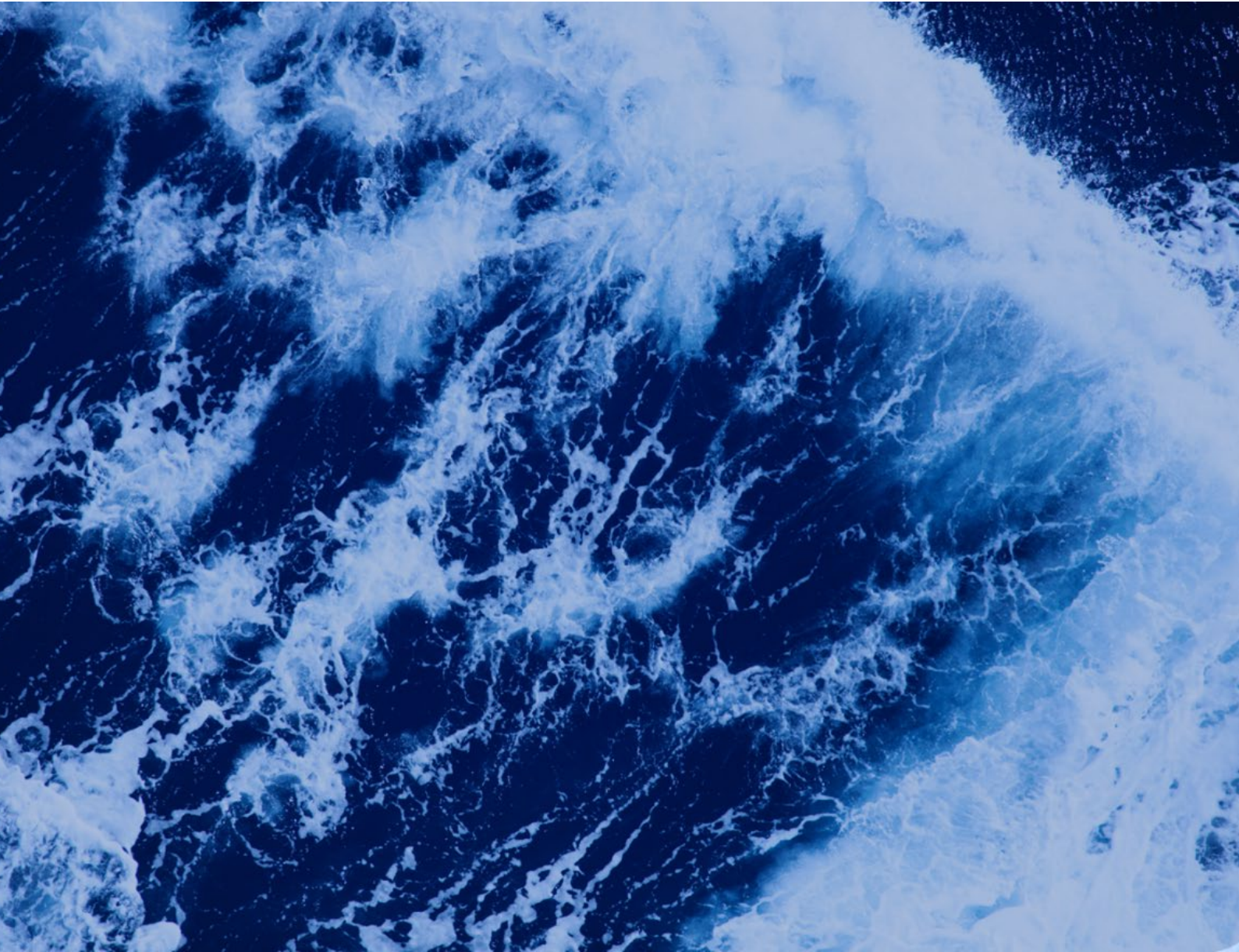




FX Marktbericht Q2 2025

US-Dollar – Safe Haven?

Währungen intelligent navigieren

7orca
ASSET MANAGEMENT AG

Der Status des US-Dollars im Wandel

In einem turbulenten zweiten Quartal steht ein schwacher US-Dollar im Fokus der Anleger. Die konfrontative Politik der US-Administration erschüttert den Glauben an die globale Nachkriegsordnung. Erstaunlich ist dabei eine für den US-Dollar untypische positive Korrelation zum Aktienmarkt und anderen zyklischen Anlageformen. Vor diesem Hintergrund hinterfragen viele Anleger ihre USD-lastigen Portfolios und hinterfragen ihre strategische Asset Allokation. Diese Sonderausgabe des Quartalsberichts beleuchtet die Rolle des US-Dollars.

Autoren



Jasper Dux

CIO

Jasper Dux ist als Chief Investment Officer für die Entwicklung und Umsetzung aller Investmentprozesse von 7orca zuständig. Er trägt die Gesamtverantwortung für die Performance und Implementierung.



Maximilian Kühl

Head of Research

Maximilian Kühl verantwortet als Head of Research mit seinem Team sämtliche Forschungsaktivitäten im Quantitative und Economic Research von 7orca.

Inhalt

Highlights	3
1. Relevanz des US-Dollars	4
2. US-Dollar als perfekter Hedge?	6
3. Makroökonomische Einordnung	8
4. Fazit	11

Highlights

Relevanz des US-Dollars

Schon vor dem Ende des Zweiten Weltkriegs begann der US-Dollar seine Rolle als Weltreservewährung sukzessive zu festigen. Heute erscheint es kaum mehr vorstellbar in einer Welt zu leben, die nicht vom US-Dollar dominiert wird. Doch die Geschichte zeigt: Die Führungsrolle einer Volkswirtschaft und Währung war nie in Stein gemeißelt. Erleben wir gerade den Beginn eines neuen Paradigmenwechsels?

US-Dollar als perfekter Hedge?

Seit der Finanzkrise 2008 – spätestens aber der europäischen Staatsschuldenkrise – gilt der US-Dollar als verlässliche „Safe Haven“-Währung. In der Folgezeit sorgte seine stetige Aufwertung in Kombination mit positiven Korrelationseffekten für enorme Attraktivität US-amerikanischer Vermögensanlagen. Doch dieser Status zeigt inzwischen Risse. Trotz der jüngsten geopolitischen Spannungen, etwa im Iran-Israel-Konflikt, zeigte der US-Dollar nur eine moderate und kurzfristige Stärke, die schnell wieder abgebaut wurde. Eine nachhaltige Aufwertung, wie sie angesichts der Unsicherheiten zu erwarten gewesen wäre, blieb aus. Ist das so überraschend, wie es scheint?

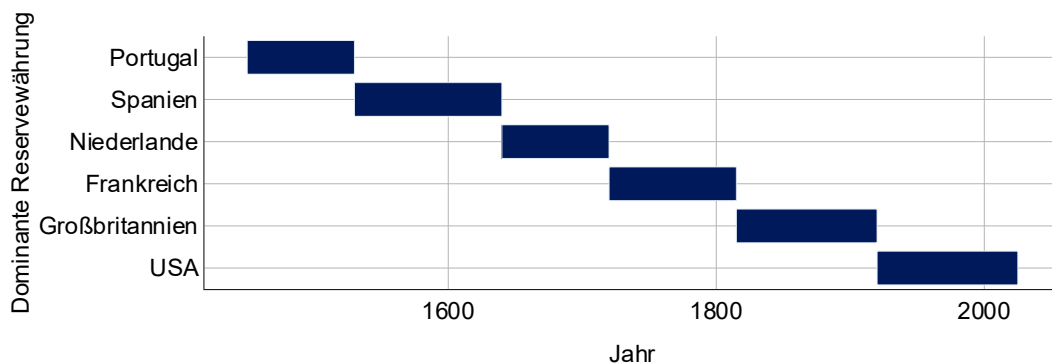
Makroökonomische Einordnung

Die Argumente für einen schwächeren US-Dollar sind gravierend: ein zunehmender Vertrauensverlust in die amerikanischen Institutionen, wachsende innen- sowie außenpolitische Spannungen und eine eskalierende Staatsverschuldung. Auch der offen kommunizierte Wunsch der US-Regierung nach einem schwächeren Dollar lässt perspektivisch Zweifel an seiner strukturellen Aufwertung aufkommen.

1. Relevanz des US-Dollars

Die Geschichte zeigt: Keine Weltreservewährung behält die Dominanz auf ewig bei. Vom niederländischen Gulden im 17. Jahrhundert über das französische Livre bis zum britischen Pfund – große Mächte dominierten den globalen Handel bis wirtschaftliche Schwächen, Schulden oder geopolitische Umbrüche ihren Abstieg einleiteten (vgl. Abbildung 1). Der US-Dollar steht heute an der Spitze, jedoch auch seine Vormachtstellung ist nicht garantiert. Der Wechsel der Leitwährung ist ein wiederkehrendes Muster der Geschichte – zwar über sehr lange Zeiträume, aber doch eine Normalität.

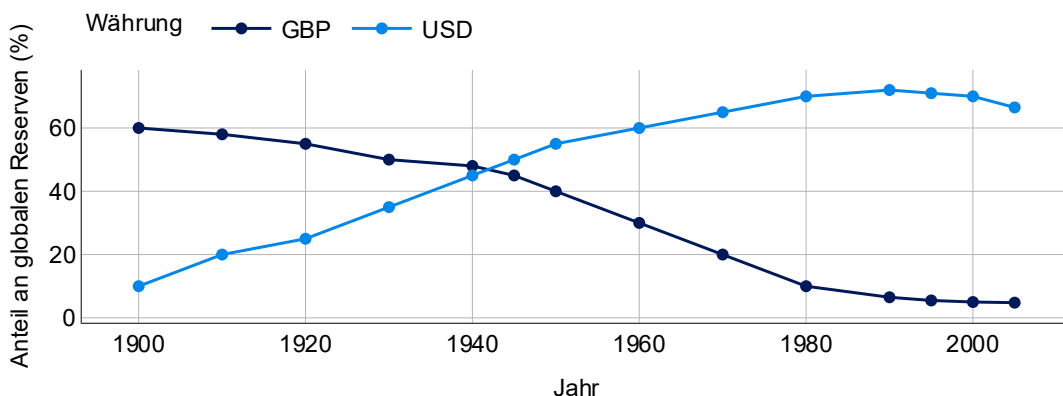
Abbildung 1: Hegemonien über die Epochen



(Quelle: Konzeptionell aus Dalio, Ray: *The Changing World Order: Why Nations Succeed and Fail*, Simon & Schuster, 2021, JP Morgan)

Der Aufstieg des US-Dollars ging mit dem Niedergang des britischen Empires einher – ein Prozess, der durch den Zweiten Weltkrieg stark beschleunigt wurde. Ein aussagekräftiger Indikator für solche Verschiebungen ist der Anteil einzelner Währungen an den globalen Devisenreserven (FX Reserven). Der langfristige Bedeutungsverlust des Pfund Sterling sowie seine Ablösung durch den US-Dollar lassen sich daran gut ablesen (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2: Aufstieg der USA

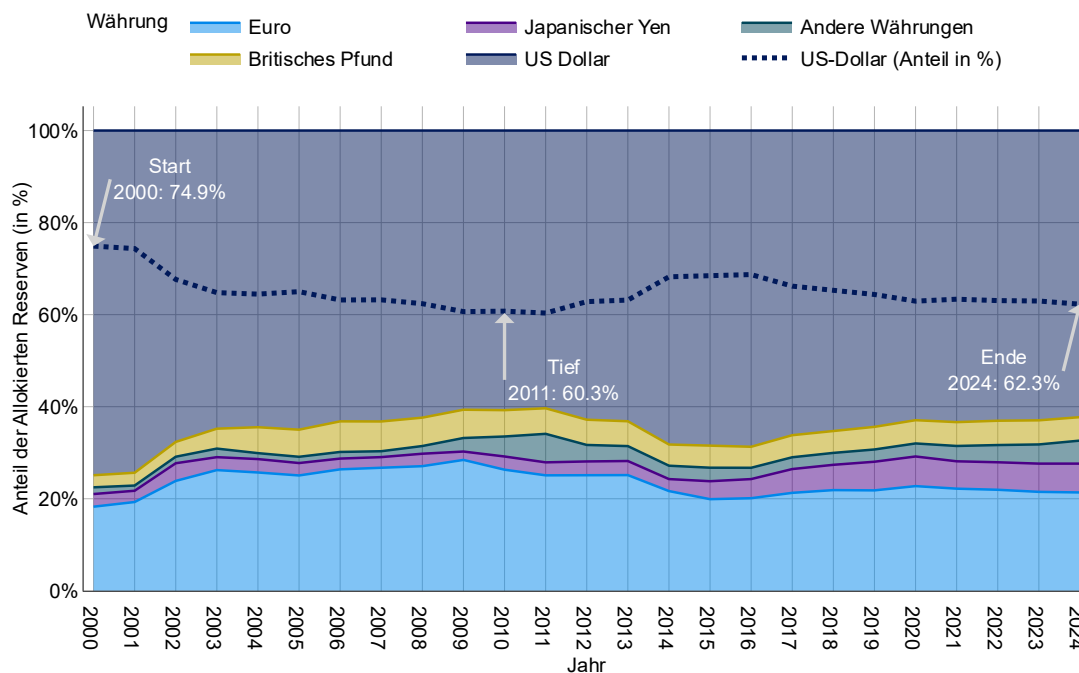


(Quelle: Barry Eichengreen & Marc Flandreau (2009), COFR IWF)

Seit der Jahrtausendwende ist sowohl der Anteil der USA am globalen Bruttoinlandsprodukt als auch an den weltweiten FX Reserven substantiell zurückgegangen. Während die US-Wirtschaft in den 1960er Jahren noch rund 40 % des Welt-BIP ausmachte, liegt dieser Anteil heute bei nur noch etwa

25 %. Auch der Anteil des US-Dollars an den offiziellen Währungsreserven sank um mehr als zehn Prozentpunkte (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Jüngste Zusammensetzung der globalen FX Reserven



(Quelle: Internationaler Währungsfonds (IWF), *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves – COFER*)

Trotz dieses Rückgangs bleibt der US-Dollar die mit Abstand bedeutendste Währung im internationalen Finanzsystem. Laut Daten der Bank for International Settlements (BIS) ist der US-Dollar an etwa 89 % aller weltweiten FX Transaktionen beteiligt. Der Euro folgt mit ca. 31 % auf Platz zwei, während der chinesische Renminbi mit rund 7 % bislang nur eine Nebenrolle spielt. In US-Dollar denominierte Staatsanleihen machen rund 70 % aller in Fremdwährungen ausgegebenen Staatsanleihen weltweit aus.

Wenn heute über eine gesunkene Attraktivität des US-Dollars diskutiert wird, stellt sich die entscheidende Gegenfrage: Welche Alternativen gibt es? Rechtssicherheit, tiefe und liquide Kapitalmärkte, verlässliche ökonomische Fundamentaldaten sowie ein hinreichendes Angebot an sicheren Anlagen – etwa in Form staatlicher Anleihen – sind zentrale Voraussetzungen für eine glaubwürdige Leitwährung.

Auch der sogenannte „US-Exceptionalism“, also die anhaltende Outperformance der US-Wirtschaft und Kapitalmärkte, müsste durch eine Alternative ersetzt werden. Möglich wäre auch ein Korb von „imperfekten Substituten“ – eine Entwicklung, die historisch wie ökonomisch durchaus vorstellbar ist.

2. US-Dollar als perfekter Hedge?

Ob globale Finanzkrise, europäische Staatsschuldenkrise oder Inflationsschock nach der Corona-Pandemie – in den bedeutenden Krisen der jüngeren Vergangenheit wertete der US-Dollar häufig auf. Besonders in Phasen hoher Volatilität und fallender Aktienmärkte führte dies zu einem Zufluss in USD-denominierte Vermögenswerte und stabilisierte viele Anlegerportfolios. In einem Umfeld, in dem sich die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien zuletzt verstärkt hat, erwies sich der US-Dollar beispielsweise 2022 als attraktive Diversifikationskomponente.

Abbildung 4: Performance des US-Dollars gegenüber dem S&P 500 während des Inflationsschocks, respektive des Ukraine Krieges



(Quelle: Torca eigene Berechnungen, Bloomberg)

Diese Sichtweise blendet jedoch wichtige Ausnahmen aus: Nach dem Platzen der Dotcom-Blase beispielsweise wertete der US-Dollar – anders als erwartet – gemeinsam mit dem Aktienmarkt gegenüber dem Euro ab. Auch im direkten Nachgang der Corona-Pandemie zeigte sich die erwartete Diversifikation des US-Dollars nicht in gleichem Maße.

Abbildung 5: Performance des US-Dollars gegenüber dem S&P 500 während der Dotcom Blase



(Quelle: Torca eigene Berechnungen, Bloomberg)

Die aktuell dominierende Wahrnehmung des US-Dollars als „Krisenanker“ ist somit stark durch jüngste Ereignisse geprägt. Sie vernachlässigt Phasen, in denen der US-Dollar im Krisenumfeld selbst zur Belastung wurde – und das, obwohl seine Rolle als Weltreservewährung zu Zeiten der

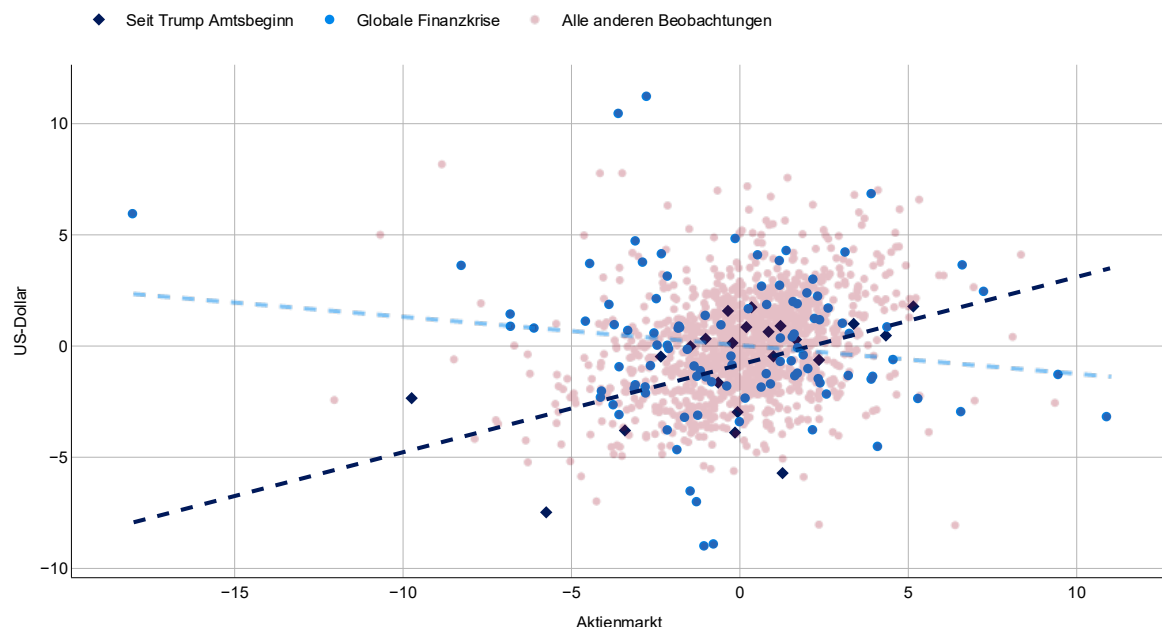
Dotcom-Blase noch dominanter war als während des Inflationsschocks. Daraus ergibt sich: Die Portfolioeigenschaften des US-Dollars hängen nicht zwangsläufig mit seiner globalen Stellung in Handelsvolumen, Devisenreserven oder seiner wirtschaftlichen Bedeutung zusammen.

Vielmehr spielt die vom Markt erwartete Wirkung einer Krise auf die jeweilige Volkswirtschaft eine zentrale Rolle. So wurde zu Beginn der Corona-Pandemie die unkoordinierte US-Politik unter Präsident Trump als deutlich nachteiliger für die US-Wirtschaft eingeschätzt als die europäische Reaktion. Dieser Eindruck wirkte sich auch auf die USD-Entwicklung aus und wurde zusätzlich durch klassische Einflussfaktoren wie geldpolitische Reaktionen verstärkt.

Auch während der Dotcom-Krise belasteten spezifische US-Faktoren die Währung: Eine stark technologieabhängige US-Wirtschaft, niedrigere US-Leitzinsen und das aufkommende Vertrauen in die Eurozone als mögliche neue Leitwährung. So unbefriedigend dies für die Modellierungen sein mag: jede Krise kann anders sein. Entscheidend ist, welche Volkswirtschaft stärker getroffen wird, wie die Marktteilnehmer dies einschätzen und welche wirtschafts- und geldpolitischen Konsequenzen daraus folgen.

In der aktuellen Situation in den USA mit hohen Schulden, nachlassendem Wirtschaftswachstum und einer konfrontativen Handelspolitik, wirkt der US-Dollar prozyklisch (vgl. Abbildung 6.). Dies bedeutet jedoch nicht, dass sich daraus ein neuer Normalzustand ableitet. Die Frage ist jetzt, ob die USA ihre Staatsschulden auf einen tragfähigen Pfad leiten können, die Handelspolitik zu einem neuen Inflationsschub führen wird und ob sich Verbündete und Anleger von einem ehemals verlässlichen Partner abwenden werden.

Abbildung 6: Wöchentliche Renditen des US-Dollars gegenüber dem MSCI-World, Regressionsgraden korrespondieren zu den jeweiligen Farben



(Quelle: Torca eigene Berechnungen, Bloomberg)

3. Makroökonomische Einordnung

Mit der Wahl von Präsident Trump verband sich die Hoffnung auf eine wirtschaftsfreundliche Agenda aus Deregulierung und Steuersenkungen. Diese Erwartungen wurden zunächst von einem steigenden US-Dollar und einem kräftigen Aufschwung an den Aktienmärkten begleitet – während die aufziehenden Handelskonflikte weitgehend ignoriert wurden.

Mit deren Zuspitzung steht nun ein bereits überwunden geglaubtes Thema wieder im Zentrum: die Inflation. Steigende Zölle führen zu steigenden Importpreisen, was wiederum eine erhöhte Inflationsrate impliziert. Dieser Zusammenhang wird von der Federal Reserve zum Anlass genommen, die Zinsen auf erhöhtem Niveau zu belassen. In einem normalen Umfeld führt dies zu einem aufwertenden US-Dollar und steigenden Renditen am Staatsanleihenmarkt. Dieser Mechanismus ist aktuell ausgesetzt.

Abbildung 7: Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen versus Real Effective Exchange Rate im US-Dollar.



(Quelle: Bloomberg)

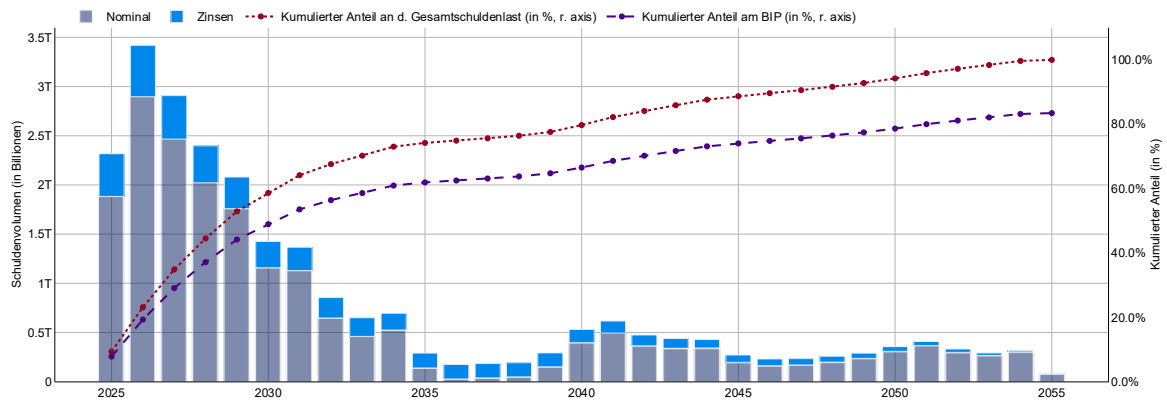
Eine solche Entkopplung findet normalerweise statt, wenn die „Term-Premium“ stark steigt – also jener Zinsaufschlag, der Anleger für die Risiken einer längeren Laufzeit kompensiert. Solche Risiken beinhalten auch steigende Inflationsraten, steigende Zinssätze am langen Ende der Struktur und vor allem eine steigende Staatsverschuldung mit entsprechenden Kreditausfallwahrscheinlichkeiten.

Ein Beispiel hierfür war die britische Gilt-Krise im Oktober 2022, ausgelöst durch das ungeplante Haushaltsmanöver der Regierung Truss. Die Renditen auf britische Giltis stiegen stark an, während das Britische Pfund unkontrolliert abwertete. Dies wurde von Marktteilnehmern sarkastisch als „Moron Premium“ bezeichnet. Gibt es eine solche „Trottel/Schwachkopf-Prämie“ jetzt auf US-Staatsanleihen?

Ein Blick auf die aktuelle Haushaltslage der USA und das defizitäre „Big Beautiful Bill“ der aktuellen US-Administration könnte dies suggerieren. In den kommenden zwei Jahren müssen die USA ein Drittel ihrer gesamten Wirtschaftsleistung an Schulden refinanzieren (vgl. Abbildung 8). Ein großer

Anteil dieser Schuldenlast stammt noch aus der Niedrigzins-Epoche. Eine Prolongation bedeutet zwangsläufig höhere Finanzierungskosten über die gesamte Zinsstrukturkurve hinweg.

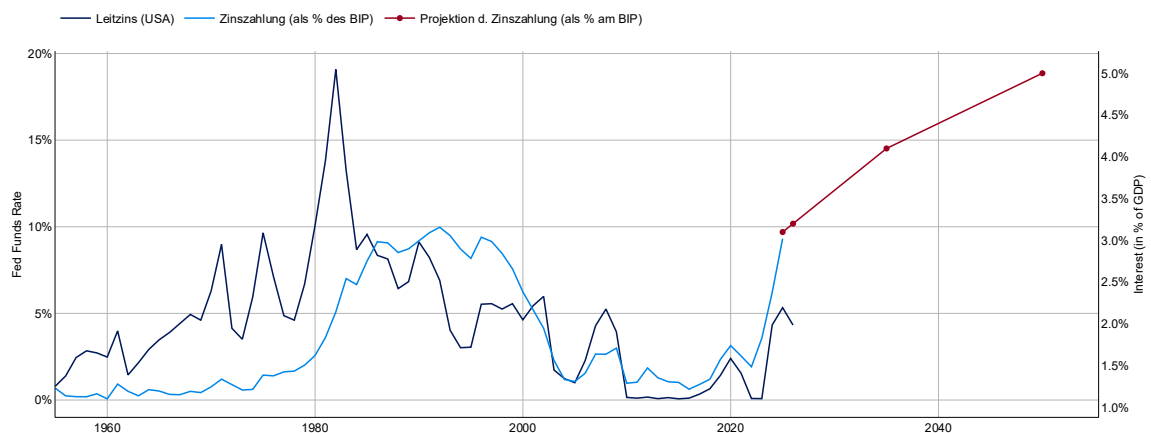
Abbildung 8: Schuldentilgungsplan in den USA



(Quelle: Bloomberg, Internationaler Währungsfonds (IWF))

Die Steuersenkungspläne der Administration befeuern das Problem zusätzlich, was die Renditen nach oben treibt. Dieser Effekt erhöht wiederum die Inflationsgefahr, was die Fed davon abhält die Zinsen zu senken, was wiederum die Staatsverschuldung weiter erhöht. Prognosen gehen davon aus, dass die Zinslast der USA im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung bald wieder Niveaus erreicht, wie sie zuletzt unter Fed-Präsident Paul Volcker zu beobachten waren. (vgl. Abbildung 9). Dies war eine Zeit, in der die Fed noch einen Leitzins von rund 20% festlegte.

Abbildung 9: Zinszahlung als Anteil am Bruttoinlandsprodukt in den USA



(Quelle: Fed St. Louis, US-Treasury, CBO)

Der fiskalische Spielraum der USA ist auch außenpolitisch relevant: Erhöhte Verteidigungsausgaben – insbesondere im Zuge wachsender NATO-Anforderungen – stoßen auf Budgetgrenzen. Zwei strategische Hebel werden diskutiert: eine stärkere Lastenteilung durch Partnerländer und eine gezielte Änderung der Handelspolitik.

Der erste Ansatz ist denkbar einfach. Je mehr Verantwortung die Europäer für ihre eigene Sicherheit investieren, desto höher sind die Spielräume der Amerikaner militärische Macht im Nahen und

Fernen Osten zu projizieren. Im Idealfall ist die dadurch geteilte Rechnung mit dem hohen Schuldenstand der USA zu vereinbaren.

Der zweite Aspekt, die Handelspolitik, ist ein wenig komplexer in der Einordnung. Das Strategiepapier des ökonomischen Chefberaters von Präsident Trump, Stephen Miran (2024), liefert tiefe Einblicke in das Weltbild der Administration. Anfänglich erfolgt die Feststellung, dass Leistungsbilanzdefizite (primär bestehend aus Handelsbilanzdefiziten) immer Kapitalbilanzüberschüssen gegenüberstehen. Weniger technisch bedeutet dies, dass die Warenimporte der Amerikaner immer durch Kapitalexporte kompensiert werden. Noch zugespitzter heißt das, dass die Amerikaner ihren importierten Konsum im Ausland durch Schuldenexporte finanzieren. Das Ausland kauft US-Staatsanleihen und die Amerikaner kaufen im Gegenzug Güter aus aller Welt.

Dadurch dass die USA die Leitwährung stellen, hatten sie bisher das „exorbitante Privileg“, dass die Renditen ihrer Anleihen mit steigender Verschuldung kaum stiegen und das Konstrukt somit stabil erschien. Der stetige ausländische Kapitalzustrom in US-Schuldentitel führte darüber hinaus zu einem starken US-Dollar. Beides steht nun zur Disposition, weil die Trump Regierung den Mechanismus brechen will. Auf der einen Seite, um die Verschuldung der Amerikaner zu senken und auf der anderen Seite, um durch einen schwächeren Dollar die Industrie wettbewerbsfähig in die USA zurückzuholen.

Die aktuelle Zollpolitik soll genau dies erreichen - ein niedrigeres Handelsbilanzdefizit, einen niedrigeren Kapitalbilanzüberschuss, eine niedrigere Schuldenlast und einen schwächeren US-Dollar zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit. Diese Konstellation ähnelt dem „Plaza Akkord“ (1985), bei dem sich die G5-Staaten gemeinsam auf eine gezielte Abwertung des US-Dollars einigten und dieser anschließend um 40-50% abwertete. Die Argumentation von Miran lässt ebenfalls den Wunsch nach einem schwächeren Dollar erkennen. Ein willkommener Nebeneffekt eines schwächeren US-Dollars besteht darin, dass er die in US-Dollar denominierten Staatsschulden real entwertet – sie werden im wahrsten Sinne des Wortes weginflationiert.

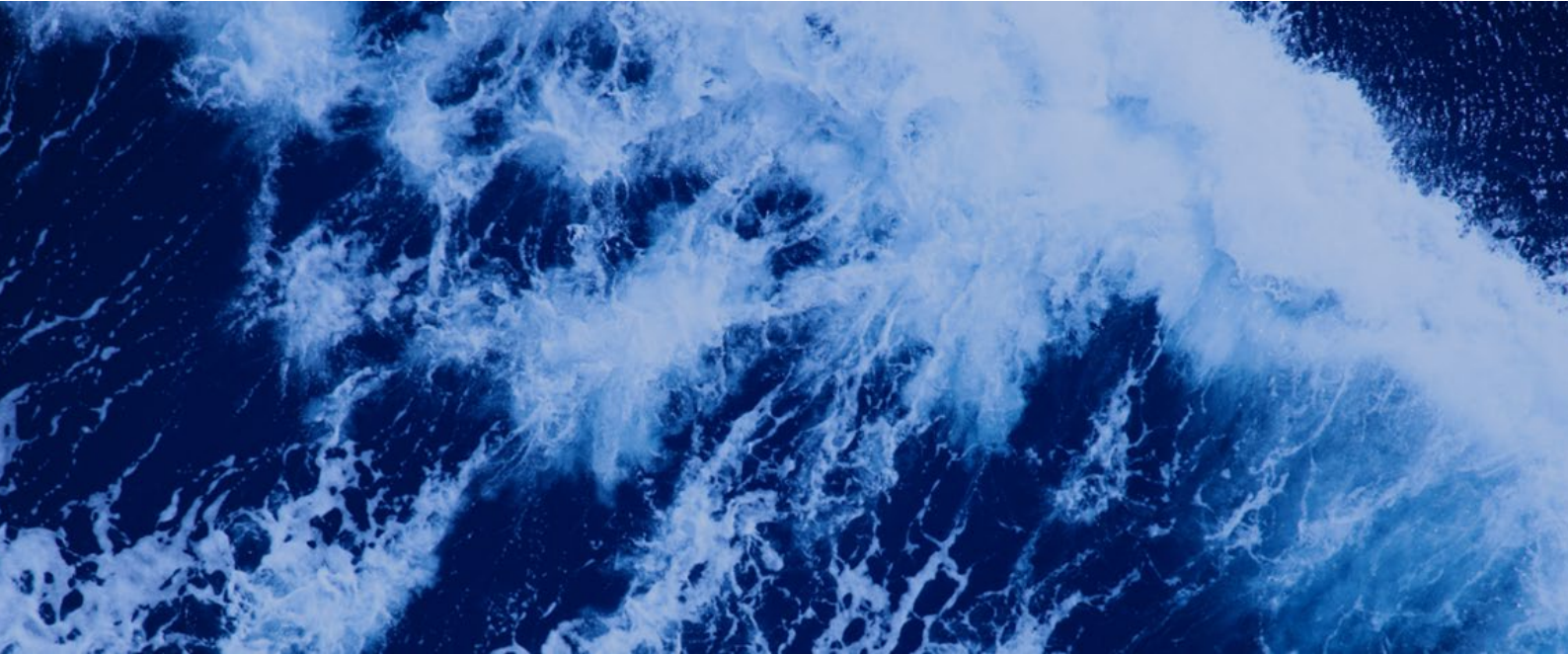
Zusammenfassend stellt den Ursprung der Krise die hohe Staatsverschuldung der USA dar. Die Lösung der Trump Administration ist die Handels- und die Verteidigungspolitik, der Nebeneffekt ein schwächerer US-Dollar. Da das Problem noch nicht im Ansatz gelöst ist und sich weiter zuspitzt, erscheint es plausibel, dass diese Phase noch weiter anhält. Das heißt nicht, dass der US-Dollar seinen „Safe Haven“-Status verliert. Es wird kolpotiert, dass die US-Politik selbst einen schwächeren Dollar für wünschenswert erachtet. Der Zinssenkungsdruck, der derzeit auf Jerome Powell ausgeübt wird, passt perfekt in die Logik der US-Regierung.

4. Fazit

Der US-Dollar ist weiterhin die dominante Welt-Reservewährung. Ob OTC-Transaktionen, FX-Reserven oder in Fremdwährungen ausgegebene Staatsanleihen, der US-Dollar dominiert in jedem dieser Aspekte. In der langfristigen historischen Betrachtung erfolgte immer wieder die Ablösung einer Leitwährung. Dieser Prozess wird allerdings selten durch ein singuläres Ereignis ausgelöst, sondern erfolgt über einen i.d.R. sehr langen Zeitraum.

Die Dominanz des USD hatte in den letzten Jahrzehnten unterschiedlich starke Auswirkungen auf die Portfolio-Eigenschaften des USD. Makro-Faktoren, wie die Staatsverschuldung, spielen eine ebenso wichtige Rolle. US-spezifische Krisen konnten und können den USD synchron zum Gesamtmarkt schwächen.

Derzeit durchleben wir genau eine solche US-spezifische Krise, weswegen auch eine weiterhin positive USD/Aktienmarktkorrelation und ein zumindest temporär schwacher Dollar plausibel erscheint.



Disclaimer

Die dargestellten Inhalte werden allein zu Informations- und Marketingzwecken zugänglich gemacht und richten sich ausschließlich an professionelle Kunden und nicht an Privatanleger nach dem Maßstab des WpHG.

Die zugänglich gemachten Informationen wurden mit größtmöglicher Sorgfalt auf Grundlage der uns verfügbaren Daten erstellt. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können.

Einschätzungen und Bewertungen geben die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung wieder. Wir prüfen und aktualisieren die Informationen auf unseren Webseiten ständig. Trotz aller Sorgfalt können sich Daten zwischenzeitlich geändert haben.

7orca Asset Management AG übernimmt daher keine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit oder Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Daten und Informationen. (30.06.2025)

7orca Asset Management AG

Am Sandtorkai 77

20457 Hamburg

Telefon: 040 33 460 460

E-Mail: info@7orca.com