



### US-DOLLAR HAT ALS SAFE HAVEN NOCH NICHT AUSGEDIENT

von Moritz Paysen und Dr. Jörn Quitzau

#### US-Dollar unter Druck

Der US-Dollar ist in den vergangenen Monaten deutlich unter Druck geraten. Mitte März hatte die US-Währung ihren vorläufigen Höchststand erreicht. Damals erhielt man für einen Euro lediglich etwas mehr als 1,06 US-Dollar. Aktuell gibt es für einen Euro gut 1,16 US-Dollar, zwischenzeitlich war der Wechselkurs sogar auf fast 1,20 US-Dollar je Euro gestiegen. Auch der breiter angelegte Dollar-Index, der die Wechselkursveränderung gegenüber einem Währungskorb abbildet, ist in dieser Zeit spürbar gesunken (Abb. 1).

Manche Beobachter sehen darin nicht bloß eine vorübergehende Schwächephase, wie sie am Devisenmarkt immer wieder vorkommt. Für sie ist dies ein Indiz, dass der US-Dollar seinen Status als Safe Haven, also als sichere Anlagewährung in unruhigen Zeiten, dauerhaft einbüßt. Ihr Argument: Wenn der US-Dollar während einer „Jahrhundert-Rezession“ nicht auf-, sondern abwertet, dann haben die Marktakteure offenbar das Vertrauen in die USA als Anlagestandort verloren. Der Abgang auf den Dollar wird garniert mit dem Hinweis auf die schwache politische Führung, das mangelhafte Corona-Krisenmanagement und die horrenden Haushaltsdefizite sowie steigende Staatschulden.

Abb. 1: Dollar-Index - Schwächephase der US-Währung



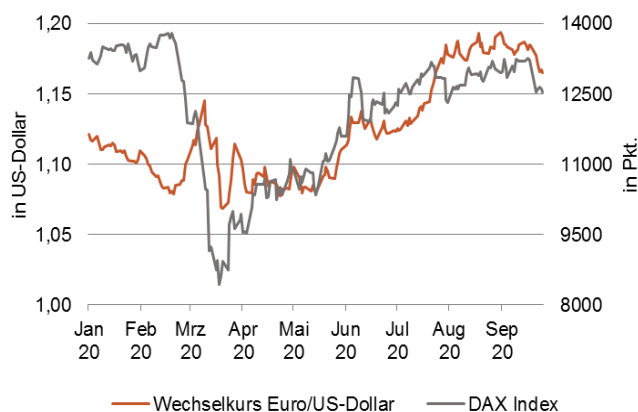
Quelle: Bloomberg

#### Irreführender Befund

Der skizzierte Befund ist mindestens irreführend, denn der US-Dollar war im ersten Quartal, als die Corona-Pandemie ihren Lauf nahm, tatsächlich als sicherer Hafen gesucht. Seine stärkste Phase hatte die amerikanische Währung Mitte März. Zu dieser Zeit war der Euro auf nur noch gut 1,06 US-Dollar je Euro gesunken. Wegen der massiven geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen in den USA und in Europa, kam es beim Wechselkurs EUR/USD zu einem kräftigen Auf und Ab, letztlich war es bis Mitte Mai aber eine volatile Seitwärtsbewegung.

Erst als sich ab Mitte Mai deutlicher abzeichnete, dass die Corona-Krise wirtschaftlich nicht zum Weltuntergang führen würde, begann die Schwächephase des US-Dollars, der Eurokurs stieg entsprechend an. An den Aktienmärkten hatte die Erholung bereits früher begonnen und die Corona-Krise wurde zunehmend ausgepreist – auch wenn sie realwirtschaftlich noch lange nicht überstanden ist –, sodass die Suche nach einem sicheren Anlagehafen vorüber war und der Dollarraum nicht mehr gesucht wurde.

Abb. 2: US-Dollar in turbulenten Phasen gesucht



Quelle: Bloomberg

Als Anfang vergangener Woche die Aktienkurse erneut einbrachen und der Dollarkurs gleichzeitig in die Höhe schoss, zeigte sich einmal mehr, dass der Dollar weiter als sicherer Anlagehafen gefragt ist. Der Dollar ist trotz aller

Probleme, mit denen die Wirtschaft, aber auch die USA als Land momentan kämpfen, einfach noch zu wichtig und zu unentbehrlich. Die Wirtschaft ist groß und dynamisch, der Anleihemarkt hochliquide, die Zinsen im Vergleich zu den anderen großen Wirtschaftsräumen attraktiver und politisch ist Amerika immer noch eine Großmacht.

### Weitere Einflussfaktoren

Abbildung 2 zeigt einen Zusammenhang zwischen Kapitalmarktstimmung (hier gemessen am DAX) und dem Euro-Dollar-Wechselkurs. Allerdings gibt es keine streng positive Korrelation, weil die Safe-Haven-Thematik natürlich nur einer unter vielen Bestimmungsfaktoren des Wechselkurses ist. Geldpolitische Entscheidungen spielen eine Hauptrolle. So stieg der Euro zum US-Dollar Ende Februar/Anfang März von 1,08 auf 1,14, weil die amerikanische Notenbank die Geldpolitik überraschend stark gelockert hatte, während die EZB ihr konventionelles geldpolitisches Instrumentarium bereits ausgeschöpft hatte. Zudem lösten Kapitalmarktakteure Carry Trades auf, wodurch die Nachfrage nach Euro stieg.

Als die Pandemie im März massive wirtschaftliche Einschränkungen erforderlich machte, haben die Regierungen und Notenbanken auf beiden Seiten des Atlantiks gewaltige Rettungsmaßnahmen beschlossen. Am Devisenmarkt mussten die daraus resultierenden Effekte für die Wirtschaft und für die Finanzmärkte erst einmal verarbeitet werden. Kräftige Kursausschläge waren die Folge.

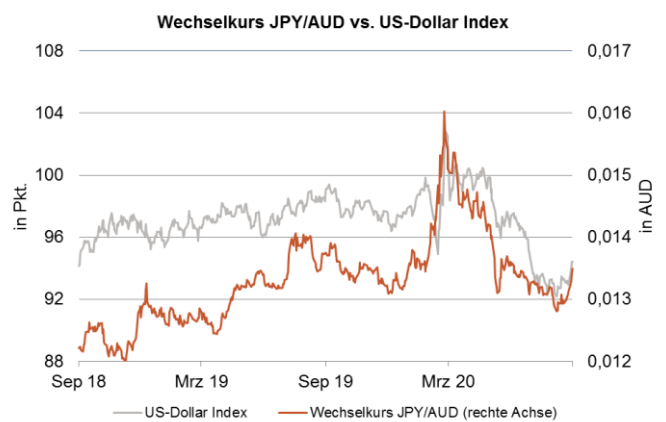
Der vermutlich wichtigste Grund für den seit Mai gestiegenen Eurokurs (und zugleich gefallenen Dollarkurs) dürfte der im Mai vorgeschlagene und im Juli beschlossene „Wiederaufbaufonds“ der Europäischen Union sein. Mit der Einigung hat die EU ein Zeichen der Solidarität mit den wirtschaftlich schwächeren und von der Pandemie besonders stark getroffenen Ländern gesendet. Latent vorhandene Euro-Zerfallsängste wurden deshalb ausgepreist. Der Euro geht zumindest vorerst gestärkt aus der Corona-Krise hervor.

Noch etwas spricht gegen die Erzählung des Dollar-Bedeutungsverlustes: Der fundamental faire Wert für den Wechselkurs dürfte bei etwa 1,25 US-Dollar je Euro liegen. Somit ist der Dollar auch auf dem gegenwärtigen Kursniveau keineswegs schwach, sondern noch immer leicht überbewertet, der Euro entsprechend leicht unterbewertet.

### USD und JPY als sicherer Hafen nachgefragt

Abbildung 3 zeigt einen Zusammenhang zwischen AUD/JPY (invers) und dem Dollar Index (DXY). Während der ersten Welle waren USD und JPY sehr nachgefragt. Nachdem die Gefahr gebannt schien, investierten Marktteilnehmer wieder in Risiko-Assets und verließen die sicheren Häfen. Seit Ende September steigt die Wahrscheinlichkeit einer zweiten Infektionswelle und mit ihr die Nachfrage nach den sicheren Häfen.

Abb. 3: US-Dollar bleibt ein sicherer Hafen



Quelle: Bloomberg

AUD/JPY gilt als das klassische Risikobarometer des Devisenmarkts, da der australische Dollar sehr positiv auf ein hohes Weltwirtschaftswachstum und steigende Rohstoffnachfrage reagiert, auf sich eintrübende Konjunkturerwartungen jedoch sehr negativ. Der japanische Yen hingegen wirkt genau entgegengesetzt und wird in Krisenzeit, genau wie der US-Dollar, als ein sicherer Hafen am Devisenmarkt gehandelt.

### Zwillingsdefizit

Ein beliebtes und immer wiederkehrendes Argument der US-Dollar-Bären ist das hohe Zwillingsdefizit, sprich: Haushalts- und Leistungsbilanzdefizit, welches sich durch die Covid-19 Pandemie noch einmal deutlich ausgeweitet hat. Es ist durchaus plausibel, dass sich eine sehr hohe Schuldenlast negativ auf das Wirtschaftswachstum und damit auch auf die Währung auswirken kann. Dieser Argumentation kann man jedoch nur folgen, sofern man annimmt, dass Investoren nicht mehr gewillt sind, die Schulden des Staates zu finanzieren und deswegen keine neue Schuldenaufnahme möglich ist. Doch das Gegenteil ist der Fall: Neben der Fed, die als starker Käufer aus dem Inland im US-Anleihemarkt auftritt, sind auch zahlreiche Invest-



mentfonds als Käufer aktiv. Für ausländische Investoren war es vor der Pandemie attraktiver, US-Staatsanleihen zu erwerben, als deren Zinsen noch deutlich höher waren als vergleichbare Staatsanleihen anderer Industrieländer. Trotz aller Widrigkeiten ist die amerikanische Wirtschaft im Vergleich zum Rest der Welt immer noch extrem stark, sodass eine vergleichbare Investitionsmöglichkeit in dem Segment schwer zu finden ist.

### **Die neue Politik der Fed**

Die neue Strategie der Fed wird die Phase der extrem expansiven Geldpolitik verlängern. Doch wird sie deswegen auch schädlich für den US-Dollar? Würde nur die Fed eine expansive Geldpolitik verfolgen und die anderen Notenbanken nicht, dann würde der US-Dollar mit hoher Wahrscheinlichkeit spürbar abwerten. In der Vergangenheit hat sich jedoch gezeigt, dass die Notenbanken anderer Industrieländer der Fed-Politik folgen oder leicht abgewandelt anwenden. Der Kampf gegen die niedrige Inflation betrifft viele große Volkswirtschaften. Es bleibt abzuwarten, ob andere Notenbanken ihre geldpolitische Strategie ebenfalls anpassen. Die Fed ist der „First mover“ und der Dollar hat dadurch vorerst Gegenwind bekommen. Auch wenn die Fed Vorreiter ist, ganz wird die EZB ihr wohl nicht folgen. Insofern ist die neue Strategie im Trend leicht negativ für den Dollarkurs.

Allerdings hat die amerikanische Notenbank nach der großen Finanzkrise als eine der wenigen Zentralbanken die Zinsen wieder nennenswert angehoben. Ausgeschlossen ist es nicht, dass die Fed in einigen Jahren erneut vorweg marschiert, wenn es darum geht, die Geldpolitik wieder zu straffen. Die Stellung des US-Dollars in der Welt sehen wir aktuell jedenfalls noch nicht gefährdet.



# IMPRESSUM

## Makro-Team

### Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt  
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

### Hamburg

Dr. Jörn Quitzau  
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

### London

Dr. Florian Hense  
+44 20 3207 -7859 | florian.hense@berenberg.com

### Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

### New York

Dr. Mickey Levy  
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

### Roiana Reid

+1 646 949 -9098 | roiana.reid@berenberg.com

## Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

- Geld & Währung
- Konjunktur
- Trends

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 28.09.2020

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)