

# Markt & Wirtschaft



HAUCK & AUFHÄUSER  
PRIVATBANK SEIT 1796

Ausgabe 13/2020 – 24. August 2020

## DOLLAR AM SCHEIDEWEG?

**Der US-Dollar geriet in den letzten Wochen unter Druck. Manche sprechen bereits von einem Verfall der US-Währung. Aber was ist damit konkret gemeint? Eine weitere Dollar-Abwertung, gar ein Verlust der Funktion des Dollars als internationale Reservewährung?**

### DOLLAR, ZINS UND INFLATIONSERWARTUNGEN

Wechselkurse als Austauschrelationen zweier Währungen sind letztlich relative Preise für die dahinterstehenden Volkswirtschaften. Verschlechtert sich der Datenkranz einer Volkswirtschaft relativ zur anderen, wertet ihre Währung ab. Genau das ist mit dem Dollar (in Relation zum Euro, aber auch anderen Währungen) passiert. So hat sich der Dollar-Zinsvorteil in realer Rechnung in einen Zinsnachteil gewandelt: Die 2-jährigen Realzinsen liegen in den USA heute einige Basispunkte unter denen der Eurozone, vor einem Jahr waren sie über 150 Basispunkte höher. Die amerikanische Notenbank steht in den Augen der Finanzmärkte im Verdacht, bei Bedarf deutlich aggressiver zu handeln als die Europäische Zentralbank. Und zwar weniger durch Zinsabsenkungen – negative Politikzinsen sind in den USA und bei der Fed (noch) nicht populär –, sondern eher durch Anleihekäufe und damit einhergehende Verlängerungen der Notenbankbilanz oder durch unterlassene Zinsanhebungen im Falle doch steigender Inflationsraten.

Nach dem Konzept des „average inflation targeting“ könnten nach Jahren zu geringer Inflationsraten (in Relation zum ausgegebenen Inflationsziel) auch zu hohe Preissteigerungsraten toleriert werden. Das wird im Zweifel dazu führen, dass der reale Zinsnachteil noch größer wird. Allerdings: die Beziehung zwischen Änderungen in den Zinsdifferenzen und dem Wechselkurs ist keinesfalls jederzeit so eindeutig wie beschrieben, phasenweise sogar invers, in dem Sinne, dass ein fallender (steigender) Zinsvorteil des Dollars mit einer Aufwertung (Abwertung) einherging.

Nach vorne blickend dürften wahrscheinlich nur massive Veränderungen in den realen Zinsdifferenzen zu Lasten des Dollars ihn weiter abwerten lassen. Auslöser wären

eine sehr aggressive Fed-Politik (mit sinkendem Nominalzins) oder eine sehr expansive Fiskalpolitik (mit steigenden Inflationserwartungen). Alles in allem sprechen die Faktoren Zins und Inflationserwartungen gegen eine spürbare Aufwertung des Dollars. Ob sie die Kraft haben, ihn weiter zu schwächen, hängt wie beschrieben an der Politik von US-Notenbank und US-Finanzministerium.

### ZWILLINGSDEFIZITE UND KAPITALBEDARF

Als belastend für den US-Dollar wirken ferner die Zwillingstdefizite in den USA. Das Staatsdefizit steigt in diesem Jahr auf 23,8 %, die Schuldenstandsquote auf 141,4 %. Die Eurozone ist zwar ebenfalls nicht kleinlich beim Schuldenmachen, das Budgetdefizit liegt aber dort in diesem Jahr „nur“ bei vom IWF geschätzten 11,7 %, die Schuldenquote erreicht 105 %. Die aggressive Fiskalpolitik kann dazu führen, dass der Konjunkturoptimismus zunimmt und die Inflationserwartungen ansteigen, der Realzins damit sinkt und so der Dollar im Außenwert anfänglich weiter gedrückt wird. Das US-Handelsbilanzdefizit steigt in diesem Jahr an, die Eurozone kann einen Überschuss vorweisen. Zwillingstdefizite in Staatshaushalt und Handelsbilanz sind für den Dollar nichts Neues und nicht per se schädlich für den Dollar. Vor allem dann nicht, wenn sie in einer Phase auftreten, in der die Dollar-Realzinsen steigen; so geschehen zu Zeiten der „Reagonomics“ in den 80er Jahren. Das ist, wie gezeigt, aktuell gerade nicht der Fall. Das stark anschwellende US-Budgetdefizit wiederum wird – wenn nicht genügend inländische Ersparnis zur Verfügung steht (was nicht der Fall sein wird) – dazu führen, dass Kapitalimporte (und damit weitere Handelsbilanzdefizite) unumgänglich sind. Der steigende

Kapitalbedarf der US-Volkswirtschaft lässt das weltweite Dollarangebot steigen. Bei zu geringer internationaler Nachfrage wird der Dollar solange fallen, bis US-Dollar denominatede Assets für Anleger günstig genug geworden sind. Diesen Punkt zu ermitteln, ist alles andere als einfach. Er könnte vielleicht schon erreicht sein. Immerhin scheint die Skepsis gegenüber dem Dollar groß zu sein: Die auf einen schwächeren Dollar zielenden Netto-Short-Positionen auf den Währungsterminmärkten sind auf einem mehrjährigen Hoch.

### FAIRER WERT UND ZYKLISCHE PHASEN

Das Euro-Dollar-Wechselkursverhältnis ist langfristig betrachtet relativ stabil, sofern man den Korridor hinreichend breit wählt. Bei zu großen Abweichungen von seinem „fairen Wert“ scheint der Dollar zu diesem wieder hingezogen zu werden. Aktuell ist er ziemlich nahe an seinem langjährigen Mittel von 1,20 EUR/USD. Die Kaufkraftparität als langfristige Gleichgewichtsrelation zwischen Euro und Dollar notiert nur wenig darüber. Insofern befindet sich der Dollar in einem neutralen Terrain. Die US-Währung hat noch weitere Eigenschaften: Sie ist zum einen eine antizyklische Währung und zum anderen eine „risk off“-Währung. Die US-Ökonomie ist generell weniger zyklisch als die vieler ihrer Handelspartner. Bei einer globalen Wachstumsbeschleunigung tendiert das internationale Kapital dazu, in die Regionen mit der stärksten Wachstumsamplitude zu strömen. Kapital wird aus den USA abgezogen und wandert zum Beispiel in die stärker wachsenden Schwellenländer oder nach Europa und Asien. „Risk-off“ wiederum bezeichnet den Zustand, dass in Phasen, in denen geopolitische oder wirtschaftliche Risiken zunehmen, Kapital in den liquiden US-Staatsanleihenmarkt wandert. Die Dollarnachfrage steigt, mit ihr ceteris paribus die Währung.

Möglicherweise liegt in diesen beiden Faktoren der Schlüssel zur „richtigen“ Dollarprognose für die nächsten Monate. Eine Fortsetzung der konjunkturellen Dynamik in den kommenden Monaten ist nicht garantiert. Konsumenten und Investoren üben sich weltweit in Zurückhaltung, der Dienstleistungssektor insbesondere hat Mühe zu alten Niveaus in Beschäftigung und Leistungserbringung zurückzukehren. Fiskalprogramme setzen zwar Anreize, liefern aber nicht direkt und in gleicher Größen-

ordnung mehr Wachstum. Kapitalmarktrisiken sollten nicht ignoriert werden. Allgemein wird in den kommenden Monaten eine Zunahme der Ausfallraten in bestimmten Sektoren, die am stärksten unter dem Wirtschaftseinbruch leiden, erwartet. Das Volumen notleidender Kredite und die Herabstufungen bei Anleihen nähmen zu, Bankenstress wäre vorprogrammiert. Die Währungen von Schwellenländern sind bis heute unter Druck, ebenso die für ihre Volkswirtschaft und ihren Staatshaushalt wichtigen Rohstoffpreise.

### KEIN DOLLAR-CRASH, ABER WO GEHT DIE REISE HIN?

Eine Ablösung des US-Dollars als internationale Reservewährung ist auf absehbare Zeit nicht zu erwarten. Noch immer werden gut 60 % aller globalen Währungsreserven in Dollar gehalten, auf den Euro entfallen 20 %. Es mangelt schlicht an Alternativen für eine neue, den Dollar ablösende Reservewährung. Die Emittentin einer Reservewährung muss eine große, offene Volkswirtschaft sein, deren Währung frei konvertierbar ist und die über einen hoch liquiden Markt für Staatsanleihen bester Bonität verfügt, in denen die Währungsreserven gehalten werden können. Dafür qualifiziert sich zum Beispiel China nicht (Konvertibilität und Kapitalmarktreife fehlen) und die Eurozone nur bedingt (einheitlicher Kapitalmarkt fehlt). Das Zwillingsdefizit sorgt aber zugleich dafür, dass die Rolle des Dollars als Reservewährung über sein steigendes Angebot gestärkt und nicht geschwächt wird. Erst ein weltweiter Vertrauensverlust in den Dollar und die Existenz einer echten Alternative zu ihm würden seinen Status als Reservewährung untergraben.

Für die kurz- bis mittelfristige Dollar-Entwicklung stehen sich zwei Pole gegenüber. Zum einen reale Zinsdifferenzen, die bei expansiver werdender US-Wirtschaftspolitik noch nachteiliger für den Dollar werden; zum anderen die zyklischen Eigenschaften des Dollars. Wachstumsenttäuschungen oder die Rückkehr von Kapitalmarktrisiken stärken ihn. Da unseres Erachtens bereits Einiges im Dollarkurs enthalten („eingepreist“) ist, halten wir ausgeprägte Untergewichtungen im Dollar zum jetzigen Zeitpunkt für nicht mehr angemessen. Aber noch einmal: Es gilt, beide Pole zu beobachten und die richtigen Schlussfolgerungen zu ziehen. Die Dollar-Entwicklung ist keine Einbahnstraße.

---

### DISCLAIMER

Die Informationen in diesem Dokument wurden ausschließlich zu Informationszwecken für den Empfänger erstellt. Alle Angaben erfolgen unverbindlich und stellen weder eine Finanzanalyse, eine Empfehlung, eine Anlageberatung oder einen Vorschlag einer Anlagestrategie noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Daher genügen sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegen nicht dem Verbot des Handelns vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die internen Richtlinien (Organisationsanweisungen) der Bank regeln Letzteres jedoch in dem Sinne, dass eine Vermeidung von Interessenkonflikten gewährleistet wird. Anlagen in Aktien sind sowohl mit Chancen als auch mit Risiken verbunden. Allgemeine Informationen zu den mit einem Investment in Aktien verbundenen Risiken können den Basisinformationen über Vermögensanlagen in Wertpapieren entnommen werden, die Ihre Beraterin/Ihr Berater für Sie bereit hält. Interessenkonflikte sind auf der Homepage von Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG unter <https://www.hauck-aufhaeuser.com/rechtliche-hinweise/rechtliche-hinweise> veröffentlicht.

Die Informationen in diesem Dokument wurden sorgfältig recherchiert. Dabei wurde zum Teil auf Informationen Dritter zurückgegriffen. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Die Informationen können eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen als auch fallen. Die Angaben gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Hauck & Aufhäuser Privatbankiers AG oder deren assoziierter Unternehmen dar. Sofern Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt keine Haftung übernommen wird.