Risiko** (Präcedenzwirkung): Staatsvermögen genießt nach internationalem Recht Immunitätsschutz. Eine Konfiszierung könnte Gegensanktionen nach sich ziehen, insbesondere Belgien wäre betroffen (Max-Planck-Gesellschaft, 2025).
- **Reputationsrisiko**: Wenn Drittstaaten befürchten müssen, dass ihre Euro-Reserven im Konfliktfall eingefroren werden, sinkt der Anreiz, Euro-Reserven zu halten. Länder wie China oder die Golfstaaten könnten aus Angst vor zukünftiger Konfiszierung aus politischen Gründen ihre Euro-Reserven reduzieren
- **Geschäftsrisiko**: Als größter Zentralverwahrer Europas ist Euroclear ein kritischer Knotenpunkt des globalen Finanzsystems. Reputation und Stabilität dieser Institution sind gefährdet (Havrylchuk, 2025).

Warum das Risiko begrenzt sein könnte:

- Empirisch bisher kein Schaden nachweisbar: Weder die Einfrierung 2022 noch die Zins-Abschöpfung noch das Reparationsdarlehen haben zu einem Anstieg der EU-Staatsanleiherenditen oder messbaren Kapitalabflüssen geführt (Havrylchuk, 2025).
- Einfrieren ist nicht Konfiszieren: Die EU hat bewusst auf direkte Konfiszierung verzichtet. Der derzeitige Plan (EU-Anleihen, Reparationszahlungen) vermeidet den direkten Zugriff auf das Grundvermögen.
- Historische Präcedenzfälle: Das Einfrieren staatlicher Vermögen ist kein Novum. Frühere Fälle – Iran (seit 1979), Libyen (seit 2011), Afghanistan (2021) und Venezuela – haben den US-Dollar als globale Reservewährung nicht strukturell beschädigt.
- Sanktionen basieren auf einem klaren Völkerrechtsbruch (Angriffskrieg) und basieren auf breiter Koalition westlicher demokratischer Staaten, was Legitimation und Akzeptanz stärkt.

5. Fazit: Der Euro als Chance für Europa oder: „Great powers have great currencies“ (Robert Mundell)

Die internationale Währungsordnung steht an einem Wendepunkt. Wer jedoch erwartet, der Euro könne den Dollar als singuläre Leitwährung beerben, unterschätzt die Beharrungskräfte eines Systems, das von Netzwerkeffekten, Pfadabhängigkeiten, Markttiefe und geopolitischer Absicherung lebt. In einer zunehmend geopolitisch geprägten Welt mit multipolaren wirtschaftlichen und politischen Zentren kann keine Einzelwährung die Rolle des Dollars vollständig übernehmen. Doch die Dominanz des Dollars ist nicht naturgegeben, aber sie wird auch nicht durch eine einfache Ablöse ersetzt. Wahrscheinlicher ist ein Wettbewerb unter mehreren starken, dominierenden Währungen (Chinn et al., 2024). Ein solcher Befund passt zu einer multipolaren Weltordnung und zu einer fragmentierten Welthandelsordnung, in der regionale Dominanz wichtiger wird (Hüther/Gerards Iglesias, 2026).

Aus dieser Diagnose folgt jedoch nicht, dass Europa sich mit dem Status einer bloßen dominanten Regionalwährung abfinden sollte. Europa hat die historische Möglichkeit, seine globale Position zu verbessern. Dies erfolgt nicht durch eine Kopie des Dollars, sondern durch einen stärkeren Euro, der als sicher gilt, als Reservewährung spürbar nachgefragt wird und Europas wirtschaftliche Handlungsfähigkeit erhöht. Der Euro als Leitwährung ist demnach eine strategische Politikaufgabe. Dazu gilt es, die aktuelle Gelegenheit zu nutzen, weil der Dollar strukturelle Schwächen offenbart, die Märkte nicht ignorieren: hohe politisch-institutionelle Unsicherheit, fiskalische Überforderung, der Bruch etablierter Allianzen. Noch bleibt der Dollar dominant, aber er wirkt weniger alternativlos. Das genügt, um Bewegung zu erzeugen.

Was müsste Europa anbieten, damit aus Bewegung eine Trendwende wird? Vor allem Glaubwürdigkeit, Liquidität, Sicherheit als institutionell unterlegte Realität. Die EU kann, bei aller inneren Heterogenität, als Stabilitätsanker auftreten: regelgebunden, völkerrechtlich orientiert, prinzipiell offen für Märkte, Menschen und Kooperation. In einer zunehmend durch Machtbeziehungen geprägten Welt ist das ein attraktiver Gegenentwurf und ernstzunehmendes Angebot. Aber es ist derzeit unvollständig. Denn Leitwährungen sind historisch auch Ausdruck von Hard Power. Wer internationale Liquidität bereitstellt und Safe Assets in großem Stil anbietet, muss zugleich die Ordnung sichern können, in der diese Ansprüche glaubwürdig sind. Eine Stärkung des Euros als Leitwährung erfordert nicht nur eine dementsprechende Finanzmarktarchitektur, sondern auch eine glaubwürdige Sicherung der Verteidigungsfähigkeit. Solange die USA als „indispensable nation“ gelten, bleibt der vollständige Wechsel der Weltwährungsfunktion unwahrscheinlich.

Der **ökonomische Ertrag** einer stärkeren Reservewährungsfunktion ist gleichwohl erheblich:

1. **Wohlfandseffekte:** Eine höhere globale Nachfrage nach Euro-Assets senkt tendenziell die Zinsen und macht es für Staaten und für Unternehmen günstiger, sich in Euro zu finanzieren. Der Euroraum könnte dadurch einen größeren Teil seiner Finanzierung aus dem Ausland beziehen und von einem dauerhaften Leitwährungsprivileg profitieren.
2. **Zyklische Effekte:** Wenn Finanzmärkte unter Stress stehen, wirken „Safe Haven“-Mechanismen stabilisierend für die jeweiligen Länder, die für die Stabilisierung der Weltwirtschaft besonders relevant sind.
3. **Nicht-monetäre Vorteile:** Eine stärkere internationale Währung erhöht die Sanktions- und Gestaltungsmacht sowie den Einfluss auf internationale Kreditvergabe; sie kann – politisch klug eingesetzt – globale Dekarbonisierungsinvestitionen mitfinanzieren und mitsteuern.

In der Summe sind Zinskostensparnisse als Bruttoeffekt plausibel – abhängig davon, wie glaubwürdig Europa Safe Assets bereitstellt und wie tief die Kapitalmarktintegration tatsächlich wird. Die **Kosten** sind ebenso klar:

- Ein stärker nachgefragter Euro erzeugt Aufwertungsdruck. Exporte werden teurer, Importpreise sinken; Wettbewerbspositionen verschieben sich kurzfristig, werden mittelfristig durch verbesserte Investitionsbedingungen aber teilweise neutralisiert.
- Die Fähigkeit, eine Leitwährung zu stellen, setzt militärische Stärke bzw. glaubwürdige Abschreckung voraus. Dieser Aspekt bleibt einer der größten europäischen Baustellen mit hoher fiskalischer und politischer Reibung.

Genau deshalb ist eine nüchterne Erwartung angebracht: große Bruttoeffekte, begrenzte, aber positive Nettoeffekte. Der Nettoeffekt auf das BIP dürfte – je nach Ausgestaltung und Übergangsdynamik – zwischen +0,1 und +0,8 Prozent liegen (Dezernat Zukunft, 2025), bei deutlichen sektoralen Verschiebungen. Gewinner wären tendenziell der Finanzsektor, Bausektor sowie kapitalintensive und innovationsfokussierte Unternehmen, während exportpreisgetriebene Branchen unter Anpassungsdruck stünden. Zentral ist hier das Timing für die Erfüllung der Transaktionsfunktion und der Reservefunktion über eine angemessene globale Liquiditätsversorgung ohne Finanzmarkturbulenzen oder Schocks. Denkbar ist schließlich auch, dass die Interessen der großen und mittelgroßen Mächte darin bestehen, neue Sicherheit eher in einem Währungskorb zu sehen, was aber voraussetzt, dass man sich auf eine Governance tragende Institution – wie den Internationalen Währungsfonds oder eine neue Institution ohne Bretton-Woods Vergangenheit – einigt.

Freilich wäre es kurzsichtig, den Euro nur gegenüber dem Dollar zu behaupten. Der Wettbewerb ist multipel. Sollte China die institutionellen Voraussetzungen für eine größere internationale Bedeutung des Renminbi schaffen, ist ein Dreipol-Szenario plausibel: geschwächter Dollar, gestärkter Euro, aktivierter Renminbi. Das hätte einen Preis: Die Skalierungsvorteile einer Weltwährung gingen verloren, die Transaktionskosten der Globalisierung lägen strukturell höher als in der vertrauten One-Dollar-Welt. Doch diese gute alte Welt wird es schon wegen der beschriebenen Politik der Trump-Administration absehbar nicht mehr geben. Angesichts der vermutlich beharrlich fortbestehenden politischen Fragmentierung der EU ist das Dreipol-Szenario jedoch realistischer als die währungspolitische internationale Dominanz des Euros. So oder so gilt: Europa gewinnt nicht, indem es den Dollar ersetzt, sondern indem es sich unverzichtbar macht. „Great powers have great currencies“, so Robert Mundell (1993, 10).

Damit ist die Schlussfolgerung eindeutig: Europa sollte die Stärkung des Euro als internationale Währung nicht als Prestigeprojekt, sondern als wirtschafts- und sicherheitspolitisches Resilienzprogramm strategisch betreiben. Das alte europäische Geschäftsmodell ist unter den aktuellen Umständen wenig zuverlässig; die geopolitische Asymmetrie nimmt zu; Investitions- und Verteidigungsnotwendigkeiten steigen. In dieser Lage sind günstige Finanzierungsbedingungen kein Komfort, sondern Voraussetzung von Handlungsfähigkeit. Das zu erkennen, sollte helfen, einen europäischen ökonomischen Diskurs zu etablieren, der jenseits nationaler Engführung und habituellen Stereotypen den Blick auf die großen Möglichkeiten weitet. Wir brauchen eine „economic ideas union“ (Brunnermeier et al., 2016, 375 ff.). Das verlangt einen intensiven Diskurs der Ökonomen in der EU, und es kann unionsweit eine entsprechende Öffentlichkeit herstellen. Ohne diesen Schritt wird der Weg zu einem international strategisch positionierten Euro steinig.

6. Abstract

The international monetary order is currently undergoing a structural transformation characterized by geopolitical tensions and trade fragmentation. Europe's export-driven business model is under severe pressure. Concurrently, the historically undisputed dominance of the US dollar as the global reserve currency is eroding. This development is driven by the US twin deficit, a continuously growing national debt, political volatility, and the increasing weaponization of the dollar in international conflicts. Consequently, a historic window of opportunity has opened for the European Union to strategically strengthen the euro's position within an increasingly multipolar monetary system.

While the euro indisputably remains the world's second most important reserve and transaction currency, its global market share has stagnated for some time. A primary cause for this is the persistent fragmentation of European financial markets and the critical lack of a deep, integrated market for safe assets. While the US capital market is characterized by its vast liquidity and market depth, the eurozone continues to feature numerous national issuers competing with highly divergent risk profiles—a dynamic that deters international institutional investors.

Strengthening the Euro's international role requires the implementation of comprehensive institutional reforms. The completion of the Capital Markets Union and the Banking Union, alongside the establishment of a unified European benchmark through joint bonds (Eurobonds), are of paramount importance. To this end, the present study outlines a pragmatic, gradual roadmap: during a transitional phase, synthetic sovereign bond baskets comprising existing national debt could be introduced to provide the market with initial standardized liquidity. In the long run, however, a genuine joint issuance framework is indispensable. To overcome political resistance and mitigate moral hazard, genuine Eurobonds should be strictly tied to a European investment and defense union.

Beyond financial architecture, achieving the status of a dominant reserve currency inevitably requires the expansion of geo-economic and military "hard power". Historically, states have demonstrated a strong preference for holding the currencies of powers capable of providing credible security guarantees and territorial stability.

In conclusion, strengthening the international role of the euro is not merely a political prestige project, but an essential resilience program designed to safeguard Europe's strategic autonomy and financial sovereignty. A stronger euro would reduce financing costs through wealth effects and significantly enhance the EU's geopolitical agency.

Tabellenverzeichnis

Tabelle 2-1: Aspekte einer internationalen Leitwährung.....	9
Tabelle 3-1: Vergleich Finanzmärkte USA und EU	12

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 3-1: Wechselkursentwicklung des US-Dollars	14
Abbildung 3-2: US-Dollar-/ Euro-Wechselkurs	16
Abbildung 3-3: Entwicklung der Anteile an den weltweiten Devisen- und Goldreserven	17
Abbildung 3-4: Staatsverschuldung	18
Abbildung 3-5: Zinsausgabenquote	19
Abbildung 3-6: Weltweite Währungs- und Finanzmärkte	21

Literaturverzeichnis

Arslanalp, Serkan / Eichengreen, Barry / Simpson-Bell, Chima, 2022, The Stealth Erosion of Dollar Dominance. Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies, IMF Working Paper, Nr. 22/58

Berger, Suzanne, 2013, Making in America. From Innovation to Market, Cambridge

Bernanke, Ben S., 2005, Implementing Monetary Policy, Remarks at the Redefining Investment Strategy Education Symposium, Dayton, Ohio, March 30, 2005, <https://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2005/20050330/default.htm>, [13.7.2026]

BIS – Bank for International Settlements, 2025a, Locational Banking Statistics, <https://data.bis.org/topics/LBS>, [14.7.2025]

BIS – Bank for International Settlements, 2025b, Triennial Central Bank Survey. OTC Foreign Exchange Turnover in April 2025, <https://www.bis.org/statistics/rpfx25.htm>, [14.7.2026]

Boz, Emine et al., 2025, Patterns of Invoicing Currency in Global Trade in a Fragmenting World Economy, IMF Working Paper, Nr. 25/178

Brunnermeier, Markus K. / James, Harold / Landau, Jean-Pierre, 2016, The Euro and the Battle of Ideas, Princeton, Oxford.

Brunnermeier, Markus K. / Langfield, Sam / Pagano, Marco / Reis, Ricardo / Van Nieuwerburgh, Stijn / Vayanos, Dimitri, 2011, European Safe Bonds, The Euronomics Group, available at [VoxEU](https://www.euronomics.eu) [19.08.2026]

Buchheit, Lee, 2018, Trustees versus fiscal agents for sovereign bonds, in: Capital Markets Law Journal, 13. Jg., Nr. 3, July 2018, S. 410–414

Buchheit, Lee C. / Gulati, G. Mitu, 2018, Sovereign Debt Restructuring in Europe, in: Global Policy, 9. Jg., Nr. S1, S. 65–69

Bundesbank, 2026, Competitiveness of the German banking sector: the interplay between regulation and competitive conditions, Competitiveness of the German banking sector: the interplay between regulation and competitive conditions, 7.5.2026, Frankfurt am Main

Busch, Berthold / Kauder, Björn / Sultan, Samina, 2025, EU-Haushalt und Mitgliedstaaten: Wer ist Nettozahler, wer Nettoempfänger?, IW-Report, Nr. 62, Köln

Caballero, Ricardo J. / Farhi, Emmanuel / Gourinchas, Pierre-Olivier, 2017, The Safe Assets Shortage Conundrum, in: Journal of Economic Perspectives, 31. Jg., Nr. 3, S. 29–46

Cenicola, Ashlyn / Friedrichs, Melanie / Mann, Robert / Olson, Luke, 2025, Sizing the U.S. Repo Market, <https://www.financialresearch.gov/the-ofr-blog/2025/12/04/sizing-us-repo-market/>, [21.7.2026]

Chaboud, Alain / Chung, Lisa / Goldberg, Linda S. / Nordstrom, Anna, 2024, Towards Increasing Complexity. The Evolution of the FX Market, in: Liberty Street Economics, <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org>, [13.7.2026]

Chinn, Menzie D. / Ito, Hiro / McCauley, Robert N., 2024, The dollar versus the euro as international reserve currencies, in: Journal of International Money and Finance, Nr. 146

Copin, Pol / Dalbard, Jean, 2022, France's Sovereign Debt Issuance Strategy, <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/1ffd72e4-39f3-4d03-866e-7222b67ffa85/files/5e0fe0ba-83ce-410a-9b6d-95d6eee6d34b>, [21.7.2026]

Delpla, Jacques / von Weizsäcker, Jakob, 2010, The Blue Bond Proposal, Bruegel Policy Brief, Nr. 403, <https://www.bruegel.org/policy-brief/blue-bond-proposal>, [21.7.2026]

Demary, Markus / Taft, Niklas, 2025, Stablecoins und US-Staatsverschuldung. Droht eine neue Finanzmarktkrise?, IW-Report, Nr. 44, Köln

Deutsche Bundesbank, 2007, Primär- und Sekundärmärkte für deutsche öffentliche Schuldtitel: institutionelle Ausgestaltung, Handelssysteme und deren Standortrelevanz für den Finanzplatz Deutschland, <https://www.bundesbank.de/resource/blob/692660/fd8ad0c47ed6a7ea98bee05b01ad7402/mL/2007-07-schuldtitel-data.pdf>, [21.7.2026]

Deutsche Bundesbank, Competitiveness of the German banking sector: the interplay between regulation and competitive conditions | Deutsche Bundesbank

Dertouzos, Michael L. / Lester, Richard K. / Solow, Robert M., 1989, Made in America. Regaining the Productive Edge, Cambridge

Dezernat Zukunft, 2025, Euro als Leitwährung – ja, aber, 28.8.2025, <https://dezernatzukunft.org/publikationen/euro-als-leitwaehrung-ja-aber>, [13.7.2026]

Dipartimenti del Tesoro, 2026, 2026 Public debt management guidelines, https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_en/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/Guidelines-for-public-debt-management-2026.pdf, [21.7.2026]

Driessen, Grant, 2024, How Treasury Issues Debt, Congressional Research Service, <https://www.congress.gov/crs-product/R40767>, [21.7.2026]

Eichengreen, Barry, 2009, The Dollar Dilemma: The World's Top Currency Faces Competition, in: Foreign Affairs, 88. Jg., Nr. 5, S. 53–68

Eichengreen, Barry, 2026, Money Beyond Borders. Global Currencies from Croesus to Crypto. Princeton, Oxford

Eichengreen, Barry / Mehl, Arnaud J. / Chitu, Livia, 2019, Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice, in: Economic Policy, 34. Jg., S. 315–363

Eichengreen, Barry et al., 2022, Is Capital Account Convertibility Required for the Renminbi to Acquire Reserve Currency Status?, Working Paper, Nr. 892, Banque de France

Europäische Kommission, 2026, Europäische Kommission begibt im Rahmen ihrer zweiten syndizierten Transaktion des Jahres 2026 Anleihen im Wert von 11 Mrd. EUR, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip_26_375 [17.8.2026]

EZB – Europäische Zentralbank, 2025a, The international role of the euro, June 2025, <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/ecb.ire202506.en.html>, [14.7.2026]

EZB – Europäische Zentralbank, 2025b, Gold demand: the role of the official sector and geopolitics, June 2025, https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/focus/html/ecb.ire-box202506_01~f93400a4aa.en.html, [14.7.2026]

EZB – Europäische Zentralbank, 2026, Vierteljährliche Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus für den Euroraum. Viertes Quartal 2025, Pressemitteilung, 9.4.2026, <https://www.ecb.europa.eu>, [13.7.2026]

Fabozzi, Frank / Fleming, Michael, 2004, U.S. Treasury and Agency Securities, https://www.newyork-fed.org/medialibrary/media/cfcbweb/Treasuries_and_agencies, [21.7.2026]

Fines, Olivier / Soni, Urav, 2024, The Dollar's Exorbitant Privilege. CFA Institute Global Survey on the US Debt and the Role of the US Dollar, Charlottesville

Gao, Haihong / Yu, Yongding, 2011, Internationalisation of the renminbi, in: Bank of International Settlements (Hrsg.), Currency internationalization. Lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific, BIS papers, 61. Bd., S. 105–124

GlobalSecurity, o. J., <https://www.globalsecurity.org/military/world/europe/eu-forrel-ru-funds.htm>, [14.7.26]

Havrylchuk, Olena, 2025, Euroclear and the geopolitics of immobilized Russian assets, 11.12.25, <https://cepr.org/voxeu/columns/euroclear-and-geopolitics-immobilised-russian-assets>, [14.7.2026]

Hirst, Monica / Tokatlian, Juan Gabriel, 2023, Das Ende der Dollar-Vorherrschaft, in: IPG – Internationale Politik und Gesellschaft, 9.5.2023, <https://www.ipg-journal.de/rubriken/wirtschaft-und-oekologie/artikel/das-ende-der-dollar-vorherrschaft-1-6688/> [14.7.2026]

Hüther, Michael, 2025, Der Dollar, der Euro und das Weltwährungssystem, in: Süddeutsche Zeitung, 15.5.2025, <https://www.iwkoeln.de/presse/in-den-medien/michael-huether-der-dollar-der-euro-und-das-weltwaehrungssystem.html> [13.7.2026]

Hüther, Michael / Fremerey, Melinda / Gerards Iglesias, Simon, 2024, Zur Zukunft des Wirtschaftsstandorts Deutschland. Sortierende Bemerkungen, in: Wirtschaftsdienst, 104. Jg., Nr. 3, S. 175–179

Hüther, Michael / Gerards Iglesias, Simon, 2026, Das Ende der offenen Märkte: Geopolitik und Europas Handlungsfähigkeit, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 27. Jg., Nr. 1, S. 4–12

Hüther, Michael / Gerards Iglesias, Simon / Fremerey, Melinda / Parthie, Sandra, 2023, Europa muss den nächsten Schritt wagen: Delors-Plan 2.0, IW-Policy Paper, Nr. 4, Köln

Iancu, Alina et al., 2023, Reserve Currencies in an Evolving International Monetary System, in: Open Economies Review, 33. Jg., Nr. 4, S. 879–915

ICMA – International Capital Markets Association, o. J., International Practices of Bond Trustee Arrangements, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/About-ICMA/APAC/ICMA-NAFMII-WG-International-Practices-of-Bond-Trustee-Arrangements-031218.pdf>, [21.7.2026]

IISS – International Institute for Strategic Studies, 2023, The State of De-Dollarisation in the Gulf Region, <https://www.iiss.org/publications/strategic-comments/2023/the-state-of-de-dollarisation-in-the-gulf-region/> [14.7.2026]

James, Harold, 2026, It's over, baby! Rotary Magazing, Juli 2026, S. 41–43

JP Morgan, 2025, De-Dollarization. Is the US Dollar Losing Its Dominance?, <https://www.jpmorgan.com/insights/global-research/currencies/de-dollarization> [13.7.2026]

Kunath, Gero, 2024a, Chinas Immobilienkrise: Regierung sieht Risse im Fundament, IW-Kurzbericht, Nr. 37, Köln

Kunath, Gero, 2024b, Nachwehen der Ein-Kind-Politik: China im demografischen Wandel, IW-Kurzbericht, Nr. 10, Köln

Kundnani, Hans / Tilford, Simon, 2020, Das Ende der Dollar-Vorherrschaft, in: IPG – Internationale Politik und Gesellschaft, 7.8.2020, <https://www.ipg-journal.de/regionen/global/artikel/das-ende-der-dollar-vorherrschaft-4562/> [14.7.2026]

La Porta, Rafael / Lopez-de-Silanes, Florencio / Shleifer, Andrei / Vishny, Robert W., 1998, Law and Finance, in: Journal of Political Economy, 106 Jg., Nr. 6, S. 1113–1155

Maccioni, Federico, 2026, UAE says it is discussing currency swap line with US, in: Reuters, 4.5.2026, <https://www.reuters.com/world/middle-east/uae-says-it-is-discussing-currency-swap-line-with-us-2026-05-04/> [13.7.2026]

Maronoti, Bafundi, 2022, Revisiting the international role of the US dollar, in: Bank for International Settlements (Hrsg.), BIS Quarterly Review, Dezember 2022, https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2212x.htm, [13.7.2026]

Martinelli, Thibault, 2016, Euro CAC and the existing rules on sovereign debt restructuring in the Euro area: an appraisal four years after the Greek debt swap, ADEMU Working Paper, Nr. 2016/043

Matthes, Jürgen, 2025, Yuan Undervaluation against the Euro: Unfair Cost Advantages for China?! Evidence for Germany and the Euro area, IW-Report, Nr. 36, Köln

Max-Planck-Gesellschaft, 2025, Frozen assets: Hard compromises in the European Council, 29.12.2025, <https://www.mpg.de/25949748/frozen-assets-council>, [14.7.2026]

Miran, Stephen, 2024, A User's Guide to Restructuring the Global Trading System, Hudson Bay Capital, New York

Moody's – Moody's Investors Service, 2025, Rating Action. Moody's Ratings downgrades United States ratings to Aa1 from Aaa; changes outlook to stable, 16.5.2025, <https://ratings.moodys.com/ratings-news/443154> [13.7.2026]

Müller, Henrik, 2026a, #16 Warum wird der US-Dollar immer schwächer?, Reihe „Zahlen, bitte!“, <https://www.bpb.de/themen/wirtschaft/zahlenbitte/575142/16-warum-wird-der-us-dollar-immer-schwaecher/> [13.7.2026]

Müller, Matthias, 2026b, Asean-Staaten wenden sich mit QR-Code von Zahlungsabwicklung in US-Dollar ab, 23.04.2026, in: Süddeutsche Zeitung, <https://www.sueddeutsche.de/dossier/tiefgaenge/asean-staaten-wendet-sich-mit-qr-code-von-zahlungsabwicklung-in-us-dollar-ab-3c78f6f7> [14.7.2026]

Mundell, Robert, 1993, EMU and the International Monetary System: A Transatlantic Perspective, Working Paper, Nr. 13, Austrian National Bank, Wien

Odendall, Frank / Gast, Frank / Hiller, Carsten, 2025, Repo Trading & Clearing 2025/2026, https://www.eur-rex.com/resource/blob/4902968/026dc34af9bfb63d190c720bd855ed48/data/repo-report_2025-2026.pdf [21.7.2026]

Pallara, Kevin / Pericoli, Marcello / Tommasino, Pietro, 2025, Issuing European safe assets: how to get the most out of Eurobonds?, in: Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), Nr. 937

Peter G. Peterson Foundation, 2025, What Types of Securities does the Treasury Issue, <https://www.pgpf.org/article/how-does-the-treasury-issue-debt/>, [21.7.2026]

Rogoff, Kenneth S., 2025, Our Dollar, Your Problem, München

SVR – Sachverständigenrat Wirtschaft, 2025, Perspektiven für morgen schaffen – Chancen nicht verspielen, Jahresgutachten 25/26, Wiesbaden

Setser, Brad W., 2025, How to Use Russia's Frozen Assets, Council on Foreign Relations, <https://www.cfr.org/articles/how-use-russias-frozen-assets>, [21.7.2026]

Statistisches Bundesamt, 2022, 55,6 % der deutschen Exportgeschäfte mit Drittstaaten wurden in Euro abgewickelt, Pressemitteilung, 8.12.2022, https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2022/12/PD22_521_51.html [14.7.2026]

Statistisches Bundesamt, 2026, 54,7 % der deutschen Exportgeschäfte mit Drittstaaten im Jahr 2025 in Euro abgewickelt, Pressemitteilung, 20.3.2026, https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2026/03/PD26_093_51.html [14.7.2026]

The Economic Times, 2016, The untold story behind Saudi Arabia's 41-year US debt secret, 01.6.2016, <https://economictimes.indiatimes.com/news/international/business/the-untold-story-behind-saudi-arabia-41-year-us-debt-secret/articleshow/52528470.cms> [13.7.2026]

Zander, Tobias, 2026, Krise des US-Dollars. Ray Dalio warnt Anleger: "Die monetäre Ordnung bricht zusammen", 21.1.2026, <https://www.btc-echo.de/schlagzeilen/ray-dalio-die-monetare-ordnung-bricht-zusammen-223886/> [13.7.2026]