BANTLEON
Institutional Investing

Benedikt Engel
Portfoliomanager
Anleihen

Analyse
Digitaler Euro und Anleihenmärkte Teil 2 von 3

Drei Konten, ein Euro: Was der digitale Euro in der Bankbilanz auslöst

6. Oktober 2026

www.bantleon.com

Der erste Teil dieser Analyse hat untersucht, weshalb der digitale Euro trotz begrenzter systemischer Risiken für die Refinanzierungsplanung einzelner Banken relevant werden kann. Nun geht es um den Mechanismus dahinter. Entscheidend ist zunächst, was der digitale Euro ersetzt. Wird Bargeld in digitales Zentralbankgeld getauscht, bleibt die Finanzierung der Banken weitgehend unberührt. Wird dagegen eine Bankeinlage umgeschichtet, verliert das Institut zugleich Einlagen und Reserven. Erst dann stellt sich die für Anleiheninvestoren entscheidende Frage: Wie reagiert die Bank, wenn sie ihre Bilanzgröße und ihre Liquiditätspuffer trotz des Abflusses erhalten will?

Die bilanzielle Wirkung des digitalen Euros beginnt mit einem Vorgang, der im Alltag kaum auffallen dürfte. Für den Bankkunden ist der Vorgang unspektakulär: Er überträgt Geld vom Girokonto in seine digitale Wallet. Für die Bank ist dieselbe Transaktion weniger harmlos. Aus einer einfachen Umbuchung des Kunden wird damit ein Vorgang, der beide Seiten der Bankbilanz berührt.

Bei einem hypothetischen Haltungslimit von 3.000 Euro schätzt die EZB den isolierten Einlagenabfluss im normalen Nutzungsszenario auf rund 109 Mrd. Euro. Das entspricht grob 1,3% der Retail-Sichteinlagen im untersuchten Bankensample. Berücksichtigt die EZB zugleich den erwarteten Anstieg der Bankeinlagen infolge der Digitalisierung des Zahlungsverkehrs, verbleibt aggregiert sogar ein Nettozufluss von rund 18 Mrd. Euro. Im bewusst extremen Flight-to-safety-Szenario steigt der Einlagenabfluss dagegen auf 699 Mrd. Euro beziehungsweise rund 575 Mrd. Euro unter Einbeziehung des Digitalisierungseffekts.

Systemisch erscheint der Effekt damit unter normalen Annahmen beherrschbar. Für einzelne Institute kann er dennoch relevant sein, weil sich die Abflüsse je nach Einlagenstruktur und Liquiditätsposition sehr unterschiedlich verteilen können.

Für die Bilanzmechanik ist die genaue Höhe des Haltungslimits zunächst zweitrangig. Sie verändert die Größenordnung, nicht den Buchungsvorgang. Als Rechenbeispiel dienen im Folgenden 3.000 Euro; das Eurosystem hat zuletzt hypothetische Limits zwischen 500 und 3.000 Euro untersucht, ohne damit eine Empfehlung für die spätere Kalibrierung abzugeben. Überträgt ein Kunde diesen Betrag vom Girokonto in seine digitale Wallet, sinkt auf der Passivseite der Bank die Kundeneinlage, auf der Aktivseite verringern sich zugleich die Reserven beim Eurosystem. Die Bank verliert damit Einlagenfinanzierung und Zentralbankgeld in gleicher Höhe. Beim Eurosystem bleibt die Bilanzsumme zunächst unverändert: Auf der Passivseite treten digitale Euro an die Stelle von Bankreserven; die Aktivseite verändert sich erst, wenn die Bank zusätzliche Refinanzierung in Anspruch

nimmt. Entscheidend ist allerdings, woher das Geld für die digitale Wallet stammt. Ersetzt der digitale Euro Bargeld, bleibt die Finanzierungsstruktur der Banken unberührt. Für die Belastung des Bankensystems ist deshalb wichtig, welcher Anteil der digitalen Euros aus Bankeinlagen und welcher aus Bargeld stammt. Bei der Interpretation von Stressszenarien ist entsprechend zu beachten, ob sie den konservativen Grenzfall einer vollständigen Finanzierung aus Bankeinlagen unterstellen oder auch eine Substitution von Bargeld berücksichtigen.

Die Weggabelung: drei Wege, ein Kostenprinzip

Verliert eine Bank auf diese Weise Einlagenfinanzierung, stehen ihr drei grundlegende Anpassungswege offen. Zum einen kann die Bank sich gegen refinanzierungsfähige Sicherheiten zusätzliche Reserven bei der Zentralbank beschaffen. Zum anderen kann sie die fehlende Finanzierung am Markt ersetzen. Covered Bonds sind wegen ihrer Besicherung und regulatorischen Behandlung häufig attraktiv: Qualifizierte gedeckte Schuldverschreibungen können nach Art. 129 CRR je nach Bonitätsstufe Risikogewichte bis hinunter zu 10% erhalten und werden auch in der Liquiditätsregulierung begünstigt. Eine feste Emissionsreihenfolge gegenüber Senior Preferred oder Senior Non-Preferred ergibt sich daraus nicht. Deckungsstockkapazität, bereits gebundene Sicherheiten, MREL- und TLAC-Bedarf, Laufzeit und Marktfenster setzen der Wahl Grenzen. Als dritte Möglichkeit kann die Bank ihre Bilanz verkürzen, indem sie etwa die Kreditvergabe oder ihre Wertpapierbestände reduziert und die verlorene Finanzierung nicht vollständig ersetzt.

Die hohe Überschussliquidität in der Eurozone darf über die Unterschiede zwischen den Banken nicht hinwegtäuschen. Vom 11. Februar bis zum 5. Mai 2026 lag sie im Durchschnitt bei 2.358 Mrd. Euro. Für die einzelne Bank ist jedoch entscheidend, über wie viele eigene Reserven und wie viel EZB-fähiges Collateral sie verfügt. Für retail-lastige Institute ist diese Frage besonders relevant. Wie groß ihr tatsächlicher Anpassungsspielraum ist, hängt jedoch von den vorhandenen Reserven, dem verfügbaren EZB-fähigen Collateral und der bereits bestehenden Asset Encumbrance ab, also von dem Anteil bereits gebundener oder verpfändeter Vermögenswerte, die der Bank nicht mehr frei als Sicherheiten zur Verfügung stehen.

Von der Covered-Präferenz zur strukturellen Nachrangigkeit

Zwei der genannten besicherten Finanzierungsoptionen haben dieselbe bilanzielle Nebenwirkung: Zentralbankrefinanzierung gegen Sicherheiten und Covered-Bond-Funding binden Vermögenswerte. Nimmt eine Bank besicherte Zentralbankrefinanzierung in Anspruch, bleiben die hinterlegten Sicherheiten zwar Teil ihrer Bilanz. Während der Verpfändung stehen sie jedoch nicht mehr als unbelastete Aktiva zur Verfügung. Covered Bonds wiederum werden durch einen gesetzlich abgegrenzten Deckungsstock unterlegt. Die Aufsicht fasst solche Belastungen unter dem Begriff Asset Encumbrance zusammen. Je größer der Anteil gebundener Aktiva, desto kleiner ist im Insolvenzfall der Pool, auf den unbesicherte Gläubiger zurückgreifen können. Die EBA spricht in diesem Zusammenhang von »structural subordination«.

Die Größenordnung ist bereits heute beträchtlich: Ende 2025 lag die durchschnittliche Encumbrance-Quote der Banken in der EU und im EWR bei 24,7%, nach 24,1% ein Jahr zuvor. Für das 1. Quartal 2026 meldete die EBA einen weiteren deutlichen Anstieg. Wichtigster Treiber waren Ende 2025 Repos mit einem Anteil von 36,3%; Covered Bonds folgten mit 22,2%. Eine steigende

Encumbrance-Quote wäre deshalb weder automatisch ein Hinweis auf den digitalen Euro noch allein auf eine stärkere Covered-Bond-Emissionstätigkeit zurückzuführen.

Für den digitalen Euro ergibt sich daraus bislang lediglich eine plausible Wirkungskette: Bevorzugen Banken bei Einlagenabflüssen besicherte Finanzierungsformen, könnte der Anteil belasteter Aktiva steigen und die Stellung unbesicherter Gläubiger strukturell schwächer werden. In der aktuellen Debatte findet sich bislang weder eine CBDC-spezifische Kennzahl noch eine empirische Untersuchung dieses Zusammenhangs. Die Verknüpfung ist eine Einordnung von BANTLEON, kein Ergebnis der zitierten Studien.

Die Tragweite dieser Überlegung ist zudem begrenzt. Haltungslimit, fehlende Verzinsung und die automatische Rückführung überschüssiger Wallet-Bestände sollen größere Einlagenabflüsse von vornherein eindämmen. Banken könnten auf eine drohende Abwanderung außerdem mit höheren Einlagenzinsen reagieren. Die Simulation von Meller und Soons beschreibt überdies eine hypothetische Einführung im 3. Quartal 2021 und ist keine Prognose für die noch nicht abschließend ausgestaltete Einführung des digitalen Euros. Auch über die angemessene Höhe des Haltungslimits besteht in der Forschung keine Einigkeit. Eine aktuelle Analyse verweist auf Modellrechnungen von Bidder, Jackson und Rottner, die einen Korridor von 1.500 bis 2.500 Euro nahelegen. Damit liegen sie deutlich unter dem in dieser Analyse verwendeten Illustrationswert von 3.000 Euro.[1]

Zwei Bewertungsachsen, eine Portfolioimplikation

Für Anleger in Covered Bonds und unbesicherten Bankanleihen sind zwei Vergleichsmaßstäbe relevant. Der Asset-Swap-Spread spiegelt die Emissionskonditionen sowie die relative Risiko- und Liquiditätsbewertung des Bankensektors. Der Aufschlag gegenüber deutschen Bundesanleihen zeigt dagegen, welche Mehrrendite ein Anleger gegenüber der Bund-Benchmark erhält. In ruhigen Marktphasen weisen beide Maßstäbe meist in dieselbe Richtung. In einem bereits eng bewerteten Markt können sie jedoch zu unterschiedlichen Ergebnissen führen.

Der Pfandbriefmarkt hat dies im Juli 2026 verdeutlicht: Der Aufschlag von Pfandbriefen gegenüber Bundesanleihen war mit 24 bis 29 Basispunkten nur etwa halb so hoch wie im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre. Zugleich waren Bundesanleihen selbst auf Asset-Swap-Basis günstig bewertet. Der Asset-Swap-Spread bündelt die relative Kredit- und Liquiditätsbewertung sowie technische Angebots- und Nachfragefaktoren des jeweiligen Segments. Der Bund dient dabei als Markt-Benchmark, nicht als risikolose Kurve im strengen finanztheoretischen Sinn; dieser Rolle kommt die OIS-Kurve näher. Sollte eine stärkere Nutzung besicherter Finanzierung künftig zu zusätzlichen Covered-Bond-Emissionen führen, entstünde ceteris paribus Ausweitungsdruck auf die Asset-Swap-Spreads der Pfandbriefe.

Gegenüber Bundesanleihen wirkt jedoch ein zweiter Faktor in die andere Richtung: Das deutlich höhere Bund-Angebot im Zuge der expansiveren deutschen Fiskalpolitik kann Bundesanleihen relativ zu Swaps verbilligen und damit den Pfandbrief-Bund-Aufschlag weiter einengen. Nach Einschätzung von BANTLEON dürfte dieser Effekt zunächst überwiegen. Die Einengung könnte allerdings bei Emittenten mit höherem zusätzlichem Fundingbedarf schwächer ausfallen als bei Banken,

[1] Bidder, R.; Jackson, T. P.; Rottner, M. (2024): *CBDC and Banks: Disintermediating Fast and Slow*, Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 15/2024, 29. April 2024.

deren Refinanzierungsstruktur weniger stark angepasst werden muss. Für die Emittentenauswahl ist vielmehr entscheidend, welche Anpassungsmöglichkeiten einer Bank offenstehen. Zentralbankrefinanzierung ist in der Regel kurz- bis mittelfristig und an Sicherheiten gebunden. Kapitalmarktemissionen erlauben eine längerfristige Finanzierung. Eine Bilanzverkürzung verringert den Refinanzierungsbedarf, geht aber zulasten von Kreditvergabe oder Wertpapierbeständen. Banken mit knappem Deckungsstock, wenig unbelastetem EZB-fähigem Collateral oder bereits hoher Asset Encumbrance verfügen daher tendenziell über weniger Spielraum als Institute mit einer breiten Sicherheitenbasis. Dies ist eine strukturelle Differenzierung, kein kurzfristiges Handelssignal und keine Aussage über einzelne Emittenten.

In den heutigen Marktdaten ist der digitale Euro noch nicht erkennbar. Weder Asset-Swap-Spreads noch Bundaufschläge liefern einen Beleg dafür, dass Investoren bereits eine entsprechende Risikoprämie verlangen. Der Nutzen des Drei-Wege-Rasters liegt daher nicht in einer Spreadprognose, sondern in der Einordnung künftiger Veränderungen. Eine Verschiebung der Emissionstätigkeit oder ein Anstieg der Encumbrance bei retail-lastigen Banken wäre als mögliches Bilanzsignal zu prüfen. Ebenso in Betracht zu ziehen wären jedoch Repo-Funding, Derivate-Collateral, regulatorische Anforderungen und die gewöhnliche Steuerung von Fälligkeiten.

Rechtlicher Hinweis
Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON Invest Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.