

Blanchard, Olivier; Ubide, Angel

Research Report

Eurobonds jetzt: Das Ende der Dollar-Dominanz als Chance für Europa

Kiel Policy Brief, No. 192

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Blanchard, Olivier; Ubide, Angel (2025) : Eurobonds jetzt: Das Ende der Dollar-Dominanz als Chance für Europa, Kiel Policy Brief, No. 192, Kiel Institute for the World Economy (IfW Kiel), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/320413>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

KIEL POLICY BRIEF

Olivier Blanchard, Angel Ubide

**Eurobonds jetzt:
das Ende der Dollar-
Dominanz als Chance
für Europa**



Nr. 192 | Juni 2025

Überblick

- Die Unsicherheit im Markt für US-Staatsanleihen nimmt zu und Investoren suchen nach Alternativen. Für Europa entsteht daraus eine historische Chance, einen großen und liquiden europäischen Anleihenmarkt zu schaffen und dadurch die Finanzierungskosten europäischer Staatsschulden zu senken.
- Notwendig dafür ist ein liquider gemeinsamer Markt für Staatsanleihen in Europa. Damit könnte es gelingen, den USA die ökonomischen Vorteile streitig zu machen, die aus der zentralen Stellung von US-Staatsanleihen im globalen Finanzsystem resultieren.
- Dazu muss Europa einen Teil der bestehenden Staatsschulden als gemeinsame Anleihen (Eurobonds) ausgeben. Unser Vorschlag zur Umsetzung sind „Blue Bonds“. Sie sollen einen Teil des Bestands nationaler Anleihen europäischer Staaten ersetzen.
- Ein Austausch nationaler Anleihen gegen Blue Bonds von bis zu 25 Prozent des BIP sollte ausreichen, um Liquiditätszwecke zu erfüllen, ohne die Sicherheit der Anleihen infrage zu stellen.

Schlüsselwörter: Europa, Eurobonds, Finanzmärkte

Olivier Blanchard

Professor of Economics emeritus,
Massachusetts Institute of Technology,
Senior Fellow PIIE

**Angel Ubide**

Managing Director, Head of Economic Research at Fixed Income and Macro,
Citadel

**Anmerkung der Autoren:**

Die Ansichten von Angel Ubide sind ausschließlich seine eigenen und stellen nicht die von Citadel dar. Wir danken Ludovic Subran, Shahin Vallee, Jeromin Zettelmeyer, Jean Pisani-Ferry, Bertrand Badre, Jakob von Weizsacker, Jean Noel Barrot, Francesco Giavazzi, Viral Acharya, Guido Lorenzoni sowie den Mitarbeitern der Banque de France und der Europäischen Zentralbank für die Diskussionen und Ihre Kommentare.

Dieser Policy Brief erschien zuerst in englischer Sprache im PIIE RealTime Economics Blog mit dem Titel „Now is the time for Eurobonds: A specific proposal“, veröffentlicht vom Peterson Institute for International Economics am 30. Mai, 2025.

© PIIE, Link: <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/2025/now-time-eurobonds-specific-proposal>

Die Verantwortung für den Inhalt dieser Veröffentlichung liegt bei den Autoren, nicht beim Institut. Etwaige Kommentare sollten direkt an den entsprechenden Autor gerichtet werden. The responsibility for the contents of this publication rests with the authors, not the Institute. Any comments should be sent directly to the corresponding author.

Eurobonds jetzt: das Ende der Dollar-Dominanz als Chance für Europa

Olivier Blanchard, Angel Ubide

Angesichts der neuen geopolitischen Lage herrscht breite Einigkeit darüber, dass Europa strategische Autonomie erreichen muss. Autonomie hat viele Dimensionen. Die offensichtlichste ist heute die militärische Autonomie – der Aufbau eines belastbaren europäischen Verteidigungssystems. Weniger sichtbar, aber ebenso entscheidend, ist die finanzielle Autonomie: der Aufbau eines europäischen Finanzsystems, das mit dem der Vereinigten Staaten konkurrieren kann. Eine zentrale Voraussetzung dafür ist ein tiefer und liquider Eurobond-Markt als tragende Säule.

Jetzt ist der Moment gekommen, diesen Markt aufzubauen. Globale Investoren stellen zunehmend die Solidität, Sicherheit und Stabilität des US-Dollars infrage und beginnen, ihre Portfolios vom Dollar weg umzuschichten. Ein tiefer und liquider Eurobond-Markt würde ihnen genau das sichere Anlageinstrument bieten, nach dem sie suchen. Diese Gelegenheit jetzt ungenutzt zu lassen, wäre eine historisch verpasste Chance, die Finanzierungskosten europäischer Staatsschulden – und in der Folge auch die des privaten Kapitals – nachhaltig zu senken.

Wir wissen, dass große institutionelle Veränderungen – wie die Schaffung eines neuen Finanzinstruments oder eines neuen Marktes – immer mit Risiken und offenen Fragen verbunden sind. Aber wir sind überzeugt: Angesichts der tiefgreifenden geopolitischen Umbrüche wäre Nichtstun das weitaus größere Risiko.

1 Hintergrund

Seit der Eurokrise wurden zahlreiche Vorschläge gemacht, um den Markt für Eurobonds substantiell auszuweiten - etwa durch „blau-rote Anleihen“ (Delpla und Weizsäcker: 2010), E-Bonds (Monti: 2010) oder „Esbies“ (Brunnermeier u. a.: 2011) (für einen umfassenden Überblick siehe Leandro und Zettelmeyer: 2019). Diese Vorschläge boten raffinierte Ansätze, um den damals weit verbreiteten Bedenken hinsichtlich Moral Hazard und Risikoteilung zu begegnen. Dennoch wurde keiner von ihnen umgesetzt – aus Mangel an politischer Unterstützung und aufgrund von Zweifeln an der Tragfähigkeit eines sicher geglaubten Anlageinstruments, das allein auf finanztechnischer Konstruktion beruht. Bemerkenswert ist, dass die EU, als es darum ging, einen Finanzierungsrahmen für das NextGenerationEU-Programm (NGEU) zu schaffen, bewusst auf solche finanztechnisch komplexe

Lösungen verzichtete – und stattdessen auf den klassischen Eurobond setzte.

Die größte Herausforderung ist heute nicht Moral Hazard oder die Vergemeinschaftung von Risiken, sondern die Schaffung eines großen europäischen Anleihemarktes, der Europas strategische Autonomie stärken und die steigende weltweite Nachfrage nach einer Alternative zum US-Treasury-Markt befriedigen kann. Dieser Policy Brief baut auf den Erkenntnissen der Eurobond-Literatur auf und bietet einen solchen Vorschlag.

Wir schlagen einen neuen Ansatz zur Schaffung eines großen und liquiden Marktes für sichere Eurobonds vor. Dieser Vorschlag beinhaltet keine oder höchstens sehr begrenzte Risikoteilung, verzichtet weitgehend auf Finanz-Engineering und erfordert keine Änderungen der EU-Finanzvorschriften – so wünschenswert solche Änderungen aus anderen Gründen auch sein mögen. Er ist unabhängig von der Entscheidung der Europäischen Union, ob Ausgaben künftig durch Steuern oder Schulden finanziert werden. Wir verstehen den Vorschlag als ein Arbeitsdokument. Es gibt zahlreiche Möglichkeiten, ihn so weiterzuentwickeln, dass er rechtlichen, konzeptionellen, praktischen und politischen Anforderungen standhält. Wir sind überzeugt, dass ein ausgereifter Vorschlag all diesen Prüfungen gerecht werden kann – und dass es wichtig ist, jetzt mit der Entwicklung zu beginnen.

Der Grundgedanke des Vorschlags ist einfach – der Austausch eines bestimmten Volumens an nationalen Anleihen gegen vorrangige Eurobonds. Der Teufel steckt, wie üblich, im Detail. Wir stellen zunächst den grundlegenden Vorschlag vor und erörtern dann die verschiedenen spezifischen Detailfragen.

2 Der Vorschlag

Globale Investoren suchen zunehmend nach Alternativen zum US-Treasury-Markt, den sie bislang als tief, liquide und sicher einschätzten. Die jüngste Herabstufung der US-Staatsanleihen durch Moody's macht die mangelnde Tragfähigkeit der US-Fiskalpolitik deutlich. Zudem wecken einige aktuelle Vorschläge, wonach bestehende Treasuries gegen nicht handelbare, ewige Anleihen getauscht werden könnten, bei Anlegern Zweifel an der Sicherheit dieser Anlageform.

Derzeit gibt es für Investoren keine offensichtlichen Alternativen in vergleichbarem Umfang. Die nächstliegende Alternative in Europa ist der Markt für Bundesanleihen. Doch der Gesamtwert umlaufender Bundesanleihen liegt lediglich bei 1,7 Billionen Euro – im Vergleich zu 30 Billionen US-Dollar auf dem US-Treasury-Markt. Der Markt für bestehende Eurobonds ist zersplittert und relativ klein: Von der EU emittierte Anleihen zur Finanzierung des NextGenerationEU-Programms belaufen sich auf 540 Milliarden Euro und sollen bis 2026 auf 700 Milliarden Euro ansteigen. Hinzu kommen Anleihen des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) in Höhe von 270 Milliarden Euro sowie Anleihen der Europäischen Investitionsbank (EIB) über 250 Milliarden Euro – zusammen ergibt das derzeit etwas mehr als eine Billion Euro. Zwar hat die EU inzwischen mehr Schulden als die Niederlande und dürfte 2025/26 zum größten Nettoemittenten von Anleihen innerhalb der EU werden, doch sind diese Beträge im globalen Maßstab nach wie vor zu gering. Hinzu kommt, dass aufgrund fehlender Klarheit über die Zukunft dieser Anleihen – die EU hat bislang nicht entschieden, ob die zur Finanzierung von NGEU ausgegebenen Bonds zurückgezahlt oder verlängert werden sollen – EU-Anleihen von Investoren nicht als Staatsanleihen, sondern als Anleihen supranationaler Institutionen eingestuft werden. Sie sind daher nicht in Staatsanleihenindizes enthalten, was die Nachfrage dämpft und ihre Renditen höher hält, als sie es sonst wären.

Wenn Europa Anlegern eine echte Alternative bieten will, muss der Markt für Eurobonds substanziell ausgeweitet werden. Ein schrittweiser Ausbau über Nettoneuemissionen genügt nicht: Selbst wenn sämtliche zusätzlichen Verteidigungsausgaben vollständig über Eurobonds finanziert würden, würde der Gesamtbestand lediglich um rund 1 Prozent des EU-BIP pro Jahr wachsen. Auch eine deutliche Aufstockung des EU-Haushalts, die überwiegend über EU-Anleihen finanziert wäre, würde allein nicht ausreichen – der Aufbau eines ausreichend großen Anleihemarktes würde viele Jahre in Anspruch nehmen.

Die Lösung muss also darin bestehen, einen Teil des Bestands nationaler Anleihen durch Eurobonds zu ersetzen (nennen wir sie vorerst ‚Blue Bonds‘ und lassen an dieser Stelle noch offen, ob und wie sie sich von den bestehenden EU-Anleihen unterscheiden könnten). Die zentrale Frage ist dann, welcher Anteil der Staatsschulden der EU-Mitgliedstaaten durch Blue Bonds ersetzt werden sollte.

Einerseits muss der Anteil der Blue Bonds hoch genug sein, damit der Markt ausreichend tief und liquide wird. Was das genau bedeutet, hängt von der Beziehung zwischen Marktgröße, Transaktionsvolumen, Markttiefe und Liquidität ab. Unter sonst gleichen Bedingungen gilt: Je größer der Markt, desto eher ist er tief und liquide – und desto wahrscheinlicher entwickelt sich die notwendige Infrastruktur (etwa die Akzeptanz der Anleihen bei Zentralbank-Repo-Geschäften oder ein ausgeprägter Futures-Markt), damit die Eurobonds ihre Wirkung entfalten können.

Andererseits steigt mit dem Anteil der Blue Bonds auch die Sorge um die Risikoteilung. Eine

gesamtschuldnerische Haftung, so ideal sie theoretisch auch sein mag, ist in der Praxis vermutlich nicht realisierbar, da kleine EU-Staaten im Verhältnis zu ihrer Wirtschaftsleistung mit einer enormen Schuldenlast belastet wären. Wir sind der Auffassung, dass die Blue Bonds sowohl politisch als auch rechtlich eine vorrangige Stellung (Seniorität) einnehmen sollten. Die wahrgenommene Sicherheit wird dann davon abhängen, wie stark und glaubwürdig die Verpflichtungen der Regierungen sind, die Zinszahlungen auf ihren Anteil der Blue Bonds zu leisten – also jenem Anteil, der als Gegenwert für die in nationale Schulden umgetauschten Blue Bonds ausgegeben wurde. Beispielsweise könnten die Regierungen sich im Rahmen des nationalen Rechts verpflichten, die erforderlichen Mehrwertsteuer-Einnahmen für die Zinszahlungen auf die Blue Bonds zu reservieren (entweder direkt oder, falls dies rechtlich nicht möglich ist, indem die entsprechenden Mehrwertsteuer-Einnahmen an den EU-Haushalt fließen, der wiederum die Zinszahlungen leistet). Selbst dann gilt: Je höher der Anteil der Blue Bonds am Gesamtschuldenstand, desto stärker wird die Risikoteilung zum Thema – deshalb gilt es, ein ausgewogenes Verhältnis zu finden.

Gibt es eine goldene Mitte, in der der Anteil der Blue Bonds groß genug ist, um die erforderliche Liquidität zu gewährleisten, aber gleichzeitig klein genug bleibt, sodass bei gegebener Seniorität keine Ausfallrisiken entstehen? Unserer Einschätzung nach, basierend auf Gesprächen mit Marktteilnehmern, könnte ein Austausch nationaler Anleihen gegen Blue Bonds von bis zu 25 Prozent des BIP ausreichen, um Liquiditätszwecke zu erfüllen, ohne die Sicherheit der Anleihen infrage zu stellen. Auf Ebene der Eurozone würde dies die nationalen Schuldenquoten bei rund 60 Prozent des BIP belassen. Unter Berücksichtigung der geplanten Schuldensteigerungen in den deutschen Haushaltsplänen bliebe die Schuldenquote der vier größten Eurozonenländer – Frankreich, Deutschland, Italien und Spanien – bei etwa oder über 60 Prozent des BIP. Wir vermuten, dass das Verhältnis der Blue Bonds zum BIP deutlich höher liegen kann, sobald die EU-Staaten erkennen, dass der Governance-Rahmen funktioniert. Ein erstes Ziel von 25 Prozent, was ungefähr 5 Billionen Euro entspricht, erscheint jedoch angemessen.

Es gäbe dann zwei Arten von Anleihen: vorrangige Blue Bonds und nachrangige nationale Anleihen. Wie würden sich die Zinssätze für die jeweiligen Typen entwickeln?

Unter der Annahme, dass die Spreads ausschließlich das Ausfallrisiko der ursprünglichen nationalen Schulden widerspiegeln, würde dies bedeuten, dass die vorrangigen Blue Bonds mit einem niedrigeren Zinssatz ausgegeben würden, während die nationalen Anleihen höhere Zinssätze aufweisen würden. Dies reflektiert, dass das Risiko nun auf eine kleinere Basis konzentriert wäre. Die durchschnittlichen Finanzierungskosten blieben dabei unverändert.

Das tatsächliche Ergebnis sollte jedoch besser ausfallen als beschrieben. Die Nachfrage globaler Investoren nach einem tiefen und liquiden Markt für sichere Anlagewerte sollte sich in einem noch

niedrigeren sicheren Zinssatz niederschlagen als beispielsweise die heutige Rendite von Bundesanleihen (was bei EU-Anleihen derzeit nicht der Fall ist – wegen der Marktverengung und ihres supranationalen statt souveränen Status). Ein größerer Markt impliziert zudem, dass sich das übrige notwendige Ökosystem – wie eine tiefe Zinsstrukturkurve, ein Futures-Markt und eine unkomplizierte Abwicklung von Repo-Geschäften mit Blue Bonds – natürlich entwickeln würde, was wiederum zu niedrigeren Zinsen führen würde. Außerdem könnte aufgrund von Heimatmarktpräferenzen („home bias“) sowie regulatorischen Vorgaben (etwa dem Mandat des spanischen Pensionsfonds, einen Teil seiner Anlagen in spanische Staatsanleihen zu investieren) die verbleibende Nachfrage nach nationalen Anleihen hoch bleiben und angesichts des kleineren Angebots zu einer geringeren Zinssteigerung bei nationalen Anleihen führen. Könnte es auch anders kommen? Die Erfahrung zeigt, dass Märkte neue Instrumente zunächst vorsichtig bewerten, was anfangs zu höheren Spreads führt. Dieser Effekt dürfte jedoch mit der Zeit verschwinden. (Der Spread der zehnjährigen NGEU-Anleihen, der bei 35 Basispunkten begann, liegt mittlerweile näher bei 20 Basispunkten.)

Daneben sind weitere Effekte denkbar, die alle Zinssätze – sowohl öffentliche als auch private – senken. Die erhöhte Sensitivität der Zinssätze auf die verbleibenden nationalen Schulden sollte die Anreize für die Länder stärken, die EU-Fiskalregeln einzuhalten und eine disziplinierte Haushaltspolitik zu verfolgen. Ein tiefer und liquider Markt für Blue Bonds dürfte die Entstehung einer verlässlichen Zinsstrukturkurve für europäische Unternehmensanleihen erleichtern, die die Kapitalmarktintegration fördert und europäischen Banken ein besseres Risikomanagement ermöglicht, da auf nationaler Ebene die Risikokorrelation zwischen Banken und Anleihen reduziert wird.

Zusammenfassend lässt sich sagen: Wie von den Verfassern verschiedener früherer Vorschläge argumentiert wurde, sollte ein solches zweistufiges System – mit einem sicheren Zinssatz für die Eurobonds und 20 nationalen Zinssätzen – zu einem niedrigeren durchschnittlichen Zinssatz für jedes Mitglied führen und zugleich stärkere Anreize für Länder mit schlechteren Haushaltsaussichten zur fiskalischen Anpassung schaffen.

3 Details: Umtausch, Seniorität, Art der Anleihen, Partizipation, Verhältnis zum EU-Haushalt

Der Umtausch

Sollte der Umtausch durch Marktkäufe nationaler Anleihen oder durch den Austausch nationaler Anleihen bei deren Fälligkeit erfolgen? In beiden Fällen gehen wir von einer Finanzierung über die Ausgabe von Blue Bonds aus. Die Antwort könnte eine Mischung aus beidem sein.

Marktkäufe: In diesem Fall würde die EU – vermutlich vertreten durch die Generaldirektion Haushalt, die auch für die Emission der NGEU-Anleihen zuständig ist – nationale Anleihen am Markt zurückkaufen und im Gegenzug Blue Bonds in gleicher Höhe emittieren. (Der Begriff “Tausch” könnte in diesem Zusammenhang irreführend sein, da es sich nicht um einen direkten Austausch handelt, sondern um den gleichzeitigen Ankauf nationaler Anleihen und die separate Ausgabe von Blue Bonds. Die Verkäufer der Staatsanleihen wären nicht verpflichtet, die neuen Blue Bonds zu erwerben. Ein echter Tausch würde komplexe rechtliche Fragen aufwerfen.) Der Vorteil von Marktkäufen liegt in ihrer schnelleren Umsetzbarkeit. Auch wenn das Volumen solcher Transaktionen erheblich größer wäre, ähneln sie doch den gängigen Rückkaufmaßnahmen, die von nationalen Finanzagenturen regelmäßig durchgeführt werden, um die Liquidität zu erhöhen und die Struktur der Renditekurve zu steuern.

Austausch fällig werdender Anleihen: Der Austausch nationaler Anleihen bei Fälligkeit umgeht zwar potenzielle Probleme, die mit Marktkaufverfahren verbunden sind, ist jedoch deutlich langsamer und bringt weitere grundlegende Nachteile mit sich. Der größte Nachteil besteht darin, dass die bestehende Fälligkeitsstruktur der nationalen Anleihen vorgibt, welche Laufzeiten vom Markt genommen werden können. Im Gegensatz dazu ermöglicht das Marktkaufverfahren der emittierenden Institution, gezielt Anleihen mit beliebigen Laufzeiten zu erwerben. Das Austauschverfahren über fällig werdende Anleihen könnte daher über einen längeren Übergangszeitraum hinweg zu einer ungünstigen Laufzeitenstruktur der verbleibenden nationalen Schuldtitel führen. Insgesamt ist davon auszugehen, dass sich der Markt für Blue Bonds durch diesen Ansatz nur sehr langsam vergrößern würde – insbesondere, wenn gleichzeitig eine attraktive Laufzeitenstruktur beibehalten werden soll.

Eine weitere, nicht ausschließliche Alternative besteht darin, nationale Anleihen in der Bilanz der Europäischen Zentralbank (EZB) ganz oder teilweise durch Blue Bonds zu ersetzen. Ihr Wert beträgt etwa 2 Billionen Euro, sodass noch rund 2 Billionen Euro an Blue Bonds auf anderem Wege geschaffen

werden müssten. Dies würde zwar nicht ausschließen, dass die EZB im Rahmen zukünftiger Anleihekaufprogramme weiterhin nationale Anleihen erwerben kann, würde jedoch die Beschränkungen der EZB hinsichtlich des Anteils der Anleihen jedes Landes, den sie hält, mindern und ihr ein zusätzliches Instrument zur Umsetzung ihrer Geldpolitik an die Hand geben. Allerdings gilt: Je mehr Blue Bonds in der Bilanz der EZB stehen, desto weniger Blue Bonds stehen am Markt zur Verfügung, was dem Zweck des Vorhabens zuwiderlaufen könnte. Der Austausch nationaler Anleihen durch Blue Bonds macht daher nur Sinn, wenn die EZB beabsichtigt, ihre Bilanzsumme im Zeitverlauf zu verkleinern, sodass die Anleihen sukzessive am Markt verfügbar werden. In jedem Fall ist die Einbeziehung der Blue Bonds in die Kaufprogramme und das zukünftige strukturelle Portfolio der EZB entscheidend, um zu gewährleisten, dass die Blue Bonds von den Märkten nicht als weniger hochwertig gegenüber den nationalen Anleihen wahrgenommen werden.

Insgesamt wäre wahrscheinlich eine Kombination aus Austausch und Ersatz, eventuell mit Beteiligung der EZB, die optimale Lösung. Marktkäufe ermöglichen eine schnellere und gezieltere Steuerung der Zinsstrukturkurven. Der schrittweise Ersatz nationaler Anleihen über mehrere Jahre würde deren Refinanzierungsrisiko verringern und die Renditen niedrig halten. Letztlich sollte die glaubwürdige Ankündigung eines mehrjährigen Plans zur Erreichung eines Anteils von 25 Prozent Blue Bonds am BIP ausreichen, um Kapitalzuflüsse in die europäischen Finanzmärkte zu fördern.

Seniorität der Anleihen

Ein grundlegendes Problem, unabhängig vom Verfahren, betrifft die Frage der Seniorität. Wir sind der Auffassung, dass die Vorrangstellung der Blue Bonds im Hinblick auf die Staatsverschuldung keine rechtlichen Bedenken aufwirft. Unter anderweitig gleichen Bedingungen macht der Umtausch nationale Anleihen de facto risikoreicher. Dies gilt jedoch für jede staatliche Entscheidung, etwa die Zusage großzügigerer Rentenleistungen, die das Risiko der Staatsschulden beeinflusst. Uns ist keine Pari-passu-Klausel bekannt, die einen solchen Umtausch, gleich in welcher Form, ausschließen würde. Zu beachten ist auch, dass dieses Problem bereits bei den bestehenden EU-Anleihen besteht, die ebenfalls durch nationale Einnahmen – konkret: durch nationale Beiträge zum EU-Haushalt – gedeckt sind und damit de facto bereits vorrangig gegenüber nationalen Anleihen behandelt werden. Zudem sind die Rahmenbedingungen nicht konstant: Eine EU mit Eurobonds wäre ein wirtschaftlich stabilerer Raum, was auch die Stabilität in den einzelnen Mitgliedstaaten erhöht, wie sich bereits im Fall der NGEU-Instrumente während der COVID-19-Krise gezeigt hat. Dennoch könnte die Sorge bestehen, dass ein stärkerer Einfluss des Ausfallrisikos auf die Spreads nationaler Anleihen das Risiko

eines sich selbst erfüllenden Runs aus dem Markt erhöhen könnte. Allerdings hat die Einführung von Vermögensankäufen durch die EZB als geldpolitisches Instrument sowie das Transmissionsschutzinstrument die Wahrscheinlichkeit eines solchen Szenarios erheblich reduziert. Die Spreads werden weiterhin von Land zu Land variieren und dabei Unterschiede in Liquidität und Ausfallrisiko widerspiegeln – und das ist im Grundsatz auch wünschenswert.

Blue Bonds und bereits existierende Eurobonds

Ein weiteres Thema betrifft das Verhältnis der Blue Bonds zu den bereits existierenden Eurobonds. Während Eurobonds bereits von einer etablierten Infrastruktur profitieren, einschließlich eines Futures-Marktes für EU-Anleihen, besteht hier das Problem, dass die Absicherung der verschiedenen Anleihen unterschiedlich ist: die Verpflichtung, den EU-Haushalt für die NGEU-Anleihen zu nutzen, sowie das Vorhandensein eines Kapitalpuffers für ESM- und EIB-Anleihen. Wie eine optimale Konsolidierung erreicht werden kann, wäre eine politische Entscheidung der EU-Führung (die EIB als Bank könnte ihre eigene Bilanzsumme beibehalten wollen), doch es gibt keinen ersichtlichen Grund, ESM-Anleihen, EU-Anleihen und Blue Bonds getrennt zu halten. Eine Konsolidierung würde die Marktgröße erhöhen, die Liquidität und Effizienz verbessern und somit die Zinsen niedriger halten, als es sonst der Fall wäre.

Teilnahme

Die Teilnahme an diesem Programm sollte allen EU-Mitgliedstaaten uneingeschränkt offen stehen. In einigen Ländern ist jedoch das Verhältnis von Schulden zu BIP gering, sodass ein Umtausch von 25 Prozent des BIP in Blue Bonds möglicherweise unattraktiv wäre, da der verbleibende Spielraum für nationale Anleihen zu klein ausfiele. Diese Länder könnten sich entscheiden, nicht teilzunehmen oder sich mit einem geringeren Anteil als 25 Prozent zu beteiligen; entsprechend niedriger wäre dann auch ihr Beitrag zu den Zinszahlungen. Sollte ein Land aus irgendeinem Grund beschließen, seinen Anteil zu verringern, könnte es dies tun, indem es Blue Bonds zurückkauft und stattdessen nationale Anleihen emittiert. Sollte ein Land die EU verlassen, hätte es ebenfalls die Möglichkeit, diesen Weg zu gehen oder sich zu verpflichten, weiterhin die Zinsen auf seinen Anteil an den Blue Bonds zu zahlen. (Im Austrittsabkommen mit der EU verpflichtete sich das Vereinigte Königreich im Zuge des Brexit beispielsweise, 30 Milliarden Euro für Pensionen und andere Verpflichtungen zu zahlen.)

Blue Bonds und der EU-Haushalt

Es ist wichtig zu betonen, dass dieser Vorschlag keine Aussage darüber trifft, ob der Anteil von Blue Bonds mit der Zeit wächst, wie dieser Anteil mit dem Umfang des EU-Haushalts verknüpft ist, welche Ausgabenprioritäten die EU verfolgt oder in welchem Verhältnis ihre Ausgaben durch Steuern oder Schulden finanziert werden sollten. Was die schuldenfinanzierten EU-Ausgaben betrifft, würde ein großer Markt für Blue Bonds die Finanzierungskosten senken. Heute weisen EU-Anleihen aufgrund ihres supranationalen Status, ihrer geringeren Größe und ihrer eingeschränkten Liquidität leicht höhere Zinssätze auf als etwa Bundesanleihen.

Die Zeit für Blue Bonds ist gekommen

Ein Vorschlag, wie wir ihn hier skizziert haben, würde zur Defragmentierung der europäischen Staatsanleihemärkte beitragen und die Schaffung eines großen, tiefen Marktes ermöglichen. Eurobonds sind möglich, ohne dass das Risiko vergemeinschaftet wird oder ein neues Mandat für die EU erforderlich wäre. Viele Fragen sind noch zu klären, doch wir sind überzeugt, dass keines dieser Probleme unlösbar ist.

Die Zeit für Blue Bonds ist gekommen.

Literatur

- Brunnermeier, Markus K. u. a. (2011). European Safe Bonds (ESBies). *Euronomics Group*. <http://www.euro-nomics.com>.
- Delpla, J. und Jakob von Weizsäcker (2010). *The Blue Bond Proposal*. Bruegel Policy Brief 2010/03. Brussels.
- Leandro, Álvaro und Jeromin Zettelmeyer (2019). *The Search for a Euro Area Safe Asset*. Working Paper 18-3. Peterson Institute for International Economics.
- Monti, Mario (Mai 2010). *A New Strategy for the Single Market*. Report to the President of the European Commission, José Manuel Barroso.

IMPRESSUM

Institution und Anschrift:

Kiel Institut für Weltwirtschaft
Kiellinie 66, 24105 Kiel
Telefon: 0431 / 8814 – 1
Telefax: 0431 / 8814 – 500
E-Mail: info@ifw-kiel.de

Standort Berlin:

Kiel Institut für Weltwirtschaft
Chausseestraße 111, 10115 Berlin
Telefon: +30 30830637-5
Email: berlin@ifw-kiel.de

Das Kiel Institut für Weltwirtschaft —
Leibniz Zentrum zur Erforschung globaler öko-
nomischer Herausforderungen ist eine rechtlich
selbständige Stiftung des öffentlichen Rechts des
Landes Schleswig-Holstein.

Gesetzliche Vertretung:

Prof. Dr. Moritz Schularick, Präsident
Prof. Dr. Christoph Trebesch, Vizepräsident
Birgit Austen, Geschäftsführende Administrative
Direktorin

Umsatzsteuer-Identifikationsnummer:

DE 251899169

Foto:

Titelbild: © Adobe Stock | Titolino

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Ministerium für Allgemeine und Berufliche
Bildung, Wissenschaft, Forschung und Kultur des
Landes Schleswig-Holstein
Jensendamm 5, 24103 Kiel



© 2025 Kiel Institut für Weltwirtschaft.

Alle Rechte vorbehalten.