

Das Ende des starken Dollar

SEPTEMBER 2025

AUTOREN



Benoit Anne

Senior Managing Director
Strategy and Insights Group

Trisha Guchait

Quantitative Research
Analyst

Der Dollar scheint stark unter Druck – nicht nur kurzfristig, sondern auch im Rahmen der strategischen Asset-Allokation von Anlegern. Der einzige Lichtblick ist, dass er seinen Status als wichtigste Weltreservewährung auf absehbare Zeit wohl nicht verlieren wird. Vor diesem Hintergrund halten wir weltweite Diversifikation jetzt für wichtiger denn je. Anlagen außerhalb der USA – nicht amerikanische Aktien, europäische Anleihen und Emerging-Market-Anleihen – könnten von einer anhaltenden Dollarabwertung profitieren.

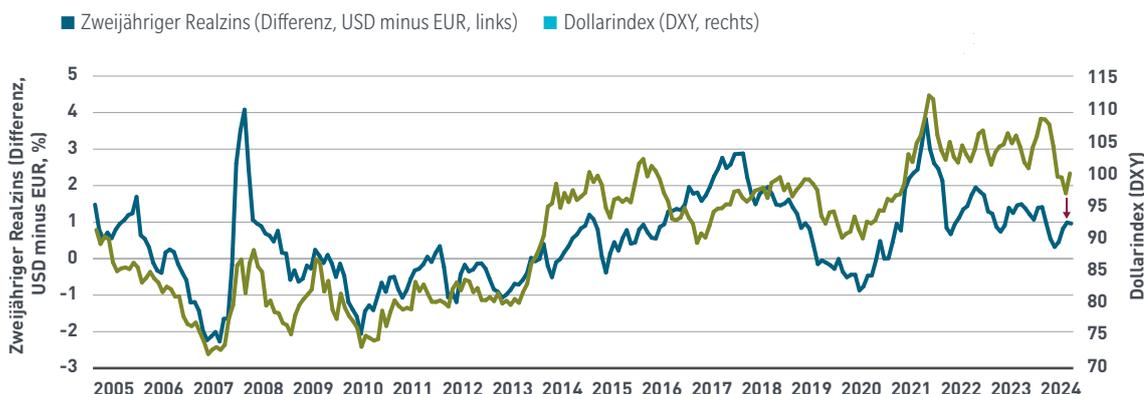
Die taktische Sicht: Weitere kurzfristige Risiken für den US-Dollar

Konjunktur und Marktlage sprechen unserer Ansicht nach weiter für einen schwachen Dollar.

Betrachten wir zunächst die Konjunkturdaten. In den USA scheint uns ein Abschwung sehr viel wahrscheinlicher als in den meisten anderen Industrieländern. Das liegt vor allem an den unklaren wirtschaftlichen Folgen des Einwanderungsstopps und der Zölle, zwei von Trumps Schwerpunkten in den letzten Monaten. Zwar halten wir eine Rezession für unwahrscheinlich, nicht aber einen Abschwung. In anderen Regionen, etwa dem Euroraum, erholt sich die Konjunktur hingegen. Diese unterschiedlichen Wachstumserwartungen sind für den US-Dollar eindeutig negativ.

Auch der Zinsausblick deutet in nächster Zeit auf eine eher schwache US-Währung hin. Höchstwahrscheinlich wird die Fed ihren Leitzins in den nächsten Quartalen stärker senken als die anderen großen Notenbanken. Die EZB dürfte die Zinssenkungen hingegen bald beenden, und die Bank of Japan denkt über weitere Erhöhungen nach. Weltweit scheint die Geldpolitik heute längst nicht mehr so synchron wie noch vor wenigen Quartalen. All das spricht für einen weiteren Rückgang des Zinsvorsprungs der USA, was für den Dollar ebenfalls ungünstig wäre. Wie Abbildung 1 zeigt, war er gemessen an der Realzinsdifferenz gegenüber dem Euro zuletzt zu stark. Aber das kann sich ändern, wenn die Fed ihren Leitzins weiter senkt.

Abbildung 1: Die Zinsdifferenz zwischen den USA und dem Euroraum spricht gegen den Dollar

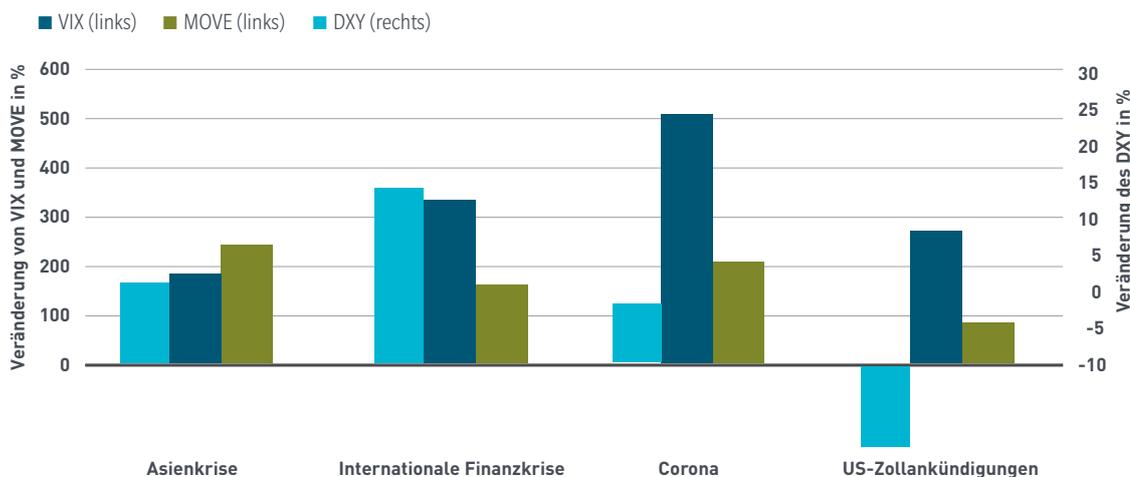


Quelle: Bloomberg. Realzinsdifferenz geschätzt als Differenz zwischen dem zweijährigen US-Realzins (Nominalzins minus Break-even-Inflation) und dem EUR-Swapsatz (Nominalzins minus Inflationsswap). Monatsdaten, Stand Juli 2025.

Ein weiterer Risikofaktor scheint uns die politische Lage in den USA zu sein. Zunächst einmal könnte das Anlegerinteresse an US-dollardenominierten Titeln wegen der sehr expansiven US-Fiskalpolitik weiter nachlassen; schließlich könnte das steigende Haushaltsdefizit höhere Langfristrenditen zur Folge haben. US-Anleihen und US-Aktien würden gleichermaßen darunter leiden. Darüber hinaus könnte der wachsende politische Druck auf die Fed der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik schaden. Für uns ist die Unabhängigkeit der Notenbank Grundvoraussetzung dafür, dass man ihr vertrauen kann. Tatsächlich bekamen viele Emerging-Market-Länder die Folgen einer Politisierung der Geldpolitik schmerzlich zu spüren. Die Inflation stieg, und es kam zu hohen Kapitalabflüssen.

Der Status des US-Dollar als sicherer Hafen hat darunter gelitten. Besonders deutlich zeigte sich das, als Anfang April der Handelskrieg eskalierte. Die fallende Risikobereitschaft ging mit einer starken Dollarabwertung einher (Abbildung 2). Auch Anfang August verloren Dollar und US-Aktien parallel an Wert, weil der Juli-Beschäftigungsbericht enttäuscht hatte. Der Dollar schien kein sicherer Hafen mehr, sondern eine eher risikoreiche Währung. Früher hatte die US-Währung von einer nachlassenden Risikobereitschaft stets profitiert. US-Staatsanleihen galten als der sichere Hafen schlechthin.

Abbildung 2: Schwächere US-Fundamentaldaten wecken Zweifel am Status des Dollar als sicherer Hafen



Quelle: Bloomberg. Tagesdaten. Maximale Gewinne bzw. Verluste der drei Indizes in folgenden Zeiträumen: Asienkrise: 1. Juli 1997 bis 31. Dezember 1998; internationale Finanzkrise: 1. Juli 2008 bis 31. März 2009; Corona: 1. Februar bis 30. April 2020; US-Zollankündigungen: 1. Januar bis 11. April 2025.

Unser quantitatives Modell spricht nicht für eine kurzfristige Dollaraufwertung. Unser Quant-Prozess nutzt für die Allokation von Industrieländerwährungen zahlreiche Indikatoren. Dazu zählen mit Bewertung und Carry zwei eher längerfristige Faktoren, aber auch kurzfristige Signale wie Momentum und Marktstimmung (Sentiment). Der Dollar ist demnach überbewertet, auch wenn sein Carry noch immer attraktiv ist. Die kurzfristigen Signale sind uneinheitlich, tendieren aber zu Short-Positionen. Man muss aber bedenken, dass sich diese Signale schneller ändern. Alles in allem legen die taktischen Faktoren eine neutrale Dollargewichtung bzw. eine kleinere Short-Position nahe. Keinesfalls signalisieren sie eine rasche Aufwertung.

Als einziger Kurzfristfaktor ist die Markttechnik positiv für den Dollar. Eine Short-Position im Dollar ist zurzeit eine der beliebtesten Positionierungen überhaupt. Die Netto-Short-Positionen sind heute so groß wie seit 2021 nicht mehr (Abbildung 3). Die günstige Markttechnik kann zu einer gewissen Volatilität und selbst zu einer kurzfristigen Dollarerholung führen. Dennoch dürften sich auf absehbare Zeit die schwachen Fundamentalfaktoren durchsetzen und den Wechselkurs bestimmen.

Abbildung 3: Short USD heißt die Devise

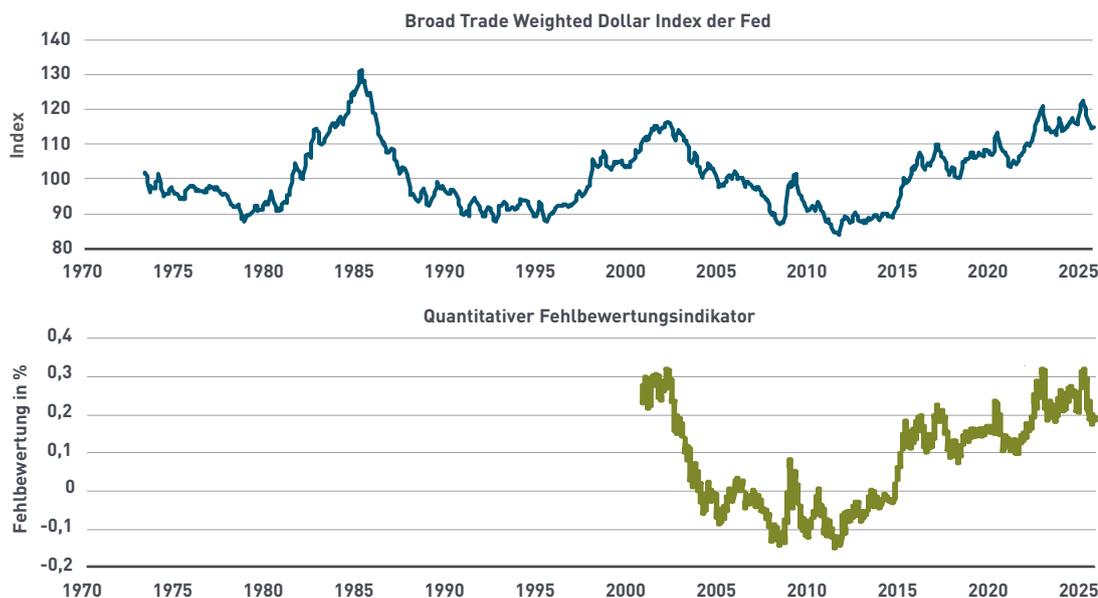


Quellen: Bloomberg, CFTC, NYCE US Dollar Index Net Non-Commercial Combined Positions

Die strategische Sicht: Bewertungen und internationale Anleger stützen den Dollar allenfalls kurzfristig

Nach den meisten Kennziffern ist der US-Dollar im Vergangenheitsvergleich zurzeit um mindestens 10% zu teuer. So liegt der reale Dollarindex zurzeit um etwa 13% über seinem Langfristdurchschnitt (seit den 1970ern). Offensichtlich hatte der Dollar im Januar 2025 seinen Höchststand erreicht. Die Kombination aus einem teuren Dollar und ersten Schwächezeichen könnte das Anlegerverhalten weltweit maßgeblich beeinflussen.

Abbildung 4: Dollar und quantitativer Fehlbewertungsindikator



Quellen: Datastream, Fed. Monatsdaten für den Broad Trade Weighted Dollar Index der Fed, Stand August 2025. Tagesdaten für unser quantitatives Modell, Stand 12. September 2025.

Das verhaltensorientierte Gleichgewichtsmodell (Behavioral Equilibrium Exchange Rate Model bzw. BEER-Modell) kommt zu einem ähnlichen Ergebnis. Es berechnet den fairen Wert einer Währung auf Basis der langfristigen realen Wechselkurse, bereinigt um aktuelle Produktivitäts- und Terms-of-Trade-Abweichungen vom Langfristdurchschnitt. Die Fundamentaldaten einer überbewerteten Währung können recht gut sein. Gegenüber einem konzentrierten, handelsgewichteten Index der G10-Währungen ist der Dollar nach dem BEER-Modell um 18,7% überbewertet. Demnach würde er trotz wirtschaftlicher Unterschiede weiter abwerten (Abbildung 4). Die Bewertung einer Währung ist auch für die künftigen Aktienerträge wichtig. Die prognostizierte Dollarabwertung könnte US-Aktien schaden.¹

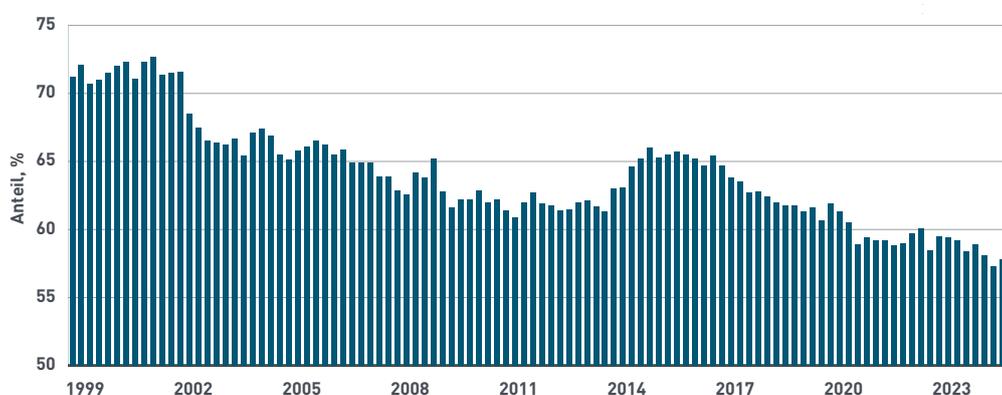
Zwei Anlagepraktiken könnten den Dollar kurzfristig weiter schwächen: Währungsallokation und Währungsabsicherung. Zum einen könnten sich Anleger bei ihrer strategischen Asset-Allokation aus US-dollardenominierten Titeln zurückziehen. Der Dollaranteil würde fallen, zugunsten der übrigen Währungen. In den letzten Monaten gab es bereits starke Tendenzen in diese Richtung. Es könnte aber noch weitergehen, wenn Konjunktur und Marktumfeld dem Dollar wie beschrieben weiter schaden. Wir glauben, dass internationale Investoren in den USA erheblich übergewichtet sind. Solche Umschichtungen könnten daher Zeit brauchen, vor allem angesichts der Prozesse großer internationaler Investoren.

Auch Absicherungsgeschäfte könnten den Dollar weiter unter Druck setzen. Von 2022 bis 2024 war die Absicherung von Dollarpositionen (aufgrund des Zinsanstiegs in den USA ab 2022) sehr teuer. Manche asiatischen und europäischen institutionellen Investoren senkten daher ihre Absicherungsquoten. Laut Bank of Japan ist die Absicherungsquote großer japanischer Lebensversicherer von etwa 60% im Jahr 2021 auf 40% im Jahr 2024 gefallen,² was sich jetzt umkehren könnte. Wie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) im Juni 2025 schrieb, könnten Absicherungsgeschäfte nicht amerikanischer Investoren schon in den letzten Monaten zur Dollarschwäche beigetragen haben.³ Aus technischer Sicht ist eine Anpassung der Absicherungsquote das größte Risiko für den Dollar – und nicht etwa der währungsgesicherte Kauf dollardenominierter Titel. Man sollte die Absicherungsstrategien großer internationaler Investoren daher unbedingt genau beobachten.

Die strukturelle Sicht: Der US-Dollar als Reservewährung

Die langfristigen Aussichten des US-Dollar hängen stark von seiner Bedeutung für das Weltfinanzsystem ab. Sie sind daher sehr viel erfreulicher: Wir glauben nicht, dass der Dollar seinen Status als wichtigste Weltreservewährung verliert. Natürlich ist sein Anteil an den Reserven im Laufe der Zeit gesunken. Nach den jüngsten IWF-Daten entfallen heute nur noch etwa 58% der weltweiten Reserven auf den Dollar;⁴ vor 20 Jahren waren es noch etwa 70% (Abbildung 5). Wir wüssten aber nicht, welche Währung dem Dollar ernsthaft Konkurrenz machen könnte. Mit etwa 20% Anteil liegt der Euro mit großem Abstand auf Platz 2, gefolgt vom Yen mit 5,8%. Vielleicht wird der Anteil des Dollar in der nächsten Zeit weiter fallen, aber dann wohl nur langsam und schrittweise. Das wichtigste Hindernis für die Wettbewerber sind Marktgröße und Marktliquidität. Egal, was man zurzeit von US-Staatsanleihen hält – der US-Staatsanleihenmarkt ist mehr als zehnmal so groß wie der Markt für deutsche Bundesanleihen. Beim Handelsvolumen, einem wichtigen Liquiditätsindikator, ist es noch extremer: Jeden Tag werden 30-mal so viele amerikanische wie europäische Anleihen gehandelt. Dollar und US-Staatsanleihen bleiben wichtige internationale Anlagevehikel.

Abbildung 5: Der Anteil des US-Dollar an den Währungsreserven ist zwar gefallen, bleibt aber hoch



Quellen: IWF, Daten von Cofer. Quartalsdaten Stand März 2025.

Konsequenzen für Anleger: Argumente für weltweite Diversifikation

Der schwache Ausblick für den Dollar liefert Argumente für weltweite Diversifikation. Dieses Jahr haben wir einmal mehr gelernt, wie wichtig sie ist. Weil Anleger den USA in den letzten Jahren eine Ausnahmestellung zubilligten, haben sie dort vielleicht zu viel investiert. Aber jetzt wachsen die Zweifel, was zu einem gewissen Rückzug aus US-Anlagen führen könnte. Künftig könnten Assetklassen wie nicht amerikanische Aktien, europäische Anleihen und Emerging-Market-Anleihen von einer anhaltenden Dollarschwäche profitieren. Vor allem für Emerging-Market-Lokalwährungsanleihen sind wir sehr optimistisch. Sie sind von Natur aus stark nach Ländern diversifiziert: Der wichtigste Referenzindex – der JPMorgan GBI-EM Diversified – enthält 19 Länder aus Asien, der EMEA-Region und Lateinamerika. So wichtig die Weltwirtschaft für diese Assetklasse bleibt, so wenig darf man gerade hier lokale Faktoren unterschätzen. Vor allem Geldpolitik und Inflation der einzelnen Länder haben große Auswirkungen auf die Performance.

¹ Die Währungsbewertung ist ein Faktor unseres quantitativen Allokationsmodells für die Industrieländer. Da der Dollar überbewertet ist, empfiehlt er zurzeit nicht amerikanische Aktien.

² Quelle: Bank of Japan, Financial System Report (April 2025).

³ Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), BIS Bulletin, Nr. 105, 20. Juni 2025.

⁴ Quelle: IWF, IMF Data Brief: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, 17. Juli 2025.

Der **MSCI World Index** bildet die Industrieländer-Aktienmärkte ab. Quelle der Indexdaten: MSCI. MSCI gibt keinerlei Garantien oder Gewährleistungen und übernimmt keinerlei Verantwortung für die hierin enthaltenen MSCI-Daten. Die MSCI-Daten dürfen weder weitergegeben noch als Grundlage für andere Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte genutzt werden. Dieses Dokument wurde von MSCI weder erstellt noch genehmigt oder geprüft.

Quelle: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“). Bloomberg oder seine Lizenzgeber besitzen alle geistigen Eigentumsrechte an den Bloomberg-Indizes. Bloomberg hat dieses Dokument weder bestätigt noch genehmigt, garantiert weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information, gibt keine explizite oder implizite Garantie im Zusammenhang mit den daraus gezogenen Schlüssen und schließt im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang jedwede Haftung oder Verantwortung für Schäden aus, die im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen.

Die hier dargestellten Meinungen sind die der MFS Strategy and Insights Group, eines Teils der Vertriebspartei von MFS. Sie können von denen der Portfoliomanager und Analysten von MFS abweichen. Die Einschätzungen können sich jederzeit ändern. Sie dürfen nicht als Anlageberatung, Angaben zur Portfoliopositionierung, Wertpapierempfehlung oder Hinweis auf beabsichtigte Transaktionen von MFS verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien.

Diversifikation garantiert keine Gewinne und schützt auch nicht vor Verlusten. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse.

GLOBALER DISCLAIMER

Sofern nicht anders angegeben, sind Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsnamen Marken von MFS® und den Tochtergesellschaften von MFS und können in manchen Ländern eingetragen sein.

Herausgegeben von:

USA: MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc. (SIPC-Mitglied); **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. **Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz:** Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 282 612 800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M). **Australien/Neuseeland:** MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine registrierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen. **Für Anleger in Saudi-Arabien, Kuwait, Oman und den Vereinigten Arabischen Emiraten (ohne DIFC und ADGM). In Katar ausschließlich für erfahrene Anleger und vermögende Privatpersonen. In Bahrain nur für erfahrene Institutionen:** Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger bestimmt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen kein Angebot, keine Einladung oder keinen Vorschlag zur Abgabe eines Angebots, keine Empfehlung zur Beantragung oder eine Meinung oder Beratung zu einem Finanzprodukt, einer Finanzdienstleistung und/oder einer Finanzstrategie dar und sollten auch nicht als solches ausgelegt werden. Obgleich wir davon ausgehen, dass diese Informationen korrekt sind, übernimmt MFS keine Garantie oder Gewährleistung dafür, dass sie frei von Fehlern, Irrtümern oder Auslassungen sind, oder für auf dieser Grundlage erfolgte Handlungen. Die Informationen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. MFS übernimmt keine Haftung für direkte oder indirekte Verluste oder Folgeschäden, die aus der Verwendung dieses Dokuments oder dem Vertrauen darauf entstehen. Dieses Dokument darf (ganz oder in Teilen) ohne die ausdrückliche Zustimmung von MFS international (U.K.) Ltd (MIL UK) nicht vervielfältigt, weiterverbreitet und verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen nur zur Information. Es ist nicht für die Öffentlichkeit bestimmt und sollte nicht öffentlich verteilt oder verwendet werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können Aussagen enthalten, die nicht vergangenheitsbezogen, sondern zukunftsgerichtet sind. Hierzu zählen unter anderem Projektionen, Prognosen und Schätzungen des laufenden Ertrags. Diese zukunftsgerichteten Aussagen basieren auf bestimmten Annahmen, von denen einige in anderen einschlägigen Dokumenten oder Materialien beschrieben sind. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren. Bitte beachten Sie, dass alle vom Herausgeber (MIL UK) gesendeten Materialien elektronisch aus dem Ausland gesendet wurden. **Südafrika:** Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen sind nicht als öffentliches Wertpapierangebot in Südafrika gedacht, stellen kein solches Angebot dar und sollten daher auch nicht als solches ausgelegt werden. Dieses Dokument ist nicht für die allgemeine öffentliche Verbreitung in Südafrika bestimmt. Dieses Dokument wurde nicht von der Financial Sector Conduct Authority genehmigt. Weder MFS International (U.K.) Limited noch die einzelnen Fonds sind in Südafrika für den öffentlichen Vertrieb zugelassen.