

Wie geht es mit dem Dollar weiter?



Jens Søndergaard

Währungsanalyst

Im Überblick

- Die strukturellen Faktoren, die den US-Dollar in den letzten drei Jahren gestützt haben, lassen nach. Die weltweiten Wachstumsunterschiede verkleinern sich, die Fed hat einen Zinssenzyklus gestartet, und die EZB wird ihre Leitzinsen voraussichtlich erhöhen.
- Diese Veränderungen könnten den US-Dollar kurzfristig bis ins Jahr 2026 hinein schwächen, vor allem gegenüber dem Euro und dem Yen. Dieser These stehen allerdings bislang die stabilen US-Aktienmärkte gegenüber.
- Auch wenn sich die ausgesprochen starke Phase des US-Dollar vermutlich ihrem Ende nähert, bleibt er die wichtigste Währung im globalen Finanzsystem.

Seit 1971 hat der US-Dollar drei große Zyklen durchlaufen, wobei jede Aufwertungs- und Abwertungsphase in der Regel etwa zehn Jahre dauerte.

Die jüngste Aufwärtsbewegung war in den letzten Jahren von zahlreichen strukturellen positiven Faktoren gekennzeichnet, darunter ein stabiles US-Wachstum, höhere Realzinsen als in anderen Ländern und eine hohe weltweite Nachfrage nach US-Wertpapieren. Die US-Dollar-Aufwertungsphasen gehen zu Ende, wenn das US-Wachstum nachlässt oder andere Länder aufholen. Beides geschieht gerade, sodass der Dollar in den nächsten zwölf Monaten abwerten könnte - vor allem gegenüber dem Euro.

Ob sich diese Phase über das Jahr 2026 hinaus hinziehen wird, hängt davon ab, ob sich die Wachstumslücke zwischen den USA und anderen Ländern schließen wird.

Wie Wachstum und Realzinsen den US-Dollar beeinflussen

Gemessen an fundamentalen Modellen¹ schien der Dollar lange überbewertet, aber seine eigentliche Entwicklung war viel enger mit zyklischen Faktoren wie Wachstum und Realzinsen verknüpft. Beides hat viel miteinander zu tun, weil Zinsabstände zwischen Ländern meist die Folge von Wachstums- und Inflationsunterschieden sind. Höheres Wachstum führt meist zu höheren Zinsen. Als in der Anfangsphase der zweiten Amtszeit von Präsident Trump die unsichere Handelspolitik dominierte, war dieses Muster zeitweise unterbrochen, aber seit April 2025 ist es wieder weitgehend intakt.

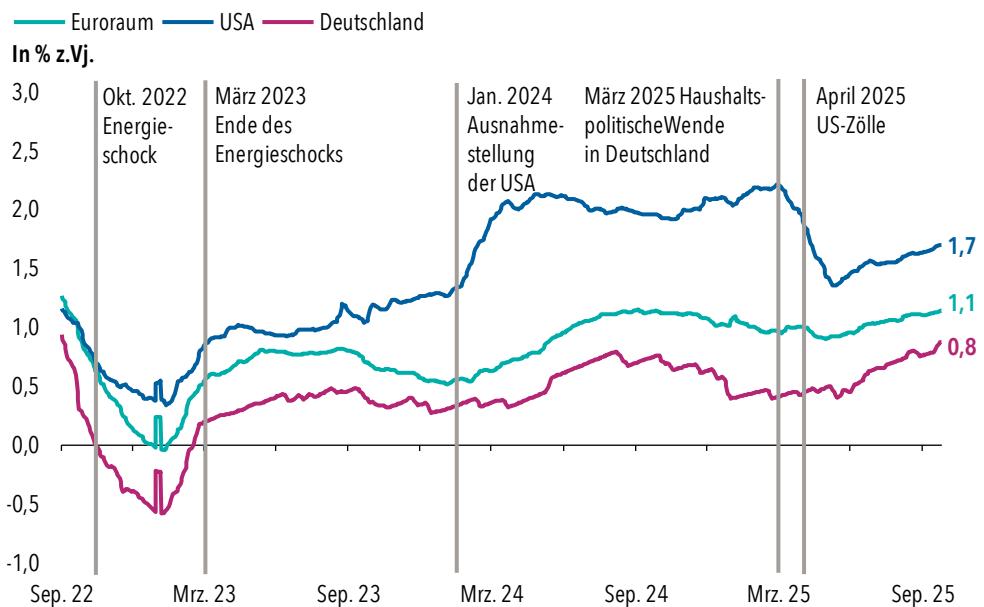
Bis vor Kurzem war das außergewöhnlich stabile langfristige Wachstum der US-Wirtschaft auffallend. Dieses Phänomen wurde häufig „die Ausnahmestellung der USA“ genannt. Unterstützt wurde diese Stabilität durch robuste Verbraucherausgaben (dank realer Lohnanstiege), eine hohe Nachfrage nach Arbeitskräften und eine historisch niedrige Arbeitslosenquote.

Die Wachstumsraten nähern sich einander an ...

Viele US-Konjunkturdaten haben sich verschlechtert. Die Abwärtskorrektur der Beschäftigungszahlen außerhalb der Landwirtschaft Anfang August machte den Anfang. Seitdem überraschten einige Umfragen und harte Daten positiv, aber insgesamt sind das Wachstum schwächer und die Verbraucher zurückhaltender geworden. Eine restriktivere Geldpolitik, Zölle und strengere Einwanderungsgesetze haben sowohl den privaten Konsum als auch die Unternehmensaktivität belastet. Auch in Zukunft dürfte die Kombination aus anhaltender politischer Unsicherheit, Zolldruck und Abkühlung am Arbeitsmarkt die Konjunktur bremsen. Und weil diese Faktoren stärker werden, ist ein weiterer Wachstumsrückgang zu erwarten.

1. Mehrere Langfristmodelle berechnen auf Grundlage fundamentaler Kennzahlen und Daten wie Produktivität, Demografie, Inflation und möglicher grundlegender Veränderungen der Wirtschaft die Bewertung des US-Dollar. Nach diesen Modellen - auch nach unserem - ist der Dollar überbewertet, wenn auch heute nicht mehr so stark wie Anfang 2025.

Weltwirtschaftsaussichten ungünstig für den US-Dollar
Konsenserwartungen für das BIP auf Sicht von 12 Monaten



Stand der Daten 25. September 2025. Quellen: Berechnungen von Capital Strategy Research, Bloomberg. Hinweis: auf Grundlage der Konsenserwartungen für das BIP im laufenden und im nächsten Jahr

Die europäische Wirtschaft gewinnt dagegen an Dynamik. Der Dienstleistungssektor und die Konsumausgaben fangen die Probleme im Verarbeitenden Gewerbe auf, und die Arbeitsmärkte sind stabil. Auch die Einzelhandelsumsätze sind wieder gestiegen, was gut für das Vertrauen der Privathaushalte ist. Insbesondere wird in Deutschland derzeit ein umfangreiches Konjunkturprogramm eingeführt. Die bislang zurückhaltende Fiskalpolitik wird expansiver, um Wachstum und Investitionen zu fördern. Zwar gibt es in Deutschland immer noch strukturelle Herausforderungen, aber wegen des Konjunkturabschwungs seit 2019 trifft das Konjunkturprogramm auf ungenutzte Kapazitäten, vor allem in der Industrie. Wir gehen davon aus, dass die fiskalpolitische Wende erhebliche positive Auswirkungen auf das deutsche BIP haben wird, vor allem im Jahr 2026. Davon dürften auch andere Euroraumländer profitieren.

In Asien zieht die Wirtschaft Japans an. Die Fundamentaldaten des Landes sind nach wie vor stabil, was auf die gute Verfassung der Unternehmen, anhaltende Investitionen sowie eine Fiskal- und Geldpolitik zurückzuführen ist, von der die Binnennachfrage mehr und mehr profitiert. China hat dagegen noch immer Probleme mit seiner schwachen Binnennachfrage, der schwierigen Lage am Immobilienmarkt und dem unsicheren Welthandel. Aber kurzfristig könnten die Unterstützung durch die Politik und gezielte Wachstumsprogramme die Wirtschaft stabilisieren. Für nächstes Jahr erwarten wir einen leichten Anstieg des chinesischen BIP-Wachstums, aber alles in allem schwächt die Wirtschaft. Strukturelle Probleme und die nur geringe Zuversicht der Unternehmen begrenzen die Möglichkeit einer anhaltenden Erholung. Wichtig ist aber die nach wie vor große Flexibilität der Politik, durch die gegebenenfalls Spielraum für weitere Wachstumsmaßnahmen besteht.

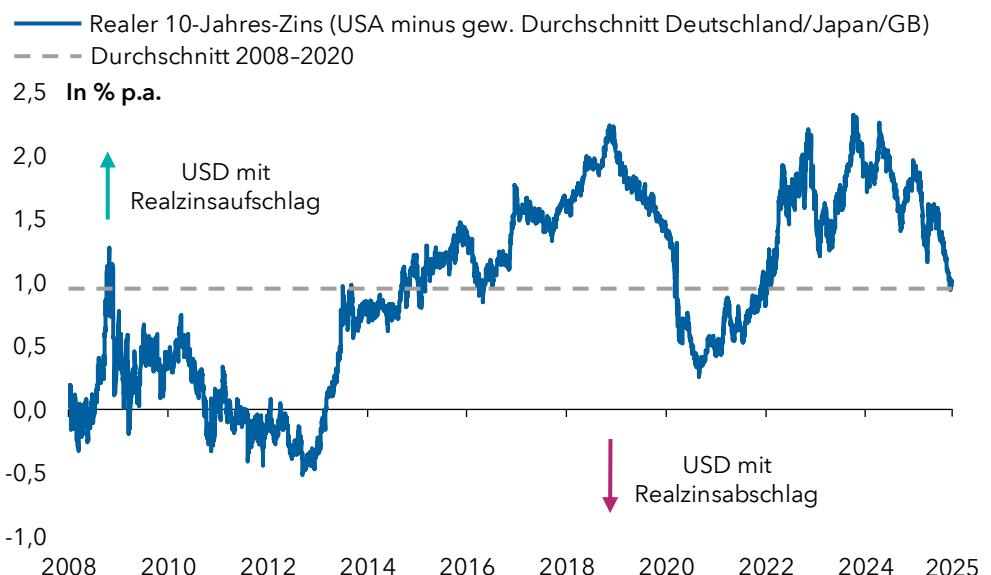
Vor diesem Hintergrund erwarten wir eine Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar, wenn die deutschen Wachstumsprogramme Wirkung zeigen, während der japanische Yen von einem Rückgang der Zinsunterschiede profitieren dürfte. Weil die chinesische Wirtschaft weiter auf der Stelle tritt, ist eine deutliche Aufwertung der Emerging-Market-Währungen unwahrscheinlich.

... und die Realzinsen auch

In den USA waren die Realzinsen, also die inflationsbereinigten Fremdkapitalzinsen, deutlich höher als in anderen Ländern, was für Mittelzuflüsse in den US-Dollar gesorgt hat. Aber jetzt hat die Federal Reserve (Fed) einen Zinssenkungszyklus gestartet, während die US-Inflationserwartungen vermutlich eher hoch bleiben dürften. Deshalb gehen wir davon aus, dass die Realzinsen in den USA und in Europa aufeinander zulaufen. Dadurch wird der US-Dollar vermutlich an Attraktivität verlieren, was eine Aufwertung des Euro unterstützen würde.

Vorsprung der US-Realzinsen schmilzt, Dollar verliert an Attraktivität

Unterschied zwischen den 10-Jahres-Zinsen in den USA und im Rest der Welt



Stand der Daten 25. September 2025. Quellen: Berechnungen von Capital Strategy Research, Macrobond. Hinweis: Realzinsen auf Grundlage inflationsindexierter Anleihen

Das schöne Bild der insgesamt niedrigen Arbeitslosigkeit bekommt Risse. Unter der Oberfläche gibt es Anzeichen für Probleme am US-Arbeitsmarkt: Es werden weniger neue Stellen geschaffen, das Geschäftsvertrauen hat nachgelassen, und die Unternehmen planen weniger Investitionen. Zusammen mit der größeren Sensibilität der Fed für Rezessionsrisiken, der anhaltenden Disinflation im Dienstleistungsbereich, den robusten Margen, die es Unternehmen ermöglichen, die höheren Zollkosten selbst zu tragen, und den anhaltenden staatlichen Wachstumsprogrammen bilden diese Trends die Grundlage für ein entschlosseneres prophylaktisches Vorgehen der Zentralbank gegen einen stärkeren Konjunkturabschwung.

Selbst wenn die Fed ihren Leitzins weniger stark senkt, als die Märkte erwarten, gehen wir davon aus, dass sich die Zinslücke zwischen den USA und Europa schließen wird, weil die Europäische Zentralbank vermutlich im März 2026 einen

neuen Zinserhöhungszyklus starten wird. Zwar ist die Teuerung im Eurauraum kürzlich unter den Zielwert gefallen, aber einige Faktoren sprechen für die Möglichkeit eines wieder steigenden Inflationsrisikos. Die Fiskalpolitik wird erheblich lockerer werden, vor allem in Deutschland, wo ein umfassendes Wachstumsprogramm initiiert wurde, und wegen der anhaltenden Haushaltsdefizite in Ländern wie Frankreich. Auch hat sich die Eurauraum-Wirtschaft als erstaunlich robust erwiesen. Das Wachstum war unerwartet stark, und nach den jüngsten Einkaufsmanagerindizes dürfte sich die Dynamik fortsetzen. Hinzu kommen die nach wie vor engen Arbeitsmärkte mit so niedrigen Arbeitslosenquoten wie noch nie. Dies könnte für steigende Löhne sorgen, was den Inflationsdruck erhöhen dürfte.

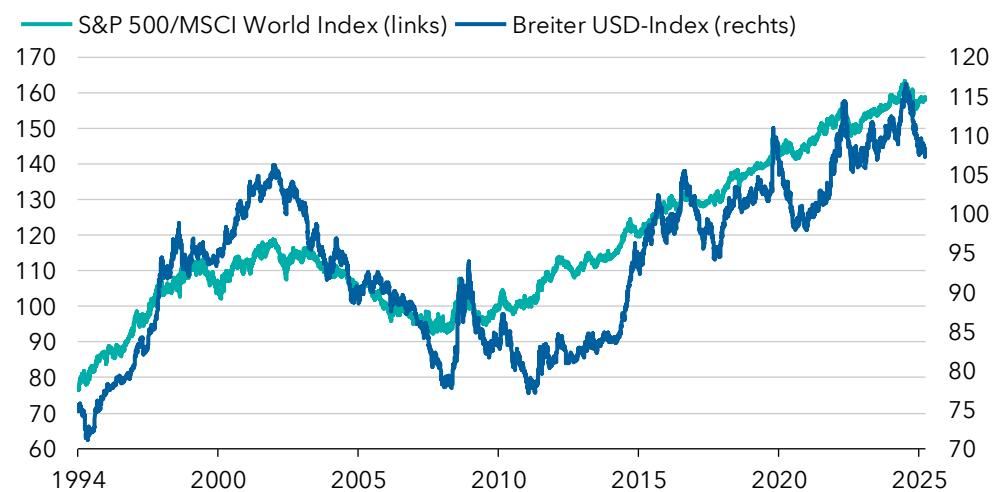
US-Aktien mit Mehrertrag: Der Joker gegen die Dollarabwertung

Ein wichtiger Faktor, der die erwartete Dollarschwäche verhindern könnte, ist der US-Aktienmarkt. In den letzten zehn Jahren war die hohe weltweite Nachfrage nach US-Aktien – vor allem aus dem Technologiesektor – ein wichtiger Faktor für die Dollarstärke. Ein großer Teil dieser Anlagen kam aus Japan und Europa, wo die anhaltend niedrigen Zinsen, das eher schwache Wachstum und die wenig anlegerfreundliche Politik Investoren dazu veranlassten, in ertragreichere US-Papiere umzuschichten.

Auch passive Investoren inklusive Staatsfonds zog es dorthin. Dagegen floss weniger Kapital aus den USA in die Emerging Markets. Diese Dynamik sorgte für eine positive Spirale: Steigende Wertpapierkurse zogen noch mehr Kapital an – vor allem von Investoren, die sich gegen eine US-Dollar-Absicherung entschieden, weil sie sowohl von der DollarAufwertung als auch von niedrigeren Absicherungskosten profitieren wollten.

Das könnte sich jetzt ändern. US-Aktien sind zurzeit extrem hoch bewertet, sowohl absolut betrachtet als auch im Vergleich zu Aktien aus anderen Ländern. Aber wenn sie weiter hohe Erträge abwerfen, könnte der Dollar trotz der allgemeinen Herausforderungen stabil bleiben. Anders gesagt: Wenn sich am Narrativ der Ausnahmestellung der USA nichts ändert, weil US-Aktien Mehrertrag liefern oder das US-Wachstum wieder anzieht, könnte der US-Dollar trotz der aktuellen gesamtwirtschaftlichen Probleme längere Zeit stabil bleiben.

Wird die Dynamik von US-Aktien die Probleme des Dollar ausgleichen? US-Dollar und relative Aktienkursentwicklung



Stand der Daten 25. September 2025. Quelle: JPMorgan

Strukturelle Abschläge steigen, aber der US-Dollar bleibt dominant

Immer mehr Marktteilnehmer sind der Ansicht, dass der US-Dollar wegen der Risiken für die Unabhängigkeit der Federal Reserve, der US-Haushaltsprobleme und der Annahme, dass immer mehr aus dem Dollar in andere Währungen umgeschichtet wird, eine Abwertung verdient. Diese Bedenken haben sich nach den jüngsten Personalveränderungen im Offenmarktausschuss verschärft. Wenn der Oberste Gerichtshof die Entlassung der Gouverneurin Lisa Cook auch nur zeitweise zulässt, könnten die US-Dollar-Abwertungsrisiken erheblich steigen.

Dennoch ist die Dominanz der US-Währung nicht unmittelbar in Gefahr. Nach wie vor erfüllt sie drei grundlegende Aufgaben im Weltfinanzsystem: Sie ist die Leitwährung für den internationalen Handel und die grenzüberschreitenden Kapitalströme, die wichtigste Komponente der offiziellen Währungsreserven und der bevorzugte „sichere Hafen“ des privaten Sektors in wirtschaftlich schwierigen Zeiten. Und wie man 2008 sehen konnte, gilt das selbst dann, wenn die Krise in den USA ihren Anfang nimmt. Hinzu kommt, dass es noch immer keine tragfähigen Alternativen gibt: Für den Euro gibt es kein sicheres einheitliches Anlageinstrument, und der Renminbi unterliegt Kapitalkontrollen. Wenn nicht in anderen Volkswirtschaften vielfältigere, liquidere Kapitalmärkte entstehen, wird sich an der Dominanz des US-Dollar nichts ändern. Unter den richtigen Bedingungen kann er sogar wieder aufwerten.

In nächster Zeit ist zwar eine vielleicht sogar länger anhaltende Abwertung des Dollar möglich, aber die Größe der US-Wirtschaft und ihrer Finanzmärkte dürfte die führende Position der Währung weiterhin stützen.

Jens Søndergaard ist Währungsanalyst bei Capital Group. Er hat 19 Jahre Investmentserfahrung und ist seit 12 Jahren im Unternehmen, zunächst als Volkswirt für den Euroraum und Großbritannien. Er hat einen PhD in Volkswirtschaft und einen Master in Foreign Service von der Georgetown University. Søndergaard arbeitet in London.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlagewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominiert sind, verliert Ihre Anlage an Wert. Durch Währungsabsicherung wird versucht, dies zu begrenzen, aber es gibt keine Garantie, dass die Absicherung vollständig erfolgreich ist.
- Einige Portfolios können zu Anlagezwecken, zur Absicherung und/oder zur effizienten Portfolioverwaltung in derivative Finanzinstrumente investieren.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivative, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Die zur Verfügung gestellten Informationen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und stellen keine Beratung dar. Diese Information ist für den internen und vertraulichen Gebrauch des Empfängers bestimmt und sollte nicht an Dritte weitergegeben werden. Bei dem Dokument handelt es sich um allgemeine Informationen und weder um Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung noch um eine Aufforderung, irgendein Wertpapier zu kaufen oder zu verkaufen. Stand aller Informationen und Einschätzungen ist das angegebene Datum. Quelle: Capital Group (falls nicht anders angegeben). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen von Dritten zu erhalten, die sie für korrekt hält. Dies kann jedoch nicht garantiert werden

Falls nicht anders angegeben, wird dieses Dokument von Capital International Management Company Sàrl (CIMC) herausgegeben. CIMC ist von der Luxemburger Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und wird von ihr beaufsichtigt.

In der Schweiz wird dieses Dokument von Capital International Sàrl herausgegeben, einem von der Schweizer Finanzmarktaufsicht (FINMA) genehmigten und regulierten Unternehmen.

Alle Handelsmarken von Capital Group sind Eigentum von The Capital Group Companies, Inc. oder einer Tochtergesellschaft. Alle anderen genannten Unternehmensnamen sind Eigentum der jeweiligen Unternehmen.