

Subventioniert der Euroraum den US-Haushalt über Stablecoins?

Dr. Kay Seemann · k.seemann@gdv.de

Emittenten von US-Dollar (USD)-gebundenen Stablecoins zählen zu den am schnellsten wachsenden Haltern kurzfristiger US-Staatsanleihen. Ihre Reserven fließen fast vollständig in solche Papiere, weshalb jede Ausweitung des Stablecoin-Umlaufs die Nachfrage danach erhöht. Indem Europa überwiegend auf USD-Stablecoins zurückgreift, finanziert europäisches Kapital den US-Staatshaushalt mit. Noch ist der Effekt klein, er dürfte aber gewichtiger werden, wenn der Stablecoin-Markt weiterhin so rasant wächst wie in den letzten Jahren.

Stablecoins sind die am stärksten wachsende Haltergruppe von US-T-Bills

Mit rund 100 % wuchs keine Haltergruppe von US T-Bills im Jahr 2025 schneller als Stablecoins. Stablecoin-Emittenten halten mittlerweile rund 2 % aller ausstehenden kurzlaufenden US-Staatsanleihen, der sogenannten T-Bills. Diese Größe wirkt auf den ersten Blick gering, doch die Geschwindigkeit des

Zuwachses hebt die Emittenten von allen anderen Haltergruppen ab. Innerhalb eines Jahres haben sich ihre T-Bill-Bestände nahezu verdoppelt. Geldmarktfonds bleiben die mit Abstand größte Haltergruppe (Abb.1).¹

Der Grund für diese Nachfrage liegt im Funktionsprinzip der Emittenten. Für jeden ausgegebenen Stablecoin-Token muss ein Emittent einen Gegenwert in liquiden und sicheren Aktiva vorhalten, und in der Praxis sind das überwiegend kurzlaufende US-Staatsanleihen und besicherte Geldmarktgeschäfte. Eine Ausweitung des Stablecoin-Umlaufs wirkt damit unmittelbar als Kauf-Order am Markt für T-Bills.

Der Hebel auf die US-Staatsfinanzierung ist noch begrenzt

Mit rund 140 Mrd. US-Dollar hielten die Emittenten Ende 2025 mehr kurzfristige US-Staatsanleihen als die meisten großen Volkswirtschaften. Der ab 2027 wirksame GENIUS Act schreibt für zugelassene US-Emittenten Reserven in Staatsanleihen, Notenbankguthaben und ähnlichen Instrumenten vor und dürfte diese Nachfrage weiter verfestigen.²

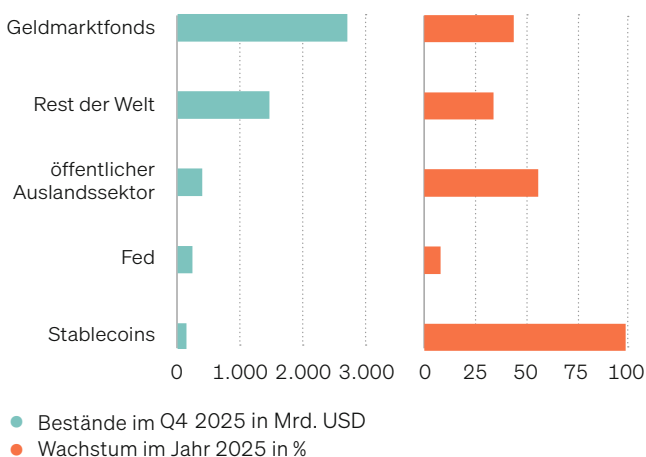
Ein spürbarer Einfluss auf das Zinsniveau wird Schätzungen zufolge erst ab einem Stablecoin-Marktvolumen von 1 bis 2 Bio. US-Dollar erwartet. Die aktuellen Bestände der Emittenten entsprechen nur etwa 0,4 % der gesamten US-Staatsschulden, weil T-Bills selbst nur etwa ein Fünftel der Verschuldung ausmachen. Auf die Finanzierungskosten des US-Staates wirkt sich das bislang kaum aus.³

Einen echten Finanzierungsvorteil verschafft nur die Nachfrage aus dem Ausland

Wie die USA von der Stablecoin-Nachfrage profitiert, hängt davon ab, woher das Kapital stammt. Der US-Staatshaushalt wird durch die Stablecoin-Nachfrage entlastet, denn die induzierten zusätzlichen T-Bill-Käufe drücken die Rendite am kurzen Ende. Der

Wer hält die T-Bills?

Abb. 1 · Bestände und Wachstum nach Haltergruppen



Quelle: IWF, Schätzung und eigene Darstellung

Unterschied liegt darin, wer diese Entlastung bezahlt. Kauft ein US-Anleger Stablecoins, zieht er das Geld i. d. R. aus einer heimischen Bankeinlage ab und entzieht der Bank damit eine günstige, stabile Refinanzierungsquelle. Die günstigere Staatsfinanzierung geht dann zulasten des heimischen Bankensystems und bleibt eine Umverteilung innerhalb der USA. Kommt die Nachfrage dagegen aus dem Ausland, etwa aus dem Euroraum, fließt frisches Kapital in den T-Bill-Markt, ohne einer US-Bank Mittel zu entziehen. Erst dann trägt fremdes Kapital die Kosten der günstigeren US-Finanzierung.⁴

Die Zuflüsse aus dem Ausland sind kein Randphänomen mehr. Seit 2021 sind die kumulierten Netto-Zuflüsse in US-Dollar-Stablecoins auf fast 120 Mrd. US-Dollar gestiegen (Abb. 2). Mehr als 70 % davon stammen aus anderen Währungen als dem US-Dollar. Der Euro stellt dabei einen der größten Anteile. Da gehaltene Stablecoins unverzinst bleiben, treiben keine Zinsmotive diese Zuflüsse. Anleger schätzen den jederzeitigen Zugang zum Dollar, die Handelbarkeit rund um die Uhr und die Rolle der Token als Abwicklungsmittel im Krypto-Handel. Der Zugang verlangt weder ein Verwahrkonto bei einer US-Bank noch die übliche Wertpapierabwicklung, was den T-Bill-Markt auch für Anleger öffnet, die ihn bisher nicht direkt nutzen konnten.⁵

Der Euroraum finanziert mit und trägt Kosten

In ruhigen Phasen ist der Preis, den der Euroraum dafür zahlt, gering, wirkt aber über zwei Kanäle. Kapitalabflüsse in US-Dollar-Stablecoins werten den Euro geringfügig ab. Das macht Importe wie Energie

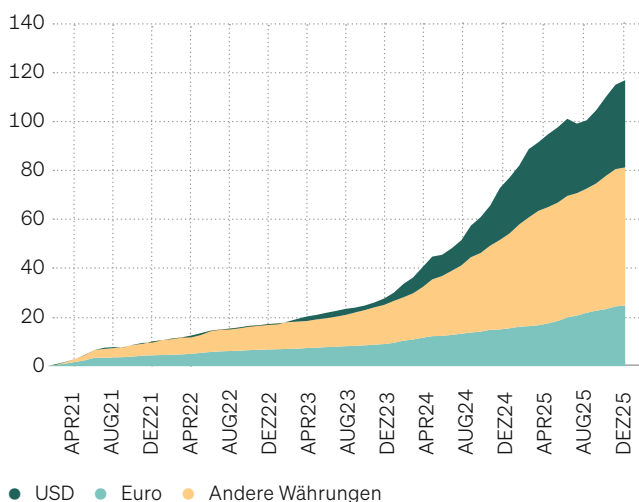
relativ teurer. Zugleich steht im Euroraum weniger Kapital für die heimische Finanzierung zur Verfügung. Das könnte die Finanzierungsbedingungen verschlechtern und Investitionen dämpfen. Für tiefe und liquide Währungsräume, wie den Euroraum, bleiben beide Effekte klein, solange die Stablecoin-Nachfrage moderat bleibt.⁶ Dennoch: Der Vorteil der günstigeren Finanzierung liegt bei den USA, die Kosten zu einem wachsenden Teil beim Euroraum, ohne dass dieser am fiskalischen Gewinn beteiligt wäre.

In einer Stressphase kehrt sich die Risikoverteilung um. Stablecoin-Halter, die massenhaft zurückgeben, zwingen Emittenten zum sofortigen Verkauf ihrer T-Bill-Reserven. Abflüsse treiben die Rendite kurzlaufender US-Staatsanleihen stärker nach oben als Zuflüsse gleicher Größe sie senken.⁷ Das primäre Stressrisiko dürfte damit der US-Staatshaushalt tragen, dessen kurzfristige Refinanzierungskosten steigen und aus dessen T-Bill-Markt ausländisches Kapital abfließt. Für den Euroraum kehren sich die Kapitalflüsse zunächst um, da europäische Stablecoin-Halter zurückgeben und den erhaltenen Dollar in Euro tauschen. Der Euro dürfte dadurch spürbar aufwerten. Im Extremfall könnte dies die Wirksamkeit der Zinstransmission der Europäischen Zentralbank beeinträchtigen, wenn die Volatilität der Dollar-Stablecoin-Nachfrage geldpolitische Bedingungen aus den USA in den Euroraum importiert.⁸

Ein Risiko für die Finanzstabilität des Euroraums entsteht daraus nicht. Der Euro ist eine tiefe, liquide Währung, die anders als fragile Schwellenländerwährungen nicht durch Dollar-Stablecoins in seiner Funktion geschwächt wird.⁹ Für Europa geht es also eher um Kosten, Verteilung und geldpolitische Wirksamkeit, nicht um Finanzstabilität im engeren Sinn.

Kapitalflüsse in USD-Stablecoins

Abb. 2 · Kumulative Zuflüsse verschiedener Währungen in Mrd. USD



Quelle: BIS, eigene Darstellung

Fazit: Zinseffekte noch gering, Euro-Zuflüsse bereits bedeutend

Für einen spürbaren Subventionseffekt ist der Einfluss von Stablecoins noch zu klein, weil das Marktvolumen begrenzt bleibt. Dennoch fließt das Kapital eines Anlegers aus dem Euroraum, der einen Dollar-Stablecoin kauft, bereits heute als Reserve in den US-Staatsanleihenmarkt und subventioniert damit indirekt den US-Haushalt. Wächst der Stablecoin-Markt weiter so stark wie in den vergangenen Jahren, könnte der Effekt substantiell werden, und der Finanzierungsvorteil läge dann klar bei den USA, während der Euroraum einen wachsenden Teil der Kosten trüge.¹⁰

Quellen

- ¹ [Crypto Assets Monitor Q1 2026](#). Internationaler Währungsfonds (IWF).
- ² [Annual Economic Report 2026](#), Kapitel III. Bank for International Settlements (BIS).
- ³ Hofmann, B., Kaldorf, M. & Rottner, M. (2026). [The macroeconomics of stablecoins](#). BIS Working Papers No. 1363.
- ⁴ Gross, M. & Senner, R. (2026). [From Par to Pressure. Liquidity, Redemptions, and Fire Sales with a Systemic Stablecoin](#). IMF Working Paper No. 26/5.
- ⁵ BIS (2026). [Annual Economic Report 2026](#), Kapitel III. Bank for International Settlements.
- ⁶ ESRB (2025). [Crypto-assets and decentralised finance: Report on stablecoins, cryptoasset investment products and multifunction groups](#). European Systemic Risk Board.
- ⁷ Idasoro, I., Beltran, P. & Grinberg, F. (2026). [Stablecoin flows and spillovers to FX markets](#). BIS Working Papers No. 1340.
- ⁸ Itavilla, C., Boucinha, M., Burlon, L., Adalid, R., Fortes, R. & Maruhn, F. (2026). [Stablecoins and monetary policy transmission](#). ECB Working Paper No. 3199. European Central Bank.
- ⁹ Idasoro, I., Beltran, P. & Grinberg, F. (2026). [Stablecoin flows and spillovers to FX markets](#). BIS Working Papers No. 1340.
- ¹⁰ ESRB (2025). [Crypto-assets and decentralised finance: Report on stablecoins, cryptoasset investment products and multifunction groups](#). European Systemic Risk Board.