

Brunnermeier, Markus

Article

Der Dollar, US-Treasuries und die Resilienz der Weltwirtschaft

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Brunnermeier, Markus (2025) : Der Dollar, US-Treasuries und die Resilienz der Weltwirtschaft, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 78, Iss. 09, pp. 04-07

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/331643>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Zur Diskussion gestellt

Der Dollar, US-Treasuries und die Resilienz der Weltwirtschaft



Prof. Dr. h.c. Markus Brunnermeier, Ph.D., ist Edwards S. Sanford Professor und Direktor des Bendheim Center for Finance an der Princeton University.

Die Welt ist vor allem weniger berechenbar geworden, seit US-Präsident Donald Trump zum zweiten Mal im Amt ist. Bilaterale Deals, sektorale Allianzen und Ad-hoc-Instrumente verdrängen vielfach langfristig verlässliche Regeln. Für die Finanzarchitektur bedeutet das: Resilienz und Stabilität speisen sich weniger aus einer klaren Ordnung, sondern aus glaubwürdigen Pufferkapazitäten und vor allem aus dem Aufbau von Anpassungsfähigkeit. Man würde denken, dass dabei dem US-Dollar als Reservewährung und den US-Staatsanleihen (*US-Treasuries*) als globaler „Sicherer Hafen“-Anleihe weiterhin eine herausragende Rolle zukommt. Jüngste Entwicklungen werfen jedoch die Frage auf, ob die zentrale Rolle des US-Dollar angekratzt ist und wie resilient diese Dominanz bleibt, wenn fiskalische und politische Risiken noch sichtbarer werden.

Der Safe-Asset-Status eines Staatsanleihenmarkts beruht auf vier Bausteinen: fiskalische Tragfähigkeit, Rechts- und Institutionenqualität, Markttiefe/Liquidität und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik. In Stressphasen fließt Kapital gewöhnlich in genau jene Papiere, die diese Eigenschaften vereinen – die Renditen sinken, der Zufluchtstatus bestätigt sich. Für Treasuries trifft das über Jahrzehnte zu. Doch die Kombination aus strukturell steigenden Schulden, einer

wachsenden Zinslast im Haushalt und einem volatileren Politikmix – insbesondere der verbale Angriff von Präsident Trump auf die Federal Reserve – verändert die Bewertungsgrundlage.

Erste Risse zeigen sich vor allem am langen Laufzeitende: Hier verlangen Investoren als erstes eine höhere Kompensation, wenn sie die Tragfähigkeit künftiger Fiskalpfade, die Stabilität des Ordnungsrahmens oder die Berechenbarkeit handelspolitischer Eingriffe infrage stellen. Das Ergebnis ist kein plötzlicher Verlust des Status, sondern ein allmählicher Erosionsprozess – sichtbar in einer steiler werdenden Zinsstrukturkurve und einem höheren Zinsaufschlag.

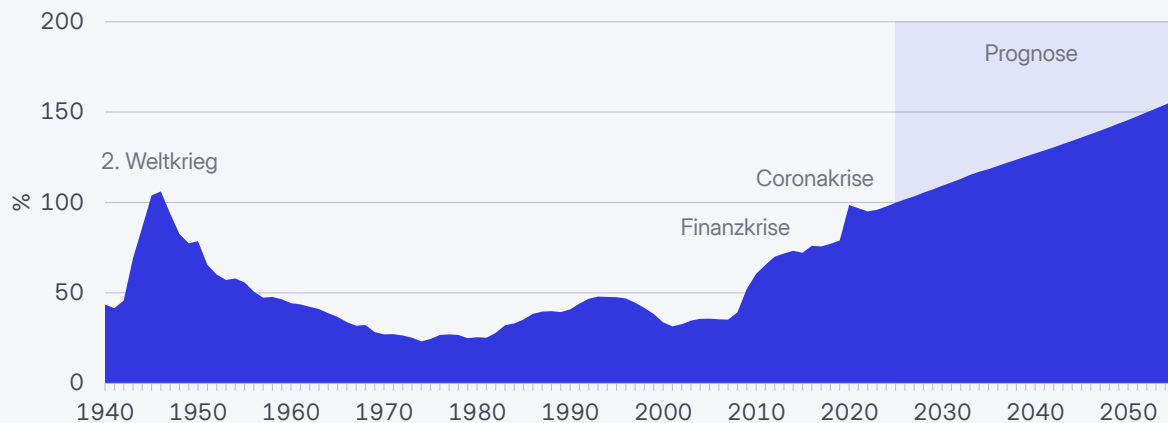
Die Staatsschulden werden in den USA stetig steigen. Die Baseline des Congressional Budget Office (CBO) vom Januar 2025 projiziert für 2025 ein jährliches Defizit von ca. 1,9 Bio. US-Dollar (etwa 6,2% des BIP) und einen Anstieg der Schuldenquote auf 118% bis 2035. Bereits im März 2025 erwartete das CBO einen Anstieg auf 156% bis 2055 (vgl. Abb. 1 A). Die Zinsausgaben steigen parallel auf 4,1% (2035) bzw. 5,4% des BIP (2055). Damit werden Zinsen zum schnellsten wachsenden Ausgabenposten im Haushalt (vgl. Abb. 1 B).

Das im Juli verabschiedete Haushaltsgesetz *One Big Beautiful Bill Act* (OBBBA) verschlimmert die Schuldenlage dramatisch weiter. Das OBBBA verlängert Steuer-senkungen bzw. macht diese im Unternehmensbereich dauerhaft.

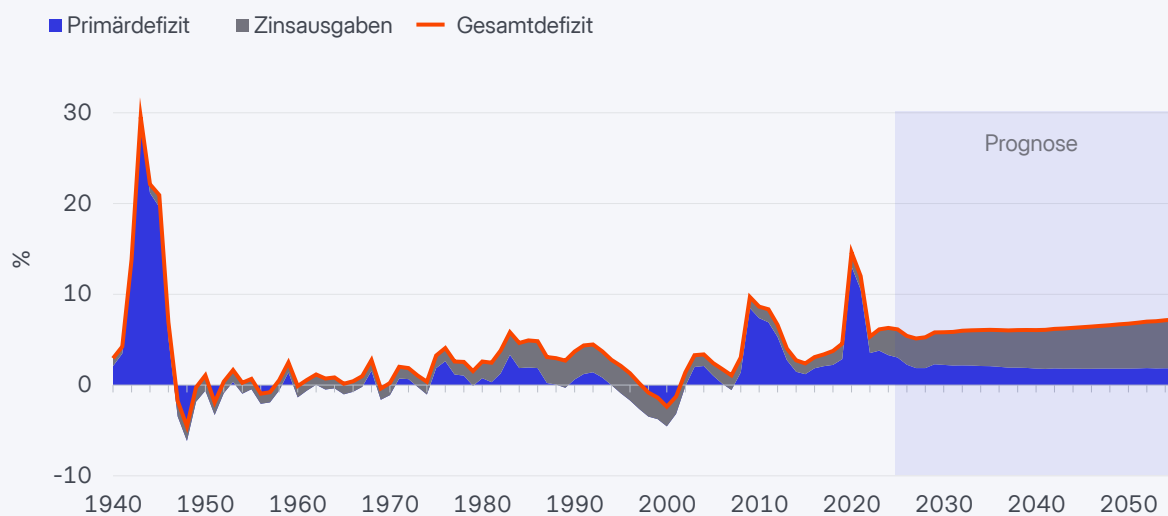
Stabilisierend wirken hierbei allerdings die zusätzlichen Zolleinnahmen. Das CBO schätzte Ende August 2025, dass diese zusätzlichen Einnahmen über zehn Jahre hinweg die Schulden insgesamt um 4 Bio. US-Dollar reduzieren (was eine geringere Zinsausgabenlast von ungefähr 0,7 Bio. US-Dollar mit einbezieht).

Abb. 1

A. Schuldenstand der USA als Anteil am BIP



B. Jahresdefizit als Anteil des BIP



Quelle: Congressional Budget Office, März 2025.

© ifo Institut

Privilegien der US-Treasuries

Diese Projektionen nehmen jedoch an, dass die US-Staatspapiere die exorbitanten Privilegien weiterhin genießen können. Diese kommen in drei Aspekten:

- Convenience-Rendite: Weltweit gefragte Safe Assets ermöglichen Finanzierung zu Zinsen, die unter dem liegen, was reine Fundamentaldaten vermuten lassen.

– Andauernde Refinanzierung: Die USA können hohe Bestände an Staatsschulden problemlos refinanzieren, weil Liquidität und Markttiefe außergewöhnlich groß sind.

– „Stimulus statt Austerität“: In globalen Turbulenzen fallen die US-Zinsen typischerweise, was eine aktive Fiskalpolitik erleichtert, während andere Länder sparen müssen.

Diese Privilegien verschwinden nicht – aber ihre Wirksamkeit schwankt mit der Glaubwürdigkeit des Ordnungsrahmens. In einer weniger berechenbaren Welt steigt die Varianz der Prämien, die der Markt verlangt, um diese Privilegien zu „genießen“.

Entscheidend ist, wie verlässlich die Märkte den Ordnungsrahmen einschätzen. Solange der Safe-Asset-Status erhalten bleibt, gewinnen der US-Dollar und die US-Treasuries an Wert in Krisenzeiten. Die Korrelation mit den Sachwerten und Aktien ist negativ. Fällt allerdings das Vertrauen in den Safe-Asset-Status, können zeitweise Treasuries, Aktien und der Dollar gleichzeitig unter Druck geraten. Diese positive Korrelation ist ein Hinweis, dass der traditionelle Sicherheitsanker des US-Dollar und der Treasuries zumindest temporär hakt. Derartige Muster müssen nicht bleiben, aber sie sind ein Warnsignal: Je häufiger sie auftreten, desto stärker könnte der Markt eine dauerhafte Risikoprämie auf langlaufende Treasuries verlangen.

Die Zinsstrukturkurve ist ein weiterer Frühindikator, dass der Safe-Asset-Status etwas „angekratzt“ ist. Die Differenz zwischen den Zinsen von langfristigen Treasuries relativ zu kurzfristigen spiegelt die Erwartungen zu Wachstum, Inflation, Politikmix und Risikoappetit wider. Wird der mittelfristige Fiskalpfad unsicherer, steigen die Renditen langer Laufzeiten überproportional. Ein solcher Zinsanstieg verteuert auch die Unternehmens- und Hypothekenfinanzierung, was negative Wachstumsauswirkungen haben kann. Diese Dynamik macht sichtbar, wo der Safe-Asset-Status zuerst erodieren kann: am langen Ende, dort, wo „Tragfähigkeit plus Vertrauen“ am stärksten bepreist werden.

Wo sind die Alternativen?

Die Suche nach Ersatz-Safe-Assets ist schwierig. Die Staatspapiere Deutschlands und der Schweiz erfüllen viele qualitative Kriterien solcher Papiere, sind aber mengenmäßig zu gering, um den globalen Bedarf in Stressphasen aufzufangen. Japan bietet zwar Markttiefe, jedoch mit dem Handicap einer extrem hohen Staatsschuld und einer Marktstruktur, in der Langläufer stark in den Bilanzen heimischer Institute verankert sind – die Handelbarkeit ist begrenzt. China scheitert für internationale Investoren an den Kapitalverkehrskontrollen und dem Rechtssystem. Die Folge: Wenige echte Alternativen erhöhen die Standhaftigkeit der US-Treasuries – ein Grund, warum deren Status trotz Rissen bemerkenswert robust bleibt. Umso wichtiger ist es, das System zusätzlich zu verbreitern, statt es zu ersetzen.

European Safe Bonds

Für Europa liegt hier eine strategische Chance, ein Safe Asset herauszugeben. Aber Eurobonds mit gesamtschuldnerischer Haftung wären ein Fehler, da dies zu fiskalpolitischen Fehlentwicklung in der EU führen würde. Vielmehr sollte eine marktorientierte Safe-Asset-Lösung im Vordergrund stehen: *European Safe Bonds* (ESBies/SBBS). Die Grundidee: Aus dem Pool nationaler Staatsanleihen wird durch Verbriefung eine Seniortranche geschaffen, die einen hochliquiden, ausfallsicheren Profilkern abbildet. Der Clou ist die Trennung von Risiko und Liquidität: Die Seniortranche wird so konstruiert, dass selbst unter Stress nur extrem geringe Verlustrisiken verbleiben; die Juniortranche trägt die Ausfallrisiken. Damit entsteht ein europäisches Safe Asset, das ohne Vollhaftungsgemeinschaft tiefe Handelbarkeit und Standardisierung bietet – Voraussetzungen, um in Stressphasen als weitere globale sichere Anleihe zu dienen.

Rolle der Stablecoins

Die US-Regierung hofft, dass die wachsende Rolle dollarbasierter *Stablecoins* die Dominanz des US-Dollar eher festigen als schwächen wird. Gemäß dem *GENIUS Act* vom Juli 2025 müssen Emittenten von Stablecoins diese mit kurzfristigeren Treasuries oder Banksichteinlagen hinterlegen. Deshalb könnte die Nachfrage nach Dollar-Assets anziehen, wenn Zahlungen in vielen Ländern in US-Stablecoins stattfinden werden. Für Europa fehlt ein vergleichbares Ökosystem in Euro: Rechtsunsicherheit und die Option, privat emittierte Euro-Stablecoins zu untersagen, dämpfen die möglichen Innovationen. Eine klare, innovationsfreundliche Regulierung – ohne die geldpolitische Souveränität zu gefährden – könnte die Euro-Rolle im digitalen Zahlungsverkehr stärken und damit indirekt die Nachfrage nach europäischen Safe Assets stützen.

Financial Repression

Financial Repression ist ein weiteres Instrument, die Nachfrage nach Treasuries künstlich zu stärken. Allerdings ist dies ein Notnagel und kein Resilienzrezept. Die Regierungen könnte demnach Finanzinstitute zwingen, mehr Treasuries zu halten. Das schafft zwar kurzfristig Nachfrage, widerspricht aber marktbasierten Allokationsprinzipien und kann Risiken in den Bankbilanzen konzentrieren. Resilienz entsteht nicht durch administrative Verlagerung, sondern durch glaubwürdige Fiskalpfade, einen verlässlichen Ordnungsrahmen und tiefe, liquide Märkte, die Schocks absorbieren, statt sie zu verstecken.

Der US-Dollar und die Treasuries werden auf absehbare Zeit im Mittelpunkt der internationalen Finanzarchitektur bleiben. Die Liquidität des Treasury-Markts, die Rolle der US-Finanzinfrastruktur und das Netzwerk aus Dollar-Verträgen sind nicht kurzfristig substituierbar. Gleichwohl zeigt die Preisbildung am langen Ende: Dominanz ist nicht unantastbar. In einer weniger berechenbaren Welt verlangt der Markt ein höheres Entgelt für längerfristige Zinspapiere.

Fazit: Hohe Schuldenstände schüren Unsicherheit

In einer Welt mit hohen Schuldenständen erhöhen steigende Zinsen auch die Zinslast des Staates. Dies wiederum schürt Unsicherheit und erhöht das Risiko, dass Treasuries ihren Status als Safe Assets verlieren – was die Zinsen weiter in die Höhe treiben könnte. Wachsamkeit ist daher geboten. Für Europa gilt es, Alternativen aufzubauen mit einem marktbasierten, skalierbaren Safe-Asset-Instrument, das Investoren in Stressphasen eine echte, liquide Alternative bietet. Das ist resilienzorientierte Politik im besten Sinne: Sie senkt nicht nur die Varianz europäischer Finanzierungskosten, sondern stabilisiert die Weltwirtschaft und deren Finanzsystem, innerhalb dessen ein offenes Europa prosperieren kann. In einer Welt geringerer Berechenbarkeit wäre ein solches Instrument ein Anker, der nicht nur Europa, sondern auch dem Rest der Welt zugutekommt. •