

Was muss passieren, damit der Dollar langfristig schwach bleibt?



Jens Søndergaard
Währungsanalyst

Im Überblick

- Ohne klare Anzeichen für eine nachlassende Zins- oder Wachstumsdifferenz zwischen den USA und ihren wichtigsten Handelspartnern ist keine nachhaltige Dollarschwäche zu erwarten. Beides ist bis jetzt nicht wirklich der Fall.
- Auch wenn der Dollar als Reservewährung jetzt etwas weniger gefragt ist, hat er seinen Status grundsätzlich gewahrt – vor allem wegen mangelnder Alternativen.

Etwa einen Monat nach dem „Liberation Day“ hat sich der Dollar wieder etwas stabilisiert. Dennoch ist er gegenüber den meisten Industrieländer- und Emerging-Market-Währungen weiter schwach.

Es ist nicht ganz klar, was dem Dollar zuletzt so zugesetzt hat. Dennoch können wir anhand mehrerer Faktoren analysieren, ob ihm eine längere Schwächephase droht. Außerdem untersuchen wir die Bedeutung des Dollar als sicherer Hafen bzw. Reservewährung, um seine langfristigen Aussichten zu beurteilen.

Fundamental scheint der Dollar überbewertet

Viele Modelle versuchen, den Dollar zu bewerten – etwa anhand der Produktivitätsentwicklung oder der Demografie, der Inflation oder fundamentaler wirtschaftlicher Veränderungen. Nach diesen Modellen, auch unserem eigenen, ist der Dollar meist überbewertet.

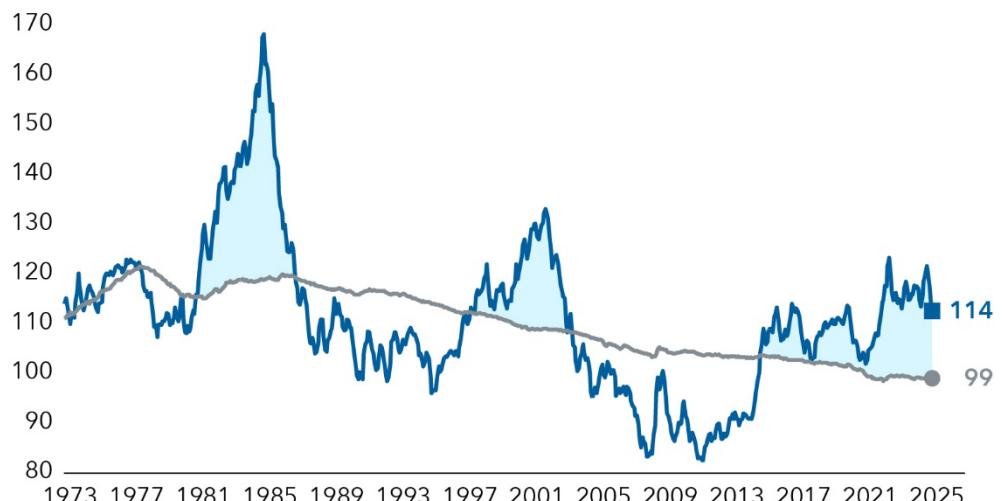
So postuliert die Kaufkraftparitätentheorie (PPP), dass der Wechselkurs zweier Währungen dann im Gleichgewicht ist, wenn sie in beiden Ländern die gleiche Kaufkraft haben.

Wie die folgende Abbildung zeigt, kann diese Theorie die langfristige Entwicklung des Dollar durchaus erklären. Dennoch entspricht der Wechselkurs nur selten der Kaufkraftparität.

Der US-Dollar ist noch immer überbewertet ... aber weniger als 1985

Über- und Unterbewertung des USD

● Fairer Wert ■ Dollarindex (ggü. wichtigen Industrieländerwährungen)
180 Indexpunkte, 2010 = 100



Daten vom 1. März 1973 bis zum 1. April 2025. Quellen: Capital Strategy Research, US Federal Reserve

Was sagen Realzinsen und Wirtschaftswachstum?

Wie die folgende Abbildung zeigt, reagiert der Dollar wesentlich stärker auf zyklische Faktoren wie Wirtschaftswachstum und Realzins.¹ Beides hat miteinander zu tun, da die Zinsdifferenz zwischen zwei Ländern in der Regel der Wachstums- und Inflationsdifferenz entspricht. Dabei lässt ein höheres Wachstum die Zinsen meist steigen.

1. Die Theorie der ungedeckten Zinsparität (Uncovered Interest Rate Parity, UIP) postuliert, dass die erwartete Wechselkursänderung der Zinsdifferenz der Währungen entspricht. Wenn der Wechselkurs nicht entsprechend reagiert, könnte man in der Theorie Mehrertrag dadurch erzielen, dass man sich in der Niedrigzinswährung verschuldet und in der Hochzinswährung investiert – der klassische Carry Trade.

Die US-Zehnjahresrenditen sind mit dem Dollar korreliert

— Dollarindex (BBDXY, links) — Realzinsdifferenz, 10 J. (Prozentpunkte, rechts)



Daten vom 1. Januar 2008 bis zum 15. Mai 2025. BBDXY: The Bloomberg Dollar Spot Index. Gewichteter Durchschnitt der zehnjährigen Realzinsdifferenz zwischen den USA und einem gewichteten Durchschnitt aus Deutschland, Japan und Großbritannien. Quellen: Capital Strategy Research, Macrobond

Bis vor Kurzem ist die US-Wirtschaft kontinuierlich gewachsen, deutlich stärker als jede andere. Man sprach von der Ausnahmestellung der USA. Die Fundamentaldaten waren stabil, wobei die steigenden Realeinkommen, der stabile Arbeitsmarkt und die im Vergleichsvergleich recht niedrige Arbeitslosenquote den Konsum stützten.

Steht dem Dollar eine längere Schwächephase bevor?

Dollarzyklen dauern meist recht lange; beim letzten waren es zehn bis 15 Jahre. Damit der Dollar wirklich langfristig fällt, muss entweder das amerikanische Wirtschaftswachstum deutlich nachlassen oder das Trendwachstum in den übrigen Ländern kräftig steigen.

Das US-Wachstum könnte aufgrund der unsicheren politischen Lage fallen. Grundsätzlich schwächen Zölle nicht die Währung des Landes, das sie erhebt. Bei unberechenbaren Zöllen, die Unternehmen von langfristigen Investitionen abhalten, könnte es aber anders aussehen.

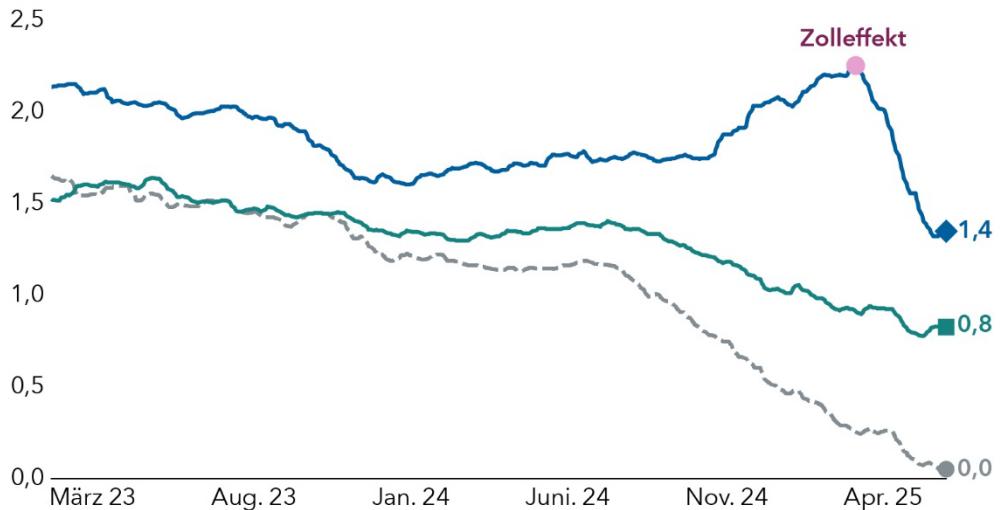
Schon jetzt gibt es Anzeichen für ein schwächeres Wachstum in den USA, auch wenn das Rezessionsrisiko nach den Verhandlungen mit China wieder nachgelassen hat.

Langfristig könnte der Dollar auch dann abwerten, wenn das Trendwachstum in anderen Ländern steigt. Wie die folgende Abbildung zeigt, scheint die Wachstumsdifferenz zwischen den USA und Europa 2025 kleiner zu werden. Um die Dollaraufwertung zu beenden, müsste sie sich aber umkehren.

Wachstumserwartungen jetzt ungünstiger für den Dollar

BIP-Wachstum in % z.Vj., Veränderung der Konsenserwartungen für 2025

◆ USA ■ Euroraum ● Deutschland



Daten vom 1. März 2023 bis zum 15. Mai 2025. Quellen: Capital Strategy Research, Macrobond

Aufgrund der anhaltenden Wachstumsschwäche waren die europäischen Zinsen meist niedrig. Die geplanten Ausgabenprogramme in Deutschland und neue EU-Maßnahmen zur Steigerung der Verteidigungsausgaben dürften aber in den nächsten Jahren die europäische Integration und das Wachstum fördern. Noch ist allerdings unklar, ob Deutschlands Verteidigungs-Sondervermögen das europäische Wirtschaftswachstum strukturell stärkt – und selbst wenn, kann es bis dahin noch einige Jahre dauern.

Auch Chinas Wirtschaft, die für die Weltkonjunktur sehr wichtig ist, wächst noch nicht wieder stärker. China stabilisiert sich zwar allmählich, doch halten sich die Konjunkturprogramme noch in Grenzen. Das könnte sich aber ändern, wenn der Staat Zollrisiken durch eine expansivere Fiskalpolitik auszugleichen versucht.

Die Bedeutung von Risikobereitschaft und Momentum

Kurzfristig beeinflussen auch die Risikobereitschaft der Anleger und das Momentum den Wechselkurs. Seit der weltweiten Liberalisierung der Kapitalmärkte gilt das umso mehr, weil die internationalen Kapitalströme jetzt größer sind als das Außenhandelsvolumen.

In den letzten zehn Jahren hat die Weltnachfrage nach US-Aktien, vor allem nach Technologietiteln, den Dollar gestärkt. Ein Großteil der Investitionen stammte aus Japan und Europa. Hier sind die Zinsen meist niedrig, bei eher schwachem Wirtschaftswachstum und einer nicht immer anlegerfreundlichen Politik.

Die hohen Erträge amerikanischer Wertpapiere lockten auch passive Investoren an, etwa Staatsfonds, und bremsten Mittelabflüsse aus den USA in die Emerging Markets. Außerdem schätzen Anleger in unsicheren Zeiten die Sicherheit amerikanischer Staatsanleihen.

Zu Beginn von Trumps zweiter Amtszeit erwartete man, dass Zölle und Steuernsenkungen den Dollar stärken würden. Mit dem Beginn der Handelskriege und den Kursverlusten von Technologieaktien hat er dann aber kräftig nachgegeben.

Auch nachdem die USA und China eine deutliche Senkung der gegenseitigen Zölle angekündigt haben – und der S&P 500 fast seine gesamten Verluste seit dem Liberation Day wieder wettgemacht hat –, blieb der Dollar recht schwach.

Vermutlich erleben wir jetzt das Ende jener Carry Trades, wie man sie sonst aus den Emerging Markets kennt. Fremdfinanzierte Investoren schätzen nicht währungsgesicherte US-Anlagen jetzt negativer ein und diversifizieren ihre Portfolios. Das kann noch einige Zeit so weitergehen, so groß wie die Positionen in hoch bewertete dollardenominierte Titel nach wie vor sind.

Könnte die Dollar-Hegemonie jetzt enden?

Im Weltfinanzsystem hat der Dollar drei wichtige Funktionen:

1. Er ist die wichtigste Währung für Außenhandel und Kapitaltransaktionen. Über 50% des Welthandels und der grenzüberschreitenden Transaktionen werden in Dollar abgerechnet,² obwohl nur knapp 13% der weltweiten Importe in die USA gehen³.
2. Der Dollar ist die wichtigste Weltreservewährung, auch wenn sein Anteil zuletzt fiel. 2024 entfielen 58% der Weltwährungsreserven auf den Dollar, gegenüber 65% zehn Jahre zuvor.⁴
3. Der Dollar ist das bevorzugte Wertaufbewahrungsmittel für private Investoren, vor allem in Krisenzeiten mit steigender Risikoaversion. Das gilt selbst dann, wenn die Probleme von den USA ausgehen, wie bei der Weltfinanzkrise 2008⁵.

Alle drei Funktionen des Dollar haben mit der Weltpolitik und der Weltwirtschaft zu tun. Seit Öffnung der Märkte hat meist eine Großmacht die wichtigste Währung bereitgestellt. Doch obwohl der Niedergang des britischen Empire schon Ende des 19. Jahrhunderts begann und die USA im frühen 20. Jahrhundert Großbritannien wirtschaftlich überholten, beruhte das Weltwährungssystems noch bis 1944 auf dem Pfund.

Das lag daran, dass zunächst kein anderes Land die Verantwortung übernehmen wollte, bis nach dem Zweiten Weltkrieg schließlich die USA dazu bereit waren. Sie formten das neue Weltfinanzsystem (Bretton Woods), bestimmten die Welthandelsordnung und hatten beachtlichen Einfluss auf internationale Organisationen wie den IWF und die Weltbank. Das stärkte die Rolle des Dollar als Transaktions-, Emissions- und Reservewährung.

Angesichts der derzeitigen Weltwirtschaftsordnung müsste sich schon viel ändern, damit die Dominanz des Dollar nachließe. Aber wollen die USA ihre Rolle überhaupt noch? Vertraut die Welt den USA weiter? Und gibt es zum US-Dollar eine Alternative? Das sind wichtige Fragen.

2. Quelle: <https://www.atlanticcouncil.org/programs/geoeconomics-center/dollar-dominance-monitor/>
3. Quelle: Welthandelsorganisation (WTO)

4. Quelle: IWF, <https://data.imf.org/en/Dashboards/COFER%20Dashboard>
5. Die Weltfinanzkrise 2008 stärkte nicht nur Amerikas Einfluss auf die Regulierung, sondern auch die Rolle der Fed für das Weltfinanzsystem durch die Einrichtung von Notfall-Swap-Linien.

Wollen die USA ihre Rolle behalten?

Stephen Miran, Vorsitzender von Trumps Council of Economic Advisers, schrieb im November letzten Jahres (bevor er Mitglied der Administration wurde), dass der Status der Weltreservewährung für den Dollar kein Privileg sei, sondern eine Last. Er habe erheblich zur Deindustrialisierung der USA und zum großen Handelsbilanzdefizit beigetragen.

Sein Aufsatz ist zwar kein offizielles Regierungsdokument, enthält aber eine Reihe von Vorschlägen - einschließlich Zölle, um Verkäufe von Währungsreserven auszulösen und dadurch den Dollar zu schwächen. Außerdem regte er an, die Laufzeiten von Dollaranleihen zu verlängern, um von günstigen Renditen zu profitieren.

Und doch gibt es gute Gründe für die USA, ihre Rolle behalten zu wollen. Außerdem hat Trump sehr deutlich gesagt, dass der Dollar die wichtigste Weltreservewährung bleiben soll.

Das „enorme Privileg“⁶ ermöglicht den USA, kontinuierlich mehr Geld auszugeben als einzunehmen, ohne dass die Kreditkosten deutlich steigen. Auch ist nicht klar, ob die derzeitige Dollarstärke überhaupt etwas mit dem Status als Weltreservewährung zu tun hat. In den letzten zehn Jahren ist der Anteil an den Währungsreserven schließlich etwas gefallen, obwohl der Dollar aufgewertet hat.

Vertraut die Welt dem Dollar noch?

Trumps Zollpolitik, Kritik am starken Dollar aus der Trump-Administration selbst, Zweifel an der Unabhängigkeit der Fed, die unberechenbare US-Außenpolitik und die Nutzung des Dollar als weltpolitisches Instrument haben seine Bedeutung geschwächt.

Die klarsten Anzeichen für wachsende Kapitalabflüsse aus den USA (im Gegensatz zu einer vorübergehenden „Delle“) wären eine höhere Laufzeitprämie von US-Staatsanleihen (als ein Hinweis auf strukturelle Nachfrageänderungen) oder eine ungeordnete Dollarabwertung.

Die folgende Abbildung zeigt aber, dass die Laufzeitprämie amerikanischer Zehnjahresanleihen seit Januar 2025 parallel zum Dollar gefallen ist. Von einem „Käuferstreik“ am US-Staatsanleihenmarkt kann also keine Rede sein.

6. Barry Eichengreen, Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System.

US-Dollar und Laufzeitprämie amerikanischer Staatsanleihen

Dollarindex (links) Laufzeitprämie (rechts)

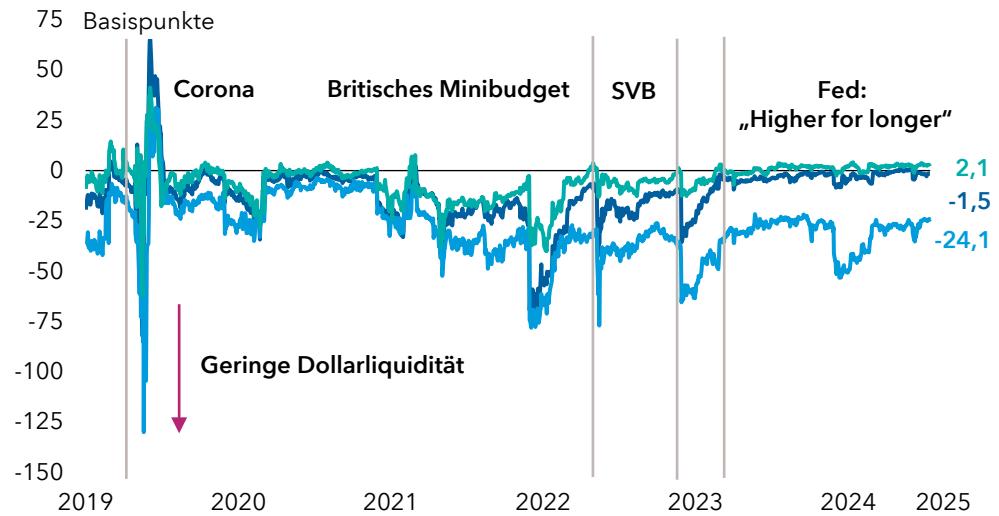


Stand 15. Mai 2025. Quellen: Daten von Bloomberg, Schätzungen der San Francisco Fed, Berechnungen von Capital Strategy Research

Unterdessen waren die Dollarverkäufe recht geordnet; die Dollarprämie änderte sich kaum. Die folgende Abbildung zeigt mögliche Alternativen zum Dollar. Für Carry Trades wird oft der japanische Yen genutzt. Hier sollte also am ehesten mit einer Aufwertung zu rechnen sein, wenn der Dollar als Reservewährung an Bedeutung verliert. Bis jetzt gibt es aber noch keine Anzeichen für einen stärkeren Yen.

Cross-Currency-Basis (3 Monate)

GBP/USD JPY/USD EUR/USD



Stand 15. Mai 2025. Quelle: Macrobond

Gibt es eine echte Alternative zum Dollar?

Der Anteil des Dollar an den Weltwährungsreserven ist in den letzten Jahrzehnten zwar gefallen, aber der Anteil der anderen drei großen Währungen - Euro, Yen und Pfund - ist nicht entsprechend gestiegen. Stattdessen wurden kleinere und oft höher verzinsliche Währungen wichtiger.

Eine neuere Reservewährung mit wachsendem Marktanteil ist der chinesische Renminbi. Der Anstieg der Renminbi-Reserven entspricht etwa einem Viertel des Rückgangs der Dollarreserven. Hinter dem Renminbi steht zwar die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt, und er bietet Zugang zu einem großen Währungs- und Finanzmarkt. Die strengen chinesischen Kapitalverkehrskontrollen schränken seine Bedeutung für das Weltfinanzsystem aber ein.

Auch der Euro gilt oft als Alternative zum Dollar. Es mangelt aber an hochwertigen eurodenominierten Wertpapieren, die internationale Investoren und Notenbanken als Wertaufbewahrungsmittel nutzen können. Außerdem gibt es keine euroraumübergreifenden, sicheren und staatlich garantierten Finanzinstrumente.

Notenbanken brauchen aber sehr liquide, verlässliche und tiefe Kapitalmärkte. Viele Länder möchten ihre Abhängigkeit vom Dollar verringern. Dennoch wird er so lange die wichtigste Weltreservewährung bleiben, wie sich außerhalb der USA noch keine tieferen und liquideren Kapitalmärkte entwickelt haben.

War das jetzt die Trendwende?

Seit fast zehn Jahren ist der Dollar den Fundamentalmodellen zufolge überbewertet. Noch ist es aber zu früh, um eine Dollarschwäche auszurufen. Dazu müsste erst das US-Wirtschaftswachstum drastisch einbrechen (wenn nicht eine Rezession kommen) bzw. das Wachstum in den übrigen Ländern deutlich zunehmen.

Auch wenn viele Faktoren, die den Dollar langfristig zur wichtigsten Reservewährung gemacht haben, an Bedeutung verloren haben, sind sie weiter vorhanden. Das gilt absolut wie im Vergleich zu anderen Währungen.

Der Dollar könnte also weiter abwerten. Ein Ende des Dollarzyklus und eine ausgeprägte Schwächephase sehen wir allerdings nicht.

Jens Søndergaard ist Währungsanalyst bei Capital Group. Er hat 19 Jahre Investmentserfahrung und ist seit zwölf Jahren im Unternehmen. Bei Capital war er zunächst Volkswirt für den Euroraum und Großbritannien. Er hat einen PhD in Volkswirtschaft und einen Master in internationalen Beziehungen 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.**
- **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 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.

© 2025 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **WF7909266 DE ALL**