

- Widersprüche in der amerikanischen Wirtschaftspolitik. Sie stärkt den US-Dollar auf den Devisenmärkten, möchte ihn eigentlich aber schwächen.
- Könnte sich das Jahr 2011 wiederholen, als die USA von einer Rating-Agentur herabgestuft wurde?
- Die Prognose: Die US-Währung wird erst stärker, dann aber schwächer.

Könnte es sein, dass der Devisenmarkt hier etwas nicht richtig verstanden hat? Da kommt in den USA ein Präsident an die Macht, der sich "America First" auf die Fahnen geschrieben hat und dies unerwartet rigoros umsetzt. Die Aktienkurse sind eine Zeit lang geradezu nach oben geschossen, die Zinsen sind mit beachtlicher Geschwindigkeit gestiegen. Aber beim Wechselkurs merkt man davon fast gar nichts. Unmittelbar nach der Wahl hat der US-Dollar ein bisschen geschwankt. Aber heute notiert er gegenüber dem Euro mit 1,07 US-Dollar je Euro nur um einen Cent unter dem Niveau am Tag nach der Wahl. So als ob nichts gewesen wäre.

Wie ist das zu erklären? Wenn ich die Zeichen richtig deute, dann liegt es nicht daran, dass sich der Wechselkurs in einem fest verankerten Gleichgewicht befindet. Im Gegenteil. Der Grund ist vielmehr, dass der US-Dollar gegenwärtig von zwei Kräften in ganz unterschiedliche Richtungen gezerrt wird. Die eine Seite zieht den US-Dollar nach oben. Die amerikanische Währung könne, so heißt es, angesichts der Politik des neuen Präsidenten nur noch stärker werden. Der Euro würde auf die Parität fallen, vielleicht sogar noch darunter. Die andere Seite zieht ihn nach unten. Der Dollar sei zu stark geworden. Er müsse kräftig fallen. Interessanterweise befinden sich die beiden gegensätzlichen Kräfte auch im Kopf von Trump. Er tut alles, um den Dollar stark zu machen, will ihn aber gar nicht stark haben.

---

»Trump wird sich  
also mehr einfallen  
lassen müssen.«

---

Die Argumente für einen starken Dollar stützen sich auf die Fundamentalfaktoren. Das wichtigste ist natürlich "America First": Die Importe sollen nicht mehr so stark steigen, das Leistungsbilanzdefizit soll zurückgehen. Zudem soll weniger Kapital exportiert und mehr Kapital von draußen hereingeholt werden.

Hinzu kommen aber noch andere Argumente. Die Federal Reserve ist die einzige große Notenbank der Welt, die die Zinsen erhöht. An den US-Bondmärkten ist die Rendite mehr als zwei Prozentpunkte höher als in Deutschland.

Schließlich spricht für einen starken Dollar der desolate Zustand Europas. Großbritannien verlässt die EU, in der Währungsunion nehmen die Spannungen zwischen Nord und Süd wieder zu, die Banken haben Probleme und die Renditen sind so niedrig, dass sie keinen Investor hinter dem Ofen hervorlocken. Wer will in einem solchen Umfeld noch Euros haben?

#### DIE LEHREN DER GESCHICHTE

Euro/US-Dollar, Kurse vor 1999 aus der DM abgeleitet



Quelle: Bundesbank; Daten von August 1953 – Dezember 2016

Die Vertreter des anderen Lagers verweisen mit gleicher Überzeugungskraft auf das bereits erreichte hohe Niveau des US-Dollars. Wer auf dem Gipfel ist, kann nicht höher steigen. Jede weitere Aufwertung würde nur noch mehr Unordnung bringen. Die Grafik zeigt, dass sich der US-Dollar historisch gesehen an einem ähnlichen Punkt befindet wie in den Jahren 1985 und 2001. Nach der Kaufkraft gemessen müsste der Wechselkurs heute nicht bei 1,07, sondern bei 1,20 US-Dollar je Euro liegen, gemessen am sogenannten "Big Mac-Index" sogar bei 1,30. Die Klagen der amerikanischen Industrie über den hohen Dollarkurs sind unüberhörbar. Es ist klar, dass eine Reihe von Arbeitsplatzverlusten in der US-Wirtschaft nicht so sehr durch unfaire Handelspraktiken anderer Länder verursacht ist, sondern durch den zu hohen Wechselkurs.

Im Moment scheinen sich beide Kräfte noch gegenseitig zu neutralisieren. Das erklärt die Konstanz des Wechselkurses. Das wird aber nicht so bleiben. Der amerikanische Präsident geht mit solcher Leidenschaft daran, sein Programm umzusetzen, dass es mich wundern würde, wenn der Markt

darauf nicht reagieren würde. Das muss früher oder später zu einer Aufwertung des Dollars führen.

Andererseits ist der Rückschlag vorprogrammiert. Denn Trump kann keine weitere Aufwertung brauchen. Sie würde all seine Bemühungen um mehr Jobs in den USA konterkarieren. Er hat sich bereits mit Worten gegen eine weitere Stärkung des Dollars ausgesprochen ("It's killing us"). Solch ein "Moral Suasion" hat aber immer nur eine begrenzte Wirkung, wenn nichts Handfestes dahintersteht. Daher nimmt es der Markt noch nicht ernst.

Trump wird sich also mehr einfallen lassen müssen. Das wird er auch tun. Es hat ihm ja bisher noch nie an Ideen gefehlt. Im einfachsten Fall könnten es Devisenmarktinterventionen sein. Die USA verkaufen Dollar. Das konterkariert freilich die eher auf Restriktion setzende Geldpolitik. Trump könnte aber auch direkt Druck auf die Fed ausüben, die Zinsen nicht so stark anzuheben. Er könnte – was seinem Naturell wohl am nächsten kommt – auch direkte Eingriffe in den Kapitalverkehr erwägen. Einer seiner Vorgänger, Ronald Reagan, hatte in einer ähnlichen Situation eine internationale Währungskonferenz einberufen (Plaza-Abkommen im Herbst 1985). Das hat geholfen, passt aber wohl nicht in die Trump'sche Philosophie.

Bei den Bemühungen um einen schwächeren Dollar könnte Trump aber noch etwas anderes zu Hilfe kommen. Es ist sehr wahrscheinlich, dass die geplanten Steuersenkungen und die Infrastrukturausgaben das Budgetdefizit der USA erhöhen werden. Das wirft zwar keine Probleme mit der Verschuldungsobergrenze auf, denn die kann der Kongress jederzeit anheben. Es könnte aber zu Ärger mit den Rating-Agenturen führen. So etwas hat es schon einmal 2011 gegeben. Damals hatte Standard & Poor's die Bewertung der USA von AAA auf AA herabgestuft. Wenn so etwas wieder passieren würde, wäre das negativ für die Attraktivität des Dollars als Reservewährung und würde sich auch auf den Wechselkurs auswirken.

## Für den Anleger

Stellen Sie sich darauf ein, dass die bisherige Ruhe an den Devisenmärkten nicht von Dauer ist. Der Dollar wird sich zu nächst gegenüber dem Euro aufwerten. Er wird dann aber wieder schwächer werden. Ich gehe davon aus, dass er am Ende des Jahres deutlich schwächer als heute ist.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).**

**Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

### Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. Die vorstehenden Informationen richten sich nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.