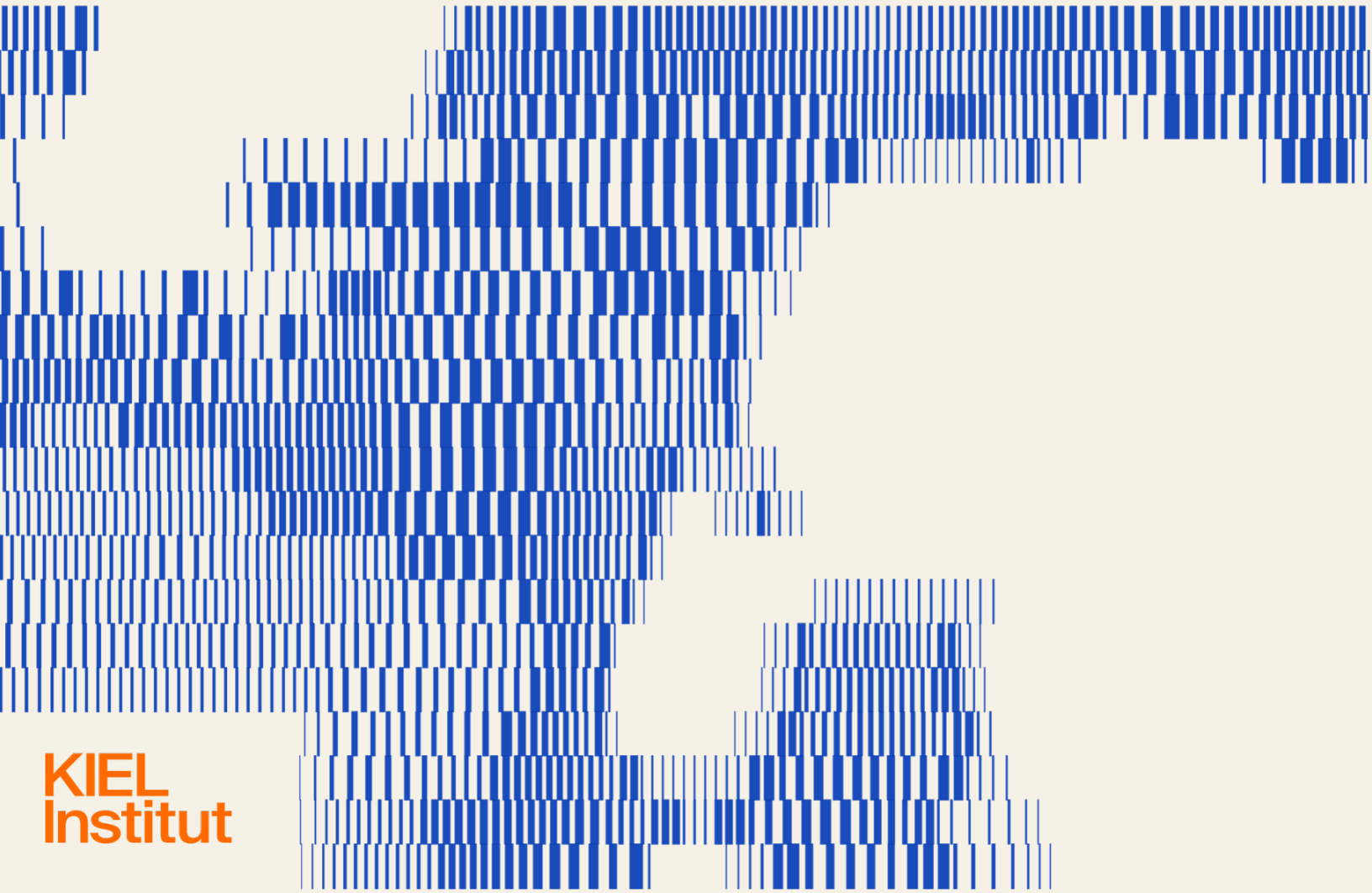


Shorting America: Europas finanzieller Hebel gegenüber den USA

Filippos Petroulakis, Farzad Saidi

Nr. 7, ISSN 2944-0785
Kiel Institut für Weltwirtschaft



	Überblick	3
1	Einleitung	5
2	Architektur der transatlantischen Finanzbestände	9
3	Aufhebung des Null-Risikogewicht-Privilegs für US-Staatsanleihen	12
4	Quantifizierung der Verkaufsreaktion	13
	4.1 Versicherungsunternehmen	13
	4.2 Verstärkung über die Banken	16
	4.3 Weitere private Anleger	19
	4.4 Wechselkurs- und Absicherungskanäle	19
	4.5 Auswirkungen auf die Vermögenmärkte	21
5	Schlussfolgerungen	24
	Literatur	26
A	Datenanhang	28
	A.1 Bilaterale Positionen	28
	A.2 Sektorale Positionen	30
	A.3 Bestände an Treasury- und Agency-Schuldtiteln	32
	A.4 Absicherungsquoten	33

Überblick

- Europa verfügt über einen finanziellen Hebel gegenüber den USA: Es hält 9,6 Billionen US-Dollar an US-Vermögenswerten, etwa das 1,5-fache der 6,4 Billionen US-Dollar, die die USA an europäischen Vermögenswerten halten; diese Asymmetrie stellt einen finanziellen Hebel dar, der bei Bedarf über bestehende regulatorische Instrumente aktiviert werden kann.
- Aktivierung des Hebels durch Regulierung: Die Aufhebung des Null-Risikogewichts für US-Staatsanleihen unter Solvency II und der Eigenkapitalverordnung (CRR) würde die Kapitalkosten für das Halten von US-Staatsschulden bei europäischen Versicherern, Banken und Pensionsfonds erhöhen. Dieses Privileg ist angesichts einer US-Schuldenquote von über 120% des BIP und einer früheren Herabstufung der Bonität zunehmend nicht mehr zu rechtfertigen.
- Die Auswirkungen wären erheblich: Vorsichtige Schätzungen deuten auf einen Rückzug der Nachfrage nach US-Staatsanleihen in Höhe von 200 Milliarden US-Dollar über ein Jahrzehnt hin, etwa ein Viertel von QT1 oder ein Drittel von QE2. Der erwartete Renditeeffekt von 11 bis 14 Basispunkten entspricht zusätzlichen US-Haushaltskosten von 33 bis 42 Milliarden US-Dollar pro Jahr.
- Die Maßnahme verstärkt sich selbst: Die Umschichtung von Versicherungskapital in europäische Staats- und Bankanleihen verbessert die Refinanzierungsstrukturen europäischer Banken, verringert deren Dollarabhängigkeit und lockert genau jene Restriktion, die andernfalls eine Beteiligung an einer Veräußerung von US-Staatsanleihen abschrecken könnte.
- Die Übergangsphase ist gut zu bewältigen: Eine teilweise Absicherung der europäischen Dollarpositionen wirkt als Stoßdämpfer und ermöglicht es, dass Dollarabwertung und Renditeanstiege graduell und nicht disruptiv eintreten, während Ersatzflüsse von renditesuchenden Investoren die strukturelle Verschiebung der Nachfrage abmildern, aber nicht beseitigen.

Keywords: Europa, USA, International Finance, Geoökonomie

JEL classification: F21 F51, F59, G15, G18, G21

Autoren



Filippou Petroulakis

Bank of Greece

fpetroulakis@bankofgreece.gr



Farzad Saidi

Universität Bonn,
Kiel Institut & CEPR

saidi@uni-bonn.de

Die geäußerten Ansichten sind die der Autoren und spiegeln nicht notwendigerweise jene der Bank of Greece oder des Eurosystem wider. Wir danken – ohne dass diese hierfür verantwortlich sind – Adrien d’Avernas, Amy Huber, Timothy Meyer, Moritz Schularick und Christoph Trebesch für hilfreiche Kommentare und Anregungen. Alle verbleibenden Fehler liegen in unserer Verantwortung.

1 Einleitung

Die geopolitischen Spannungen zwischen Europa und den Vereinigten Staaten drohen eine langjährige Übereinstimmung von Interessen und Weltanschauungen zu zerbrechen, die der internationalen Nachkriegsordnung zugrunde lag. Angesichts der jüngsten bilateralen Spannungen, einschließlich Handelssanktionen und Streitigkeiten über territoriale Fragen, stellt sich eine naheliegende Frage: Kann Europa kraftvoll und glaubwürdig reagieren? Finanzsanktionen, die über Handelsmaßnahmen hinausgehen, werden oft als vage Möglichkeit abgetan, obwohl es Hinweise darauf gibt, dass sie die Kosten von Handelssanktionen verstärken können (Bayer, Gilch und Saidi, 2025). Diese Skepsis wurzelt in einer einzigen, gewichtigen Tatsache: der Dominanz des US-Dollar.

Europa verfügt jedoch über finanzielle Hebel gegenüber den Vereinigten Staaten. Diese lassen sich über die bestehende aufsichtsrechtliche Architektur ausüben. Insbesondere argumentieren wir, dass die Abschaffung des Nullrisikogewichts für US-Staatsanleihen unter Solvency II und der Eigenkapitalverordnung (CRR) eine wichtige Nachfragequelle für US-Staatsanleihen entziehen würde, was spürbaren Aufwärtsdruck auf die US-Renditen und die fiskalischen Finanzierungskosten erzeugen würde. Wir entwickeln dieses Argument vor dem Hintergrund einer Literatur, die die finanzielle Dominanz der USA bislang als nahezu absolut behandelt hat.

Die vorherrschende Auffassung besagt, dass die Dominanz der USA im globalen Finanzsystem es den Vereinigten Staaten erlaubt, Macht zu projizieren und Zwang auszuüben. Die Mechanismen dahinter sind mehrschichtig. Der Markt für US-Staatsanleihen stellt den tiefsten Pool sicherer Anlagen bereit; US-Banken vermitteln die Dollar-Finanzierung über Korrespondenzbankgeschäfte und Swap-Märkte; und die Dollar-Fakturierung im Welthandel erzeugt Netzwerkexternalitäten im globalen Zahlungsverkehr. Dieses „Paradigma der dominanten Währung“ (Gopinath, Boz u. a., 2020) ist selbstverstärkend: Die Dollar-Fakturierung erzeugt strategische Komplementaritäten in der Preissetzung von Unternehmen, und die daraus resultierenden Dollar-Engagements senken die Gleichgewichts-Finanzierungskosten, sodass sich Handels- und Finanzdominanz gegenseitig verstärken (Gopinath und Stein, 2021). Die zentrale Rolle des Dollar hat ein „exorbitantes Privileg“ (Gourinchas und Rey, 2007; Eichengreen, 2012) hervorgebracht, das sich in dauerhaft höheren Renditen auf Auslandsvermögen als auf Auslandsverbindlichkeiten äußert. Auch wenn dieses Privileg jüngst erodiert ist (Atkeson, Heathcote und Perri, 2025), hat es sich faktisch in Zwangsmacht übersetzt, die über Drohungen eines Ausschlusses vom Dollar-System ausgeübt wird (Zarate, 2013) und die Farrell und Newman (2019) als „instrumentalisierte Interdependenz“ bezeichnen. Clayton, Maggiori und Schreger (2024) formalisieren diesen Mechanismus: Hegemonialmächte extrahieren einen Überschuss durch die Kontrolle essenzieller Inputs, wobei die Macht mit dem Umfang der Abhängigkeit zunimmt, und der Elastizität der Abhängigkeit abnimmt. Macht verläuft stark konvex mit dem Kontrollanteil

des Hegemons, sodass ein von den USA geführtes Bündnis einen multiplikativen, nicht additiven Effekt auf die Macht der USA entfaltet.

Die Macht des Hegemons ist jedoch nicht unangefochten. Ein Zweig der Literatur betont das Ausweichen der Gegner: Je mehr die USA den Dollar als Waffe einsetzen, desto stärker versuchen Gegenparteien, auf Alternativen auszuweichen (McDowell, 2023; Habib und Mehl, 2022; Bianchi und Sosa-Padilla, 2025). Russland hat sich nach 2014 stark vom Dollar entkoppelt, wodurch die Wirkung der Sanktionen von 2022 abgeschwächt wurde. Doch die Diversifizierung der Gegenseite verläuft langsam: Chahrour und Valchev (2024) schätzen, dass nur eine dauerhafte, den Renminbi stützende Politik oder über mehr als ein Jahrzehnt aufrechterhaltene Sanktionen den Dollar verdrängen könnten. Ein zweiter Literaturzweig betont die konditionierende Rolle des US-Sicherheitschirms. Eichengreen, Mehl und Chițu (2019) zeigen, dass Länder mit deutlich höherer Wahrscheinlichkeit Reserven in der Währung eines Hegemons halten, mit dem sie militärisch verbündet sind, und berechnen, dass ein sicherheitspolitischer Rückzug der USA die Renditen von US-Staatsanleihen um etwa 80 Basispunkte erhöhen würde. Die finanzielle Dominanz der USA ist somit, kurz gesagt, abhängig von der Sicherheitsarchitektur, die sie selbst gefördert hat.

Diese Kanäle sind sowohl langsam (graduelle Reservediversifizierung) als auch passiv (sie wirken über das Ausweichen der Gegenseite oder über Entscheidungen der USA selbst hinsichtlich des Sicherheitsschirms). Keiner von beiden erfasst die Möglichkeit, dass die Verbündeten der USA über ihre bestehenden Bestände an US-Vermögenswerten aktiven und unmittelbaren Hebel besitzen. Dieser hier diskutierte Hebel ist institutioneller Natur: Europäische aufsichtsrechtliche Rahmenwerke prägen die erheblichen Bestände europäischer Banken und Versicherer an US-Staatsanleihen, und dieselben Behörden, die diese Rahmenwerke entworfen haben, können sie auch neu justieren.

Dieser Bericht untersucht diese Möglichkeit und bewertet die makroökonomischen und finanziellen Konsequenzen einer regulatorischen Änderung, die die Anreize zum Halten von US-Dollar-Sicherheitsanlagen betrifft, die weithin als die beliebteste sichere Anlageklasse der Welt gelten, dies jedoch in einem dynamischen Umfeld, in dem dies keine immerwährende Wahrheit bleiben muss.¹ Wir gehen von der Prämisse aus, dass finanzieller Hebel aus asymmetrischen Abhängigkeiten entsteht (Sigl-Glöckner u. a., 2026): der Fähigkeit, Kosten aufzuerlegen, ohne selbst proportionalen Schaden zu erleiden. In dieser Dimension ist Europas Position stärker, als allgemein angenommen wird. Europa hält mindestens 9,6 Billionen US-Dollar an US-Vermögenswerten, das 1,5-Fache der 6,4 Billionen US-Dollar, die die USA in Europa halten.² Wir argumentieren, dass diese Asymmetrie, sachgerecht über die bestehende regulatorische Architektur genutzt, materielle Implikationen für die Renditen von US-Staatsanleihen hat.

¹ Wir betonen, dass wir hier ein Last-Resort-Szenario skizzieren, das dazu dienen soll, Diskussionen über die strategische Autonomie Europas zu informieren. Die Analyse soll aufzeigen, dass Europa, falls erforderlich, über einen bedeutsamen finanziellen Hebel verfügt. Die transatlantische Beziehung war das Fundament des beispiellosen Wachstums von Lebensstandard und liberaler Demokratie in der Nachkriegszeit. Die Autoren, die beide das Privileg hatten, an US-amerikanischen Universitäten zu studieren, betrachten die gegenwärtigen Spannungen mit tiefer Sorge.

² Europa umfasst hier die EWU, Dänemark, Schweden, das Vereinigte Königreich und Norwegen. Diese Auswahl ist ausschließlich durch die Datenverfügbarkeit bedingt.

Obwohl europäische Aktienbestände in Höhe von 6,6 Billionen US-Dollar finanzielle Anspannungen verstärken können, sind sie kein verlässliches politisches Instrument – der Markt kontrolliert den Auslöser, nicht die europäischen Entscheidungsträger.³ Schuldtitel hingegen sind für gezielte regulatorische Eingriffe zugänglich. Ein erheblicher Teil der US-Staatsanleihen wird sowohl von privaten als auch von öffentlichen europäischen Investoren gehalten. Während ein koordinierter Abzug durch europäische Regierungen und Zentralbanken sich unmittelbar auf die fiskalischen Kosten der USA übertragen würde, konzentrieren wir uns auf (komplementäre) europäische Hebel, die die Anreize großer Finanzinstitute verändern, US-Staatsanleihen überhaupt erst zu halten.

In diesem Bericht analysieren wir die Konsequenzen einer Abschaffung der privilegierten Eigenkapitalbehandlung, die US-Staatsanleihen derzeit sowohl unter Solvency II als auch unter der CRR genießen. Nach geltenden Regeln erhalten US-Staatsanleihen eine Spread-Risikobelastung von null für europäische Versicherer und ein Risikogewicht von null für europäische Banken – eine regulatorische Subvention, für die angesichts der fiskalischen Entwicklung der USA keine macroprudenzielle Rechtfertigung mehr besteht: Die Schuldenquote liegt inzwischen bei über 120% des BIP und dürfte sich weiter verschlechtern, und das Länderrating wurde bereits herabgestuft. Die Abschaffung dieser Subvention würde die Eigenkapitalkosten für das Halten von US-Staatsanleihen erhöhen und damit Anreize zum Abbau von Beständen im gesamten europäischen Finanzsystem schaffen.

Wir schätzen, dass europäische Versicherer allein über ein Jahrzehnt etwa \$48 Milliarden an US-Staatsanleihen abbauen würden. Europäische Banken könnten, als Reaktion auf ein Risikogewicht von 20% auf zuvor nullgewichtete Vermögenswerte, bis zu \$130 Milliarden abstoßen. Europäische Pensionsfonds würden, selbst bei einer Verkaufsrate von nur einem Drittel derjenigen der Versicherer, weitere \$24 Milliarden hinzufügen. Der aggregierte Nachfrageschock bei US-Staatsanleihen – in der Größenordnung von \$200 Milliarden – deutet auf nicht zu vernachlässigende Effekte auf die US-Renditen und die fiskalischen Finanzierungskosten hin, die wir auf zusätzliche \$33–42 Milliarden pro Jahr schätzen (zwischen einem Fünftel und einem Viertel des derzeitigen Budgets des US-Heeresministeriums).

Eine jüngste Episode ist aufschlussreich. Nachdem ein einzelner dänischer Pensionsfonds beschlossen hatte, als Reaktion auf US-Drohungen gegen Grönland rund \$100 Millionen an US-Staatsanleihen zu verkaufen, sah sich US-Finanzminister Bessent veranlasst, sich beim Weltwirtschaftsforum in Davos öffentlich zu dieser Entscheidung zu äußern.⁴ Wenn schon ein symbolischer Verkauf eines mittelgroßen institutionellen Investors eine Reaktion auf dieser Ebene auslöst, würde eine koordinierte, regulatorisch ausgelöste Verschiebung über

³ Gezielte Maßnahmen auf der Aktienseite lassen sich über verschiedene Instrumente umsetzen, etwa das EU-Anti-Zwangsinstrument, mit dem Sanktionen gegen Regierungen verhängt werden können, die „die Europäische Union oder einen EU-Mitgliedstaat zu einer bestimmten Entscheidung zu zwingen versuchen“. Der Digital Services Act (DSA) und der Digital Markets Act (DMA) können genutzt werden, um Bußgelder gegen bestimmte Unternehmen zu verhängen, insbesondere gegen jene mit engen Verbindungen zur aktuellen Regierung. DSA und DMA sind insbesondere aus einer Vielzahl weiterer Gründe lohnende Vorhaben, stehen jedoch nicht im Fokus dieses Berichts.

⁴ CNBC, 21. Januar 2026.

europäische Versicherer, Banken und Pensionsfonds hinweg ein Gewicht entfalten, das weit über ihren Mittelabfluss im ersten Jahr hinausreicht.

Entscheidend ist, dass die Umsetzbarkeit dieser Strategie selbstverstärkend ist. Die Abschaffung des Nullrisikogewicht-Privilegs macht gleichzeitig europäische Staatsanleihen und hochgeratete Anleihen europäischer Banken auf risikoadjustierter Basis attraktiver. Wird das Kapital der Versicherer in Richtung langfristiger Schuldtitel europäischer Banken umgeschichtet, verringert sich deren strukturelle Abhängigkeit von der US-Dollar-Finanzierung—wodurch sich die Beschränkung lockert, die europäische Banken von einer Beteiligung an Verkäufen von US-Staatsanleihen abhalten könnte. Die hier betrachtete regulatorische Änderung würde gleichzeitig auf zwei Ebenen wirken: Sie würde die Kosten des Haltens von US-Vermögenswerten erhöhen und zugleich die Kosten ihres Abbaus senken.

Wir skizzieren die wesentlichen Kanäle, über die sich diese Politik auf die Vermögenmärkte überträgt. Die sinkende Nachfrage nach US-Staatsanleihen erzeugt Aufwärtsdruck auf deren Renditen, während die Repatriierung von Kapital aus Dollar-Vermögenswerten Abwertungsdruck auf den Wechselkurs ausübt. Wichtig ist, dass ein erheblicher Teil der europäischen Dollar-Bestände gegen Währungsrisiken abgesichert ist. Diese Absicherung wirkt als natürlicher Stoßdämpfer: Wenn Institutionen ihre Positionen in US-Staatsanleihen verkaufen, erzeugt die gleichzeitige Auflösung der Dollar-Absicherungen teilweise gegenläufige Kapitalflüsse, wodurch sich sowohl die Dollar-Abwertung als auch der Renditeanstieg graduell und nicht abrupt vollziehen. Diese Anpassung wird durch zwei weitere Kräfte abgefedert: Steigende US-Renditen ziehen renditeorientierte ausländische Investoren an, und die Kompression der Absicherungskosten infolge der gesunkenen Swap-Nachfrage senkt die Einstiegshürde für neue Käufer. Diese Ersatzkapitalflüsse mildern den Übergang, beseitigen jedoch nicht die zugrundeliegende Nachfrageverschiebung. Im neuen Gleichgewicht impliziert der Wegfall einer dauerhaften, strukturell verlässlichen Quelle ausländischer Nachfrage nach US-Schuldtiteln, ceteris paribus, einen dauerhaft abgewerteten Dollar und ein höheres Niveau der US-Zinsen, mit direkten Konsequenzen für die fiskalischen Kosten der USA.

Unsere These ergänzt eine wachsende Sammlung von Ideen, die aufzeigen, wie Europa einen Schritt nach vorne machen kann. Eichengreen, Mehl und Vansteenkiste (2026) argumentieren, dass die jüngere US-Politik begonnen hat, die vier Grundprinzipien des Reservewährungsstatus (Größe, Stabilität, Liquidität und Sicherheit) zu untergraben, und skizzieren mehrere Wege, über die der Euro seine internationale Rolle ausbauen kann. Diese stützen sich darauf, die internationale Attraktivität des Euro über alle zentralen Funktionen einer dominanten Währung hinweg zu erweitern: die Euro-Fakturierung durch Handelsabkommen auszubauen, die grenzüberschreitende Zahlungsverkehrsinfrastruktur zu stärken, das Angebot an auf Euro lautenden sicheren Anlagen zu erhöhen, die Kapitalmarktunion (Spar- und Investitionsunion) zu vollenden, um die Tiefe und Liquidität zu erzeugen, die globale Investoren benötigen, und eine einheitliche europäische Sicherheitspolitik ernsthaft voranzutreiben. Andreopoulos und Tordoir (2026)

konzentrieren sich darauf, die Reichweite des Euro zu erhöhen, indem die Kreditlinien der Europäischen Zentralbank (EZB) auf eine größere Anzahl von Ländern ausgeweitet werden. Der Vorteil dieses Ansatzes liegt darin, dass sich diese Politik leicht umsetzen lässt, da sie in den Zuständigkeitsbereich der EZB fällt. Die EZB hat die Nutzung von Repo-Linien bereits auf EU-Beitrittskandidaten und europäische Kleinstaaten ausgeweitet, und die Autoren plädieren für einen weiteren Ausbau des Zugangs zu und der Nutzung von Swap-Linien.

Unser Bericht ergänzt diese Ansätze, unterscheidet sich jedoch sowohl im Instrument als auch im Ziel: Anstatt die internationale Rolle des Euro von innen heraus aufzubauen, zeigen wir auf, wie die bestehende europäische regulatorische Architektur genutzt werden könnte—ohne dass es neuer Institutionen, Vertragsänderungen oder langfristiger struktureller Reformen bedürfte.

2 Architektur der transatlantischen Finanzbestände

Unsere wichtigste Datenquelle ist der Datensatz *Portfolio Investment Positions by Counterpart Economy* (PIP, vormals *Coordinated Portfolio Investment Survey*, CPIS) des IWF, eine halbjährliche, länderübergreifend harmonisierte Erhebung grenzüberschreitender Vermögensbestände. Der Datensatz stellt zwar einen wichtigen Referenzpunkt dar, weist jedoch einige Schwächen auf: Die nationalen Behörden befüllen ihn auf freiwilliger Basis und mit zeitlicher Verzögerung. Wir ergänzen die Rohdaten in zwei Schritten. Erstens greifen wir für die Vereinigten Staaten als investierende Volkswirtschaft auf die jährlichen Daten des *Treasury International Capital System* (TIC) des US-Finanzministeriums zurück; dies entspricht der gängigen Praxis in der Literatur, da TIC im Allgemeinen die bevorzugte Quelle für die ausländischen Portfoliobestände der USA darstellt. Zweitens nutzen wir, dass TIC auch für die Bestände von Ausländern in den USA monatliche Aktualisierungen bereitstellt, was uns erlaubt, die Bestände zum Stand Dezember 2025 zu schätzen (die PIP-Daten enden 2024). Drittens berichtigen wir die offiziellen, auf dem Wohnsitzprinzip basierenden Portfoliopositionen aus PIP mithilfe zweier verwandter Methoden, um Vermögenswerte zu berücksichtigen, die in Steueroasen gehalten werden, sowie die Rolle von Onshore-Offshore-Finanzzentren innerhalb der EWU. Für Investoren außerhalb der EWU verwenden wir die Neuordnung nach Emittenten-Nationalität von Coppola u. a. (2021). Für Investoren innerhalb der EWU verwenden wir den Berichtigungsansatz von Beck u. a. (2026), der die Neuordnung nach Emittenten-Nationalität mit einer Durchschau (Look-Through) der Fondsbestände in Irland und Luxemburg kombiniert.⁵

⁵ Die Abwärtskorrektur fällt für die EWU erheblich aus, deren Bestände um etwa ein Drittel sinken. Sie spiegelt die Besonderheit von in Irland und Luxemburg registrierten Investmentfonds wider. Während

Drittens rechnen wir die offiziellen, am Sitzlandprinzip orientierten Portfoliositionen aus PIP mit zwei verwandten Methoden um, um in Steueroasen gehaltenen Beständen und der Rolle der On- und Offshore-Finanzzentren innerhalb der WWU Rechnung zu tragen. Für Anleger außerhalb der WWU verwenden wir die auf der Emittentennationalität basierende Umrechnung von Coppola u. a. (2021). Für Anleger innerhalb der WWU greifen wir auf den Ansatz von Beck u. a. (2026) zurück, der die Neuordnung nach Emittentennationalität mit einem Look-through der Bestände irischer und luxemburgischer Investmentfonds kombiniert.⁶

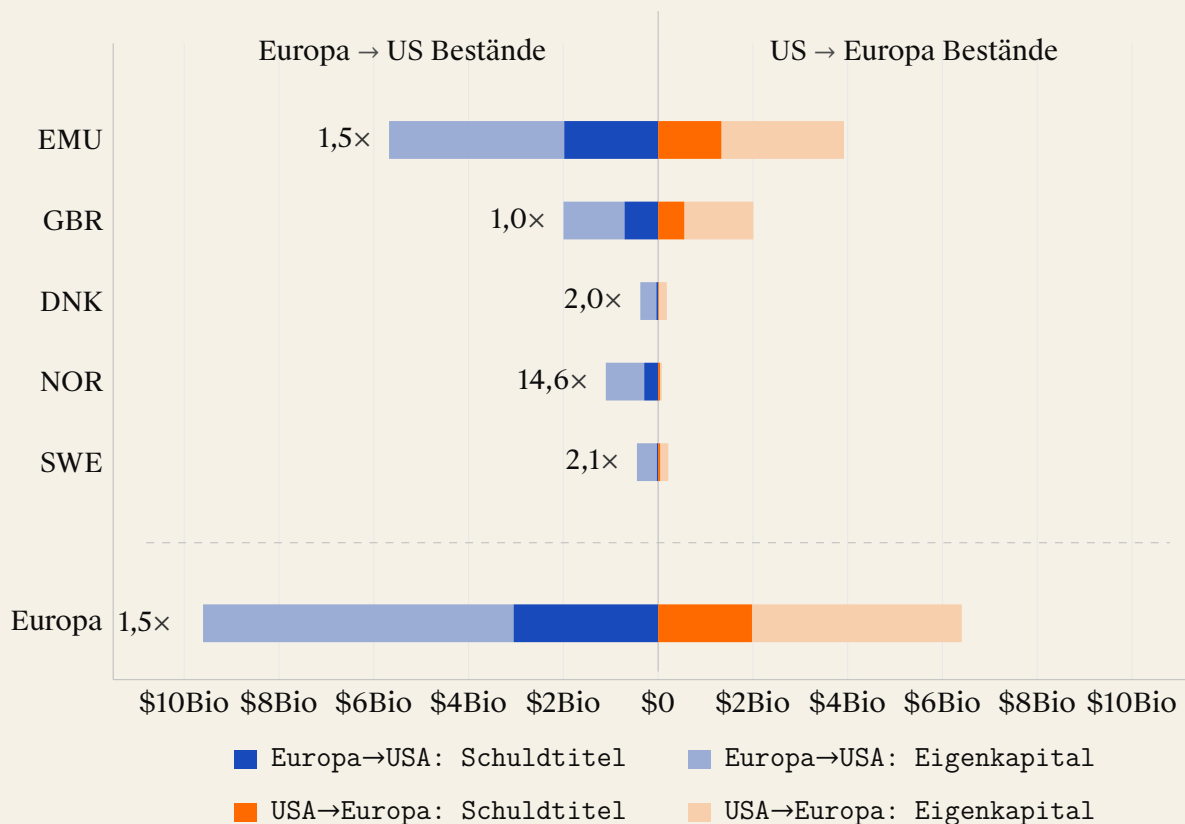
Abbildung 1 fasst die transatlantischen Bestände auf aggregierter Ebene zusammen. Die zugrunde liegenden Daten zu den bilateralen Beständen sind im Datenanhang dargestellt (Tabellen A.1 und A.2). Tabelle A.1 weist die europäischen Bestände an US-Wertpapieren aus. Wir betrachten die WWU als Ganzes ebenfalls in Anlehnung an(Coppola u. a., 2021), ergänzt um das Vereinigte Königreich, Dänemark, Schweden und Norwegen. Die Daten der übrigen EU-Staaten außerhalb des Euroraums sind weniger belastbar, machen jedoch nur einen vernachlässigbaren Anteil an den gesamten EU-Beständen aus. In der Summe halten die europäischen Länder US-Schuldtitel im Volumen von 3,1 Bio. US-Dollar sowie US-Aktien im Volumen von 6,6 Bio. US-Dollar. Auf die WWU als Ganzes entfallen zwei Drittel der gesamten Schuldtitelbestände und etwas mehr als die Hälfte der gesamten europäischen Aktienpositionen; doch auch die kleineren Jurisdiktionen halten beträchtliche Positionen. Bemerkenswert ist, dass Dänemark und Schweden im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung deutlich größere Aktienpositionen halten als die WWU oder das Vereinigte Königreich.

Wir weisen die Daten zudem nach Sektoren aus und unterscheiden zwischen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (NFCs), dem Versicherungs- und Pensionssektor, dem Staat und den privaten Haushalten. Die sektoralen PIP-Daten sind unvollständig; die ausgewiesenen Summen unterzeichnen die tatsächlichen Bestände. Grund dafür ist, dass PIP dem Prinzip des unmittelbaren Halters folgt: Erwirbt etwa ein deutscher Pensionsfonds Anteile an einem in Irland ansässigen US-Aktienfonds, sollte PIP dies als deutsches, in

die frühere Literatur angenommen hatte, dass diese Fonds vor allem Kapitalflüsse innerhalb der EWU vermittelten (zum Beispiel ein deutscher Investor, der Anteile an einem irischen Investmentfonds mit US-Vermögenswerten kauft), zeigen Beck u. a. (2026), dass Investoren außerhalb der EWU einen erheblichen Teil der zugrundeliegenden Bestände ausmachen. Dies bedeutet, dass die offiziellen Daten die Bestände der EWU an US-Vermögenswerten überzeichnen. Es bedeutet zudem, dass ein Teil dieser herausgerechneten Positionen europäischen Investoren außerhalb der EWU zuzurechnen ist, insbesondere dem Vereinigten Königreich; allerdings betonen Beck u. a. (2026), dass die unmittelbar ausgewiesenen britischen Bestände echtes britisches Eigentum mit treuhänderischer Verwahrung im Auftrag gebietsfremder Anleger vermischen. Wir gehen daher davon aus, dass die Bestände europäischer Investoren außerhalb der EWU eher unterschätzt werden, können das tatsächliche Ausmaß dieser Untererfassung jedoch nicht mit Sicherheit bestimmen. Eine ausführliche Diskussion unserer Datenkonstruktion findet sich im Datenanhang.

⁶ Die Korrektur nach unten fällt für die WWU erheblich aus; deren Bestände sinken um rund ein Drittel. Hintergrund ist die besondere Rolle der in Irland und Luxemburg registrierten Investmentfonds. Während die ältere Literatur unterstellte, dass diese vorwiegend Kapitalströme innerhalb der WWU intermediieren (etwa, dass ein deutscher Anleger Anteile an einem irischen Investmentfonds erwirbt, der seinerseits US-Vermögenswerte hält), zeigen Beck u. a. (2026), dass Anleger außerhalb der WWU einen erheblichen Teil der zugrunde liegenden Bestände stellen. Mithin überzeichnen die offiziellen Daten die WWU-Bestände an US-Vermögenswerten. Zugleich folgt daraus, dass ein Teil der herausgerechneten Positionen europäischen Anlegern außerhalb der WWU zuzurechnen ist, insbesondere britischen; allerdings vermengen, wie Beck u. a. (2026) betonen, die unmittelbar dem Vereinigten Königreich zugeordneten Bestände echtes britisches Eigentum mit verwahrstellenseitiger Intermediation für gebietsfremde Anleger. Wir betrachten die europäischen Bestände außerhalb der WWU daher tendenziell als untererfasst, ohne das genaue Ausmaß der Untererfassung beziffern zu können. Eine ausführliche Erörterung unserer Datenkonstruktion findet sich im Datenanhang.

Abbildung 1: Asymmetrie der transatlantischen Finanzbestände



Stand: Dezember 2025.

Quellen: IMF Portfolio Investment Positions by Counterpart Economy (PIP) und US Treasury International Capital (TIC) System. Bestände vom Sitzland- auf das Nationalitätsprinzip umgerechnet gemäß Coppola u. a., 2021 und Beck u. a. (2026). Europa umfasst WWU, GBR, DNK, NOR, SWE. Die über jedem Europa→USA-Balken angegebenen Verhältnisse ergeben sich aus dem Quotienten Europa→USA-Gesamtbestand geteilt durch USA→Europa-Gesamtbestand.

Irland gehaltenes Vermögen ausweisen. Spiegelbildlich sollten die Bestände irischer Investmentfonds an US-Vermögenswerten in gleicher Höhe steigen. Tatsächlich entfällt der weit überwiegende Teil der Differenz zwischen den sektoralen WWU-Beständen und den Gesamtbeständen auf die Bestände von Investmentfonds in Irland und Luxemburg. Beck u. a. (2026) nutzen wertpapierspezifische Bestandsdaten, um die PIP-Werte zu verbessern; wir folgen dieser Methodik, was die ausgewiesenen Bestände in allen Sektoren spürbar erhöht. Ein erheblicher Teil der Gesamtbestände wird gleichwohl weiterhin Investmentfonds und nicht den letztlichen wirtschaftlichen Eigentümern zugerechnet, sodass die ausgewiesenen Werte für private Haushalte, NFCs sowie Versicherer und Pensionsfonds deutlich untererfasst bleiben.

Tabelle A.2 betrachtet die US-Bestände an europäischen Wertpapieren. Insgesamt halten US-Anleger europäische Schuldtitel im Volumen von rund 2,0 Bio. US-Dollar und europäische Aktien im Volumen von rund 4,4 Bio. US-Dollar; das entspricht etwa zwei Dritteln der korrespondierenden europäischen Positionen. Dies unterstreicht die Asymmetrie: Europa ist gegenüber den USA in beiden Anlageklassen ein großer Nettogläubiger. Auf die WWU und das Vereinigte Königreich entfällt der weit überwiegende

Teil der US-Engagements; auf Dänemark und Schweden ein begrenzter Rest. Das US-Engagement gegenüber Norwegen ist marginal, in deutlichem Kontrast zu den norwegischen Beständen an US-Vermögenswerten, die mehr als 14-mal so hoch ausfallen. Dies entspricht der herausgehobenen Rolle des norwegischen Government Pension Fund Global. Sektorale Aufschlüsselungen der US-Bestände sind in den TIC-Daten nicht verfügbar; PIP weist Bestände lediglich für NFCs sowie für Versicherer und Pensionsfonds aus, die wir der Vollständigkeit halber mitführen.

3 Aufhebung des Null-Risikogewicht-Privilegs für US-Staatsanleihen

Geltende Regelung. Sowohl unter Solvency II als auch unter der CRR (Bankenregulierung) genießen Staatsanleihen von OECD-Staaten eine außerordentlich günstige eigenkapitalseitige Behandlung:

- Versicherungen (Solvency II): Die Standardformel weist Anleihen von Staaten des EWR sowie von OECD-Staaten außerhalb des EWR, einschließlich der Vereinigten Staaten, eine Spreadrisiko-Eigenmittelanforderung von null zu. Europäische Versicherer können US-Staatsanleihen halten, ohne Eigenkapital gegen Spreadrisiken vorhalten zu müssen, unabhängig von Rating und Laufzeit.⁷
- Banken (CRR): Im Standardansatz erhalten Forderungen an Zentralregierungen von OECD-Staaten außerhalb des EWR, die auf die Landeswährung dieser Zentralregierung lauten, ein Risikogewicht von null. Auf US-Dollar lautende US-Staatsanleihen werden daher in den Anlagebüchern europäischer Banken mit einem Risikogewicht von 0% angesetzt.

Hintergrund ist die historische Annahme, OECD-Staaten seien "risikofrei". In der Praxis erzeugt diese Behandlung eine regulatorische Subvention der institutionellen Bestände europäischer Anleger an US-Staatsanleihen.

Alternative Regelung. Wir schlagen vor, das Null-Risikogewicht-Privileg für Staaten außerhalb des EWR aufzuheben und stattdessen die reguläre Behandlung für das Ausfallrisiko anzuwenden, abgestuft nach externem Rating und Laufzeit. Als Referenzpunkt behandeln wir US-Staatsanleihen (Rating AA+ bei S&P und Fitch, Aa1 bei Moody's) eigenkapitalseitig wie Staatsanleihen mit A-Rating. Damit liegt der zugrunde gelegte Benchmark mehrere Stufen unterhalb des tatsächlichen US-Staatsratings.⁸

⁷ Die Versicherungsregulierung gilt unter Solvency II für den gesamten EWR, nicht nur für die EU.

⁸ Der A-Benchmark trägt zugleich der Möglichkeit weiterer Herabstufungen des US-Ratings Rechnung, die führende Agenturen angesichts der US-Haushaltsentwicklung (Schuldenquote inzwischen über 120% des

Versicherungen (Solvency II): Spreadrisiko-Eigenmittelanforderung. Unter der Standardformel von Solvency II hängt die Eigenmittelanforderung für das Spreadrisiko einer Anleihe von ihrer Bonitätsstufe und ihrer modifizierten Duration ab. Für eine Anleihe mit A-Rating (Bonitätsstufe 2) beträgt der Stressfaktor 1,4 % je Jahr modifizierter Duration für die ersten fünf Jahre und sinkt anschließend auf 0,7 % je weiteres Jahr. Wir legen für die US-Staatsanleihebestände europäischer Versicherer eine modifizierte Duration von insgesamt sieben Jahren zugrunde,⁹ im Einklang mit der Durchschnittslaufzeit der ausstehenden marktfähigen US-Staatsschulden und der Präferenz institutioneller Anleger für längerfristige Staatsanleihen. Daraus ergibt sich ein Spreadrisiko-Stressfaktor von $5 \times 1,4 \% + (7 - 5) \times 0,7 \% = 8,4 \%$.

Banken (CRR): Risikogewicht. Als einschlägigen Referenzwert für OECD-Staaten außerhalb des EWR ziehen wir ein Risikogewicht von 20 % heran. Dies entspricht dem Risikogewicht, das Staatsanleihen mit einem Rating von A+ bis A– zugeordnet wird (CRE20 Standardised Approach: individual exposures, Basel Committee on Banking Supervision).

4 Quantifizierung der Verkaufsreaktion

4.1 Versicherungsunternehmen

Zentrale Annahme. Es liegt keine empirische Studie vor, die die Verkaufselastizität *europäischer* Versicherer in Bezug auf Solvency-II-Eigenmittelanforderungen schätzt; das Null-Risikogewicht für OECD-Staaten wurde unter Solvency II nie verändert, sodass kein natürliches Experiment zur Auswertung zur Verfügung steht. Wir greifen daher auf Schätzungen aus der US-amerikanischen Versicherungsliteratur zurück, unter der Annahme, dass europäische Versicherer auf eine Erhöhung der Eigenmittelanforderungen vergleichbar reagieren wie ihre US-Pendants. Diese Annahme ist mit Vorbehalten behaftet: Solvency II ist marktnäher kalibriert als der NAIC-Rahmen der USA, was europäische Versicherer *stärker* reagibel auf veränderte Eigenmittelanforderungen machen sollte; zugleich enthält Solvency II Maßnahmen für langfristige Garantien (Matching-Anpassung, Volatilitätsanpassung), die die Marktwertvolatilität für Buy-and-Hold-Investoren dämpfen, was in die entgegengesetzte Richtung wirken könnte.

Zudem abstrahieren wir von weiteren institutionellen Anlegern, etwa Pensionsfonds, die

BIP), wiederkehrender, durch die Schuldenobergrenze ausgelöster Stillstände der Bundesverwaltung sowie Vorschlägen zur Zwangsumwandlung ausländischer Bestände an US-Schuldtiteln in sehr langlaufende Anleihen als Risiko herausgestellt haben.

⁹ Siehe Delegierte Verordnung (EU) 2015/35, Artikel 176, zur genauen Kalibrierung der Stressfaktoren für das Spreadrisiko nach Bonitätsstufe und Laufzeitband.

ihre Vermögensportfolios ebenfalls in Reaktion auf regulatorische Vorgaben anpassen dürften. Dadurch fallen unsere Schätzungen für die institutionellen Anleger insgesamt eher konservativ aus; Versicherungsunternehmen sind dort eine wichtige, aber nicht die einzige Gruppe von Anlegern in festverzinsliche Titel.

Elastizitätsschätzung. Becker, Opp und Saidi (2022) schätzen die aktivseitige Reaktion von Versicherern auf Veränderungen der Eigenmittelanforderungen, insbesondere im Zuge der NAIC-Reform von 2009, mit der die Eigenmittelanforderungen für Non-Agency-MBS aufgehoben wurden. Ihre Basisspezifikation (Tabelle 6, Spalte 3) schätzt, dass mit jedem Prozentpunkt Erhöhung der risikobasierten Eigenkapitalanforderung (Risk-Based Capital, RBC) die jährliche Wahrscheinlichkeit, dass ein Versicherer einen *beliebigen Anteil* seiner Bestände veräußert, um 0,701 Prozentpunkte steigt. Wir rechnen dies wie folgt in ein erwartetes jährliches Verkaufsvolumen um:

1. **Jährliche Verkaufswahrscheinlichkeit je Prozentpunkt zusätzlicher Eigenmittelanforderung:** $0,701 \times 0,01 = 0,00701$, ausgedrückt als Wahrscheinlichkeit.
2. **Veräußerter Anteil unter der Bedingung eines Verkaufsereignisses:** angenommen 50%. Diese Größe ist konservativ gewählt; Becker, Opp und Saidi (2022) dokumentieren, dass Versicherer im Verkaufsfall häufig erhebliche Anteile ihrer Positionen liquidieren, und nahezu durchgängig deutlich mehr als 50%.
3. **Jährlich veräußerter Anteil der Bestände je Prozentpunkt zusätzlicher Eigenmittelanforderung:** $0,00701 \times 0,5 = 0,35\%$.

Ein naheliegender Einwand gegen diese Berechnung ist, dass sie eine konstante Grenzelastizität unterstellt. Wäre die Verkaufsreaktion stark nichtlinear, könnte die Extrapolation aus der marginalen Schätzung (0,701) in die Irre führen. Diesem Einwand können wir mit den Multiple-Threshold-Regression-Discontinuity-Schätzungen (RD) aus Becker, Opp und Saidi (2022) begegnen. Einschränkend ist anzumerken, dass diese ausschließlich auf Non-Agency-MBS basieren und nicht auf andere Anleihegattungen.

Eine Erhöhung der Eigenmittelanforderungen um 8,4 Prozentpunkte entspricht maximal einem Übergang von NAIC-1 auf NAIC-4 bei Lebensversicherern beziehungsweise von NAIC-1 auf NAIC-5 bei Schaden- und Unfallversicherern; dies kommt unserer Erhöhung der Eigenmittelanforderungen um 8,4 Prozentpunkte sehr nahe. Die Aufsummierung der schwellenspezifischen Koeffizienten über diese Übergänge ergibt einen kumulierten Anstieg der Verkaufswahrscheinlichkeit von rund 0,05 bis 0,06 (kontrolliert für zeitvariierende Unterschiede zwischen Bonitätsklassen) bis hin zu 0,09 bis 0,11 für beide Versicherertypen. Da diese Schätzungen Obergrenzen darstellen, liegen sie nahe an der linearen Extrapolation der marginalen Schätzung: $0,701 \times 0,084 = 0,059$. Die Übereinstimmung beider Ansätze legt nahe, dass die Verkaufsreaktion über den relevanten Bereich der Eigenmittelanforderungen näherungsweise linear verläuft und

unsere Extrapolation kein Artefakt einer lokalen Krümmung an einer einzelnen Schwelle ist.

Anwendung auf die Bestände europäischer Versicherer. Eine konservative Schätzung beläuft sich darauf, dass Versicherer und Pensionsfonds im EWR rund 250 Mrd. US-Dollar an US-Staats- und Agency-Schuldtiteln halten, hinzu kommen weitere 150 Mrd. US-Dollar im Vereinigten Königreich. Allein für Versicherer betragen die entsprechenden Bestände rund 100 Mrd. US-Dollar im EWR und 65 Mrd. US-Dollar im Vereinigten Königreich.¹⁰

Bei einer Erhöhung der Solvency-II-Spreadrisiko-Eigenmittelanforderung um 8,4 Prozentpunkte ergibt sich:

- Jährliche Verkaufsrate: $8,4 \times 0,35 \% = 2,9 \%$ der Bestände pro Jahr.
- Kumulierter Verkauf über zehn Jahre: $10 \times 2,9 \% = 29 \%$ der Bestände.¹¹
- Übertragen auf die identifizierten Versicherungsbestände: $100 \text{ Mrd. US-Dollar} \times 29 \% = 29 \text{ Mrd. US-Dollar}$ über zehn Jahre, hinzu kommen weitere 19 Mrd. US-Dollar im Vereinigten Königreich.

Substitution zu europäischen Bankanleihen. Die erzwungene Umschichtung weg von US-Staatsanleihen wirft die naheliegende Frage auf: Wohin fließt das Kapital? Wir argumentieren, dass europäische Bankanleihen ein wahrscheinliches und zugleich strategisch wünschenswertes Ziel sind.

Europäische Versicherungsunternehmen sind bereits heute bedeutende Halter von Bankanleihen. Daten von EIOPA zeigen, dass das gesamte Anleiheportfolio der Versicherer im EWR rund 3,5 Bio. Euro umfasst, von denen etwa ein Drittel auf im EWR begebene Unternehmensanleihen entfällt (1,26 Bio. Euro). Finanzinstitute, ganz überwiegend Banken, sind die größten Emittenten am europäischen Unternehmensanleihemarkt; auf sie entfallen rund 40 bis 50% der ausstehenden auf Euro lautenden Investment-Grade-Unternehmensanleihen. Daraus folgt, dass europäische Versicherer derzeit in der Größenordnung von 500 bis 600 Mrd. Euro an europäischen Bankanleihen halten.

Mit einer solchen Änderung verschwindet jeder Unterschied in der eigenkapitalseitigen Behandlung von US-Staatsanleihen und auf Euro lautenden europäischen Bankanleihen. Europäische Bankanleihen erhalten zudem einen weiteren Vorteil: Sie tragen *keine Eigenmittelanforderung für das Wechselkursrisiko*. Für auf Euro bilanzierende Versicherer, die auf Euro lautende Anleihen halten, kommt das Submodul Wechselkursrisiko unter Solvency II (25%-Anforderung auf ungesicherte Fremdwährungspositionen) nicht zur

¹⁰ Eine ausführliche Erläuterung der Datenquellen findet sich im Datenanhang.

¹¹ Die Berechnung unterstellt vereinfachend, dass die jährlichen Verkaufswahrscheinlichkeiten über die Jahre hinweg unabhängig sind. In der Praxis verringern Versicherer, die früh verkaufen, ihr Engagement und damit den Anreiz zu späteren Verkäufen; umgekehrt sehen sich Versicherer, die nicht zeitnah verkaufen, einer dauerhaften Eigenmittelanforderung gegenüber, was den kumulierten Anpassungsdruck erhöht. Wir gehen davon aus, dass sich diese gegenläufigen Effekte näherungsweise ausgleichen.

Anwendung. US-Staatsanleihen würden dagegen entweder die volle Anforderung für Wechselkursinkongruenzen (sofern ungesichert gehalten) oder Absicherungskosten (sofern gesichert) auslösen.

Fließen die umgeleiteten Versicherungsmittel in Höhe von $29 + 19 = 48$ Mrd. US-Dollar vollständig in europäische Bankanleihen, sind die Effekte auf die Refinanzierung der Banken nicht zu vernachlässigen. Das insgesamt ausstehende langfristige Fremdkapital (Anleihen mit Restlaufzeit von mehr als einem Jahr), das von Banken im Euroraum begeben wird, beläuft sich auf rund 3 Bio. Euro. Eine zusätzliche Nachfrage von 48 Mrd. US-Dollar seitens der Versicherer entspräche einer Ausweitung der Investorenbasis für europäisches langfristiges Bankfremdkapital um 1,6%. Soweit unsere Werte für den Versicherungssektor gut kalibriert sind, während wir die Kapitalumschichtung anderer institutioneller Anleger konservativ auf null setzen, besteht die reale Möglichkeit, dass die hier diskutierte Regulierungsänderung dazu beiträgt, Risikoaufschläge zu komprimieren und die Refinanzierungskosten für langfristige Bankschuldttitel zu senken.

Diese Maßnahme lässt sich auch im Lichte jüngster Vorschläge der US-Aufsichtsbehörden einordnen, die Eigenkapitalanforderungen für Banken substanziell zu lockern.¹² Eine europäische Maßnahme, die die Abhängigkeit von US-Vermögenswerten verringert und zugleich die Nachfrage nach europäischen Bankanleihen stützt, ohne den aufsichtsrechtlichen Rahmen zu verlassen, bewegt sich klar im Rahmen einer ordentlichen Wirtschaftspolitik. In dem Maße, in dem sie die Portfolionachfrage zugunsten von in der EU begebenen Instrumenten verlagert, trägt sie zugleich zur Herstellung gleicher Wettbewerbsbedingungen bei: Sie verbessert moderat den Refinanzierungsmix der EU-Banken und senkt deren marginale Kapitalkosten relativ zu denen ihrer US-Wettbewerber.

4.2 Verstärkung über die Banken

Eine zentrale Prämisse der europäischen Zurückhaltung gegenüber Finanzsanktionen gegen die USA ist die starke Abhängigkeit europäischer Banken von US-Dollar-Refinanzierung; diese begrenzt wiederum ihre Fähigkeit, US-Staatsanleihen abzubauen. Sollten Versicherer und andere institutionelle Anleger, wie oben dargelegt, durch die Aufnahme von Anleiheemissionen europäischer Banken stabile langfristige Refinanzierung bereitstellen, könnte sich diese Abhängigkeit verringern und damit eine möglicherweise bindende Restriktion für die Verkaufsfähigkeit europäischer Banken bei US-Staatsanleihen lockern.

Vor diesem Hintergrund betrachten wir nun die Reaktion europäischer Banken auf die Aufhebung des Null-Risikogewicht-Privilegs für US-Staatsanleihen. Es liegen Belege dafür vor, dass Banken auf Veränderungen der Eigenkapitalanforderungen ähnlich reagieren wie

¹² Reuters, 19. März 2026.

Versicherungsunternehmen. So untersuchen Gropp u. a. (2019) die Eigenkapitalerhebung der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) von 2011, im Rahmen derer ein Teil der europäischen Banken unerwartet ihre Core-Tier-1-Quote von rund 5% auf 9% anheben musste, also um vier Prozentpunkte. Sie zeigen, dass die betroffenen Banken im Vergleich zur Kontrollgruppe ihre risikogewichteten Aktiva um rund 16 Prozentpunkte zurückführten, ganz überwiegend durch eine Reduktion auf der Aktivseite, einschließlich Wertpapieren, und nicht über Eigenkapitalerhöhungen.

Wir nutzen diese Erkenntnis, dass Banken vorrangig über einen Abbau ihrer risikogewichteten Aktiva reagieren. Ein Risikogewicht von 20% auf US-Staatsanleihen würde mithin die risikogewichteten Aktiva um den Faktor 0,20 multipliziert mit dem in US-Staatsanleihen investierten Volumen erhöhen. Können Banken diese Bestände kostenlos in Staatsanleihen mit Risikogewicht null wie etwa Bundesanleihen umschichten,¹³ können sie den Anstieg vollständig durch eine Veräußerung sämtlicher US- Staatsanleihebestände kompensieren. Daraus ergibt sich eine natürliche Obergrenze von 100% Reduktion der US-Staatsanleihebestände. Die tatsächliche Anpassung dürfte aufgrund von Portfoliofraktionen geringer ausfallen. Insbesondere unterstellt dieses Szenario, dass Banken nicht zwingend die Bilanzkontraktion minimieren, indem sie zuerst Aktiva mit hohem Risikogewicht abbauen, sondern bereit sind, ihre Anlageportfolios so umzuschichten, dass die gesamte Eigenmittelanforderung konstant bleibt.

Banken im Euroraum halten in ihren Anlagebüchern mindestens 350 Mrd. US-Dollar an US-Staats- und Agency-Wertpapieren.¹⁴ Die Stellung des Vereinigten Königreichs als Finanzplatz erschwert eine entsprechende Berechnung; 300 Mrd. US-Dollar stellen jedoch eine sehr konservative Untergrenze dar.¹⁵

Eine Anhebung des Risikogewichts von derzeit 0% auf 20% könnte EU-Banken folglich zu einer Veräußerung von US-Staatsanleihen in Höhe von bis zu 20% von 350 Mrd. US-Dollar, also 70 Mrd. US-Dollar, veranlassen, hinzu kämen weitere 60 Mrd. US-Dollar bei britischen Banken.

¹³ Diese Annahme ist insofern plausibel, als die FX-gesicherten Renditeabstände zwischen US-Staats- und Bundesanleihen für Euro-Anleger häufig negativ ausgefallen sind.

¹⁴ Die BIS-Locational-Banking-Statistik weist für EU- und UK-Banken auf US-Dollar lautende Aktiva von insgesamt rund 7 Bio. US-Dollar aus. Eine sektorale Aufschlüsselung dieser Daten liegt nicht vor. Der jüngste [Financial Stability Report der EZB](#) schätzt für ausschließlich SSM-beaufsichtigte Banken mit Hauptsitz im Euroraum 300 Mrd. Euro; Tochtergesellschaften von Banken außerhalb des Euroraums sowie weniger bedeutende Institute im Euroraum sind dabei nicht erfasst, weshalb diese Zahl als Untergrenze zu verstehen ist.

¹⁵ Die [Bank of England](#) weist aus, dass MFIs in britischem Eigentum im vierten Quartal 2025 öffentliche US-Schuldtitel im Volumen von 538 Mrd. US-Dollar hielten. Diese Zahl schließt Tochtergesellschaften ausländischer Banken im Vereinigten Königreich aus, schließt jedoch ausländische Tochtergesellschaften britischer Banken ein. Da uns die Bestände interessieren, die regulatorisch erfasst werden können, möchten wir Erstere ein- und Letztere ausschließen. Barclays US weist Bestände an US-Staatsanleihen von 16 Mrd. US-Dollar aus, HSBC 20 Mrd. US-Dollar (sowie weitere 30 Mrd. US-Dollar an Agency-Schuldtiteln, die jedoch sehr wahrscheinlich nicht als öffentliche US-Schuldtitel in den Bericht eingehen). Hinsichtlich der EU-Tochtergesellschaften britischer Banken ist anzumerken, dass diese in den EZB-Schätzungen tatsächlich nicht enthalten sind, sodass deren Berücksichtigung wünschenswert wäre. Verbleibende Unsicherheit besteht lediglich hinsichtlich der US-Staatsanleihebestände asiatischer Tochtergesellschaften britischer Banken, weshalb wir eine konservative Schätzung verwenden.

Auswirkungen auf die US-Refinanzierungskosten. Eine Abschätzung der Auswirkungen auf die Renditen von US-Staatsanleihen und damit auf die US-Haushaltskosten ist schwierig; Vergleiche mit anderen Vermögensmarktinterventionen in den USA können jedoch Anhaltspunkte liefern. So schätzen Eren, Schrimpf und F. D. Xia, 2026, dass Quantitative Tightening 1 (QT1, 2017 bis 2019) zu einer effektiven Ausweitung des für private Anleger verfügbaren Staatsanleiheangebots geführt und die langfristigen Renditen um 43 Basispunkte angehoben hat. Die Summe der Veräußerungen europäischer Versicherungsunternehmen und Banken in Höhe von $48 + 70 + 60 = 178$ Mrd. US-Dollar entspricht ungefähr einem Viertel des Rückgangs der Bilanzsumme der Federal Reserve unter QT1 (rund 700 Mrd. US-Dollar) beziehungsweise einem Drittel des QE2-Volumens, in dessen Rahmen ausschließlich langfristige US-Staatsanleihen erworben wurden. Bei linearer Skalierung impliziert dies einen Renditeeffekt von rund 11 Basispunkten.

Jansen, Li und Schmid, 2025 liefern einen weiteren nützlichen Referenzpunkt für die Quantifizierung des Renditeeffekts europäischer Veräußerungen. Sie schätzen ein granulares Nachfragesystem für den US-Staatsanleihemarkt mit risikoaversen Arbitrageuren. Die einschlägige Größe sind hier ihre permanenten Nachfragemultiplikatoren, da die regulatorische Aufhebung des Null-Risikogewichts eine dauerhafte Verschiebung der institutionellen europäischen Nachfrage darstellt und nicht einen vorübergehenden Kapitalfluss. Für eine permanente Nachfragereduktion von 100 Mrd. US-Dollar, konzentriert am langen Ende der Zinsstrukturkurve, was unserer geschätzten Nachfragereduktion ungefähr entspricht, impliziert ihr Modell einen Renditeeffekt von rund 14 Basispunkten bei zehnjähriger Laufzeit, was sehr nahe an der auf Eren, Schrimpf und F. D. Xia, 2026 gestützten Extrapolation liegt.¹⁶

Bezogen auf die rund 30 Bio. US-Dollar an ausstehenden marktfähigen US-Schuldtiteln (Stand: März 2026) entsprechen diese Schätzungen zusätzlichen jährlichen Haushaltskosten in einer Spanne von 33 bis 42 Mrd. US-Dollar. Zum Vergleich: Dies entspricht zwischen einem Fünftel und einem Viertel des derzeitigen Etats des US Department of the Army. Diese Zahlen sind jedoch als Untergrenze zu verstehen. Anders als QT1, das schrittweise und vorab angekündigt erfolgte, würde die hier diskutierte regulatorische Neuausrichtung eine dauerhafte Nachfrageverschiebung bedeuten; vorausschauende Märkte würden den erwarteten Pfad europäischer Veräußerungen einpreisen und nicht allein die initialen Kapitalflüsse. Bereits die Entscheidung eines einzigen dänischen Pensionsfonds, US-Staatsanleihen im Volumen von 100 Mio. US-Dollar als Reaktion auf Drohungen gegen Grönland zu veräußern, zog eine öffentliche Erwiderung des US-Finanzministers Bessent auf dem Weltwirtschaftsforum nach sich,¹⁷ was zeigt, dass selbst geringfügige Signale europäischer Veräußerungen bereits politisch wahrgenommen werden. Eine koordinierte EU-weite Regulierungsänderung hätte ein erheblich größeres Gewicht. Hinzu kommt, dass diese unmittelbaren Haushaltskosten die breiteren makroökonomischen Effekte höherer langfristiger Zinsen auf die Refinanzierungskosten und Investitionen US-amerikanischer

¹⁶ Linear auf unsere Gesamtsumme von 178 Mrd. US-Dollar skaliert, würde der Multiplikator von Jansen, Li und Schmid, 2025 einen finalen Renditeeffekt von rund 25 Basispunkten implizieren.

¹⁷ CNBC, 21. Januar 2026.

Unternehmen nicht berücksichtigen.

4.3 Weitere private Anleger

Bislang haben wir die Bestände von Pensionsfonds weitgehend ausgeklammert und uns auf einen (konservativen) Referenzpunkt für Versicherer und Banken konzentriert. Hintergrund ist, dass nach unserem Kenntnisstand keine zu Becker, Opp und Saidi (2022) vergleichbaren Schätzungen der Reaktion von Pensionsfonds auf regulatorische Änderungen vorliegen. Tatsächlich halten europäische Pensionsfonds noch größere Volumina an US-Staatsanleihen als Versicherer; wir schätzen die Bestände der Pensionsfonds im EWR auf 150 Mrd. US-Dollar und jene britischer Pensionsfonds auf knapp 85 Mrd. US-Dollar. In vielerlei Hinsicht weisen Versicherer und Pensionsfonds sehr ähnliche Bilanzprofile auf: Ihre Verbindlichkeiten sind langfristig, weshalb sie zur Fristenkongruenz Aktiva mit langer Duration suchen. Allerdings sind sie in der Regel weniger durch aktivasppezifische Eigenmittelanforderungen gebunden, sodass ein gleichartiger Schock möglicherweise keine ähnlich starke Portfolioumschichtung auslöst. Da ihre Bestände jedoch groß sind, hätte selbst eine Verkaufsrate von 1% pro Jahr beziehungsweise 10% über zehn Jahre (knapp ein Drittel der Verkaufsrate der Versicherer) über eine Dekade beträchtliche Effekte zur Folge: 15 Mrd. US-Dollar im EWR und 8,5 Mrd. US-Dollar im Vereinigten Königreich.

4.4 Wechselkurs- und Absicherungskanäle

Der Abbau derart großer Positionen muss zwangsläufig erhebliche Effekte auf den Vermögensmärkten haben, einschließlich des Devisenmarkts. Der unmittelbare Effekt von Verkäufen US-Dollar-denominierter Aktiva übt am Spotmarkt Abwertungsdruck auf den Dollar aus; daneben wirken weitere Kräfte, die wir in diesem Abschnitt betrachten.

Bemerkenswert ist, dass mehrere Anlegergruppen dazu neigen, ihre Fremdwährungsportfolios ganz oder zu erheblichen Teilen abzusichern. Der Markt für Wechselkursabsicherungen ist groß: Der tägliche Umsatz an Devisenderivaten erreichte 2025 9,6 Bio. US-Dollar (BIS Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange), und der US-Dollar war in nahezu 90% der Transaktionen eine der beiden Handelsseiten. Gleichwohl liegen deutlich weniger Erkenntnisse zum Anteil der abgesicherten Bestände sowie zur Variation dieser Aktivität nach Ländern und Sektoren vor. Du und Huber (2024) haben in einer aktuellen Arbeit versucht, diese Lücke zu schließen; wir stützen uns weitgehend auf ihre Befunde und aktualisieren sie, soweit möglich.

Die Daten sind in Tabelle 1 ausgewiesen, und zwar für drei als aktive Absicherer geltende Sektoren: Versicherer, Pensionsfonds und Investmentfonds. Beim öffentlichen Sektor wird unterstellt, dass keinerlei Absicherung erfolgt; Banken wird eine vollständige Absicherung

Tabelle 1: Bestände an US-Dollar-Wertpapieren ausländischer Anleger und deren Absicherung

Währungsraum	Sektor	Anlageklasse	USD
			Hedge-Quote
Dänemark	Versicherer u. Pensionsfonds	Gesamt	72 %
		Anleihen	~ 100 %
		Eigenkapital	66 %
	Investmentfonds	Anleihen	~ 100 %
Eigenkapital		~ 0 %	
Euroraum	Alle aktiven	Gesamt	33 %
Niederlande	Pensionsfonds	Gesamt	39 %
Vereinigtes Königreich	Alle aktiven	Gesamt	25 %
Norwegen	Alle aktiven	Gesamt	~ 24 %
Schweden	Versicherer u. Pensionsfonds	Anleihen	~ 100 %
		Eigenkapital	~ 25 %
Kanada	Alle aktiven	Gesamt	10 %
Schweiz	Alle aktiven	Gesamt	30 %

Quellen: Du und Huber (2024), ergänzt um eigene Berechnungen der Autoren. Einzelheiten finden sich im Datenanhang. Die ausgewiesenen Sektoren sind potenzielle aktive Absicherer und umfassen Versicherer, Pensionsfonds und Investmentfonds. Beim öffentlichen Sektor wird unterstellt, dass keinerlei Absicherung erfolgt; Banken wird eine vollständige Absicherung unterstellt. Für Dänemark werden zusätzlich Investmentfonds einbezogen.

unterstellt. Das Absicherungsverhalten weist erhebliche Heterogenität auf. Auf der einen Seite weist Norwegen nur eine geringe Absicherungsquote auf; allerdings verschleiert dieser aggregierte Wert, dass der mit weitem Abstand größte Vermögenshalter Norwegens, der Staatsfonds, Berichten zufolge keinerlei Absicherungsstrategien einsetzt (Du und Huber, 2024), hier jedoch nicht erfasst wird (da er dem öffentlichen Sektor zugerechnet wird). Auf der anderen Seite sichern dänische Pensionsfonds und Versicherer 72 % ihrer Engagements ab. Innerhalb dieser Quote zeigt sich, dass nahezu der gesamte Anleihebestand sowie ein erheblicher Teil des Eigenkapitalbestands abgesichert wird.¹⁸ Auch innerhalb einzelner Länder und Sektoren zeigen sich erhebliche Unterschiede. Aufschlussreich ist der Fall der Niederlande, wo die beiden größten Pensionsfonds mehr Vermögen halten als die nächsten 15 zusammen (Du und Huber, 2024): Einer von ihnen sichert 26 % seines US-Dollar-Engagements ab, der andere 65 %.

Die meisten Länder und Sektoren bewegen sich in einem mittleren Bereich; das Grundprinzip scheint jedoch zu sein, dass Anleger einen Großteil ihrer Anleihebestände absichern, während ihre Eigenkapitalbestände kaum oder gar nicht abgesichert werden. Hintergrund ist, dass die Volatilität des Dollars im Vergleich zur Aktienvolatilität gering ist und die Absicherungskosten eine Eigenkapitalabsicherung weniger attraktiv erscheinen lassen, während für Schuldtitel das Gegenteil gilt. Insgesamt erscheint die Absicherung jedoch selbst bei Anleihen weit von einer vollständigen Absicherung entfernt. Ein Grund hierfür sind die Absicherungskosten, die seit der globalen Finanzkrise erheblich gestiegen

¹⁸ Eine Aufteilung nach Anleihen und Eigenkapital liegt nicht unmittelbar vor; aus den dänischen Investmentfonds, für die eine Absicherungsaufschlüsselung nach Anlageklassen verfügbar ist, lässt sich jedoch ableiten, dass nahezu 100% des Anleiheengagements abgesichert wird, hingegen so gut wie nichts vom Eigenkapitalengagement. Unterstellt man, dass auch Versicherer und Pensionsfonds 100% ihres Anleiheengagements absichern, und berücksichtigt man, dass das Eigenkapitalengagement etwa das 4,5-Fache des Anleiheengagements beträgt, so folgt daraus, dass Pensionsfonds und Versicherer rund zwei Drittel ihres Eigenkapitalengagements absichern.

sind, vor allem infolge der reduzierten Bilanzkapazität großer global tätiger Banken, der wichtigsten Anbieter von Wechselkursabsicherungen (Du und Schreger, 2022). Konkret lag der kurzfristige Dollar-Zins durchgängig unter dem synthetischen Dollar-Zins für Euro-Anleger, was eine Verletzung der gedeckten Zinsparität und eine sogenannte negative Cross-Currency-Basis zur Folge hat.¹⁹

Auch wenn präzise Messungen aufgrund einer dünnen Datenlage schwierig sind, zeigt Tabelle 1, dass mindestens ein Drittel der gesamten Engagements abgesichert wird, mit deutlich höheren Anteilen bei Anleihen. Wir schätzen das von europäischen Anlegern abgesicherte Volumen auf eine Untergrenze von mindestens 1,5 Bio. US-Dollar; daraus erwächst eine strukturelle Nachfrage nach EUR/USD-Swaps.²⁰ Daten zur Absicherung durch US-Anleger sind dünn; insgesamt scheinen sie jedoch deutlich weniger abzusichern (Du und Huber, 2024).²¹

Hedging und Wechselkurs Die Vorabsicherung von Vermögenswerten ist im Prinzip wechselkursneutral. Möchte eine Euro-Anlegerin eine auf US-Dollar lautende Anleihe erwerben, geht sie typischerweise einen EUR/USD-Swap ein: Sie zahlt am Spotmarkt Euro und erhält Dollar. Gleichzeitig schließt sie eine Forwardposition mit Long-EUR und Short-USD ab; bei Vertragsende erhält sie Dollar aus der fällig werdenden Anleihe, zahlt am Spotmarkt Dollar zur Glattstellung der Forward-Verbindlichkeit und erhält am Spotmarkt zum vereinbarten Wechselkurs Euro. Der gleichzeitige und gegenläufige Charakter dieser Swap-Transaktionen bewirkt, dass weder der Spot- noch der Terminwechsellkurs beeinflusst wird.²²

4.5 Auswirkungen auf die Vermögensmärkte

Ein koordinierter Abbau europäischer US-Dollar-Positionen durch europäische Anleger entfaltet mindestens vier unterschiedliche Effekte an den Vermögensmärkten: (i) Er treibt die Renditen auf US-Schuldtitel nach oben; (ii) das erhöhte Anleiheangebot wirkt dollar-stützend; (iii) er führt zur Auflösung von Absicherungen, was ebenfalls dollar-stützend wirkt; und (iv) sofern die freigesetzten Mittel in Euro umgewandelt werden, wirkt der Repatriierungseffekt dollar-schwächend. Der Effekt am Anleihemarkt (i) ist eindeutig; an den Devisenmärkten dürfte nach unserer Einschätzung der schwächende

¹⁹ Ein synthetischer Dollar entsteht, indem sich ein Anleger in Euro verschuldet, den Betrag am Spotmarkt in Dollar tauscht und den Erlös in einer verzinslichen Dollar-Anlage investiert. Arbitragefreiheit verlangt, dass der reguläre und der synthetische Dollar-Zins identisch sein müssten; in der Praxis sind sie es jedoch nicht, was bedeutet, dass es für Euro-Anleger relativ teurer ist, Dollar-Engagements abzusichern.

²⁰ Bei Anleihebeständen von etwas über 3 Bio. US-Dollar und einer angenommenen Hedge-Quote von mindestens 50%.

²¹ Sialm und Zhu (2022) stellen fest, dass lediglich 18% der Auslandsbestände US-amerikanischer Investmentfonds abgesichert sind. Chen und Zhou (2025) zeigen, dass solche Anleger Derivate sogar häufig einsetzen, um ihr Engagement in Schwellenländern aktiv zu erhöhen (sogenanntes negatives Hedging).

²² Dieselbe Mechanik gilt, wenn die Käuferin lediglich die Forwardposition eingeht und die Konvertierung am Spotmarkt selbst vornimmt. Der Intermediär muss dann den Euro-Betrag beschaffen, um den EUR-Forward bereitzustellen; dies erfolgt, indem er sich am Geldmarkt Dollar leiht und diese am Spotmarkt in Euro tauscht. Annahmegemäß gehen wir hier von einem Steady State ohne Wechselkursrisiko aus.

Effekt (iv) die beiden stützenden Effekte (ii) und (iii) dominieren.

Mechanismus. Wenn europäische Investoren beginnen, ihre auf US-Dollar lautenden Vermögenswerte zu veräußern, entsteht zunächst unmittelbarer Abwertungsdruck auf den US-Dollar. Dieser wird jedoch dadurch abgeschwächt, dass die von Banken und Nichtbanken-Finanzintermediären gehaltenen USD-Anleihen zumindest teilweise währungsgesichert sind. Warum? Höhere Kapitalanforderungen führen zu Verkäufen der betreffenden Vermögenswerte. Ist die Position jedoch abgesichert, wird die Absicherung gleichzeitig aufgelöst, indem die Short-Position in USD-Terminkontrakten geschlossen wird. Der Händler auf der Gegenseite hatte diese Position zuvor abgesichert, indem er US-Dollar am Spotmarkt verkauft hatte. Mit der Auflösung der Absicherung entfällt dieser Verkaufsdruck. Die Auflösung der Währungsabsicherung wirkt daher USD-stützend und kompensiert einen Teil des USD-belastenden Effekts der Vermögensverkäufe.

23

Der empirisch relevantere Fall des Verkaufs einer nur teilweise abgesicherten Position wirkt jedoch dollar-schwächend. Unterstellt man, dass der Anleger die Dollar-Mittel durch Umtausch am Spotmarkt in Euro repatriert, ergibt sich am Spotmarkt ein unmittelbares Überangebot an US-Dollar, das eine Dollar-Abwertung nach sich zieht. Der Verkauf des nicht abgesicherten Teils wird durch den eben beschriebenen Mechanismus nicht vollständig aufgefangen.²⁴

Eine analoge Logik gilt für die Wirkung auf die Renditen von US-Staatsanleihen: Ein erhöhtes Anleiheangebot zwingt Banken und andere spezialisierte Anleger dazu, mehr Duration aufzunehmen, wofür sie eine Risikoprämie verlangen, was wiederum die Renditen nach oben treibt (Greenwood u. a., 2023). Zugleich bedeutet die Auflösung von Absicherungspositionen durch die Dealer einen geringeren Druck am Absicherungsmarkt und damit eine engere Basis sowie eine höhere Rendite nach Abzug der Absicherungskosten.²⁵ Beide Effekte erhöhen die Nachfrage anderer ausländischer Anleger.²⁶

²³ Dies ergibt sich aus dem oben beschriebenen Mechanismus: Nach dem Verkauf des auf US-Dollar lautenden Vermögenswerts führt die Investorin die Erlöse zurück, indem sie US-Dollar am Spotmarkt gegen Euro verkauft (USD-negativ). Gleichzeitig wird ihre Absicherung – eine Short-Position in USD-Termingeschäften – zum Nettowert aufgelöst. Der Händler auf der Gegenseite, der diese Position durch eine Short-Position in US-Dollar am Spotmarkt abgesichert hatte, kauft daraufhin US-Dollar am Spotmarkt zurück (USD-positiv). Da die gegenläufigen Transaktionen einander aufheben, entsteht keine zusätzliche Nettodollar- oder Nettoeuro-Nachfrage; entsprechend ergibt sich weder am Spot- noch am Terminmarkt ein Wechselkurseffekt. Dies gilt auch dann, wenn die Auflösung vor Fälligkeit des Termingeschäfts erfolgt, da die Terminpositionen schlicht rückabgewickelt werden.

²⁴ Shin, Wooldridge und D. Xia (2025) erörtern detailliert den Fall, in dem die Ex-post-Absicherung bestehender Positionen dollar-schwächend wirkt. Die Autoren argumentieren, dass die seit April 2025 zollbedingt gestiegene Absicherungsnachfrage eine wesentliche Ursache des Dollar-Wertverlusts war. Liao und Zhang (2024) entwickeln ein Modell des Devisenmarkts, in dem höhere Volatilität zu einer stärkeren Absicherungsnachfrage führt, der Terminkurs gegenüber dem Spotkurs relativ zu den Zinsdifferenzen stärker aufwertet und sich daraus eine stärker negative Basis ergibt.

²⁵ Die engere Basis ergibt sich vor allem aus der geringeren Absicherungsnachfrage, die die Bilanzen der Dealer entlastet, sowie aus einer impliziten Reduktion der Nachfrage nach Dollar-Refinanzierung am Geldmarkt. Daraus resultieren niedrigere kurzfristige Zinsen und damit eine steilere Zinsstrukturkurve sowie geringere Differenzen bei den Kurzfristzinsen, was die Absicherung verbilligt.

²⁶ Khetan (2025) dokumentiert, dass nicht in den USA ansässige Banken weltweit selbst am Markt für synthetische Dollar Mittel aufnehmen, sobald keine Wholesale-Refinanzierung verfügbar ist, und zwar nahezu

Bestehende Absicherungsregeln sollten während des Abbaus der Positionen unverändert bleiben, sodass Versicherer ihre Hedge-Quoten allmählich sinken lassen können, indem auslaufende Swaps nicht erneuert werden, statt diese abrupt aufzulösen. Die Absicherung wirkt insofern als Stoßdämpfer: Sie federt die Auswirkungen einer koordinierten Veräußerung sowohl auf den Dollar als auch, in geringerem Maße, auf die Renditen von US-Staatsanleihen ab.

Naturgemäß impliziert der vorausschauende Charakter der Devisenmärkte, dass die Marktteilnehmer die geringere künftige Nachfrage nach Dollar-Aktiva einpreisen und der Spotwechsellkurs bereits bei Ankündigung nach unten angepasst wird. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass sich der Wechselkurs unmittelbar auf sein neues Gleichgewicht einstellt. Aufschlussreich ist hier die Literatur zur quantitativen Lockerung (Quantitative Easing, QE): Dedola u. a. (2021) zeigen, dass die Ankündigung des Anleiheankaufprogramms der EZB den Wechselkurs umgehend abwertete, allerdings nur etwa ein Drittel des Gesamteffekts am Ankündigungstag selbst eintrat; in den darauffolgenden drei Quartalen gab der Euro stetig weiter nach.²⁷ Ein in ähnlicher Weise frontlastiger, aber sich über längere Zeit ziehender Anpassungspfad ist auch hier plausibel. Allgemeiner gesprochen ist die für den Markteffekt maßgebliche Größe nicht allein der jährliche Mittelabfluss relativ zum Bestand ausstehender US-Staatsanleihen. Entscheidend ist vielmehr, dass eine strukturell gebundene Nachfragequelle dauerhaft entfällt, was bereits bei Ankündigung eingepreist wird.

Die Folgewirkungen auf die europäischen Vermögenmärkte dürften beherrschbar bleiben. Die unmittelbare Konsequenz der Maßnahme ist ein Anstieg der Renditen von US-Staatsanleihen; der Dollar sollte angesichts der oben dokumentierten gegenläufigen Kräfte moderat, jedoch nicht sprunghaft, abwerten. Auf der europäischen Seite werden Preferred-Habitat-Anleger, die Kapital repatriieren, Duration nachladen müssen, was die Nachfrage nach europäischen Staats- und Bankschuldtiteln strukturell erhöht. Die Renditen europäischer Anleihen könnten vorübergehend steigen, der Netto-Effekt auf das Renditeniveau dürfte jedoch moderat ausfallen und für europäische Bankschuldtitel sogar plausibel negativ sein, da die umgeleitete Nachfrage der Versicherer dort eine unmittelbare und dauerhafte Käuferbasis bildet.

Der tiefere Vorteil Europas liegt nicht allein in der Asymmetrie der Volumina, mindestens 9,6 Bio. US-Dollar gegenüber 6,4 Bio. US-Dollar, wobei dieses Ungleichgewicht für Schuldtitel ebenso gilt wie für Eigenkapital, sondern in der Verbindung dieser Asymmetrie mit einer regulatorischen Koordinationsfähigkeit, die die USA nicht in vergleichbarer Form aufbieten können. Die EU kann Solvency II und die CRR gleichzeitig und gezielt anpassen (und das Vereinigte Königreich müsste die EU-Regulierung entsprechend

ausschließlich in sehr kurzen Laufzeiten. Dies spiegelt sowohl ihren eigenen Absicherungsbedarf als auch ihre Kreditvergabeaktivität wider. Tatsächlich liegt die tägliche synthetische Mittelaufnahme global tätiger Banken um eine Größenordnung über derjenigen von Nichtbanken, obwohl Kreditvergabe an Nichtbanken auch in längeren Laufzeiten erfolgt.

²⁷ Ihre Analyse ist in unserem Kontext besonders einschlägig, da sie sich, anders als der Großteil der Literatur, nicht einer einfachen Ereignisstudienmethodik bedient. Stattdessen schätzen sie den Effekt der erwarteten Bilanzsummenausweitung, die sich über mehrere Monate erstreckt, was unserem Setting nahekommt.

übernehmen); die USA verfügen über keinen zentralisierten Hebel auf die ausländischen Bestände ihrer institutionellen Anleger. Europas finanzielle Exposition gegenüber den Vereinigten Staaten, lange als Quelle von Verwundbarkeit interpretiert, lässt sich treffender als politischer Hebel verstehen, der über die bestehende Regulierungsarchitektur im Bedarfsfall handhabbar gemacht werden kann.

Eine naheliegende Frage betrifft den Zeitpunkt einer solchen Regulierungsänderung. Der Handlungsbedarf erfordert keinen geopolitischen Auslöser: Aus aufsichtsrechtlicher Sicht wäre es kaum noch zu rechtfertigen, ein Risikogewicht von null für einen Staat aufrechtzuerhalten, dessen Schuldenquote über 120% des BIP liegt und der bereits eine Ratingherabstufung erfahren hat. Die Korrektur dieser Verzerrung lässt sich somit unabhängig von der geopolitischen Lage als solide regulatorische Politik begründen; die daraus erwachsende finanzielle Hebelwirkung wird damit zu einem bloßen Nebenprodukt. Zugleich hat eine Regulierungsänderung dieser Tragweite politische Implikationen, und politische Entscheidungsträger könnten rational vorziehen, sie auf einen Moment maximaler diplomatischer Relevanz zu legen. Eine schrittweise Umsetzung würde es europäischen Institutionen erlauben, Positionen allmählich abzubauen, abrupte Renditesprünge zu begrenzen und gleichwohl das strukturelle Gleichgewicht am Markt für US-Staatsanleihen zu verschieben. Eine konzentrierte Umsetzung, auf einen spezifischen diplomatischen Moment abgestimmt, würde demgegenüber den Signalwert und die unmittelbare Marktwirkung maximieren. Beide Ansätze schließen sich nicht zwingend aus, da die europäischen Entscheidungsträger über Tempo und Umfang der Umsetzung weiterhin frei verfügen.

5 Schlussfolgerungen

Dieser Report argumentiert, dass Europa über erhebliche und in der öffentlichen Debatte unterschätzte finanzielle Hebelwirkung gegenüber den Vereinigten Staaten verfügt, eine Hebelwirkung, die sich über die bestehende Regulierungsarchitektur aktivieren lässt, ohne dass es neuer Institutionen, Vertragsänderungen oder einer expliziten Abstimmung staatlicher Vermögensverkäufe bedürfte. Wir betrachten die Wirkungen einer Aufhebung des Null-Risikogewicht-Privilegs, das US-Staatsanleihen derzeit unter Solvency II und der Eigenkapitalverordnung (CRR) genießen, und stattdessen der Anwendung der regulären Behandlung des Adressenausfallrisikos, wie sie die fiskalische Entwicklung des US-Staates zunehmend nahelegt. Der von uns geschätzte aggregierte Nachfrageschock auf US-Staatsanleihen, in der Größenordnung von 200 Mrd. US-Dollar über zehn Jahre über Versicherer, Banken und Pensionsfonds hinweg, entspricht ungefähr einem Viertel von QT1 beziehungsweise einem Drittel von QE2 in den USA.

Entscheidend ist jedoch, dass sich die Marktwirkung einer solchen Maßnahme nicht angemessen am jährlichen Mittelabfluss relativ zum ausstehenden Bestand bemessen

lässt. Maßgeblich ist vielmehr der glaubwürdige, dauerhafte Wegfall einer Klasse strukturell verlässlicher Käufer. Da Vermögenspreise vorausschauend gebildet werden, preist die Ankündigung einer regulatorischen Neuausrichtung den gesamten erwarteten Pfad künftiger Nachfrage neu ein, und nicht allein die Veräußerungen des ersten Jahres. Die Renditeeffekte fallen daher gegenüber den eigentlichen Mittelflüssen frontlastig aus. Hinzu kommt, dass in mengengetriebenen Modellen der Laufzeitprämien (Greenwood u. a., 2023) bereits moderate Verschiebungen in der Zusammensetzung der Durationshalter die Risikoprämien verändern, was bedeutet, dass der dauerhafte Rückzug einer strukturell gebundenen Käufergruppe Effekte zeitigt, die in keinem Verhältnis zum jährlichen Mittelabfluss stehen. Hinsichtlich des Wechselkurses bilden Ankündigungseffekte nur einen Teil des Mechanismus ab: Da die Maßnahme schrittweise umgesetzt wird und gegenläufige Kräfte einbezieht (teilweise abgesicherte Verkäufe von US-Staatsanleihen, höhere Renditen), kann sich der Dollar im Zeitverlauf abwerten, sobald Intermediäre größere Dollar-Engagements absorbieren müssen. Diese Muster sind im Einklang mit der empirischen Evidenz zu QE-Maßnahmen (De Santis und Holm-Hadulla, 2020; Altavilla, Carboni und Motto, 2021; Dedola u. a., 2021).

Mehrere Faktoren beeinflussen die Größenordnung dieses Effekts. Auf der Verstärkungsseite sind unsere Schätzungen bewusst vorsichtig angelegt: Pensionsfonds und andere institutionelle Anleger halten erhebliche zusätzliche Bestände an US-Staatsanleihen und stünden vor ähnlichen Anreizen zur Umschichtung, selbst ohne unmittelbaren regulatorischen Zwang. Auf der dämpfenden Seite bedeutet die teilweise Absicherung europäischer Positionen, dass der Verkaufsdruck auf den Dollar und auf die Renditen von US-Staatsanleihen durch gegenläufige Kapitalflüsse aus der Auflösung von Absicherungen abgefedert wird; Ersatzkäufer, die durch höhere Renditen angezogen werden, wirken als zusätzlicher Puffer.

Über die quantitative Größenordnung hinaus setzen solche Änderungen der Eigenmittelanforderungen an der richtigen Marge an. Viele europäische Banken halten US-Staatsanleihen bereits heute nicht als bevorzugte sichere Anlage, sondern als hochliquide Aktiva geringerer Qualität (Stufe 2A, High Quality Liquid Assets, HQLA) im Sinne der europäischen Liquiditätsanforderungen, namentlich in dem Umfang, der über ihre Stress-Abflüsse in US-Dollar hinausgeht. Für diese Banken ist der Wechsel zu europäischen Staatsanleihen, gegebenenfalls auch zu europäischen Bankanleihen, bereits ökonomisch rational; die Korrektur dieser Verzerrung würde lediglich eine fehlausgerichtete eigenkapitalseitige Behandlung beseitigen. Diese Verzerrung ist auch in der Sache zunehmend schwer zu rechtfertigen: Du, Keerati und Schreger (2026) dokumentieren eine ausgeprägte Entkopplung zwischen der Convenience-Rendite des US-Dollars, die weiterhin hoch ist, und derjenigen von US-Staatsanleihen, die deutlich gesunken und bei mittleren bis langen Laufzeiten ins Negative gedreht ist, getrieben vom wachsenden relativen Angebot an US-Staatsschulden. Das Null-Risikogewicht subventioniert mithin eine Anlageklasse, deren Knappheitsaufschlag bereits verschwunden ist.

Literatur

- Altavilla, Carlo, Giacomo Carboni und Roberto Motto (Okt. 2021). „Asset Purchase Programs and Financial Markets: Lessons from the Euro Area“. In: *International Journal of Central Banking* 17.70, S. 1–48.
- Andreopoulos, Spyros und Sander Tordoier (Feb. 2026). The ECB's Bid to Strengthen the Euro's Global Role. CER Insight. Centre for European Reform.
- Atkeson, Andrew, Jonathan Heathcote und Fabrizio Perri (2025). „The End of Privilege: A Reexamination of the Net Foreign Asset Position of the United States“. In: *American Economic Review* 115.7, S. 2151–2206.
- Bayer, Christian, Alexandros Gilch und Farzad Saidi (2025). „Financial Sanctions Interact(ed) with Trade Sanctions“. In: *University of Bonn Working Paper*.
- Beck, Roland u. a. (2026). „The Geography of Capital Allocation in the Euro Area“. In: *Stanford GSB Working Paper*.
- Becker, Bo, Marcus M Opp und Farzad Saidi (2022). „Regulatory Forbearance in the U.S. Insurance Industry: The Effects of Removing Capital Requirements for an Asset Class“. In: *Review of Financial Studies* 35.12, S. 5438–5482.
- Bianchi, Javier und César Sosa-Padilla (2025). „International Sanctions and Dollar Dominance“. In: *Economic Journal* 135.672, S. 2567–2577.
- Chahrour, Ryan und Rosen Valchev (Sep. 2024). „The Dollar in an Era of International Retrenchment“. In: *IMF Economic Review* 72.3, S. 1042–1080.
- Chen, Nanyu und Haonan Zhou (2025). „Managing Emerging Market Currency Risk“. In: *Columbia Business School Working Paper*.
- Clayton, Christopher, Matteo Maggiori und Jesse Schreger (2024). „A Theory of Economic Coercion and Fragmentation“. In: *NBER Working Paper No. 33309*.
- Coppola, Antonio u. a. (2021). „Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens“. In: *Quarterly Journal of Economics* 136.3, S. 1499–1556.
- De Santis, Roberto und Frédéric Holm-Hadulla (2020). „Flow Effects of Central Bank Asset Purchases on Sovereign Bond Prices: Evidence from a Natural Experiment“. In: *Journal of Money, Credit and Banking* 52.6, S. 1467–1491.
- Dedola, Luca u. a. (2021). „Does a Big Bazooka Matter? Quantitative Easing Policies and Exchange Rates“. In: *Journal of Monetary Economics* 117.C, S. 489–506.
- Du, Wenxin und Amy W. Huber (2024). „Dollar Asset Holdings and Hedging Around the Globe“. In: *NBER Working Paper No. 32453*.
- Du, Wenxin, Ritt Keerati und Jesse Schreger (2026). „Decoupling Dollar and Treasury Privilege“. In: *NBER Working Paper No. 35000*.
- Du, Wenxin und Jesse Schreger (2022). „CIP Deviations, the Dollar, and Frictions in International Capital Markets“. In: *Handbook of International Economics: International Macroeconomics*. Hrsg. von Elhanan Helpman Gita Gopinath und Kenneth Rogoff. Bd. 6. Elsevier, S. 147–197.
- Eichengreen, Barry (2012). *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar*. None. OUP Catalogue. Oxford University Press.
- Eichengreen, Barry, Arnaud Mehl und Livia Chițu (2019). „Mars or Mercury? The geopolitics of international currency choice“. In: *Economic Policy* 34.98, S. 315–363.
- Eichengreen, Barry, Arnaud Mehl und Isabel Vansteenkiste (2026). „An Opening for the Euro“. In: *CEPR Discussion Paper No. 21265*.
- Eren, Egemen, Andreas Schrimpf und Fan Dora Xia (2026). „The Demand for Government Debt“. In: *Management Science*. forthcoming.

- Farrell, Henry und Abraham L. Newman (2019). „Weaponized Interdependence: How Global Economic Networks Shape State Coercion“. In: *International Security* 44.1, S. 42–79.
- Gopinath, Gita, Emine Boz u. a. (März 2020). „Dominant Currency Paradigm“. In: *American Economic Review* 110.3, S. 677–719.
- Gopinath, Gita und Jeremy C. Stein (2021). „Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency“. In: *Quarterly Journal of Economics* 136.2, S. 783–830.
- Gourinchas, Pierre-Olivier und H el ene Rey (2007). From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege.
- Greenwood, Robin u. a. (Mai 2023). „A Quantity-Driven Theory of Term Premia and Exchange Rates“. In: *Quarterly Journal of Economics* 138.4, S. 2327–2389.
- Gropp, Reint u. a. (2019). „Banks Response to Higher Capital Requirements: Evidence from a Quasi-Natural Experiment“. In: *Review of Financial Studies* 32.1, S. 266–299.
- Habib, Maurizio Michael und Arnaud Mehl (2022). The Russian Invasion of Ukraine and International Currencies. The International Role of the Euro. European Central Bank.
- Jansen, Kristy A.E., Wenhao Li und Lukas Schmid (2025). „Granular Treasury Demand with Arbitrageurs“. In: *University of Southern California Working Paper*.
- Khetan, Umang (2025). „Synthetic Dollar Funding“. In: *University of Iowa Working Paper*.
- Liao, Gordon Y. und Tony Zhang (2024). „The Hedging Channel of Exchange Rate Determination“. In: *Review of Financial Studies* 38.1, S. 1–38.
- McDowell, Daniel (2023). *Bucking the Buck: US Financial Sanctions and the International Backlash against the Dollar*. New York: Oxford University Press.
- Shin, Hyun Song, Philip Wooldridge und Dora Xia (Juni 2025). US Dollar's Slide in April 2025: The Role of FX Hedging. BIS Bulletins 105. Bank for International Settlements.
- Sialm, Clemens und Qifei Zhu (2022). „Currency Management by International Fixed-Income Mutual Funds“. In: *Journal of Finance* 79.6, S. 4037–4081.
- Sigl-Gl ockner, Philippa u. a. (2026). „Europe's Trump Cards: Why the Continent Has More Leverage Than It Thinks“. In: *Dezernat Zukunft Policy Paper*.
- Zarate, Juan C. (2013). *Treasury's War: The Unleashing of a New Era of Financial Warfare*. New York: PublicAffairs.

A Datenanhang

A.1 Bilaterale Positionen

Es gibt zwei wesentliche öffentlich verfügbare Datenquellen zu grenzüberschreitenden Vermögensbeständen. Die erste sind die *Portfolio Investment Positions by Counterpart Economy* (PIP, vormals bekannt als CPIS) des IWF, ein standardisiertes, freiwilliges Meldewesen, das von den nationalen Behörden befüllt wird. Im Prinzip sollte es sämtliche ausstehenden Positionen ausweisen, die Gebietsansässige eines jeweiligen Landes in anderen Ländern halten, aufgeschlüsselt nach Schuldtiteln (lang- und kurzfristig) und Eigenkapital sowie nach Wirtschaftssektor (Staat, Finanzsektor einschließlich Pensionsfonds und Versicherungsunternehmen, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte). In der Praxis treten allerdings Lücken auf, da die Meldung freiwillig ist; dies betrifft insbesondere die sektorale Zuordnung sowie einzelne Anlageklassen. PIP weist die Bestände halbjährlich aus, allerdings mit erheblicher zeitlicher Verzögerung von über einem Jahr.

Aus diesem Grund stützt sich die Literatur zudem auf das *Treasury International Capital System* (TIC) des US-Finanzministeriums, ein standardisiertes Meldewesen der USA, das hochfrequente Informationen zu den ausländischen Vermögensbeständen US-amerikanischer Gebietsansässiger bereitstellt. Wir folgen der gängigen Praxis in der Literatur etwa (Coppola u. a., 2021) und verwenden TIC-Daten, wenn die USA als investierende Volkswirtschaft betrachtet werden, und PIP-Daten für Anleger außerhalb der USA. Damit wahren wir die länderübergreifende Vergleichbarkeit in der Messung bilateraler Portfoliositionen, da TIC ein USA-spezifisches statistisches System darstellt; es wird nur dort herangezogen, wo PIP keine angemessene Abdeckung bietet, wie eben im Fall der USA als investierender Volkswirtschaft. Wir bestätigen, dass zwischen den in PIP und in TIC ausgewiesenen ausländischen Beständen an US-Vermögenswerten erhebliche Diskrepanzen bestehen. Anders als PIP enthält TIC keine sektoralen Informationen. TIC ist jedoch sehr zeitnah verfügbar und veröffentlicht aggregierte Bestände nach Anlageklasse und Land auf monatlicher Basis. Für die aggregierten Bestände verwenden wir die PIP-Daten als Ausgangspunkt; für Anleger außerhalb der WWU wenden wir die Umrechnung von Coppola u. a. (2021) an, die Wertpapiere vom Sitzlandprinzip auf das Nationalitätsprinzip des Emittenten umrechnet, um in Steueroasen begebene Wertpapiere angemessen zuzuordnen. Für die WWU-Bestände greifen wir auf die verwandte Methodik von Beck u. a. (2026) zurück, die Positionen in irischen und luxemburgischen Fonds bis zu ihren letztlich wirtschaftlichen Eigentümern auflöst und dies mit der Neuordnung nach Emittentennationalität kombiniert. Diese Korrektur ist für die WWU quantitativ erheblich und Folge der besonderen Stellung Irlands und Luxemburgs im globalen Finanzsystem. Die meisten europäischen Investmentfonds sind in diesen beiden Ländern ansässig, weshalb die in PIP ausgewiesenen Bestände der übrigen WWU-Mitgliedstaaten

Tabelle A.1: Portfolioinvestitionsbestände an US-Wertpapieren

Anleger	Anlage- klasse	Gesamtbestand		davon (2025)			
		2024	2025	NFCs	Versicherer/ Pensionsf.	Staat	pHH
WWU	Schuldtitel	1770.1	1981.8	260.1	526.5	62.42	216.1
	Eigenkapital	3076.5	3696.5	262.2	746.6	179.39	1077.1
GBR	Schuldtitel	601.7	709.1	3.8	274.6	0.0	0.2
	Eigenkapital	1028.2	1288.9	23.3	459.1	0.1	48.8
DNK	Schuldtitel	42.0	37.5	1.3	17.2	0.1	0.2
	Eigenkapital	273.0	338.7	4.4	123.5	0.0	18.0
NOR	Schuldtitel	230.1	294.2	0.2	10.2	268.8	0.0
	Eigenkapital	654.0	809.7	1.4	14.2	727.0	0.1
SWE	Schuldtitel	27.4	27.4	0.1	12.2	12.0	0.0
	Eigenkapital	368.0	420.2	2.3	76.2	63.4	8.3
CAN	Schuldtitel	522.4	601.2				<i>nicht verfügbar</i>
	Eigenkapital	1637.9	1968.2				<i>nicht verfügbar</i>
CHE	Schuldtitel	213.7	219.4				<i>nicht verfügbar</i>
	Eigenkapital	368.8	428.6				<i>nicht verfügbar</i>

In Milliarden US-Dollar.

Quellen: IMF Portfolio Investment Positions by Counterpart Economy (PIP, vormals Coordinated Portfolio Investment Survey, CPIS), eigene Berechnungen der Autoren. Anmerkungen: Staat = Sektor Staat (ESVG S.13); pHH = private Haushalte; Pensionsf. = Pensionsfonds.

zu niedrig ausfallen. Allerdings halten auch nichteuropäische Anleger Anteile an Fonds mit Sitz in Irland und Luxemburg, sodass die für die WWU insgesamt ausgewiesenen Bestände an US-Vermögenswerten in PIP tatsächlich überzeichnet werden, und zwar zum Jahresende 2025 um mehr als 3 Bio. US-Dollar. Bei den US-Beständen an EU-Vermögenswerten fällt die Umrechnung etwas stärker ins Gewicht, wirkt jedoch in die entgegengesetzte Richtung, da bestimmte von irischen und luxemburgischen Emittenten begebene Wertpapiere auf nichteuropäische letztliche Muttergesellschaften umgeschrieben werden. Diese Umrechnung bleibt indes moderat.

Der wesentliche Nachteil der PIP-Daten besteht darin, dass sie zum Jahresende 2024 enden. Um aktuelle Werte zu nutzen, machen wir uns die zeitnahe Verfügbarkeit der TIC-Daten zunutze und gehen folgendermaßen vor: Wir greifen auf die umgerechneten PIP-Bestände zurück und wenden die jeweiligen Wachstumsraten je Halter und Anlageklasse (Eigenkapital, kurz- und langfristige Schuldtitel) von Dezember 2024 bis Dezember 2025 aus den TIC-Daten an.²⁸ Daraus ergibt sich eine Schätzung der aggregierten Bestände zum Stand Dezember 2025. Wir unterstellen, dass die sektoralen Bestände dem Wachstumspfad der aggregierten Bestände folgen. Für die US-Bestände verwenden wir die Jahresmeldungen aus 2024 als Referenzpunkt, da sie detaillierter sind als die monatlichen Meldungen, und wenden dieselbe Methodik an. Mit Blick auf die USA als investierende Volkswirtschaft beeinflusst die Umrechnung vom Sitzland- auf das Nationalitätsprinzip die Bestände an EU-Vermögenswerten merklich, was der besonderen Struktur der in Irland

²⁸ Die monatlichen TIC-Meldungen erfassen nur kurzfristige Staatsanleihen. Wir unterstellen, dass die gesamten kurzfristigen Schuldtitelbestände dem Pfad der kurzfristigen Staatsanleihebestände folgen; in jedem Fall machen die kurzfristigen US-Schuldtitelbestände der betrachteten Länder nur einen Bruchteil ihrer gesamten US-Schuldtitelbestände aus, typischerweise weniger als 10%.

Tabelle A.2: US-Portfolioinvestitionsbestände an ausländischen Wertpapieren

Emittent	Anlageklasse	Gesamtbestand		davon	
		2024	2025	Unternehmen	Versicherer/Pensionsf.
WWU	Schuldtitel	1147.4	1334.4	121.6	263.0
	Eigenkapital	2064.8	2587.5	304.4	391.2
GBR	Schuldtitel	513.4	551.4	84.8	202.5
	Eigenkapital	1131.4	1459.0	257.3	250.8
DNK	Schuldtitel	13.1	13.5	1.9	3.1
	Eigenkapital	211.4	170.6	21.8	23.9
NOR	Schuldtitel	35.9	38.3	8.2	11.3
	Eigenkapital	30.3	37.4	4.0	5.8
SWE	Schuldtitel	42.0	42.3	12.2	7.0
	Eigenkapital	134.0	172.5	17.8	29.9
CAN	Schuldtitel	591.8	649.8	146.2	169.2
	Eigenkapital	890.1	1237.1	261.0	116.0
CHE	Schuldtitel	104.5	105.7	34.5	78.4
	Eigenkapital	487.2	661.4	93.0	95.9

In Milliarden US-Dollar.

Quellen: IMF Portfolio Investment Positions by Counterpart Economy (PIP, vormals Coordinated Portfolio Investment Survey, CPIS) und Treasury International Capital System (TIC), eigene Berechnungen der Autoren. Anmerkungen: *Unternehmen* = nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (NFCs); *Pensionsf.* = Pensionsfonds. Die Gesamtbestände stammen aus TIC, die sektorale Aufschlüsselung aus PIP.

und Luxemburg ansässigen Fonds geschuldet ist. Die monatlichen TIC-Daten erfassen die kurzfristigen Schuldtitelbestände US-amerikanischer Gebietsansässiger nicht separat, sondern nur gemeinsam mit den Bankverbindlichkeiten; aus diesem Grund betrachten wir lediglich die gesamten Schuldtitelbestände US-amerikanischer Anleger. Auch dies ist ein nachrangiges Problem, da kurzfristige Schuldtitel nur einen geringen Anteil am Gesamtbestand ausmachen und Schuldtitel insgesamt deutlich kleiner ausfallen als Eigenkapitalbestände.

A.2 Sektorale Positionen

Tabelle A.3: PFBR Irland: Vermögenspositionen, 2. Quartal 2025

Position	2. Q. 2025 (Mio. €)	Anteil am Gesamtbestand	davon US-Anteil (%)
Bilanzsumme (näherungsweise)	141.000	--	
Schuldtitel	13.334	9,5%	9%
Eigenkapital (börsennotierte Aktien)	2.098	1,5%	47,7%
Investmentfondsanteile	41.700	29,6%	
Versicherungstechnische Rückstellungen / ULIPs	79.512	56,4%	

Quellen: EZB PFBR und Central Bank of Ireland Quarterly Bulletin (3/2021).

Die PIP-Daten des IWF sind hinsichtlich der Bestände einzelner Sektoren uneinheitlich; manche Länder melden gar nicht oder nicht hinreichend granular. Typischerweise

unterzeichnen sie die tatsächlichen Engagements.

Beck u. a. (2026) liefern für die WWU eine erhebliche Verbesserung. Sie greifen auf wertpapierspezifische Daten aus der Securities Holdings Statistics (SHS) der EZB zurück, ergänzt um externe Informationen zu Fondsportfolios; dies erlaubt es ihnen, irische und luxemburgische Fondsanteile durchzuschauen und die ausgewiesenen sektoralen Bestände für die WWU spürbar zu erhöhen. Die so gewonnenen Daten bleiben jedoch am haltenden Sektor und nicht am letztlich wirtschaftlich Begünstigten orientiert. Erscheinen Investmentfonds auch nach dem Look-through weiterhin als Halter, werden sie in den Daten weiter als solche geführt. Dementsprechend interpretieren wir die ausgewiesenen Bestände für private Haushalte, Versicherer und Pensionsfonds sowie nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (NFCs) als konservative Untergrenzen. Für unsere Analyse hat dies allerdings nur eine geringe Bedeutung, da wir auf aufsichtsrechtliche und meldetechnische Daten zurückgreifen können, um die Engagements von Versicherern und Pensionsfonds abzuschätzen; eben dies ist der eigentliche Anlass unseres Interesses an den sektoralen Engagements.

Insbesondere lassen sich über EIOPA hochwertige Daten zu den US-Dollar-Engagements der Versicherer gewinnen, aufgeschlüsselt nach Währung und Anlageklasse, und zwar für die EU-Staaten und Norwegen. Für Pensionsfonds weisen die EZB-Statistiken zu Pensionsfonds (Pension Funds Balance Sheet, PFBR) die Vermögensbestände aus, allerdings ohne Untergliederung nach Währung.²⁹ Tabelle A.3 weist die Engagements nach Anlageklasse zum letzten Meldestichtag, dem 2. Quartal 2025, aus. Der überwiegende Teil der Bestände entfällt auf Investmentfondsanteile und versicherungstechnische Rückstellungen (ULIPs), also im Wesentlichen Vermögenswerte, die in spezialisierten Gesellschaften gehalten werden. Um Fondsanteile und ULIPs sachgerecht zuzuordnen, greifen wir auf das Quarterly Bulletin (3/2021) der Central Bank of Ireland zurück, das die Aufteilung dieser Bestände nach Anlageklasse ausweist; diese ist in Tabelle A.4 dargestellt. Aus der Verknüpfung beider Quellen ergeben sich Pensionsfondsbestände von 43 % Eigenkapital und 34 % Schuldtiteln.

Der CBI-Bericht erörtert auch die US-Engagements; für die unmittelbar gehaltenen Wertpapiere sind diese in Tabelle A.3 ausgewiesen: 9 % bei Anleihen und 47,7 % beim Eigenkapital. Für Fondsanteile unterstellen wir bei Aktienfonds einen US-Anteil von 70 %, da sich diese Fonds üblicherweise an marktkapitalisierungsgewichteten Benchmarks orientieren.³⁰ Für Anleihefonds unterstellen wir eine US-Allokation von 30 %. Insgesamt ergibt sich daraus ein US-Anteil von 69 % beim Eigenkapital und 24 % bei den Anleihen.

²⁹ EIOPA berichtet auch Engagements einiger Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung, jedoch nicht für Irland, da die irischen Fonds die Meldepflichten nicht erfüllen. Hinzu kommt, dass ein erheblicher Teil der EU-Pensionsfonds nicht in den Aufsichtsbereich von EIOPA fällt und folglich nicht von den EIOPA-Daten erfasst wird; bei den Versicherern ist demgegenüber der weit überwiegende Teil erfasst.

³⁰ Zurich Prisma, die größte in Irland verwaltete Fondsfamilie, weist einen nordamerikanischen Anteil am Eigenkapitalengagement von 75 % aus, gegenüber 63 % zwei Jahre zuvor.

Tabelle A.4: Zugrunde liegende Vermögenszusammensetzung: ULIPs und Investmentfonds (CBI, 1. Quartal 2021)

(a) ULIPs (insgesamt: 50,4 Mrd. €)

Anlageklasse	Anteil
Aktien	51%
Anleihen	24%
Investmentfonds	12%
Bargeld und Einlagen	9%
Sonstiges	4%
Insgesamt	100%

Quellen: Abbildung 11, S. 18. CBI-Erhebung unter ULIP-Anbietern, die 80% des gesamten ULIP-Volumens repräsentieren.

(b) Investmentfonds (insgesamt: 46,6 Mrd. €)

Fondstyp	Anteil
Aktiefonds	35%
Anleihefonds	30%
Immobilienfonds	5%
Sonstige (MMF, gemischt, Hedge, übrige)	30%
Insgesamt	100%

Quellen: Abbildung 10 und Text, S. 16f.

A.3 Bestände an Treasury- und Agency-Schuldtiteln

Im Allgemeinen beobachten wir zwar auf Länderebene die Aufteilung der gesamten Schuldtitelbestände zwischen Treasuries/Agencies und Unternehmensanleihen, eine entsprechende Aufschlüsselung existiert jedoch nicht auf sektoraler Ebene. Auf Länderebene liegt der Anteil von Treasuries/Agencies bei rund 50% für die EWU und 60% für das Vereinigte Königreich. Eine Einschränkung besteht darin, dass diese Daten vom US Treasury gemeldet werden, sodass das Restatement-Verfahren von Coppola u. a. (2021) und Beck u. a. (2026) nicht angewendet werden kann.

Regulierungsbehörden stellen jedoch eine Alternative bereit. EIOPA, die Versicherer und Pensionsfonds im EWR beaufsichtigt, bietet in ihrem jüngsten EIOPA Financial Stability Report einen guten Überblick. Dort werden Bestände von €82 Mrd. für beaufsichtigte Versicherer und €89 Mrd. für Pensionsfonds (EWR) ausgewiesen, soweit möglich unter Anwendung eines Look-through-Ansatzes. Die EIOPA-Daten decken nahezu die Gesamtheit der Versicherer ab, jedoch nicht der Pensionsfonds (IORPs), bei denen EIOPA etwa €2,8 Bio. von insgesamt 4 Bio. (OECD) erfasst. Wenn wir daher annehmen, dass die nicht von EIOPA erfassten IORPs den erfassten ähneln, impliziert dies rund €130 Mrd. für IORPs insgesamt; zusammen mit den Beständen der Versicherer ergibt dies €212 Mrd. oder nahezu \$250 Mrd., was einen konservativen Referenzwert darstellt. Dies liegt etwas unter der Hälfte der EWU-Bestände an US-Schuldtiteln, die mit dem Restatement-Verfahren von Beck u. a. (2026) konstruiert und in Tabelle A.1 ausgewiesen werden, und kommt damit der Aufteilung für die Gesamtwirtschaft sehr nahe.

Wir leiten die US-Staatsanleihenbestände britischer Pensionsfonds aus ONS-Daten ab, die für 2021 direkte Bestände an ausländischen Zentralstaatsanleihen von £42 Mrd. sowie einen US-Anteil von 55% an direkten ausländischen langfristigen Schuldtiteln ausweisen. Daraus ergeben sich £23,1 Mrd.; skaliert man diesen Vermögensanteil von 0,90% auf das jüngste ONS-Gesamtvermögen der Pensionsfonds (£1,97 Bio., März 2025), ergeben sich £17,7 Mrd., die wir verdoppeln auf £35,4 Mrd., um fehlende Look-through-Informationen über gepoolte Anlagevehikel zu berücksichtigen. Für Versicherer weisen ONS-Solvency-II-Daten £53 Mrd. an langfristigen staatlichen Wertpapieren von Nichtansässigen gegenüber

Vermögenswerten von £1,853 Mrd. im Jahr 2017 aus; die Anwendung desselben US-Anteils von 55% ergibt £29,2 Mrd. oder 1,57% der Vermögenswerte. Skaliert man diesen Anteil auf eine Vermögensbasis britischer Lebensversicherer von £2 Bio. im Jahr 2025, ergeben sich £31,5 Mrd.; Look-through-Sensitivitäten von 1,5x und 2,0x ergeben £47,3 Mrd. bzw. £63,0 Mrd.

Bemerkenswerterweise berichtet das ONS keine Daten zu Agency-Beständen. Daher setzen wir £110 Mrd. an, was ungefähr \$150 Mrd. entspricht, als plausible Untergrenze.

A.4 Absicherungsquoten

Zur Schätzung der Absicherungsquoten stützen wir uns umfassend auf die Arbeit von Du und Huber (2024), einen umfassenden Versuch, die USD-Absicherung relevanter Investorengruppen in Ländern mit guter Datenlage zu messen. Sie verwenden Daten aus verschiedenen Quellen, um die Absicherung von Akteuren mit aktiven Hedging-Strategien zu erfassen: Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds und Investmentfonds. Sie nehmen ausdrücklich an, dass Nicht-US-Banken ihre Fremdwährungsrisiken vollständig absichern, da ein Verzicht darauf erhebliche regulatorische Kapitalanforderungen nach sich ziehen würde.³¹ Zudem nehmen sie an, dass der öffentliche Sektor Fremdwährungsrisiken nicht aktiv absichert, da Dollarbestände von Staaten anderen Motiven folgen, etwa der Notwendigkeit, in Stressphasen intervenieren zu können.

Wir aktualisieren ihre Schätzungen anhand neuerer Daten, entweder aus 2024 oder 2025, sofern verfügbar. Eine wichtige Einschränkung besteht darin, dass Absicherungsquoten von EU-Versicherern im Allgemeinen nicht verfügbar sind; stattdessen nehmen Du und Huber (2024) an, dass sie Branchendurchschnitten folgen, basierend auf belastbaren Schätzungen aus anderen Quellen.³² Ausnahmen bilden Dänemark, Schweden und einige große niederländische Pensionsfonds. Für die ersten beiden verwenden wir Daten von Danmarks Nationalbank und der Riksbank; für Letztere folgen wir Du und Huber (2024) und weisen darauf hin, dass die beiden größten Pensionsfonds, deren Bestände größer sind als die der nächsten fünfzehn zusammen, fundamental unterschiedliche Ansätze verfolgen. Der größere der beiden, ABP, hatte ein USD-Exposure von rund €200 Mrd., von dem etwas mehr als 25% abgesichert waren; PFZW wiederum hatte ein Exposure von nahezu €100 Mrd., jedoch mit einer Absicherung von mindestens 60%. Der gewichtete Durchschnitt der beiden beträgt 38% und liegt damit sehr nahe am EWU-weiten Wert von 33%. Wir folgen ebenfalls Du und Huber (2024) und imputieren für das Vereinigte Königreich eine Absicherungsquote von 25%.

³¹ Sie schätzen, dass 50% der Exposures über Derivate und weitere 50% über USD-denominierte Verbindlichkeiten, etwa Einlagen, abgesichert werden.

³² Wir danken Amy Huber für diese Klarstellung.

Impressum

Kiel Institut für Weltwirtschaft

Standort Kiel

Kiellinie 66, 24105 Kiel
Telefon +49 431 8814-1
info@kielinstitut.de

Standort Berlin

Chausseestraße 111, 10115 Berlin
Telefon +49 30 30830637-5
berlin@kielinstitut.de

Das Kiel Institut für Weltwirtschaft – Leibniz Zentrum zur Erforschung globaler ökonomischer Herausforderungen ist eine rechtlich selbständige Stiftung des öffentlichen Rechts des Landes Schleswig-Holstein.

Das Institut wird vertreten durch den Vorstand:

Prof. Dr. Moritz Schularick, Präsident,
Geschäftsführender Wissenschaftlicher
Direktor
Michael Doberschütz, Geschäfts-
führender Administrativer Direktor
(m.d.W.d.G.b.)
Prof. Dr. Christoph Trebesch, Vize
Präsident

Zuständige Aufsichtsbehörde

Ministerium für Allgemeine und Beruf-
liche Bildung, Wissenschaft, Forschung
und Kultur des Landes Schleswig-
Holstein
Jensendamm 5, 24103 Kiel

Umsatzsteuer ID

DE 251899169

© 2026 Kiel Institut für Weltwirtschaft.
Alle Rechte reserviert.



[Kielinstitut.de/publikationen](https://kielinstitut.de/publikationen)

