

## DIE DOLLAR-SCHWÄCHE WIRD SICH 2021 FORTSETZEN

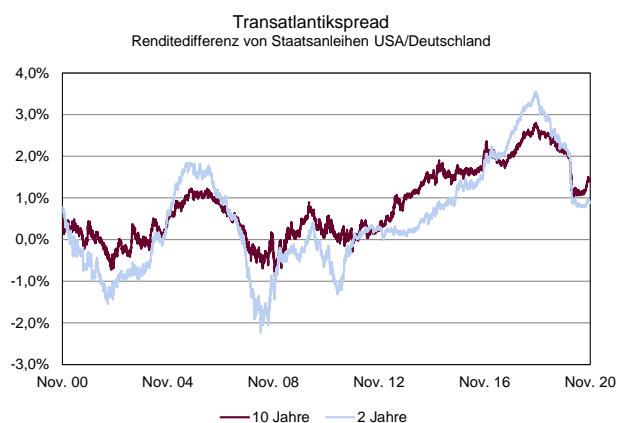
Die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar hat sich zuletzt weiter fortgesetzt. Die Marke von 1,20 EUR/USD ist das erste Mal seit Frühjahr 2018 überschritten worden. Vor allem der kräftige Verfall des Zinsvorteils US-amerikanischer Anleihen hat sich negativ auf den US-Dollar ausgewirkt. Der europäische Wiederaufbaufonds ist dagegen eindeutig positiv für den Euro und lässt die Risikoprämien abschmelzen. Möglich erscheint nach wie vor eine Intervention der EZB, sollte der Euro zu stark werden. Insbesondere noch negativere Zinsen sind trotz der gravierenden Nebenwirkungen denkbar. Das Aufwertungspotenzial des Euro ist somit begrenzt. Bis Ende nächsten Jahres rechnen wir mit einer moderaten Euro-Aufwertung auf 1,24 EUR/USD.

Die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar, die seit Jahresbeginn zu beobachten ist, hat sich zuletzt weiter fortgesetzt. Die Marke von 1,20 EUR/USD ist das erste Mal seit dem Frühjahr 2018 wieder überschritten worden. Selbst der wenig dezente Hinweis von EZB-Chefvolkswirt Philip Lane Anfang September, wonach das Wechselkurspaar eine wichtige Bedeutung für die Geldpolitik des Währungsgebiets hätte, konnte die **Euro-Bullen** nicht abschrecken. Die fundamentalen Argumente sprechen weiterhin gegen den US-Dollar.

Vor allem der **kräftige Verfall des Zinsvorteils US-amerikanischer Anleihen** hat sich negativ auf den US-Dollar ausgewirkt und den Euro aufwerten lassen. Denn während im Euroraum die Zinsen bereits vor der Coronakrise auf Tiefständen notierten, hatte die US-amerikanische Notenbank deutlich mehr Raum für Zinssenkungen. Zwar besteht nach wie vor ein geringer nominaler Zinsvorteil US-amerikanischer Anleihen, aber er liegt nur noch in etwa auf dem Niveau der erwarteten Differenz der Inflationsraten. Die Realzinsen deutscher und US-amerikanischer Staatsanleihen liegen dagegen bei den fünfjährigen Titeln im Bereich von -1,4 Prozent auf einem vergleichbaren Niveau. Ein realer Zinsvorteil US-amerikanischer Anleihen ist damit kaum noch vorhanden, womit eine wichtige Unterstützung für den US-Dollar weggefallen ist. Angesichts der Schwere des Konjunktüreintruchs und dem fehlenden Inflationsdruck ist zudem bis auf weiteres nicht damit zu rechnen, dass es zu einer geldpolitischen Wende in den USA kommen wird. Die Geldpolitik im Euroraum und in den USA sollte daher **in den nächsten Jahren weitgehend synchron verlaufen**.

Während der Verlust des Zinsvorteils negativ für den US-Dollar ist, wirkt sich die Einigung auf einen **europäischen Wiederaufbaufonds** positiv auf den Euro aus. Auch wenn es nach wie vor politische Scharmützel mit Polen und Ungarn gibt, stehen die Chancen gut, dass der Fonds demnächst endgültig beschlossen werden kann. Damit wäre

der Weg frei, um im nächsten Jahr die wirtschaftliche Erholung mit frischem Geld zu unterstützen. Der Wiederaufbaufonds hat **die Risikoprämien für Euro-Anlagen reduziert** und die Ratings insbesondere der Peripherie abgesichert. Dass der Optimismus bezüglich des Euroraums angestiegen ist, kann auch am Euro Break-up-Index des Analysehauses Sentix abgelesen werden. Dieser Indikator, der auf Basis von Umfragen bei privaten und institutionellen Investoren die Wahrscheinlichkeit eines Auseinanderbrechens des Euroraums misst (definiert als Ausscheiden eines Mitglieds in den nächsten zwölf Monaten), notiert trotz der wirtschaftlichen Schwierigkeiten mit 5,1 Prozent in der Nähe des Rekordtiefs.

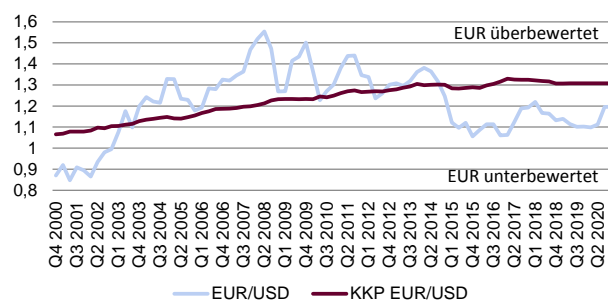


Während eine expansivere Fiskalpolitik im Euroraum somit als positiv für den Euro angesehen wird, gilt dies mit umgekehrten Vorzeichen für die USA, da die **Inflationsgefahren** dadurch zunehmen. Zwar ist mit Janet Yellen eine fiskalpolitisch eher zurückhaltende neue Finanzministerin ernannt worden. Auf der anderen Seite haben sich in den letzten Wochen die Wahlumfragen in **Georgia** zu Gunsten der Demokraten verschoben. Das Rennen in dem traditionell republikanischen Staat scheint nun offen zu sein. Zur Erinnerung: In dem Bundesstaat steht am 5. Januar noch eine Stichwahl um zwei Sitze im Senat an. Sollten die Demokraten gewinnen, kommt es im

US-Senat zum Patt, das dann die designierte Vizepräsidentin Kamala Harris mit ihrer Stimme für die Demokraten auflöst. Sollte es so kommen, hätten die Demokraten die **exekutive und legislative Macht in den USA übernommen** und könnten ihre Politik umsetzen, ohne eine republikanische Blockade fürchten zu müssen. Der Kapitalmarkt erwartet für dieses Szenario eine deutliche Ausgabensteigerung, um die Versprechen aus dem Wahlprogramm Joe Bidens umzusetzen. Aktuell wird in den USA zudem über ein weiteres Konjunkturprogramm verhandelt. Eine Gruppe aus demokratischen und republikanischen Abgeordneten hat einen Vorschlag für ein neues Hilfspaket gemacht, das einen Umfang von mehr als 900 Mrd. US-Dollar haben soll.

Am Kapitalmarkt wird über die kurzfristige negative Entwicklung bei den Corona-Fallzahlen hinweggesehen, da bald ein Impfstoff zugelassen sein wird. Stattdessen richtet sich der Blick weiter nach vorne, was dazu führt, dass der beispiellose geld- und fiskalpolitische Impuls in höhere Inflationserwartungen übersetzt wird. **Je kräftiger der Impuls, desto stärker steigen die Inflationserwartungen.** Da aber die Fed, wie beschrieben, zunächst expansiv bleiben wird, steht zu befürchten, dass **die Inflationserwartungen schneller steigen als die Zinsen.** In diesem Szenario sinken die erwarteten Realzinsen und werden noch negativer, was wiederum den US-Dollar weiter schwächen könnte. Wir hatten bereits in unserem Marktfokus vom 7. August auf diese Entwicklung hingewiesen und die Erwartung formuliert, dass sich die fundamentale Überbewertung zum Euro reduzieren wird.

**Wechselkurs und Kaufkraftparität EUR/USD**  
(Quelle: OECD)



Für das nächste Jahr rechnen wir mit einer weiteren Abschwächung des US-Dollar auf 1,24 EUR/USD zum Jahresende. Vieles wird davon abhängen, wie die Europäische Zentralbank auf die **neue Euro-Stärke reagiert**, denn ein starker Euro konterkariert die expansive Geldpolitik der Notenbank in nicht unerheblicher Weise. Importe werden günstiger und der Exportsektor wird belastet, so dass die **Inflation** zu niedrig bleibt. Das schärfste Schwert der EZB wäre eine Senkung des Einlagensatzes, der mit -0,5 Prozent im negativen Bereich liegt. Noch negativere Zinsen sind in weiten Teilen der Bevölkerung aber sehr unpopulär und verursachen zudem Probleme an anderer Stelle, so dass solch ein Schritt wohl bedacht sein muss. Die EZB kann zudem nicht die Euro-Stärke als offizielles Argument anführen, da die G7-Notenbanken sich verpflichtet haben, auf ein Wechselkursmanagement zu verzichten.

Sollte der Euro dennoch zu stark aufwerten, ist mit einer **Intervention der Notenbank** zu rechnen, so dass das Abwertungspotenzial des US-Dollar zum Euro begrenzt ist. Anders sieht es im kommenden Jahr zu anderen Währungen aus. Insbesondere die asiatischen Währungen haben aufgrund eines Zinsvorteils noch etwas mehr Potenzial gegenüber dem US-Dollar als der Euro.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Björn Block (bblock@marcard.de), Annette Streicher (astreicher@marcard.de)

#### Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

#### © Copyright 2020

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

#### Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttrugfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.