



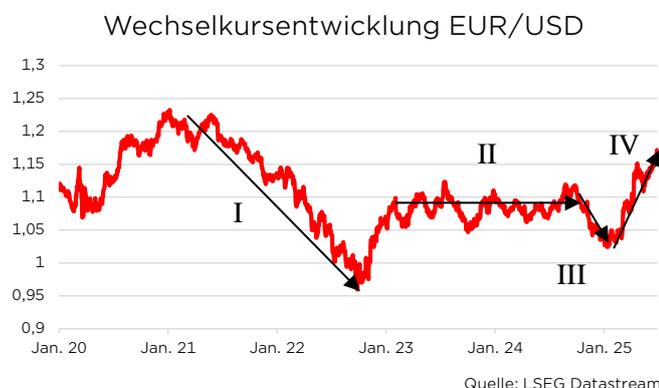
Konjunktur und Strategie

10. Juli 2025

Steckt der US-Dollar in der Krise?

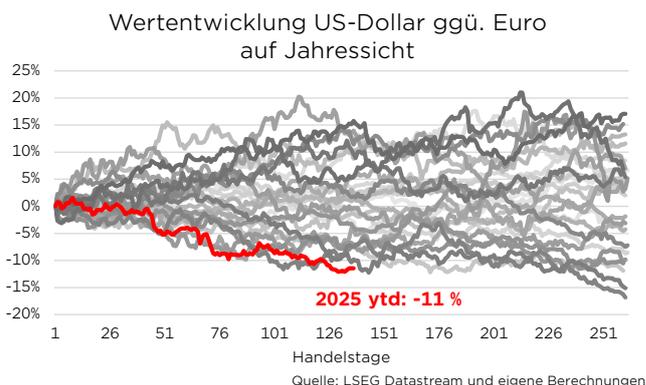
Während viele Anleger den Fokus auf Aktien- und Zinsmärkte legen, wird ein entscheidender Faktor häufig unterschätzt: die Wechselkursentwicklung. Gerade für international investierte Portfolios kann der Wechselkurs maßgeblich über die Wertentwicklung entscheiden. Dabei ist für europäische Investoren insbesondere das Währungspaar Euro und US-Dollar relevant.

Mit Blick auf die vergangenen fünf Jahre hat der EUR/USD-Wechselkurs eine bemerkenswerte Dynamik gezeigt. Bis Ende 2022 erlebte der US-Dollar eine Phase extremer Stärke und der Euro fiel zeitweise sogar unter die Parität (Phase I in der untenstehenden Grafik). Ausschlaggebend waren die aggressive Zinspolitik der US-Notenbank und geopolitische Unsicherheiten in Europa (Ukraine-Krieg). Im Anschluss setzte eine Erholung der europäischen Gemeinschaftswährung ein, wobei sich der EUR/USD-Wechselkurs in einer Spanne von 1,05 bis 1,12 (II) bewegte.



In der zweiten Jahreshälfte 2024 profitierte der US-Dollar von der Erwartung, dass Donald Trump eine wachstumsorientierte Steuer- und Deregulierungspolitik verfolgen würde. Dies führte zu höheren Kapitalzuflüssen in den Dollarraum und stärkte den

Greenback (III). Diese Hoffnungen wurden jedoch durch Sorgen über die negativen Auswirkungen neuer US-Zölle auf die heimische Wirtschaft, die weiter steigende Staatsverschuldung sowie Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank relativiert. In der Folge gab der Dollar kräftig nach (IV).

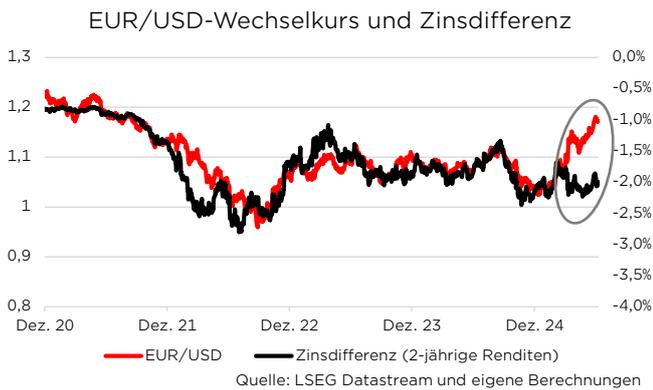


Seit Jahresbeginn hat der US-Dollar gegenüber dem Euro mehr als 11 Prozent an Wert verloren. Für Investoren aus der Eurozone hat diese starke US-Dollar-Abwertung unerfreuliche Auswirkungen: US-Investitionen verlieren bei einem schwächeren Dollar an Wert, sobald die Erträge in Euro umgerechnet werden. Das zeigt sich eindrucksvoll an der Wertentwicklung des S&P 500 Index: Während der US-Aktienindex in US-Dollar gerechnet seit Jahresanfang einen Gewinn von 7,2 Prozent erzielt hat, ergibt sich für einen Euro-Anleger ein Verlust von 5,2 Prozent. Trotz der positiven Kursdynamik vieler US-Aktiengesellschaften kommt diese Wertsteigerung bei Euro-Investoren nicht an.

Übertriebene Schwäche des US-Dollars

Mit Blick nach vorne stellt sich die Frage, ob sich die jüngste Abwertung des US-Dollars fortsetzt oder der Greenback wieder an Wert gewinnt. Unseres Erachtens ist die aktuelle Schwäche des US-Dollars vor allem auf

emotionale Faktoren und einen Vertrauensverlust in den US-Dollar zurückzuführen. Fundamental ist diese Entwicklung kaum zu begründen. Eine wichtige Kennzahl zur Beschreibung des EUR/USD-Wechselkurses ist die Zinsdifferenz zwischen den USA und der Eurozone, etwa gemessen an der Renditedifferenz zweijähriger Staatsanleihen. Historisch besteht ein enger Zusammenhang zwischen dem Wechselkurs und der Zinsdifferenz: Wird die Verzinsung in der Eurozone attraktiver, steigt die Nachfrage nach dem Euro, und die Gemeinschaftswährung wertet auf.



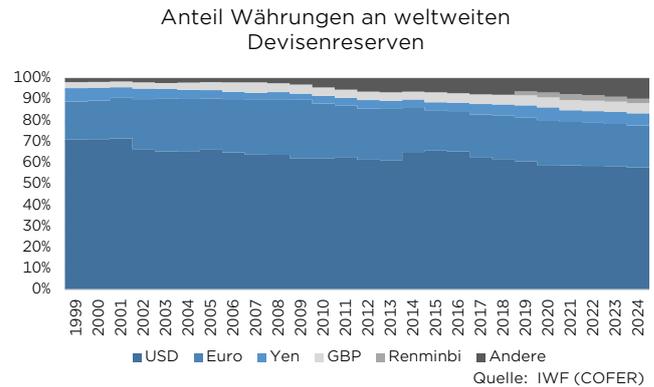
Am aktuellen Rand hat dieser fundamentale Zusammenhang jedoch keinen Bestand, was für eine Übertreibung spricht. Obwohl die Zinsdifferenz aus fundamentaler Sicht einen stärkeren US-Dollar impliziert, hat der Euro zuletzt aufgewertet. Wir gehen davon aus, dass sich diese Divergenz im weiteren Jahresverlauf zurückbildet und der US-Dollar einen Teil seines Vertrauensverlusts wieder aufholen kann. Mit nachlassenden Unsicherheiten – etwa im Hinblick auf US-Zölle – dürften fundamentale Faktoren wie die Zinsdifferenz wieder stärker in den Fokus der Investoren rücken.

Hinzu kommt, dass die Wirtschaftsaussichten für die USA relativ attraktiver sind und das Inflationsrisiko in den USA bestehen bleibt. Beides spricht gegen einen deutlichen Rückgang der US-Zinsen und stützt den US-Dollar. Gleichzeitig erwarten wir, dass mit einer wieder optimistischeren Stimmung an den Märkten die Kapitalströme verstärkt in den US-Markt zurückkehren. Vor diesem Hintergrund rechnen wir bis zum Jahresende mit einer moderaten Aufwertung des US-Dollars.

Dominanz des US-Dollars bröckelt

Langfristig mehren sich allerdings die Anzeichen, dass der US-Dollar seine bisherige Dominanz im internationalen Währungssystem schrittweise verliert. Ein zentraler Faktor ist seine Rolle als Reservewährung: Noch immer halten Zentralbanken weltweit rund 58 Prozent ihrer Währungsreserven in US-Dollar, doch

dieser Anteil ist in den letzten zwei Jahrzehnten deutlich gesunken: im Jahr 2000 lag er noch bei etwa 70 Prozent.



Immer mehr Notenbanken diversifizieren ihre Reserven und setzen verstärkt auf alternative Währungen sowie Gold. Besonders Zentralbanken aus Ländern mit einer kritischen Haltung gegenüber den USA wie etwa China haben ihre Goldbestände gezielt ausgebaut, um sich unabhängiger von US-Sanktionen zu machen. In den Jahren 2022 und 2023 erreichten die weltweiten Goldkäufe der Notenbanken das höchste Niveau seit den 1960er-Jahren.

Auch als Handelswährung verliert der US-Dollar an Bedeutung. Zwar ist der Greenback nach wie vor die wichtigste Handelswährung, und rund 40 Prozent des weltweiten Handels werden weiterhin in US-Dollar abgewickelt, doch zunehmend gibt es Bestrebungen, alternative Währungen für internationale Transaktionen zu nutzen. Beispielsweise werden russische Energielieferungen nach China in Renminbi bezahlt, und auch der Handel zwischen Brasilien und China wird zunehmend in den Lokalwährungen abgewickelt.

Darüber hinaus fordern technologische Innovationen wie digitale Zentralbankwährungen und neue Zahlungssysteme den US-Dollar als Transaktionswährung heraus. Bereits heute testet China mit dem digitalen Renminbi grenzüberschreitende Zahlungen, und auch die EZB arbeitet an einem digitalen Euro (siehe Konjunktur und Strategie vom 26. Juni 2025). Solche Entwicklungen diversifizieren den internationalen Zahlungsverkehr und verringern die Abhängigkeit vom US-Dollar.

Ein zusätzlicher Belastungsfaktor für die langfristige Dominanz des US-Dollars ist die stetig steigende US-Staatsverschuldung, die größtenteils durch das Ausland finanziert wird: Ende 2024 lag die US-Staatsverschuldung bei über 35 Billionen US-Dollar – das entspricht mehr als 120 Prozent des amerikanischen Bruttoinlandsprodukts. Ein dauerhaft hohes Defizit und eine weiter steigende Verschuldung – beispielsweise durch die geplanten Steuersenkungen im Rahmen des

neuen Gesetzes „Big Beautiful Bill“ – untergraben das Vertrauen in den Dollar als „sicheren Hafen“ und verstärken die Nachfrage nach Alternativen.

Wie lautet unser Fazit?

Nicht selten unterschätzen Anleger die Bedeutung von Wechselkursen. Seit Jahresbeginn 2025 verlor der US-Dollar im historischen Ausmaß gegenüber dem Euro an Wert, wodurch die Gewinne am US-Aktienmarkt für Euro-Anleger durch Wechselkursverluste aufgezehrt wurden. Die jüngste Schwäche des US-Dollars ist vor allem auf emotionale Faktoren zurückzuführen. Wir erwarten, dass im weiteren Jahresverlauf fundamentale

Faktoren wie die Zinsdifferenz stärker in den Fokus der Investoren rücken und der US-Dollar wieder an Stärke gewinnt. Langfristig ist jedoch denkbar, dass der Greenback an globaler Bedeutung verliert: Der US-Dollar-Anteil an den weltweiten Währungsreserven sinkt, Notenbanken setzen auf Gold und alternative Währungen, und auch als Handelswährung gerät der Greenback unter Druck. Technologische Innovationen und die steigende US-Staatsverschuldung beschleunigen diesen Trend.

Simon Landt

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	10.07.2025 15:03	03.07.2025 -1 Woche	09.06.2025 -1 Monat	09.04.2025 -3 Monate	09.07.2024 -12 Monate	31.12.2024 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	44458	-0,8%	4,0%	9,5%	13,1%	4,5%
S&P 500	6302	0,4%	4,9%	15,5%	13,0%	7,1%
Nasdaq	20611	0,0%	5,2%	20,4%	11,8%	6,7%
Russell 2000	2252	0,2%	5,0%	17,7%	11,0%	1,0%
DAX	24572	2,7%	1,6%	24,9%	34,7%	23,4%
MDAX	31595	4,0%	2,3%	27,1%	25,1%	23,5%
TecDAX	3981	2,6%	1,1%	24,9%	19,7%	16,5%
EuroStoxx 50	5453	2,1%	0,6%	18,0%	11,2%	11,4%
Stoxx 50	4568	1,8%	-0,4%	15,1%	2,1%	6,0%
Nikkei 225	39646	-0,4%	4,1%	25,0%	-4,7%	-0,6%
MSCI Welt	4056	-0,2%	3,5%	17,1%	13,3%	9,4%
MSCI Welt SRI	3705	-0,6%	2,3%	16,3%	8,9%	5,8%
MSCI Emerging Markets	1228	-0,7%	2,9%	23,6%	10,5%	14,2%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	129,79	-54	-51	-78	-107	-365
Bobl-Future	117,48	-27	-16	-171	154	-38
Schatz-Future	107,21	-7	-2	-38	173	22
3 Monats Euribor	1,97	3	1	-33	-174	-75
3M Euribor Future, Dez 2025	1,81	2	1	11	-92	-9
3 Monats \$ Libor	4,42	0	-2	7	-104	5
Fed Funds Future, Dez 2025	3,88	0	-5	27	-2	-3
10-jährige US Treasuries	4,35	1	-13	5	6	-22
10-jährige Bunds	2,64	6	7	10	10	28
10-jährige Staatsanl. Japan	1,51	8	4	26	46	43
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,44	2	9	-4	-22	16
IBOXX AA, €	3,08	3	-3	-15	-36	4
IBOXX BBB, €	3,40	1	-7	-37	-56	-6
Rohstoffmärkte						
Rohöl Brent	69,61	1,3%	3,8%	5,6%	-18,1%	-6,9%
Gold	3325,96	0,0%	0,1%	8,2%	41,3%	26,7%
Silber	32,54	0,0%	0,0%	7,3%	5,7%	9,6%
Kupfer	9652,87	-3,9%	-2,4%	12,6%	-0,6%	11,6%
Eisenerz	95,32	-1,0%	-0,3%	-3,8%	-13,7%	-8,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1423	-0,8%	-15,8%	13,0%	-24,9%	42,7%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1710	-0,6%	2,6%	6,0%	8,3%	12,7%
EUR/ GBP	0,8631	0,2%	2,5%	-0,3%	2,1%	4,4%
EUR/ JPY	171,42	1,1%	4,0%	7,4%	-1,6%	5,1%
EUR/ CHF	0,9320	-0,3%	-0,5%	0,5%	-4,0%	-1,0%

Quelle: LSEG Datastream



Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Jan Mooren
+49 40 3282-2132
jmooren@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.