



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK
EUROSYSTEM

ECB-PUBLIC

Christine LAGARDE
Präsidentin

Herrn Fabio De Masi
Mitglied des Europäischen Parlaments
Europäisches Parlament
60, rue Wiertz
1047 Brüssel
Belgien

Frankfurt am Main, 26 September 2025

L/CL/25/319

Betreff: Ihr Schreiben (QZ-0014)

Sehr geehrter Herr Abgeordneter De Masi,

vielen Dank für Ihr Schreiben zu Kryptowerten und Geldpolitik, das mir von Frau Aurore Lalucq, der Vorsitzenden des Ausschusses für Wirtschaft und Währung, mit einem Anschreiben vom 16. Juli 2025 übermittelt wurde.

Das starke Wachstum von Kryptowerten und der anhaltende Anstieg der Marktkapitalisierung von Stablecoins erfordern die Umsetzung globaler Standards. Kryptowerte, einschließlich Stablecoins und damit verbundener Dienstleistungen, müssen reguliert werden und einer angemessenen Aufsicht unterliegen. Dabei sollte ein zukunftsorientierter Ansatz verfolgt werden, der in einem angemessenen Verhältnis zu den Risiken steht, die von Stablecoins ausgehen, was bei Stablecoins das Risiko eines Ansturms auf das investierte Geld („Run“)¹ einschließt. Die Europäische Union hat mit der Verordnung über Märkte für Kryptowerte (Markets in Crypto-

¹ Ein Ansturm auf Stablecoins ist keineswegs eine entfernte Möglichkeit, wie mehrere Fälle der letzten Jahre gezeigt haben. Ein Beispiel hierfür ist der Ausfall von TerraUSD im Jahr 2022. Nachdem dieser seine USD-Koppelung verloren hatte, kam es zu einem massiven Verkauf des Stablecoin. Andere Stablecoins, einschließlich großer Stablecoins wie Tether (USDT) und Circle (USDC), haben ihre Koppelung an den US-Dollar ebenfalls verloren. Im Fall von USDC dauerte es drei Tage, bis die Kopplung wiederhergestellt war. Siehe beispielsweise Finanzstabilitätsrat [FSB Global Regulatory Framework for Crypto-Asset Activities](#) vom Juli 2023, und Yue, F., [Crypto-friendly Signature Bank shut down by regulators after collapses of SVB, Silvergate](#), MarketWatch, 12. März 2023.

Assets Regulation – MiCAR)² einen starken Regulierungsrahmen eingeführt und gleichzeitig – durch Übergangsmaßnahmen – eine strenge aufsichtliche Behandlung der Risikopositionen von Banken in Kryptowerten in die Eigenkapitalverordnung (Capital Requirements Regulation – CRR)³ aufgenommen. Bedauerlicherweise ist die globale Umsetzung der Empfehlungen des Finanzstabilitätsrats von 2023 zu Aktivitäten im Zusammenhang mit Kryptowerten und der Regulierung für globale Stablecoin-Arrangements nach wie vor begrenzt und fragmentiert, insbesondere im Hinblick auf Stablecoins.

Für in der EU zugelassene Emittenten von Stablecoins sind in der MiCAR Anforderungen für E-Geld-Token und vermögenswertereferenzierte Token enthalten, die den Schutz der Inhaber in der EU unter anderem durch eine solide aufsichtsrechtliche Regelung für EU-Emittenten gewährleisten und gleichzeitig die Risiken für das reibungslose Funktionieren von Zahlungssystemen und die Finanzstabilität mindern.⁴ Gemäß MiCAR sind Emittenten von Stablecoins in der EU verpflichtet, jederzeit ausreichende Reserven an erstklassigen liquiden Vermögenswerten und ein Mindestniveau an Eigenmitteln zu halten sowie über Krisenmanagement-Instrumente wie Sanierungs- und Rücktauschpläne zu verfügen, um zum Schutz der Rechte von Token-Inhabern beizutragen.

Viele Länder außerhalb der EU haben jedoch entweder keine Regelung für Stablecoins oder, wenn doch, dann fehlen dieser Regelung wesentliche Elemente, wie solide Regeln für systemische Stablecoins und das Krisenmanagement. Werden internationale Standards nicht weltweit eingehalten, was Emittenten von Stablecoins, die nicht in vollem Umfang den aufsichtsrechtlichen Standards der EU unterliegen, gestatten würde, Stablecoins in der EU auszugeben, so würden die Schutzmaßnahmen der MiCAR untergraben werden. Dies ist einer der Gründe, weshalb lediglich in der EU zugelassene Unternehmen Stablecoins in der EU anbieten dürfen.

Aus den oben genannten Gründen ist die EZB sehr besorgt über Fälle, in denen Stablecoins gemeinsam von einem EU-Unternehmen und einem Drittland-Unternehmen ausgegeben werden („Multiple Issuance Scheme“⁵). Im Rahmen eines solchen „Scheme“ würde das EU-Unternehmen (wie das Drittland-Unternehmen) zwar für die Erstattung aller gemeinsam ausgegebenen Token haften, doch würde es nicht alle für die Erfüllung dieser globalen Verbindlichkeiten erforderlichen Reserven in der EU halten. Ein Teil der Reserven zur Absicherung der Stablecoins würde außerhalb der EU von dem Drittland-Emittenten gehalten

² [Verordnung \(EU\) 2023/1114 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. Mai 2023 über Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Verordnungen \(EU\) Nr. 1093/2010 und \(EU\) Nr. 1095/2010 sowie der Richtlinien 2013/36/EU und \(EU\) 2019/1937 \(ABl. L 150 vom 9.6.2023, S. 40\).](#)

³ [Verordnung \(EU\) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung \(EU\) Nr. 648/2012, ABl. L 176 vom 27.6.2013, S. 1.](#)

⁴ Der Begriff „Stablecoin“ wird in der MiCAR nicht verwendet. Darin wird auf zwei Kategorien von Token – E-Geld-Token und vermögenswertereferenzierte Token – Bezug genommen, deren Ziel die Wertstabilisierung ist. Der Einfachheit halber wird in diesem Schreiben der Begriff „Stablecoin“ für E-Geld-Token und vermögenswertereferenzierte Token verwendet.

⁵ Siehe [ECB non-paper on EU and third country stablecoin multi-issuance](#), Working Paper, Rat der Europäischen Union, 10. April 2025.

werden, der nicht den Anforderungen einer umsichtigen Verwaltung der Reserven gemäß MiCAR unterliegt, sondern (sofern vorhanden) den Anforderungen seines Heimatlandes. Wenn die Inhaber von Stablecoins in der EU ihr Geld im Rahmen solcher „Schemes“ zurückhaben wollen, kann es sein, dass sie feststellen, dass die Vermögenswerte zur Absicherung ihrer Stablecoins außerhalb der EU liegen, und es keine Garantie dafür gibt, dass sie zur Finanzierung ihrer Forderungen in die EU übertragen werden – dies gilt insbesondere dann, wenn der betreffende Stablecoin seine Koppelung verloren hat und ein Ansturm („Run“) auf den Emittenten des Stablecoins im Gange ist. Wenn es in den Drittländern keine gleichwertigen Regelungen zu den MiCAR-Vorschriften und keine Rechtssicherheit im Hinblick auf den freien Fluss von Vermögenswerten zur Absicherung von Stablecoins zwischen EU-Ländern und Drittländern gibt, besteht die Gefahr, dass Stablecoin-Runs in Ländern außerhalb der EU zu uns importiert werden und dass die Interessen der Inhaber von Stablecoins in der EU sowie die Finanzstabilität der EU im Allgemeinen nicht geschützt sind. Fallen in dem Drittland Gebühren für einen Rücktausch an, so könnte dies Anreize für Drittländereinhaber von Stablecoins schaffen, den Rücktausch ihrer Stablecoins beim EU-Unternehmen zu veranlassen, das gemäß MiCAR keine Gebühren für einen Rücktausch verrechnen darf.⁶ Dadurch würde die aufsichtsrechtliche Regelung der EU für Emittenten von E-Geld-Token, die in „Multiple Issuance Schemes“ involviert sind, geschwächt und der Ansteckungskanal für den EU-Emittenten in dem Fall verstärkt werden, dass ein Ansturm auf das investierte Geld aus einem Drittland ausgeht.

Die Regelung des Krisenmanagements gemäß MiCAR legt den Schwerpunkt darauf, dass der Emittent selbst Maßnahmen ergreift, um entweder zu normalen Umständen zurückzukehren (durch einen Sanierungsplan) oder um ein geordnetes Abwicklungsverfahren durchzuführen (durch einen Rücktauschplan). Einige Emittenten können je nach Art ihrer Zulassung auch einer sektorspezifischen Regulierung unterliegen.⁷ Kreditinstitute, die Stablecoins ausgeben, müssen sowohl die Vorschriften der MiCAR für das Krisenmanagement als auch die Vorschriften der Richtlinie über die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD)⁸ einhalten. Emittenten ohne Bankzulassung müssen sich nur an die MiCAR-Vorschriften für das Krisenmanagement halten.

Die Krisenmanagementregelung der MiCAR unterscheidet sich jedoch von den Regelungen zum Kreditgeber der letzten Instanz, nach denen Zentralbanken als Kreditgeber der letzten Instanz fungieren, um das reibungslose Funktionieren der Finanzmärkte zu gewährleisten und damit die allgemeine Finanzstabilität zu

⁶ Der vor Kurzem in den Vereinigten Staaten verabschiedete GENIUS Act verbietet beispielsweise nicht, dass Gebühren für einen Rücktausch verrechnet werden. Daher könnten für US-basierte Stablecoin-Inhaber Kosten für den Rücktausch in den Vereinigten Staaten entstehen – anders als in der EU, wo dies gemäß den MiCAR-Vorschriften nicht der Fall wäre.

⁷ Nur Kreditinstitute und E-Geld-Institute dürfen E-Geld-Token ausgeben. Vermögenswertereferenzierte Token können von Kreditinstituten oder jedem anderen Unternehmen ausgegeben werden, denen eine Zulassung für die Ausgabe von vermögenswertereferenzierten Token nach den Artikeln 16 und 21 MiCAR erteilt wurde.

⁸ [Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates und der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnung \(EU\) Nr. 1093/2010 und \(EU\) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates \(ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 190\).](#)

Anschrift

Europäische Zentralbank
Sonnemannstraße 20
60314 Frankfurt am Main
Deutschland

Postanschrift

Europäische Zentralbank
60640 Frankfurt am Main
Deutschland

Tel.: +49 69 1344 0
Fax: +49 69 1344 7305
Website: www.ecb.europa.eu

wahren. Im Euroraum können sich Kreditinstitute Zentralbankliquidität über geldpolitische Geschäfte des Eurosystems oder ausnahmsweise, wenn sie zahlungsfähig sind, aber mit vorübergehenden Liquiditätsproblemen konfrontiert sind, über die Notfall-Liquiditätshilfe beschaffen. Die Hauptzuständigkeit für die Bereitstellung von Notfall-Liquiditätshilfe im Eurosystem liegt auf nationaler Ebene bei der Zentralbank des betreffenden Landes. In der Vereinbarung über Notfall-Liquiditätshilfe⁹ sind die Vorschriften und Verfahren für die Bereitstellung von Notfall-Liquiditätshilfe und die Kontrolle der Liquiditätseffekte festgelegt, mit denen verhindert werden soll, dass die Notfall-Liquiditätshilfe die Ziele und Aufgaben des Europäischen Systems der Zentralbanken beeinflusst.

Was Ihre zweite Frage betrifft, so besitzen private Haushalte im Euroraum derzeit, wie ich im Juni 2025 im Rahmen der Anhörung vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung erwähnt habe, nur begrenzt Risikopositionen in Kryptowerten. Aus der Umfrage der EZB zu den Verbrauchererwartungen vom November 2024 (Consumer Expectations Survey – CES), die in ausgewählten Ländern des Euroraums durchgeführt wird, ging hervor, dass durchschnittlich 9,7 % der Umfrageteilnehmer bzw. jemand in ihrem Haushalt Kryptowerte besaßen.¹⁰ Allerdings variiert dieser Wert je nach Land zwischen 6 % und 21 %. Die Risikopositionen der meisten Inhaber von Kryptowerten sind relativ gering: Von den Befragten, die Kryptowerte halten, meldeten 91 % einen Bestand von weniger als 20 000 € und 54 % von weniger als 1 000 €. Schätzungen zufolge machen die aggregierten Bestände rund 0,23 % des Finanzvermögens der privaten Haushalte aus. Aus der Betrachtung der Einkommensquintile der Inhaber von Kryptowerten ergibt sich: Je höher das Einkommen von privaten Haushalten, desto wahrscheinlicher ist es, dass sie Kryptowerte halten. Der U-förmige Datenverlauf des CES-Pilotprojekts 2021, aus dem hervorging, dass Haushalte mit niedrigerem Einkommen eher Kryptowerte hielten als Haushalte mit mittlerem Einkommen, hat sich weitgehend umgekehrt. Im Jahr 2024 waren 16 % der Inhaber von Kryptowerten im untersten Einkommensquintil und 27 % im obersten Einkommensquintil.

Unsere Ergebnisse zeigen zwar, dass Kryptowerte hauptsächlich zu Anlage- und Spekulationszwecken verwendet werden, es sind jedoch weitere Daten und offizielle Statistiken erforderlich, um die Nutzung von Kryptowerten nachzuvollziehen und die Risikopositionen privater Haushalte sowie potenzielle Vermögenseffekte genauer zu messen.¹¹ Außerdem muss unbedingt sichergestellt werden, dass alle Unternehmen, die in den Geltungsbereich der MiCAR fallen, ihren derzeitigen Datenmeldepflichten effektiv nachkommen. Dies wird für die EZB, der gemäß MiCAR eine Überwachungsfunktion zukommt, besonders wichtig sein, damit sie ihre Aufgaben erfüllen kann.

⁹ Siehe EZB, [Agreement on emergency liquidity assistance](#) vom 27. September 2024.

¹⁰ Siehe [Consumer Expectations Survey in depth](#) sowie [Data and methodological information](#) auf der Website der EZB.

¹¹ Weitere Informationen hierzu finden sich in Aerts, S., Born, A., Gati, Z., Kochanska, U., Lambert, C., Reinhold, E. und van der Kraaij, A., [Just another crypto boom? Mind the blind spots](#), Financial Stability Review, EZB, Mai 2025.

Was Ihre dritte Frage betrifft, so gelangen aktuelle Forschungsarbeiten – darunter die Studie von Blanchard und Bernanke, die Wirtschaftswissenschaftler der EZB auf den Euroraum angewandt haben, und interne Analysen, die in die Bewertung der geldpolitischen Strategie 2025 der EZB eingeflossen sind – übereinstimmend zu dem Schluss, dass externe Angebotschocks wichtige Faktoren für den sprunghaften Inflationsanstieg in der Zeit nach der Covid-19-Pandemie waren, jedoch nicht ausschließlich dafür verantwortlich waren.¹² Störungen in den globalen Lieferketten und den Energiemärkten trugen erheblich zum anfänglichen Inflationsschub im Euroraum bei. Gegen Ende der Pandemie erhöhte sich die Nachfrage, und binnenwirtschaftliche Faktoren wie der Lohndruck gewannen an Bedeutung. Die Unterscheidung zwischen vorübergehender und dauerhafter, binnenwirtschaftlicher und außenwirtschaftlicher sowie nachfragebedingter und angebotsbedingter Inflation trägt entscheidend zur Gestaltung der Geldpolitik der EZB bei. Ungeachtet der Art von Schocks ist die EZB nach wie vor fest entschlossen, die Inflation bei 2 % verankert zu halten.

In der mittelfristigen Ausrichtung der geldpolitischen Strategie der EZB wird anerkannt, dass kurzfristige Abweichungen der Inflation aufgrund von Faktoren wie Transmissionsverzögerungen und vorübergehende Schocks, einschließlich jener, die auf angebotsseitige Störungen wie steigende Energiepreise zurückzuführen sind, unvermeidbar sind. In der im Rahmen der Strategiebewertung von Fachleuten der EZB erstellten Analyse werden die Argumente sowie die Grenzen in Bezug auf das „Hindurchschauen“ durch vorübergehende Angebotschocks erörtert, wobei hervorgehoben wird, dass die angemessene Reaktion kontextabhängig ist. Die Gefahr, dass sich große Abweichungen vom Inflationsziel verfestigen und die langfristigen Inflationserwartungen destabilisieren, ist ein wichtiger Grund zur Vorsicht und schränkt die Argumente für das „Hindurchschauen“ durch vorübergehende Schocks ein. Die längerfristigen Inflationserwartungen blieben im Euroraum während des Inflationsschubs zwar verankert, doch deuten Analysen von Fachleuten der EZB darauf hin, dass sich ohne die kräftige geldpolitische Straffung in den Jahren 2022 und 2023 erhebliche Risiken einer Entankerung nach oben ergeben hätten. Da die Erwartungen fest verankert waren, wurde die anschließende Disinflation zu relativ geringen wirtschaftlichen Kosten erreicht. Die Strategiebewertung 2025 bestätigte nochmals, dass die Leitzinsen der EZB nach wie vor das wichtigste Instrument sind, um Preisstabilität zu erreichen.

Mit freundlichen Grüßen

[Unterschrift]

Christine Lagarde

¹² Siehe Blanchard, O. und Bernanke, B., [An Analysis of Pandemic-Era Inflation in 11 Economies](#), NBER Working Paper, Nr. 32532, National Bureau of Economic Research, Mai 2024; Arce, Ó., Ciccarelli, M., Kornprobst, A. und Montes-Galdón, C., [What caused the euro area post-pandemic inflation? An application of Bernanke and Blanchard \(2023\)](#), Occasional Paper Series, Nr. 343, EZB, Februar 2024; und [A strategic view on the economic and inflation environment in the euro area](#), Occasional Paper Series, Nr. 371, EZB, Juni 2025.