

// Friedrich Heinemann (ZEW Mannheim und Universität Heidelberg) und  
// Fabian Moormann (ZEW Mannheim und Universität Münster)

## Eurobonds für Europa? – Europäische Schuldeninstrumente, ihre Nutzung und ihre Perspektive

In den laufenden Verhandlungen zum kommenden Mehrjährigen Finanzrahmen (MFR) der EU erhalten Vorschläge zur Etablierung von „Eurobonds“ große Aufmerksamkeit. Dabei wird übersehen, dass die EU bereits über eine große Bandbreite von Verschuldungsinstrumenten verfügt. Zum Jahresende 2024 beliefen sich die ausstehenden gemeinschaftlichen Schulden auf gut 800 Mrd. Euro. Bis Ende 2030 wird dieses Volumen allein aufgrund der bestehenden Vereinbarungen auf etwa 1,15 Billionen Euro ansteigen. Die Verfechter neuer Schuldeninstrumente im kommenden MFR verweisen zur Begründung auf den hohen Finanzbedarf für gemeinsame europäische Aufgaben. Vor diesem Hintergrund ist es aufschlussreich, wie die bestehenden Schuldeninstrumente tatsächlich verwendet werden. Zu unterscheiden sind vier Verwendungen gemeinsamer europäischer Verschuldung:

- Kredite an Mitgliedstaaten (MSK): Die Mittel werden an die Mitgliedstaaten für nationale Ausgaben weitergeleitet (Anteil an allen gemeinschaftlichen Schulden Ende 2030: 57 Prozent).
- Zuschüsse an Mitgliedstaaten (MSZ): Hier finanziert die EU nicht-rückzahlbare Zuschüsse an die Mitgliedstaaten über europäische Kreditaufnahme (Anteil 24 Prozent).
- Finanzhilfen für Drittstaaten (DSF): Die Kreditmittel werden an Drittstaaten (derzeit primär die Ukraine) weitergeleitet (Anteil 14 Prozent).
- EU-Programme (EUP): Gemeinsame Schulden werden zur Finanzierung von EU-Programmen eingesetzt (Anteil 5 Prozent).



### SCHLÜSSELERKENNTNISSE

- Die vorrangige Nutzung europäischer Schulden für Kredite und Zuschüsse an Mitgliedstaaten deutet nicht darauf hin, dass die Finanzierung europäischer öffentlicher Güter im Vordergrund steht.
- Am ehesten kann die Nutzung für die Ukraine-Hilfe beanspruchen, eine europäische Gemeinschaftsaufgabe zu finanzieren.
- In erster Linie nehmen bonitätsschwache Staaten die europäischen Kreditlinien wegen eines Zinsvorteils in Anspruch. Diese Finanzierungsvorteile werden unentgeltlich durch Garantien von Ländern mit besserer Bonität ermöglicht.
- Die Gesamtbelastung Deutschlands aus Rückzahlverpflichtungen für MSZ, EUP und ausfallgefährdete DSF beläuft sich bis 2030 auf rund 120 Mrd. Euro (ca. 2,8 Prozent des BIP 2025). Diese Schattenverschuldung ist in nationalen Schuldenstatistiken nicht sichtbar. Deren Last sollte transparent gemacht werden.
- Im kommenden MFR sind neue Kreditlinien für Mitgliedstaaten kritisch zu bewerten, die wiederum nur von Ländern mit unterdurchschnittlicher Bonität interessant wären, was kein sinnvolles Kriterium für eine europäische Förderung ist.

## EVOLUTION DER EU-SCHULDENINSTRUMENTE

In den Verhandlungen zum Mehrjährigen Finanzrahmen (MFR) 2028 bis 2034 spielt die Forderung nach neuen Eurobonds eine prominente Rolle. Befürworter verweisen zur Begründung auf Europas Herausforderungen in der Verteidigungs-, Klima- und Industriepolitik. Zur Einordnung dieser Debatte ist der Blick auf die bisherigen Erfahrungen mit europäischen Schuldeninstrumenten hilfreich.

**Mehrjähriger Finanzrahmen: Weichenstellung für zukünftige EU-Verschuldung**

Bis zum Jahr 2010 war die Finanzstruktur der EU durch eine strikte Dezentralität geprägt: Öffentliche Schulden wurden von Mitgliedstaaten in eigener Verantwortung emittiert, während schuldenfinanzierte Darlehen der EU-Ebene auf marginale Volumina und spezielle Fazilitäten wie Euratom-Darlehen oder befristete Zahlungsbilanzhilfen beschränkt waren.

**Historische Dezentralität**

Diese Architektur wurde durch eine Abfolge von Krisen – von der Euro-Staatsschuldenkrise über die Pandemie bis hin zu Russlands Krieg gegen die Ukraine – fundamental verändert. Heute umfasst das Universum der EU-Verschuldung eine Vielzahl von Instrumenten, die nicht nur in ihrem Volumen, sondern teilweise in ihrer Qualität neuartig sind.

**Krisengetriebene Transformation**

In einem Paradigmenwechsel hat sich die EU zu einem eigenständigen großen Akteur an den Kapitalmärkten entwickelt. Dabei kam es zu einem Übergang von einer fallweisen „Back-to-Back“-Anleiheemission zu regelmäßigen Emissionen im Rahmen des „Unified-Funding“-Ansatzes.

**Regelmäßige Emissionen statt „back-toback“**

Auch die Haftung hat sich qualitativ verändert. Während beim Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) noch eine teilschuldnerische Haftung galt, folgen neuere Instrumente wie die Kredite der Aufbau- und Resilienzfazilität (ARF) einer faktischen gesamtschuldnerischen Haftung über den EU-Haushalt, da ausfallende Beträge gemäß Eigenmittelbeschluss auf alle anderen Mitgliedstaaten umgelegt werden dürfen.

**Gesamtschuldnerische Haftung über Nachschusspflicht an EU-Haushalt**

## ARCHITEKTUR DER EU-SCHULDENINSTRUMENTE

Aktuelle europäische Schuldeninstrumente lassen sich anhand ihrer Verwendung in vier Haupttypen unterteilen, deren quantitative Bedeutung und Intention sich jedoch grundlegend unterscheiden.

**Europäische Schuldeninstrumente: Vier Arten der Verwendung**

Schuldenfinanzierte Kredite an Mitgliedstaaten (MSK) machen mit rund 57 Prozent den bei weitem volumenintensivsten Anteil aus. Hierbei nimmt die EU Schulden am Kapitalmarkt auf, um sie zu identischen Konditionen an nationale Haushalte weiterzureichen (Beispiele: ESM, ARF-Kredite aus NextGeneration EU-Paket (NGEU), SAFE-Kredite zur Verteidigungsfinanzierung).

**Kredite an Mitgliedstaaten**

Schuldenfinanzierte Zuschüsse an Mitgliedstaaten (MSZ) nehmen gut 24 Prozent der EU-Schulden ein. Dies sind direkte Finanztransfers an nationale Haushalte, bei denen keine Rückzahlung durch die Empfänger vorgesehen ist (einziges Beispiel: ARF-Zuschusskomponente).

**Zuschüsse an Mitgliedstaaten**

Schuldenfinanzierte Finanzhilfen für Drittstaaten (DSF) machen etwa 14 Prozent des Volumens aus. Dieser Typus finanziert Darlehen und Zuschüsse für Partnerländer außerhalb der EU, wobei derzeit die Unterstützung der Ukraine im Fokus steht (Beispiele: Makrofinanzhilfen MFA, Ukraine-Facility).

**Finanzhilfen für Drittstaaten**

Schuldenfinanzierte EU-Programme (EUP) nehmen knapp 5 Prozent der ausstehenden Schulden ein. Dies sind Mittel für direkte operative Ausgaben im regulären EU-Budget, über deren Verwendung zentral auf europäischer Ebene entschieden wird (Beispiele: das Kohäsionsprogramm REACT-EU und der klimapolitische Just Transition Fund; beide werden über NGEU kreditfinanziert).

Während die ausstehenden Schulden bis 2008 nahezu vernachlässigbar waren, stiegen sie mit der Eurokrise auf rund 300 Mrd. Euro an und stehen Ende 2024 bereits bei gut 800 Milliarden Euro. Durch bereits genehmigte Auszahlungen des Corona-Wiederaufbauplans NGEU, die anvisierten Ukraine-Hilfen und das Rüstungsinstrument SAFE werden die gemeinschaftlichen EU-Schulden bis 2030 voraussichtlich auf über 1,15 Billionen Euro anwachsen. Diese Summe markiert eine neue Dimension der europäischen Finanzpolitik: Sie entspricht bereits rund sieben Prozent der gesamten gegenwärtigen nationalen Staatsschulden aller Mitgliedstaaten oder der aufaddierten öffentlichen Verschuldung von Österreich, den Niederlanden und Irland.

## EU-Programme

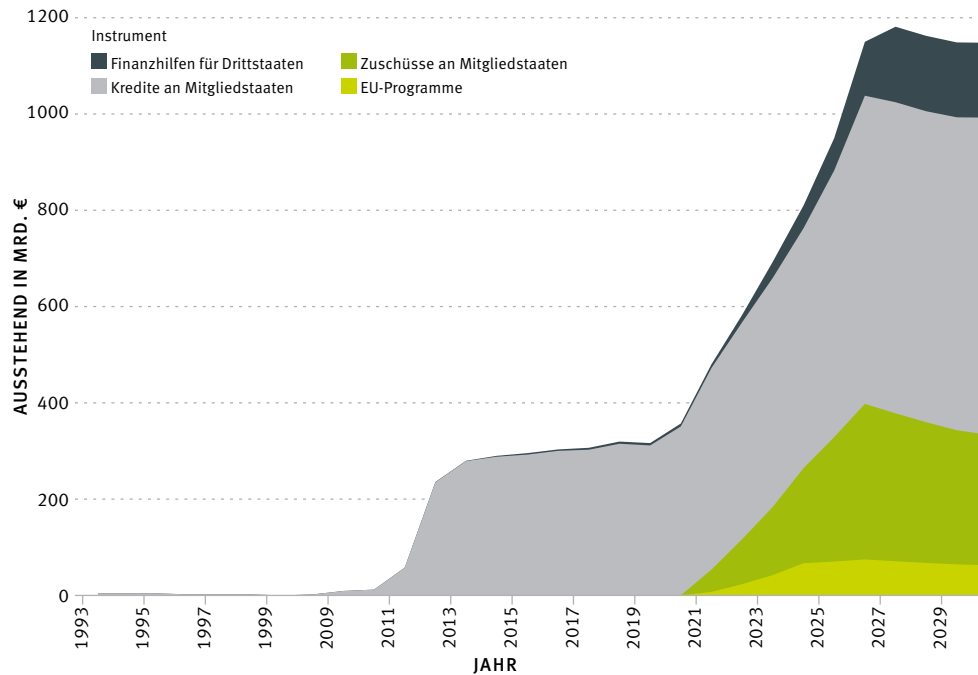
## Anstieg der EU-Verschuldung seit 2008

**1,15 Billionen Euro  
Schulden bis 2030**

**TABELLE 1:** ENTWICKLUNG DER EU-SCHULDENBESTÄNDE

	SCHULDENINSTRUMENT	AUSSTEHENDE EU SCHULDEN (2024) (MRD. €)	AUSSTEHENDE EU SCHULDEN (PROJEKTION 2030) (MRD. €)
Kredite an Mitgliedstaaten (MSK)	BoP (1975)	0,2	0,0
	EFSM (2010)	42,0	24,9
	EFSF (2010)	171,1	152,3
	ESM (2012)	78,0	60,4
	SURE (2020)	98,3	54,2
	ARF-Kredite (2020)	108,7	219,4
	SAFE (2025)	0,0	147,5
	<b>SUMME</b>	<b>498,3</b>	<b>658,7</b>
Zuschüsse an Mitgliedstaaten (MSZ)	ARF-Zuschüsse (2020)	197,5	271,1
Finanzhilfen für Drittstaaten (DSF)	Euratom (1977)	0,3	0,2
	MFA (1990)	15,8	14,3
	MFA+ (2023)	18,0	18,0
	Ukraine Fazilität (2024)	13,1	33,0
	Ukraine Kredit (2026)	0,0	90,0
	<b>SUMME</b>	<b>47,2</b>	<b>155,5</b>
EU-Programme (EUP)	NGEU-finanzierte EU-Programme (2020)	66,9	62,7
<b>SUMME</b>		<b>809,9</b>	<b>1148,0</b>

BoP: Balance of Payments (Zahlungsbilanzhilfen für Mitgliedstaaten außerhalb Eurozone), EFSM: Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus, EFSF: Europäische Finanzstabilisierungsfazilität, ESM: Europäischer Stabilitätsmechanismus, SURE: Kurzarbeit-Unterstützungsinstrument, ARF: Aufbau- und Resilienzfazilität, SAFE: Verteidigungs-Finanzierungsinstrument, MFA: Macro-Financial Assistance (Finanzhilfen für Drittstaaten).

**GRAFIK 1:** AUSSTEHENDE EU-SCHULDEN 1990 BIS 2030

Lesehilfe: Grafik 1 zeigt die ausstehenden EU-Schulden von 1990 bis 2030.

## ARGUMENTATIVE BEGRÜNDUNGEN UND FAKTISCHE NUTZUNG

Die offizielle Legitimation neuer Schuldeninstrumente verweist meist auf die Bereitstellung europäischer öffentlicher Güter („European Public Goods“) wie Klimaschutz oder kollektive Sicherheit. Die Betrachtung der Allokationsmechanismen und Auszahlungsprofile weckt jedoch Zweifel an dieser Darstellung und zeigt, dass die Rhetorik zur Rechtfertigung oft nicht mit der tatsächlichen Nutzung übereinstimmt.

Bei den ARF-Zuschüssen korreliert die regionale Allokation kaum mit dem tatsächlichen wirtschaftlichen Schaden der Pandemie. Stattdessen folgt die Mittelverteilung einem Schlüssel, der Pro-Kopf-Einkommen und strukturelle Arbeitslosigkeit gewichtet: eine Methodik, die eine hohe Ähnlichkeit zur klassischen Kohäsionspolitik aufweist. Zudem wird das stabilisierungspolitische Narrativ durch lange zeitliche Verzögerungen konterkariert: Da die Auszahlungen weitgehend erst Jahre nach dem Abklingen des Pandemieschocks erfolgen, fungiert das Instrument de facto nicht als Krisenhilfe, sondern als langfristiges Transferprogramm.

Ein ähnliches Bild zeichnen die Nachfragemuster bei den EU-Krediten. Instrumente wie SURE oder SAFE, die offiziell allgemeine politische Ziele fördern sollen, werden fast ausschließlich von Mitgliedstaaten mit unterdurchschnittlicher Bonität genutzt. Dies deutet darauf hin, dass der primäre Zweck in der Bereitstellung günstiger Liquidität für fiskalisch bedrängte Staaten liegt, die am Markt deutlich höhere Zinsen zahlen müssten.

Auch Mitgliedstaaten mit hoher Bonität wie Deutschland und die skandinavischen Länder engagieren sich etwa in Bezug auf Ukraine-Hilfen stark für europäische öffentliche Güter. Ein Finanzierungsinstrument, das Ländern mit hoher Bonität aber keine Anreize bietet, kann kaum als zielgenaues Instrument zur Förderung europäischer öffentlicher Güter gelten.

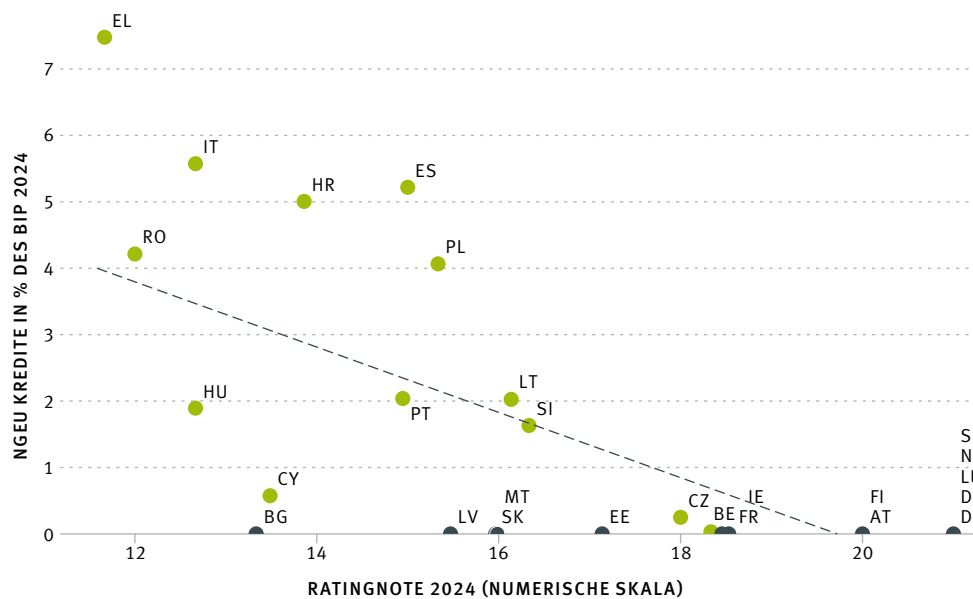
**Diskrepanz zwischen Legitimation und Nutzung der Schulden**

**Allokationsschlüssel nach klassischem Kohäsionsprinzip**

**Zeitverzögerung bei Auszahlung**

**Kreditnachfrage konzentriert auf bonitätsschwächere Mitgliedstaaten**

**Keine Anreize für europäische öffentliche Güter für Länder mit guter Bonität**

**GRAFIK 2: AUSZAHLUNGEN VON NGEU-KREDITEN IN RELATION ZUM RATING VON MITGLIEDSTAATEN**

Länder weiter rechts auf der horizontalen Achse verfügen über ein besseres Rating. Schweden, die Niederlande, Luxemburg, Dänemark und Deutschland haben ein Top-Rating. Auf der vertikalen Achse ist die Inanspruchnahme von Krediten aus der Aufbau- und Resilienzfazilität im Rahmen von NGEU abgetragen. Es zeigt sich, dass Länder mit guter Bonität diese Kredite nicht in Anspruch nehmen.

Lesehilfe: Grafik 2 zeigt die Auszahlungen von NGEU-Krediten in Relation zum Rating von Mitgliedstaaten.

## FINANZIELLE IMPLIKATIONEN FÜR DEUTSCHLAND DURCH VERDECKTE TRANSFERS

Deutschland gehört mit Ländern wie den Niederlanden und Schweden noch immer zu den Mitgliedstaaten mit der besten Bonität. In seiner Rolle als größte Volkswirtschaft und damit bedeutsamster Garant der EU übernimmt Deutschland eine zentrale Rolle bei der Absicherung der gemeinschaftlichen Instrumente.

Dabei stellen Deutschland und die wenigen anderen Länder mit Top-Bonität ihre Kreditwürdigkeit den anderen Mitgliedstaaten unentgeltlich zur Verfügung. Diese Form der „Reputationsleihe“ wirkt wie ein impliziter Transfer: Länder tragen Risiken für die Verbindlichkeiten von Partnerstaaten, ohne dafür eine marktübliche Risikoprämie zu erhalten.

Über die Haftungsrisiken hinaus ergeben sich unmittelbare Rückzahlungsverpflichtungen, die nicht in nationalen Schuldenstatistiken enthalten sind. Deutschland muss in den kommenden Jahren über Eigenmittelzahlungen EU-Kredite verzinsen und tilgen, die auf Zuschüsse, EU-Programme und die Ukraine-Kredite mit ihrer sehr hohen Ausfallwahrscheinlichkeit entfallen. Diese Verpflichtungen belaufen sich bei Vollauszahlung aller Instrumente bis 2030 für Deutschland auf rund 120 Mrd. €, was etwa 2,8 Prozent des BIP 2025 entspricht. Wie auch die Deutsche Bundesbank feststellt, besteht hier ein Problem fehlender Transparenz.

**Deutschland als Hauptgarant der europäischen Bonität**

**Unentgeltliche Reputationsleihe wirkt als impliziter Transfer**

**Für Deutschland bestehen Rückzahlungsverpflichtungen von 120 Mrd. Euro, die nicht in nationalen Schuldendaten auftauchen**

## SCHLUSSFOLGERUNGEN UND EMPFEHLUNGEN

Die Debatte über mögliche „Eurobonds“ erkennt, dass es gemeinsame europäische Verschuldungsinstrumente mit Gemeinschaftshaftung schon in erheblichem Umfang gibt.

**Eurobonds existieren faktisch bereits**

Die tatsächliche Nutzung mit einem starken Gewicht auf eine Weiterleitung von EU-Schulden an die nationalen Haushalte über Kredite steht in einem Spannungsfeld zur Rechtfertigung, wonach gemeinsame Schulden europäische öffentliche Güter finanzieren sollen. Eine schlechte Bonität ist kaum ein geeignetes Kriterium für eine besondere Förderung.

**Schlechte Bonität determiniert die Inanspruchnahme, obwohl kein geeignetes Förderkriterium**

Die Nutzung gemeinschaftlicher Garantien zur Finanzierung hoch verschuldeter Staaten widerspricht zudem der Grundintention der Maastrichter Ordnung. Der Haftungsausschluss im EU-Vertrag sollte eigentlich die Marktdisziplin sicherstellen. Länder mit verschlechternder Bonität sollten steigenden Zinsen ausgesetzt werden. Die einheitlichen Finanzierungskonditionen der EU-Kredite schwächen diesen Mechanismus.

**Wachstum der EU-Kreditlinien für Mitgliedstaaten schwächt Marktdisziplin**

Politisch sind diese Instrumente attraktiv. Mitgliedstaaten mit geringer Bonität erhalten zinsgünstige Kredite. Dahinter steht aus ökonomischer Sicht eine Transferleistung seitens der Länder mit hoher Bonität. Diese Transfers sind jedoch versteckt, sodass sie in den Geberstaaten öffentlich kaum wahrgenommen werden.

**Politisch attraktiv, weil Transferleistung versteckt bleibt**

Aus der Analyse ergeben sich die folgenden Empfehlungen:

Im nächsten MFR sollte die Nutzung neuer EU-Kreditkonstruktionen auf Anwendungen mit überzeugendem europäischen Nutzen konzentriert werden. Dazu könnte neben der weiteren Nutzung für die Finanzierung der Ukraine eine Finanzierung von EU-Programmen im Bereich Verteidigung oder Technologiepolitik zählen.

**Neue EU-Schuldensinstrumente für Ukraine und ausgewählte EU-Programme wie Verteidigung denkbar**

Neue über EU-Schulden finanzierte Kreditprogramme zur Haushaltsfinanzierung von Mitgliedstaaten sollte es nicht geben. Stattdessen können Krisen-Fazilitäten wie der ESM in ihrem Umfang ausgebaut werden. Dies würde eine Versicherung gegen neue Krisen am Anleihemarkt bieten, ohne die Anreize zur Schuldenbegrenzung zu vermindern.

**Keine neuen EU-Kreditlinien für Mitgliedstaaten, stattdessen Weiterentwicklung des ESM**

Zur Verbesserung der fiskalischen Transparenz sollten die auf die Mitgliedstaaten entfallenden Rückzahlverpflichtungen für EU-Schulden in den nationalen Schuldenstatistiken ausgewiesen werden. Die Deutsche Bundesbank hat dazu wegweisende Vorarbeiten geliefert.

**Ausweis von EU-Rückzahlungslasten in nationalen Schuldenstatistiken**

Der MFR könnte so dazu beitragen, das Vertrauen in die europäische Fiskalarchitektur zu stärken und die Kohärenz zwischen der Legitimation europäischer Schuldeninstrumente und ihrer tatsächlichen Nutzung zu verbessern.

**Kohärenter MFR**



---

## Impressum

**Autoren:** Friedrich Heinemann (ZEW Mannheim und Universität Heidelberg) und Fabian Moormann (ZEW Mannheim und Universität Münster)

**Herausgeber:** ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung  
L 7, 1 · 68161 Mannheim · Deutschland · [info@zew.de](mailto:info@zew.de) · [www.zew.de](http://www.zew.de) · [x.com/zew](https://x.com/zew)

**Präsident:** Prof. Achim Wambach, PhD · Kaufmännische Geschäftsführerin: Claudia von Schuttenbach

**Ansprechpartner in der Pressestelle:** Bastian Thüne · [presse@zew.de](mailto:presse@zew.de)

**Anmerkung zum Zitieren aus dem Text:** Es ist gestattet, Auszüge aus dem Text in der Originalsprache zu zitieren, insofern diese durch eine Quellenangabe kenntlich gemacht werden.

© ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH Mannheim

**ZEW**

*Leibniz*  
Leibniz  
Gemeinschaft