

6. September 2017

- Die Aufwertung des Euros in den letzten Wochen ist nicht nur ein Ausrutscher, sondern der Beginn einer längerfristigen Entwicklung.
- Wenn es nach den Fundamentalfaktoren geht, müsste sich der US-Dollar gegenüber dem Euro bis auf 1,35 abwerten.
- Es ist ein Mythos, dass die Aufwertung einer Währung immer schlecht für die Börsen des Landes ist.

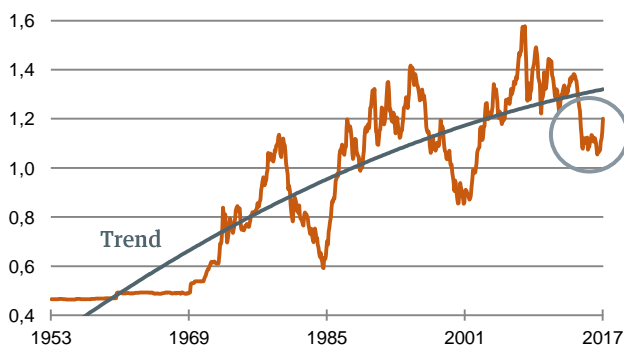
Die Aufwertung des Euros auf den Devisenmärkten hat viele auf dem falschen Fuß erwischt. Sie hatten sich in den letzten zwei Jahren so schön mit einem US-Dollarkurs von um die 1,10 arrangiert. Manche dachten schon, dass er auf die Parität fallen könnte. Jetzt kam aber alles anders. Der Wechselkurs ist zeitweise bis auf 1,20 US-Dollar je Euro angestiegen. Das wirft einige Fragen auf.

### 1. Kann die Aufwertung so weitergehen oder ist sie ein vorübergehender Ausrutscher?

Natürlich kann niemand solche Bewegungen an den Devisenmärkten mit hinreichender Sicherheit vorhersagen. Es gibt zu viele Imponderabilien, die den Wechselkurs beeinflussen: Wachstum, Inflation, Leistungsbilanzen, Zinsen, Politik und, und, und. Das alles jeweils bei beiden der beteiligten Länder. Wenn man sich die Entwicklung des US-Dollars im historischen Kontext anschaut, dann gibt es aber zwei Faktoren, die für eine weitere Abwertung sprechen.

#### NORMALISIERUNG DES US-DOLLARS

Euro/ US-Dollar-Kurs; Kurse vor 1999 aus der D-Mark abgeleitet



Quelle: Bundesbank, eigene Berechnungen

Das eine ist die derzeitige Überbewertung des US-Dollars. In den 60 Jahren der Nachkriegszeit hat sich die amerikanische Währung gegenüber dem Euro beziehungsweise früher der D-Mark unter zeitweise erheblichen Schwankungen permanent abgewertet. Unmittelbar nach dem Krieg hatte der US-Dollar noch bei umgerechnet bei 0,46 je Euro (4,20 DM je US-Dollar) gelegen (siehe Grafik). Drei Mal ist er dabei nach unten (= Aufwertung) ausgebücht. Jedes Mal

folgte darauf eine Kehrtwende, und er wurde wieder schwächer. Jetzt befinden wir uns wieder an so einer Wende.

Der zweite Faktor: Was den US-Dollar in den letzten drei Jahren so stark gemacht hat, war die massive Lockerung der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank. In den zwölf Monaten, in denen das Wertpapierankaufsprogramm (zusammen mit vielen anderen Maßnahmen) diskutiert und in Kraft gesetzt worden war, hat sich der US-Dollar von 1,36 auf 1,07 gefestigt. Wenn diese Maßnahmen jetzt rückgängig gemacht werden, dann ist es klar, dass sich dann auch die Wechselkursentwicklung wieder umkehren muss.

»Ein US-Dollar von 1,35 klingt  
zunächst einmal schrecklich.  
Lassen sie sich davon aber nicht  
ins Bockshorn jagen.«

### 2. Bis zu welchen Größenordnungen könnte die Aufwertung gehen?

Die Zielgröße, auf die sich der US-Dollar-Wechselkurs bewegen sollte, liegt nach meiner Schätzung aus fundamentaler Sicht bei rund 1,35 US Dollar je Euro. Das entspricht in etwa der Kaufkraftparität. Es entspricht dem Wert, der vor der großen geldpolitischen Lockerungswelle 2014/15 erreicht war. Und es ist in etwa auch der Trendwert der letzten 50 Jahre.

Natürlich ist das nur eine ganz grobe Orientierungsgröße. Sie wird vermutlich auch nicht so schnell erreicht, schon gar nicht so rasch und so zielstrebig wie in den letzten Zyklen. Der Grund liegt darin, dass die Normalisierung der Geldpolitik nur langsam und vorsichtig durchgeführt wird. Bis die Liquidität und die Zinsen wieder ein Normalniveau erreicht haben, wird es viele Jahre dauern. Zudem wird die EZB versuchen, die Aufwertung zu bremsen, um die restriktiven Effekte auf die Wirtschaft nicht zu groß werden zu lassen. Auch ist die Eurokrise noch nicht in trockenen Tüchern. Es gibt noch eine Reihe von Stolpersteinen. Also keine Angst: Die Aufwertung kommt, aber nicht so schnell.

### 3. Was bedeutet die Euro-Aufwertung für die deutschen Aktienmärkte?

Normalerweise geht man davon aus, dass sich eine Aufwertung negativ auf die Aktienkurse auswirkt. Der Unterschied zwischen dem amerikanischen S&P (der zuletzt weiter gestiegen ist) und dem DAX (wo es Minuszeichen gab) wird vielfach damit erklärt, dass die US-Unternehmen von der Dollarschwäche profitierten.

Diese Argumentation ist jedoch nicht stichhaltig. Zum einen darf man nicht nur die Exporte sehen, die unter einer Aufwertung leiden. Gleichzeitig werden die Importe billiger. Sie entlasten die Kostenrechnung der Unternehmen und stärken den privaten Konsum (zum Beispiel durch niedrigere Benzinpreise). Die Aufwertung wirkt sich also sehr differenziert aus.

Zum anderen muss man berücksichtigen, dass Börsen mit einer aufwertenden Währung für weltweit operierende Anleger attraktiv sind. Sie führen zu Kapitalzuflüssen, die dann wieder kurssteigernd wirken können. Im bisherigen Verlauf des Jahres hat der DAX aus Sicht der Inländer um 6 % zugelegt. Das ist nicht schlecht, reißt aber niemanden vom Stuhl. Aus Sicht von Dollarinvestoren ergab sich dagegen ein Plus von 19 %. Solche Zuwächse kann man sich nicht entgehen lassen.

Im Übrigen entspricht die These von der kursdämpfenden Wirkung einer Aufwertung auch nicht der Realität. Wenn man die Entwicklung des DAX neben die Entwicklung des US-Dollarkurses stellt, dann gibt es genauso viele Fälle, in denen die Börsen bei einer Aufwertung des Wechselkurses nach oben gingen wie nach unten. Die statistische Korrelation zwischen den beiden Größen ist Null.

## Für den Anleger

Ein US-Dollar von 1,35 klingt zunächst einmal schrecklich. Lassen Sie sich davon aber nicht ins Bockshorn jagen. Ein starker Dollar muss die deutsche Börse nicht zwangsläufig dämpfen. Es stimmt allenfalls bei kurzfristiger Betrachtung, bei einzelnen, besonders wechselkursabhängigen Werten und in Zeiten, in denen es außergewöhnlich hohe Devisenmarktschwankungen gibt. Zudem wertet sich der Euro nicht so schnell auf. Längerfristig sollten Sie bei der Anlage allerdings berücksichtigen, dass die Wechselkurse in absehbarer Zeit nicht mehr so stabil sein werden und dadurch mehr Unsicherheit in die Märkte kommt.

**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 Investmententscheidung 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 Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung 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.