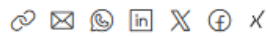


Allokations-Experte Matthias Thiel

Was der US-Staatsanleihenmarkt über die US-Aktien im Portfolio verrät

MATTHIAS THIEL | 17.07.2026



PDF nur für Sie. Weitergabe? Fragen Sie **uns**.



Matthias Thiel ist Leiter Multi Asset und taktische Allokation bei Warburg Invest Bildquelle: Warburg Invest / Canva

Wer über US-Aktien und Dollar urteilt, sollte erst auf einen Markt schauen, den er womöglich gar nicht hält: den für US-Staatsanleihen, so Matthias Thiel. Warum er das so sieht.

Der US-Zollkonflikt, die zwischenzeitliche Abwertung des US-Dollars und eine schwer berechenbare Außenpolitik haben dazu geführt, dass viele Anleger ihre Allokation in US-Assets auf den Prüfstand stellen. Dabei galten US-Aktien und der US-Dollar lange als zuverlässige Zugpferde im institutionellen Portfolio. Der US-Aktienmarkt ist der größte und wichtigste der Welt, der US-Dollar die bedeutendste Leit- und Reservewährung. Trotzdem hat das makellose Image von US-Assets Risse bekommen.

Dass das Vertrauen in US-Assets schwindet, zeigen mehrere Umfragen. Eine aktuelle Erhebung des Vermögensverwalters Nuveen unter 800 internationalen institutionellen Investoren kommt zu dem Ergebnis, dass mit 57 Prozent mehr als die Hälfte der Befragten ihr US-Engagement verringern wollen.

Eine Umfrage von Schroders bestätigt diese Tendenz: In der Global Investor Insights Survey 2026 (über 1.000 Investoren, Befragung April–Mai 2026) rückte Diversifikation mit 84 Prozent global an die Spitze der Anlageprioritäten. Während weltweit 47 Prozent aller Investoren angaben, ihre Diversifikation außerhalb der USA auszubauen, lag dieser Anteil unter den deutschen Umfrageteilnehmern mit 58 Prozent deutlich höher. Doch zwischen dieser Absicht und dem Vollzug klafft eine Lücke.

Bei der Evaluierung von US-Aktien und dem US-Dollar sollten institutionelle Investoren ihr Augenmerk jedoch zuerst auf den US-Staatsanleihenmarkt richten. Denn der Treasury-Markt bildet das Fundament, auf dem die Sicherheitsvermutung für sämtliche US-Anlagen ruht. Wer wissen will, wie belastbar das eigene Aktien- und Währungsexposure ist, beginnt deshalb bei den Anleihen – auch wenn sie nicht im Portfolio liegen.

Die Gefahr lauert innen

Bevor man fragt, wie belastbar der Sonderstatus von US-Staatsanleihen ist, lohnt der Blick darauf, woher er eigentlich stammt. Denn dieser Status ist kein Naturgesetz, sondern speist sich aus mehreren Quellen – und diese sind sehr unterschiedlich verlässlich.

Die erste Quelle ist die Marktmechanik, und sie ist die solideste. Kein anderer Staatsanleihemarkt ist liquider. Treasuries sind als Absicherungsinstrument, Preisreferenz und Reserveanlage fest im globalen Finanzsystem verankert. Das Entscheidende an dieser Quelle ist, dass sie nicht an politischen Entscheidungen hängt, sondern auf einer über Jahrzehnte gewachsenen Marktstruktur beruht. Sie hält deshalb – mit einer Einschränkung, auf die wir zurückkommen.

Die zweite Quelle ist von anderer Natur, denn sie beruht auf Vertrauen. Treasuries gelten als sicher, weil man ihnen vertraut – und dieses Vertrauen betrifft nicht nur den einzelnen Schuldschein, sondern den US-Dollar insgesamt. Dollar-Anlagen sind die Versicherung für den Krisenfall. Eine Police ist allerdings nur so gut wie der Versicherer, der sie begibt, und sie basiert auf Annahmen, die lange als selbstverständlich galten. Keine davon ist es noch.

Erstens: dass Kapital nicht eingefroren wird. Reserven einzufrieren ist für sich genommen ein altes Instrument – Iran 1979, später Libyen, Venezuela, Afghanistan –, doch stets traf es kleine, ohnehin isolierte Volkswirtschaften. Das Einfrieren von rund der Hälfte der russischen Notenbankreserven nach dem Überfall auf die Ukraine war von anderer Größenordnung: Erstmals traf es eine systemisch relevante Volkswirtschaft, getragen von einer breiten westlichen Koalition.

Damit verschob sich die Wahrnehmung. Was zuvor als Werkzeug gegen Außenseiter galt, wurde zur grundsätzlichen Frage – Reserven können eingefroren werden, wenn man auf der falschen Seite einer Washingtoner Entscheidung steht. Die Sorge betrifft seither nicht mehr nur Rivalen, sondern jeden, dessen Verhältnis zu den USA sich ändern könnte.

Zweitens: dass Schulden bedient und nicht entwertet werden. Ein Ausfall bleibt auch in fernerer Zukunft ein sehr unplausibles Szenario, denn wer in eigener Währung schuldet, kann drucken. Die Entwertung dagegen ist ein reales Risiko. Die US-Verschuldung steuert auf Rekordhöhen zu, die Zinslast wächst, und die Schuldendynamik ist auf ihrem gegenwärtigen Pfad strukturell nicht nachhaltig. Glaubwürdige Ansätze, dies zu korrigieren, dürften auf beiden Seiten des politischen Spektrums außerordentlich unpopulär sein.

Das erzeugt einen Druck auf die Notenbank, die Finanzierungskosten des Staates im Blick zu behalten – ein Druck, der nach unserer Einschätzung unabhängig davon besteht, wer in Washington regiert oder wer der Federal Reserve vorsteht. Er ergibt sich aus der Arithmetik, nicht aus der Tagespolitik. Und je länger die Defizite anhalten, desto größer wird die Versuchung, reale Schulden über etwas höhere Inflation zu verringern – ein Mechanismus, der nicht graduell wirkt, sondern als wachsender, nichtlinearer Druck auf das Versprechen, nicht zu entwerten.

Drittens: dass das System auch unter Belastung trägt. Diese Annahme betrifft weder den einzelnen Schuldschein noch den Wert des Dollars, sondern die Verlässlichkeit der Dollar-Liquidität selbst. Hier kehrt die Marktmechanik der ersten Quelle zurück, nun aber von ihrer verletzlichen Seite: In ruhigen Zeiten ist die Liquidität des Treasury-Marktes marktgetragen, in der Krise war sie es schon mehrfach nicht. Bei der „Flash Rally“ 2014, in der Repo-Krise 2019 und vor allem im März 2020 versiegte sie kurzzeitig – und immer musste die Federal Reserve, am deutlichsten 2020, als Käufer letzter Instanz mit großvolumigen Anleihekäufen einspringen.

In der Krise ist die Liquidität des Anleihemarktes also ein Versprechen der Notenbank, kein Marktergebnis. Und ein Versprechen ist nur so verlässlich wie seine Bedingungslosigkeit. Die Fed stützt im Ernstfall nicht nur den heimischen Markt; über die Dollar-Swap-Linien versorgt sie auch andere Notenbanken mit Dollar und hält so das globale Dollar-System funktionsfähig.

Der amtierende Fed-Vorsitzende Kevin Warsh hat dem Senat schriftlich mitgeteilt, die Unabhängigkeit der Notenbank sei im Vollzug der Geldpolitik am größten – im vollen Spektrum ihrer gesetzlichen Aufgaben, unter anderem in der internationalen Finanzpolitik, gelte sie nicht im gleichen Maße. Genau in diesen Bereich fallen die Swap-Linien. Man muss darin keine Absicht unterstellen, um zu erkennen, was sich verändert: Ein Krisen-Backstop ist umso wertvoller, je weniger Zweifel an seiner Bedingungslosigkeit bestehen. Die Notenbanken der Welt registrieren das.

Die dritte Quelle ist die, die von den meisten Investoren vielleicht am deutlichsten unterschätzt wird – und auch sie hängt an einer Entscheidung. Reserven folgen nicht nur dem Geld, sondern auch starken militärischen Bündnissen: Länder unter dem US-Sicherheitsschirm halten einen deutlich höheren Dollar-Anteil in ihren Reserven – nach Eichengreen, Mehl und Chițu (2019) rund 30 Prozentpunkte mehr.

Diese bündnisgetriebene Nachfrage verbilligt zugleich die US-Finanzierung; der Schutz bescherte den USA also stets einen stillen Zinsvorteil. Entfällt der Schutz, kehrt sich das um: Nach denselben Schätzungen könnte die sinkende Dollar-Nachfrage der Partnerstaaten die langfristigen US-Zinsen um rund 80 Basispunkte steigen lassen.

Damit tritt das verbindende Muster hervor. Die Marktmechanik hält, weil sie wenig anfällig für kurzfristige politische Entscheidungen ist. Alles andere aber – die Sicherheit vor Enteignung, der Werterhalt, die Verlässlichkeit des Backstops, der Bündnis-Bonus – beruht auf Entscheidungen, die in Washington fallen. Und genau diese Entscheidungen fallen zunehmend anders aus als über Jahrzehnte üblich.

Sicherheitsgarantien, eine offene Handelsordnung, finanzielle Unterstützung für Partner: Was jahrzehntelang als Quelle des eigenen Vorteils galt, wird nun als Kostenposten verbucht oder als Druckmittel eingesetzt. Die Zollpolitik ist davon nur der sichtbarste Aspekt. Das eigentlich Bemerkenswerte ist, dass der Gegenwind nicht von außen kommt, von Rivalen, die den Status angreifen – sondern von innen. Die Gefahr lauert innen.

Der Stresstest und die stille Antwort der Notenbanken

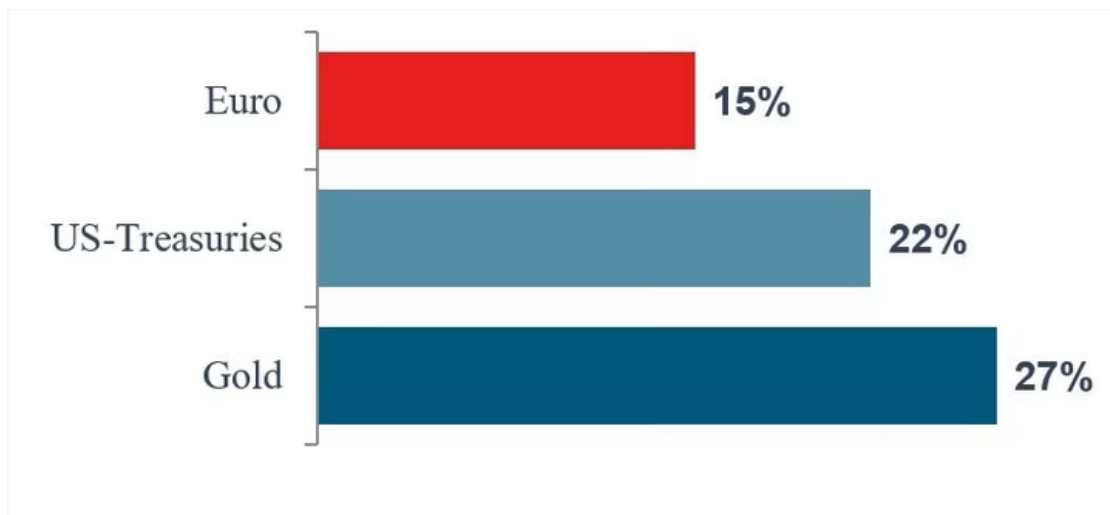
Was geschieht, wenn Märkte diese neue Lage einpreisen, zeigte sich im Frühjahr 2025. Nach der Ankündigung von Zöllen gegen zahlreiche Handelspartner und langjährige Alliierte am „Liberation Day“ (2. April 2025) verloren US-Aktien, US-Staatsanleihen und der Dollar gleichzeitig an Wert. Der Ausverkauf bei den Treasuries trieb die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen binnen Tagen um fast 60 Basispunkte auf rund 4,5 Prozent. Investoren suchten Zuflucht in Franken, Yen und Gold.

Der gleichzeitige Verkauf der eigenen Vermögenswerte und die Flucht in fremde Währungen ist ein Muster, das man sonst von fragilen Schwellenländern kennt – für kurze Zeit wurden die USA so gehandelt. Die EZB hat dieselbe Beobachtung gemacht: Sie beschreibt für diese Tage eine Cross-Asset-Korrelation, die für Risk-off-Phasen untypisch ist. Das war noch kein Regimewechsel, aber eine klare Botschaft: Das größte Risiko für den Dollar liegt nicht in Angriffen geopolitischer Rivalen, sondern in Entscheidungen, die in Washington getroffen werden – und wieder getroffen werden können.

Die Notenbanken haben ihre Antwort auf diese Gemengelage längst gegeben, leise und über Jahre. Ende 2025 hat Gold die US-Treasuries als größtes Reserve-Asset der Welt überholt. Der Anteil von Gold an den globalen Währungsreserven der Notenbanken stieg gegenüber dem Vorjahr von 20 auf 27 Prozent, jener der US-Treasuries fiel von 25 auf 22 Prozent.

Der Sprung ist überwiegend ein Preiseffekt – der Goldpreis legte 2025 um rund 60 Prozent zu, und bereinigt um diese Bewertung läge Gold etwa gleichauf mit dem Euro und weiterhin hinter den Treasuries (EZB, „The international role of the euro“, Juni 2026). Doch der Preis stieg auch, weil Zentralbanken in Rekordmengen kauften – darunter Nato-Länder wie Polen. Und Käufe in dieser Größenordnung sind kein Preiseffekt, sondern eine Entscheidung.

Die Verschiebung weg vom Dollar läuft seit gut zwei Jahrzehnten. Verändert hat sich seit 2022 ihr Treiber – von gewöhnlicher Portfoliodiversifikation hin zum Misstrauen gegenüber der politischen Konditionierung der Reserven. Vor allem aber lassen die Kräfte, die den Prozess bislang gebremst haben – Sicherheitsvermutung, Bündnis-Bonus, fehlende Alternativen –, erstmals gleichzeitig nach. Einiges spricht dafür, dass sich die Bewegung eher beschleunigt als ausläuft.



Ende 2025 hat Gold die US-Treasuries als größtes Reserve-Asset der Welt überholt. | Bildquelle: EZB, „The international role of the euro“, Juni 2026

Langsame Erosion, plötzliche Sprünge

Wer hieraus einen nahen Kollaps abliest, missversteht die Mechanik. Reserve-Allokationen sind träge: Notenbanken passen ihre strategischen Vorgaben selten an, ein liquides Substitut in der Größenordnung des Treasury-Marktes fehlt, und jeder einzelne Akteur hat ein Interesse daran, dass das System trägt, solange er selbst darin investiert ist. Und was für Notenbanken gilt, gilt für private Investoren erst recht: Auch sie reagieren träge. Genau diese Bremsen sorgen dafür, dass sich der Status über Jahre abschleift, nicht über Quartale.

Die Erosion verläuft aber selten gleichförmig – und sie hat zwei Geschwindigkeiten. Der Bündnis-Bonus schwindet langsam und gerichtet: Verlieren Schutzversprechen an Glaubwürdigkeit, verschieben sich Reserven über Jahre, kaum spürbar von Quartal zu Quartal. Die drei Vertrauensannahmen dagegen versagen nicht graduell. Vertrauen, dass Reserven sicher sind, dass nicht entwertet wird, dass der Backstop für jeden trägt, ist kein Regler, den man langsam herunterdreht, sondern ein Schalter: Er steht auf „an“, bis er kippt.

Diese Schwellenwerte sind das Gegenteil eines stetigen Trends – sie verschieben sich unsichtbar, bis ein Auslöser sie sichtbar macht. Gefährlich ist die Kombination: Der langsame Trend zehrt im Hintergrund an der Substanz, während im Vordergrund die Gefahr des plötzlichen Sprungs wächst. Wie Letzteres aussieht, wenn der Markt auch nur für einige Wochen in diese Richtung denkt, war im Frühjahr 2025 zu beobachten.

Keiner dieser Punkte ist ein Timing-Indikator. Das System kann noch lange tragen. Aber gerade die mangelnde Prognostizierbarkeit spricht für frühzeitige, graduelle Diversifikation – nicht dagegen. Denn reißt eine der Annahmen, vollzieht sich die Neubewertung im schlechtesten Fall sprunghaft. Wer dann erst reagiert, kommt zu spät – nicht weil Absicherung dann unbezahlbar wäre, sondern weil der Schaden für das Portfolio dann bereits eingetreten ist. Der April 2025 war der Vorgeschmack darauf.

Die US-Märkte geben noch den Ton an – der Abstieg vollzieht sich langsam

Für europäische Anleger spielt die Musik vor allem bei US-Aktien. Bei der Bewertung der eigenen Allokation helfen drei Beobachtungen.

Erstens, der Zinskanal: Verliert der Anleihemarkt an Vertrauen, steigen die Zinsen und treffen über den Barwert künftiger Gewinne zuerst die hoch bewerteten US-Titel.

Zweitens, der Währungskanal: Für Euro-Anleger ist eine Dollar-Abwertung ein unmittelbarer Ergebnisbeitrag mit negativem Vorzeichen. Die Argumente für einen tendenziell schwächeren Dollar reichen über politische Absichtserklärungen hinaus: eine anspruchsvolle Bewertung, politischer Druck in Richtung niedrigerer Leitzinsen und ausländische Anleger, die ihre Absicherungsquoten auf US-Bestände erhöhen.

Drittens, jenseits aller Geopolitik: Nach unseren Berechnungen sind die mittelfristigen Renditeerwartungen für hoch kapitalisierte US-Aktien nicht mehr überdurchschnittlich. Sie liegen ungefähr auf dem Niveau europäischer Titel und gegenüber Japan sogar im Hintertreffen (jeweils in lokaler Währung).

Dass dieser Befund vielen kontraintuitiv erscheint, hat mit einem Selektionseffekt zu tun – einem reinen Aktien-Phänomen. Wer im vergangenen Jahrzehnt längere Zeit gegen US-Aktien positioniert war, ist zwischenzeitlich zurückgerudert oder am Markt heute nicht mehr vertreten. Übrig bleibt ein Konsens, der pro US-Aktien ausgerichtet ist, weil die Gegenposition sich nicht halten konnte.

Im Rentenbereich gab es diese Entwicklung nie – ein währungsgesichertes Treasury-Portfolio blieb ohnehin hinter Bundesanleihen zurück, ein gegenteiliger Konsens konnte gar nicht erst entstehen. Ein durch Auslese gehärteter Konsens ist nicht falsch. Er ist nur strukturell schlecht darin, einen Regimewechsel kommen zu sehen – wer über ein Jahrzehnt für das Halten einer Position belohnt wurde, entwickelt keine Sensoren für den Moment, in dem sie kippt.

Hier schließt sich der Kreis zur Lücke zwischen Absicht und Vollzug. Sie zeigt sich bereits in den Zahlen: 2025 brach der Netto-Zufluss europäischer Anleger in US-Large-Cap-Aktienfonds von 98,3 auf 6,2 Milliarden Euro ein, während europäische Aktienfonds von Abflüssen auf 41,2 Milliarden Euro Zufluss drehten (Morningstar, Stand 31. Dezember 2025). Doch selbst diese deutliche Wende bedeutet keinen Abbau der Bestände – es fließt nur kaum noch neues Geld in die USA, abgezogen wird das alte nicht. Genau das ist die Signatur einer Gewohnheit, die sich an den Rändern löst, während der Kern liegen bleibt. Die Neuanlage ist bereits eine Entscheidung geworden; der Bestand ist noch Gewohnheit.

Auf absehbare Zeit kein Substitut vergleichbarer Größenordnung

Für die Funktionen, die US-Märkte im Weltfinanzsystem erfüllen, existiert auf absehbare Zeit kein Substitut vergleichbarer Größenordnung. Dieser Status wird nicht abrupt kippen, sondern über einen langen Zeitraum erodieren – einen plötzlichen Kollaps wird es nicht geben, dazu ist das System zu stark. Diese Stärke sollte man allerdings nüchtern einordnen: Sie ist relativ. Sie speist sich derzeit mehr aus der Schwäche der Substitute als aus eigener Unangreifbarkeit – wäre die Lage andernorts nicht ebenfalls angespannt, wäre die Konstellation alles andere als beruhigend.

Diversifikation ist vor diesem Hintergrund keine Wette gegen Amerika, sondern die angemessene Antwort auf eine größer gewordene Spannweite möglicher Entwicklungen. Wer heute schon abseits der USA diversifiziert, handelt vorausschauend. Für alle anderen lautet die eigentliche Frage: Ist die heutige US-Gewichtung im Portfolio das Ergebnis einer Entscheidung – oder einer lieb gewonnenen Gewohnheit?

Quellen

Reserve-Anteile (Gold 27 Prozent, US-Treasuries 22 Prozent, Euro 15 Prozent; Vorjahr Gold 20 Prozent, Treasuries 25 Prozent); Gold als größtes Reserve-Asset; Goldpreis +60 Prozent 2025; preisbereinigt Gold/Euro je 16 Prozent, Treasuries 26 Prozent: Europäische Zentralbank, „The international role of the euro“, Juni 2026 (veröffentlicht 2. Juni 2026). <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/ecb.ire202606.en.html>

Cross-Asset-Korrelation im April 2025 (gleichzeitiger Wertverlust von US-Aktien, Treasuries und Dollar; untypisch für Risk-off-Phasen): Europäische Zentralbank, „The international role of the euro“, Juni 2026, ebd.

Renditesprung der zehnjährigen US-Staatsanleihe um rund 60 Basispunkte auf circa 4,5 Prozent (6.–8. April 2025): Federal Reserve Bank of New York, „Treasury Market Liquidity Since April 2025“, Liberty Street Economics, 2. April 2026. <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2026/04/treasury-market-liquidity-since-april-2025/>

Dollar-Anteil in Reserven von Allianzpartnern rund 30 Prozentpunkte höher; geschätzter Anstieg der langfristigen US-Zinsen um rund 80 Basispunkte bei Verlust der Schutzmachtrolle: Eichengreen, Mehl, Chițu, „Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice“, Economic Policy, 2019.

Aussage Kevin Warsh gegenüber dem US-Senat zur abgestuften Unabhängigkeit der Notenbank (am größten im Vollzug der Geldpolitik, geringer im vollen Spektrum der gesetzlichen Aufgaben, unter anderem internationale Finanzpolitik): schriftliche Antworten an den US-Senat im Bestätigungsverfahren, 2026; eingeordnet unter anderem von CNBC.

Reserve-Einfrierungen historisch (Iran 1979; Libyen, Venezuela, Afghanistan; rund die Hälfte der russischen Notenbankreserven 2022): Ferrari Minesso/Krahnke, „Seizing central bank assets?“, CEPR, 2025; CEPR, „The Russian sanctions and dollar foreign exchange reserves“, 29. Juli 2024.

Goldkäufe der Notenbanken; Polen größter Käufer 2025 (rund 100 Tonnen), seit 2022 insgesamt 320 Tonnen: Europäische Zentralbank, „The international role of the euro“, Juni 2026, ebd.

Trendrückgang des Dollar-Anteils an den Weltreserven seit Einführung des Euro 1999: zusammengefasst in CEPR, „The Russian sanctions and dollar foreign exchange reserves“, 29. Juli 2024.

Mittelflüsse europäischer Anleger 2025 (US-Large-Cap-Aktienfonds: Rückgang des Nettozuflusses von 98,3 auf 6,2 Milliarden Euro; europäische Aktienfonds: von Abflüssen auf +41,2 Milliarden Euro): Morningstar, „Europe Fund Flows: European Investors Turned Their Backs on US Stocks“, Stand 31. Dezember 2025. <https://www.morningstar.com/business/insights/blog/european-asset-flows>

Nuveen-Umfrage (Equilibrium, 800 institutionelle Investoren, Befragung Oktober/November 2025): 48 Prozent erwarten nachlassende US-Kapitalmarktdominanz im kommenden Jahrzehnt; 36 Prozent der regional umschichtenden Investoren erhöhten das Europa-Engagement. Nuveen, „Globale Umfrage unter institutionellen Investoren“, 2026. <https://www.nuveen.com/de-de/insights/equilibrium>

Schroders Global Investor Insights Survey 2026 (über 1.000 institutionelle Investoren und Intermediäre, Befragung April/Mai 2026): Diversifikation als wichtigste Portfolio-Priorität (global 84 Prozent); 58 Prozent der deutschen Investoren wollen die geografische Diversifikation außerhalb der USA ausbauen (global 47 Prozent); 74 Prozent sehen den S&P 500 als größtes Konzentrationsrisiko (GIIS 2025). Schroders, „Geopolitische Turbulenzen verändern Portfolios“, 18. Juni 2026. <https://www.schroders.com/de-de/de/institutionelle/media-center/schroders-umfrage-geopolitische-turbulenzen-veraendern-portfolios-global-investor-insights-survey/>

Wie hat Ihnen der Artikel gefallen?



[Senden Sie hier vertraulich Hinweise oder Fragen an die Redaktion](#)

Themen:

ÜBER DEN AUTOR



MATTHIAS THIEL

ist Leiter Multi Asset und Taktische Allokation bei Warburg Invest.