

DIE URSACHEN DER STEIGENDEN KAPITALMARKTZINSEN IN DEN USA

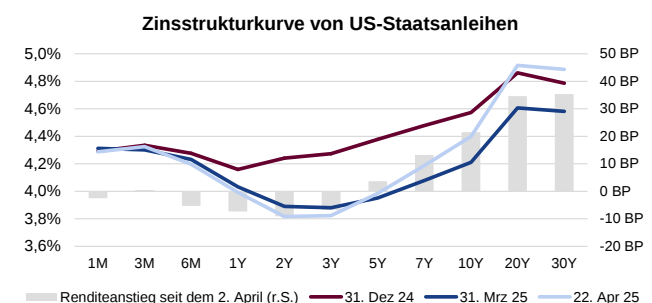
Der starke Anstieg der Kapitalmarktzinsen in den USA dürfte der wichtigste Grund gewesen sein, warum die Trump-Administration im globalen Handelskrieg, der am 2. April erklärt wurde, ein Stück weit zurückrudern musste. Wer und was diese Marktverwerfungen auslöste, war zunächst unklar. Eine wichtige Rolle spielten Hedgefonds, die aufgrund der starken Marktbewegungen und erhöhter Margin-Forderungen ihre „Basis Trades“ schließen mussten. Aber auch größere Verkäufe japanischer Investoren, die knapp 13 Prozent des Bestands an US-Staatsanleihen halten, trugen zum Renditeanstieg bei. China dürfte dagegen keine größere Rolle gespielt haben, da man dort schon vor vielen Jahren damit begonnen hat, immer weniger in US-Staatsanleihen zu investieren.

Der starke Anstieg der Kapitalmarktzinsen in den USA dürfte der wichtigste Grund gewesen sein, warum die Trump-Administration im globalen Handelskrieg, der am 2. April erklärt wurde, ein Stück weit zurückrudern musste. Während es in den ersten beiden Tagen nach der Zollankündigung noch zu leichten Kursgewinnen bei US-Staatsanleihen kam, stiegen deren Renditen im Verlauf der nächsten Wochen deutlich an. Einige kräftige und sprunghafte Kurseinbrüche zwischen dem 7. und dem 9. April stellten die Stabilität des Marktes für US-Staatsanleihen in Frage. Ein stabiler Rentenmarkt ist eine Grundbedingung für die Refinanzierung der gewaltigen US-Staatsverschuldung, für die Stabilität des Bankensystems und für die Finanzierung der US-Immobilienmärkte.

Wer und was diese Marktverwerfungen auslöste, war zunächst unklar. Eine wichtige Rolle spielten Hedgefonds, die aufgrund der starken Marktbewegungen und erhöhter Margin-Forderungen ihre „Basis Trades“ schließen mussten. Bei diesen Trades werden geringe Preisdifferenzen zwischen US-Staatsanleihen und deren Futures gehebelt und so gewinnbringend ausgenutzt. Ob die Auflösung von Basis-Trades die alleinige Ursache der Verwerfungen am Treasury-Markt war, ist jedoch fraglich. Die Analysten von Goldman Sachs konstatieren einen Anstieg des Stresses in diesem Marktsegment, der sich ungefähr auf dem gleichen Niveau wie im März 2023 bewegte, als die Silicon Valley Bank ihre Geschäftstätigkeit einstellen musste. Während der Corona-Pandemie wurden allerdings wesentlich höhere Stress-Niveaus erreicht. Auch globale Anleihefonds waren laut dieser Analyse nicht der treibende Faktor hinter dem Abverkauf der Treasuries. Sie bauten ihre Bestände an US-Staatsanleihen in dieser Zeit eher aus als ab.

Eine alternative Erklärung des Sell-Offs ist die These, dass Zentralbanken und staatliche Stellen im Ausland ihre Treasury-Beständen abgebaut hätten. Vor allem

Japan und China werden als mögliche Verkäufer von US-Staatsanleihen immer wieder genannt. Beide Länder gehören zu den größten Gläubigern der USA, da sie ihre Währungsreserven in den vergangenen Jahren zu einem Großteil in Treasuries investiert hatten. Der japanische Anteil beträgt 1,13 Bio. US-Dollar oder 12,8 Prozent des im Ausland gehaltenen Bestands an Treasuries. China, das in den vergangenen Jahren bereits einen beträchtlichen Teil seiner Investments reduziert hat, hält US-Staatsanleihen im Wert von 784 Mrd. US-Dollar bzw. 8,9 Prozent. Da beide Länder von den „Liberation Day“-Zöllen stark getroffen wurden, schien der Schlüssel für den Einbruch der Treasuries in Ostasien zu liegen.



Doch auch wenn japanische Investoren in den vergangenen Wochen tatsächlich US-Wertpapiere abstießen ([Link](#)), lassen sich dadurch die großen Kursbewegungen nicht vollständig erklären. **Letztlich wird wohl eine Kombination der verschiedenen Faktoren ausschlaggebend gewesen sein.** Die Spurensuche hat jedoch wieder in den Fokus gerückt, dass große ausländische Gläubiger den Markt für US-Staatsanleihen durchaus verunsichern können, sollten sie bereit sind, signifikante Bestände kurzfristig abzustößen. Der japanische Finanzminister Katsunobu Kato sah sich daher in den vergangenen Wochen bereits dazu genötigt, zuzusichern, dass Japan kein Interesse hat, seine Bestände an US-Staatsanleihen als Druckmittel in die Zoll-Verhandlungen mit den USA einzubringen. Man werde die

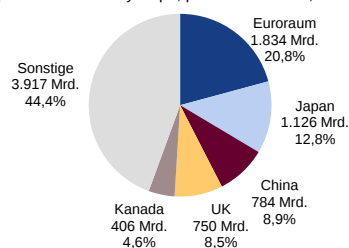
Bestände halten, um Währungsinterventionen vorzunehmen und sie nicht für diplomatische Zwecke einsetzen.

Von chinesischer Seite gab es keine Zusicherungen dieser Art. **Allerdings hat China gar kein Interesse daran, große Teile seiner Treasury-Bestände auf einmal zu liquidieren.** Dies würde schließlich nicht nur die USA treffen, sondern auch andere Länder, die einen nennenswerten Anteil an US-Staatsanleihen halten. Gleichzeitig wäre die Frage, was China mit der dadurch freiwerdenden US-Dollar-Liquidität machen würde. Ein Tausch in Renminbi erscheint unwahrscheinlich, da dies die chinesische Währung aufwerten lassen würde, was von chinesischer Seite, gerade in der jetzigen Phase, nicht gewünscht ist. Auch eine Konvertierung in andere Währungen wie dem Euro würde zu einer solchen Aufwertung führen. Ohnehin ist es wahrscheinlicher, dass China seinen bisherigen Weg fortsetzen wird, sich nicht ruckartig sondern stetig vom US-Dollar weg zu diversifizieren.

Im Jahr 2013 erreichten die chinesischen Treasury-Investments ihren Höhepunkt mit 1,3 Bio. US-Dollar. Bereits in den folgenden Jahren wurde dieser Betrag reduziert. Seit der ersten Amtszeit Donald Trumps beschleunigte sich diese Entwicklung. Außerdem besteht für China im Augenblick keine Notwendigkeit, US-Staatsanleihen und den US-Dollar für ausländische Investoren unattraktiv zu machen. **Wenn Trump die USA tatsächlich derart abschottet, wie er es mit seinen Zöllen vermittelt, werden US-Investments ohnehin weniger attraktiv für internationale Investoren.**

Bestände an US-Staatsanleihen die im Ausland gehalten werden

(Quelle: US Treasury Dept.; per Februar 2025; in USD)



Sollte Trump mit seinen Zöllen nicht noch deutlicher zurückrudern, ist zu erwarten, dass viele Länder eine Diversifikation ihrer Währungsreserven anstreben werden. Doch dieser Prozess wird über einen längeren Zeitraum stattfinden, da es zum US-Dollar keine echten Alternativen gibt. Die USA machen zwar nur rund ein Viertel des globalen BIP aus, China etwa 17 Prozent und der Euroraum 15 Prozent. Beim Handel beträgt der US-Anteil sogar nur etwa 13 Prozent, der von China auch 13 und der des Euroraums rund 17 Prozent. Trotzdem werden nach wie vor knapp zwei Drittel aller weltweiten Transaktionen in US-Dollar abgewickelt. Der Euro ist zwar die zweitbeliebteste Währung mit 24 Prozent, allerdings mit deutlichem Abstand. Aufgrund der Politik Trumps dürfte sich dieses Verhältnis nun zwar verschieben, doch aufgrund der Volumina, die man ersetzen muss, nur langsam. Das ausländische Desinvestment von US-Staatsanleihen wird langfristig zu steigenden Kapitalmarktrenditen in den USA führen. **Gleichzeitig dürften europäische Staatsanleihen und Gold die Gewinner dieser Entwicklung sein.**

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Dr. Tariq Chaudhry (tchaudhry@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Maximilian Vöpel (mvoepel@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2025

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttraggfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.