

REZSSIONSSORGEN UND DER US-DOLLAR

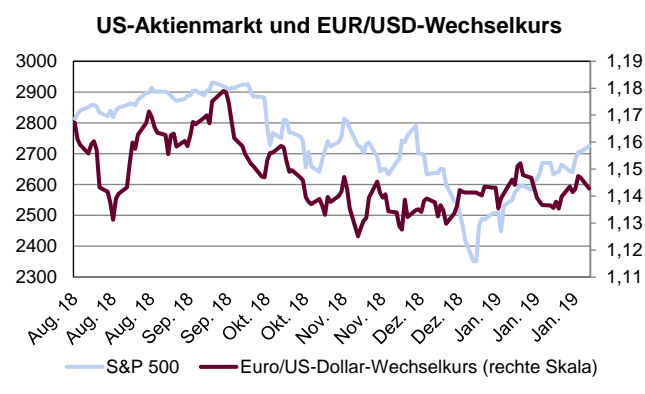
Die Mehrzahl der Volkswirte erwartet bis Jahresende eine Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro. Dahinter steckt die Erwartung, dass eine Abschwächung der US-Wirtschaft im Laufe des Jahres den Zinsvorsprung gegenüber anderen Ländern verringern wird und somit die Nachfrage nach US-Dollar dämpft. Historisch neigte der US-Dollar vor Rezessionen tatsächlich zur Schwäche, während die eigentliche Abschwungphase in der Regel mit einem stärkeren US-Dollar einherging. Entscheidend ist jedoch, wie stark sich die Konjunktur in den USA im Verhältnis zum Rest der Welt eintrübt. Da gegenwärtig der Euroraum dem Rezessionszenario viel näher als die USA ist, könnte der US-Dollar gegenüber dem Euro bis zum Jahresende sogar leicht aufwerten.

Die Mehrzahl der Volkswirte erwartet bis Jahresende eine **Abwertung des US-Dollar**. Der Grund dafür ist die erwartete Abschwächung der US-Wirtschaft im Laufe des Jahres. Weitere Zinserhöhungen der US-amerikanischen Zentralbank scheinen inzwischen in weite Ferne gerückt zu sein, zumal der Verfall des Ölpreises gegen Ende des letzten Jahres die Inflationsgefahren gemindert hat. Die Terminmärkte erwarten den nächsten Zinsschritt der Notenbank sogar eher nach unten als nach oben. Der abnehmende Zinsvorsprung des US-Dollar gegenüber anderen Währungen, so die Mehrheitsmeinung, macht den Dollar weniger attraktiv und wird deshalb zu einer Abwertung des Greenback führen.

Tatsächlich hat die US-amerikanische Zentralbank nach der Leitzinserhöhung im Dezember letzten Jahres ihren **Tonfall deutlich verändert**. Sie betont nun ihre „Geduld“ bei geldpolitischen Entscheidungen, sieht „Querströmungen“, die das weitere Wachstum gefährden könnten, und spricht nur noch von „Anpassungen“ statt von „Anhebungen“ des Leitzinses. Zentralbankpräsident Jerome Powell vermied es, auf der Pressekonferenz nach der geldpolitischen Entscheidung am 30. Januar eine Aussage zur Richtung des nächsten Zinsschritts zu machen. Die „Dollar-Bären“, die auf eine Abwertung des US-Dollar spekulieren, sahen sich in ihrer Auffassung bestätigt.

Die einfache ökonomische Logik, dass niedrigere inländische Zinsen eine Abwertung der inländischen Währung bedeuten, gilt jedoch nicht zwangsläufig für die USA. Da die USA die größte Volkswirtschaft der Welt sind, **beeinflussen die US-Leitzinsen die Zinsen aller anderen Länder**. Wenn sich die Zinsdifferenz zu anderen Ländern im Abschwung nicht signifikant verringert, muss es nicht zu einer Abwertung der Währung kommen. Ein weiterer Sonderfaktor ist die Rolle des US-Dollar als internationale Reservewährung und „sicherer Hafen“.

Zunehmende ökonomische Unsicherheiten können zu einer verstärkten Nachfrage nach US-Dollar führen.



Ein Blick auf die Daten zeigt, dass der US-Dollar in US-Rezessionen in der Regel nicht abgewertet hat. Im Gegenteil: Mit Ausnahme der Rezession von 1990/91, in der die Bundesbank nach der Wiedervereinigung die Zinsen drastisch erhöhte, **hat der US-Dollar in jeder Rezession der letzten sechzig Jahre aufgewertet**. In den zwölf Monaten vor einer Rezession neigte der Greenback dagegen meist zur Schwäche. Insofern dürften schwächere konjunkturelle Daten aus den USA, die die dortige Rezessionswahrscheinlichkeit erhöhen, tatsächlich Druck auf den US-Dollar ausüben.

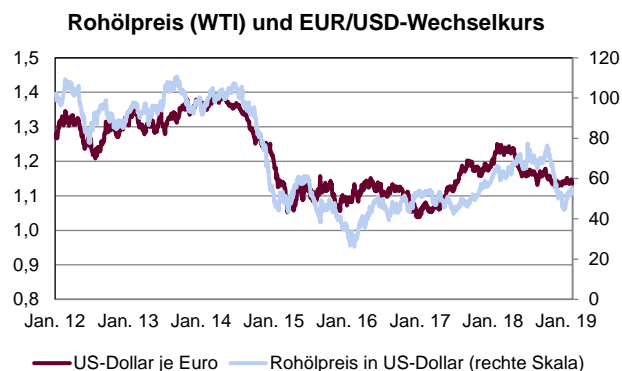
Allerdings ist es noch längst keine ausgemachte Sache, dass es in den USA bald zu einer Rezession kommen wird. De facto ist die **Rezessionswahrscheinlichkeit im Euroraum** derzeit höher als in den USA. Während Deutschland im zweiten Halbjahr 2018 ganz knapp eine Rezession vermeiden konnte, war das Wachstum in Italien zwei Quartale hintereinander negativ. Die Wachstumserwartungen für Deutschland liegen im laufenden Jahr nur noch bei maximal einem Prozent, während die USA auf immerhin zwei Prozent Wachstum hoffen können. Da die Leitzinsen in den USA bereits deutlich angehoben wurden, kann die US-Notenbank einer drohenden Rezession mit Zinssenkungen begegnen

und damit die negativen wirtschaftlichen Folgen begrenzen. Die Europäische Zentralbank hat demgegenüber den Zeitpunkt für Leitzinserhöhungen verpasst und müsste zur Rezessionsbekämpfung auf erneute Wertpapierankäufe und langfristige Refinanzierungsgeschäfte zurückgreifen. Das dürfte nicht unbedingt das Umfeld sein, in dem der Euro gegenüber dem US-Dollar aufwertet.

Neben der Zinsentwicklung und der Konjunktur könnte die Entwicklung der Aktien- und Rohstoffmärkte über die weitere Richtung des US-Dollar entscheiden. Zu der Beobachtung, dass Rezessionen in den USA mit einem stärkeren US-Dollar einhergehen, passt die Tatsache, dass schwache **US-Aktienmärkte** ebenfalls häufig mit einem starken US-Dollar verbunden sind. Während des Kurseinbruchs des S&P 500 im vierten Quartal 2018 um bis zu 20 Prozent wertete der US-Dollar gegenüber dem Euro um rund 4,5 Prozent auf. Angesichts trüber Wachstumsaussichten und recht optimistischer Gewinnprognosen dürfte die kräftige Kurserholung zu Beginn des Jahres nicht dauerhaft sein. Aus Sicht der Devisenmärkte spricht dies gegen eine Abwertung des US-Dollar.

Die engste Korrelation zum US-Dollar hatte in den vergangenen Jahren der **Ölpreis**. Fallende Ölpreis gingen mit einem stärkeren Dollar einher, steigende mit einem schwächeren. Die Logik dahinter: Da die USA Nettoimporteur von Öl sind, führt ein steigender Ölpreis zu einer Ausweitung des Handelsbilanzdefizits und damit zu einer Schwächung des Dollar. Aufgrund des Schieferölbooms der vergangenen Jahre hat die

Abhängigkeit der USA von importiertem Öl allerdings deutlich abgenommen. Schon bald könnten die USA zu einem Nettoexporteur von Öl werden. Damit würde sich dann auch die Beziehung zwischen Ölpreis und US-Dollar umkehren.



Angesichts der **vielfältigen und teilweise widersprüchlichen Einflussfaktoren** auf den Außenwert des US-Dollar wundert es nicht, dass das Austauschverhältnis zwischen Euro und Greenback seit etwa vier Jahren recht konstant ist. Eine andauernde Richtungsänderung wäre nur dann zu erwarten, wenn bald deutliche Rezessionssignale aus den USA kämen. Der Dollar würde dann zunächst abwerten und während der Rezession wieder an Wert gewinnen. Sollte sich dagegen das gegenwärtige Bild bestätigen, dass die konjunkturellen Probleme in Europa ernster als die in den USA sind, ist dagegen eine leichte Aufwertung der US-amerikanischen Währung gegenüber dem Euro bis zum Jahresende wahrscheinlich.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319
 Erik Baas, CFA (ebaas@marcard.de), Björn Block (bblock@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 2019

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 Einspeicherung 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.

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 Meinungsansagen 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. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.