

# Ändert sich der Dollar, ändert sich alles...

Von Boris Kovacevic, Währungsstrategie, Western Union Business Solutions

COVID-19 sorgt derzeit für geradezu atemberaubende Veränderungen – auch auf den internationalen Währungsmärkten. Darauf sollten sich finanzielle Entscheidungsträger in allen Branchen einstellen und betrachten, welche möglichen Szenarien sich in den nächsten sechs bis zwölf Monaten ergeben und auf ihr Unternehmen auswirken könnten.

Die wirtschaftlichen Folgen sind bereits schmerzhaft zu spüren. An dieser Stelle soll es jedoch um die Frage gehen: Was passiert, wenn der US-Dollar als Weltleitwährung in einen neuen Zyklus nachhaltiger Auf- oder Abwertung eintritt? Doch zunächst einige einleitende Fakten.

## 2019 – der erste Handelsabschwung seit einem Jahrzehnt

Schon vor COVID-19 zeigte die Weltwirtschaft erste Anzeichen von Schwäche. Ein zweieinhalbjähriger Handelskrieg zwischen den USA und China hatten die Wirtschaft bereits sichtlich geschwächt, bevor beide Länder im Januar 2020 einen „Waffenstillstand“ unterzeichneten. Erhöhte Handelsschranken und die aufgekommene protektionistische Rhetorik der politischen Elite trugen dazu bei, dass es laut dem World Trade Monitor von CPB im vergangenen Jahr zur ersten Kontraktion im weltweiten Handelsvolumen seit 2009 kam. Die globale Fertigungsindustrie mit ihrer erheblichen Abhängigkeit vom freien Warenverkehr und funktionierenden Lieferketten geriet unter massiven Druck und zeigte erstmals seit 2012 Rezessionserscheinungen, so der Global Index von J.P. Morgan<sup>1</sup>.

Darüber hinaus konnten sich die Finanzmärkte und Unternehmen zum ersten Mal in der rund 300-jährigen Geschichte der Geldpolitik nicht mehr gänzlich auf die Zentralbanken als Kreditgeber der letzten Instanz verlassen. Infolge der amerikanisch-chinesischen Konfrontation und der zyklischen Verlangsamung der weltweiten Konjunktur hatten die Währungshüter bereits einen Großteil ihrer Munition verschossen. Im Zuge der geldpolitischen Lockerung sahen sich die Zentralbanken im vergangenen Jahr zu nicht weniger als 132 Zinssenkungen veranlasst. Das sind fast drei Mal so viele wie die 46 Zinssenkungen im Jahr 2018.

## Und dann kam COVID-19

Dennoch sahen viele Experten über die Unsicherheiten aus dem Vorjahr weitgehend hinweg und gingen von der optimistischen Annahme aus, dass die Weltwirtschaft im Jahr 2020 schneller wachsen würde als in den beiden vorangegangenen Jahren. Unterstützt wurden sie dabei vom Internationalen Währungsfonds, welcher in seiner Prognose vom Januar 2020 nach 2,9 Prozent Wachstum des weltweiten BIP im Jahr 2019 ein Wachstum von 3,3 Prozent in diesem sowie von 3,4 Prozent im kommenden Jahr prognostizierte.

Zu jener Zeit hätte noch niemand für möglich gehalten, dass sich diese Vorhersage bereits im ersten Monat des Jahres erledigt haben könnte und der US-chinesische Handelsstreit durch einen größeren Unsicherheitsfaktor ersetzt werden würde – das Coronavirus. Es breitet sich über die ganze Welt aus und forderte bereits in den ersten drei Monaten über 70.000 Tote<sup>2</sup>. Innerhalb von nur drei Februarwochen verloren die Börsenindizes von Großbritannien, Deutschland, Frankreich und den USA mehr als 30 Prozent an Marktkapitalisierung – ein Bärenmarkt in Reinform<sup>3</sup>. Der Lockdown in vielen Ländern – unabdingbar, um die Folgen des Virus abzuschwächen und Leben zu retten – sorgt jedoch dafür, dass die wichtigsten Volkswirtschaften nun nicht mehr Wachstum, sondern Rezessionen zu erwarten haben.

## Die verzweifelte Suche nach Liquidität: der US-Dollar im Fokus

Die Folgen von COVID-19 in Kombination mit historisch hohen Bewertungen an den globalen Kapitalmärkten verursachten einen Anstieg der Volatilität in allen Anlageklassen. Der Volatilitätsindex (VIX) für den US-Aktienmarkt –

<sup>1</sup> J.P. Morgan – Global Aggregate Purchasing Manager Index

<sup>2</sup> Weltgesundheitsorganisation

<sup>3</sup> Definiert als ein zwanzigprozentiger Rücksetzer des Börsenwertes nach einem Hoch

auch bekannt als das Angstbarometer der Wall Street – verzeichnete den größten Anstieg seit der Finanzkrise 2008. Typisch für eine Krise wie die aktuelle ist die hohe Nachfrage nach konservativen Wertanlagen wie Staatsanleihen, Gold und Währungen wie den Schweizer Franken. Was wir aber beobachten, ist ein nachhaltig gestiegenes Bedürfnis nach Liquidität, welches stärker auf die Märkte drückte als die Nachfrage nach Sicherheit. Die Geldknappheit und Flucht in die Liquidität beherrscht die Märkte.

Der intensive Drang zu Liquidität und Cash wird durch ein erhöhtes Risiko von Kreditausfällen bei angeschlagenen Unternehmen begleitet, welche derzeit weder ihre Produkte und Dienstleistungen noch ihre Schulden verkaufen können. Das gilt ganz besonders in Branchen wie dem Tourismus, Reiseverkehr und Freizeitangeboten, in denen die Anbieter verlorene Umsätze nur schwierig ersetzen können. Ohne Einkünfte bei fortlaufenden Verpflichtungen werden Insolvenzen wahrscheinlicher, was auch die Banken dieser Unternehmen unter Druck setzt. Hohe Preisvolatilität und -Risiken sowie die Unsicherheit vieler Wertanlagen sind weitere Faktoren hinter dem „Drang zum Dollar“.

Die Unsicherheit hatte zur Folge, dass alles veräußert wurde, was für US-Dollar verkauft werden konnte. Das hat dem handelsgewichteten Index des US-Dollars im März zu einem Drei-Jahres-Hoch verholfen, nicht weit entfernt vom Rekordwert aus dem Jahr 2002. Aus diesem Grund hat die Federal Reserve am 19. März neun Zentralbanken einen Notfallzugang zu so genannten Swaplinien im Wert von 450 Milliarden US-Dollar gewährt<sup>4</sup>. Damit hat sie ein Zeichen gesetzt: das vom US-Dollar abhängige weltweite Finanzsystem soll stabil bleiben und die Nachfrage nach Krediten weiter bedienen können.

### **Warum jetzt jeder Dollars will**

Im internationalen Handel werden etwa 40 Prozent aller grenzüberschreitenden Transaktionen in US-Dollar getätigt<sup>5</sup>, mehr als die Hälfte aller Warenimporte in die EU werden in US-Dollar abgerechnet. Auch ohne Theorien wie das „Grassmansche Gesetz“ bemühen zu müssen, gilt grundsätzlich: wer international handeln will, braucht US-Dollars. Gerade in Schwellenländern wie Indien sind Unternehmen geradezu gezwungen, ihre Rechnungen in US-Dollar anstatt in ihrer Landeswährung zu stellen. Wenn die Menschen also glauben, dass der US-Dollar aufwerten wird, reagieren sie entsprechend und kaufen die Währung, wodurch sie seinen Wert noch weiter nach oben treiben.

Die Dominanz der US-Währung erstreckt sich jedoch noch weiter auf die Finanzmärkte. Fast zwei Drittel (63 Prozent) der weltweiten Schulden sind in US-Dollar ausgewiesen<sup>6</sup>. Allein Unternehmen (ausgenommen Banken) außerhalb der USA haben Schulden in Höhe von mehr als 11 Billionen US-Dollar, das sind rund 14 Prozent des weltweiten BIP<sup>7</sup>. Darüber hinaus umfasst der US-Anleihemarkt – nach Ansicht anderer Zentralbanken und Regierungen der weltweit sicherste Hafen – weitere 21 Billionen US-Dollar. Die US-Börsen umfassen 53 Prozent der weltweit gehandelten Werte<sup>8</sup>, der Greenback ist die weltweite Reservewährung Nummer Eins. Die Liste ließe sich noch lange fortsetzen. Kurzum: Der Dollar ist derzeit unverzichtbar.

---

<sup>4</sup> Federal Reserve.gov

<sup>5</sup> Quelle benötigt

<sup>6</sup> The Institute of International Finance (IIF)

<sup>7</sup> International Bank for Settlement

<sup>8</sup> Statista

# Steigt die globale Unsicherheit, steigt auch der US-Dollar



Quelle: [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com), Refinitiv, WUBS – 01042020

## Der Dollar könnte weiter Aufwertung

Könnte es angesichts des Herdenverhaltens nach mehr Liquidität und der Nachfrage nach US-Dollar zu einer möglichen Parität des USD-Euro bis Jahresende kommen?

Investoren sorgen sich über eine mögliche Kreditklemme in den USA, dem größten Finanzzentrum der Welt. Keine schöne Aussicht angesichts der übrigen aktuellen Probleme. Das ist einer der Gründe, warum der US-Dollar am Beginn einer großen, langfristigen Aufwertung stehen könnte. Ein weiterer Faktor, der den Abwärtsdruck auf den EUR/USD-Wechselkurs erklärt, ist die Intervention der Zentralbanken insbesondere in den Schwellenländern. Laut Berechnungen des Institute of International Finance (IIF) sind allein im März insgesamt 83 Milliarden US-Dollar an Portfolio-Kapital aus diesen Ländern abgeflossen<sup>9</sup>. Um der Abwertung entgegenzuwirken, mussten diverse Zentralbanken ihre eigene Währung auf dem freien Markt kaufen und in US-Dollar bezahlen. Das hat wiederum den Anteil der von den Zentralbanken gehaltenen US-Dollar reduziert.

Um dies auszugleichen, haben die Zentralbanken die Reservewährung zurückgekauft und dafür in der Regel Euro-Reserven verkauft, da EUR/USD das meistgehandelte Währungspaar ist und nur marginale Geld-Brief-Spannen aufweist. Die Währungsswap-Basis – ein gängiger Indikator für die Nachfrage nach US-Dollar, der die Prämie zeigt, die nicht-amerikanische Banken für den Tausch ihrer Landeswährung gegen US-Dollar zahlen – stieg durchschnittlich im März auf ein Acht-Jahres-Hoch.

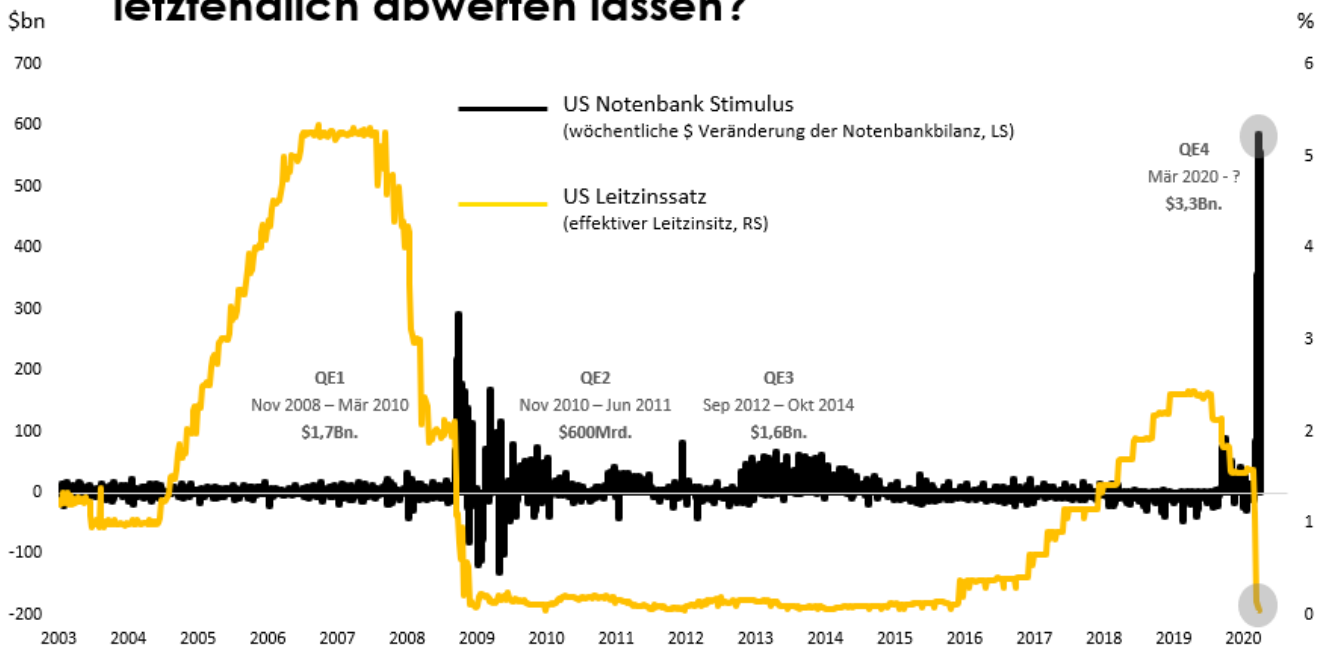
Der FRA-OIS-Spread<sup>10</sup> – schlicht ein technischer Ausdruck für die Unwilligkeit von US-Banken, sich gegenseitig Geld zu leihen – sprang im März auf ein Zehn-Jahres-Hoch. Es gibt jedoch Hoffnung: Um diesem systemischen Risiko, das zu einer nachhaltigen Aufwertung des US-Dollars führen könnte, entgegenzuwirken, hat die Federal Reserve am 16. März ihren Leitzins auf ein historisches Tief von 0-0.25 Prozent gedrückt und über 3,5 Billionen US-Dollar in die Finanzmärkte gepumpt<sup>11</sup>. Dies übertrifft bei weitem die historischen Anleihenkäufe der US-amerikanischen Notenbanken, sogar am Höhepunkt der Finanzkrise 2008 und stellt die größte Expansion der Notenbankbilanz aller Zeiten dar. Weitere Notfallmaßnahmen wurden eingeleitet, was jüngst zu einer leichten Abkühlung der Stressindikatoren zur Folge hatte.

<sup>9</sup>The Institute of International Finance (IIF) – Im März 2020 gab es den zweitgrößten Abfluss aus Schwellenländern, nur der Oktober 2008 lag darüber.

<sup>10</sup>Spanne zwischen dem erwarteten Dreimonats-Interbanken-Zinssatz, kurz Libor, und dem Overnight-Index-Swapsatz auf den US-Zinssatz – Quelle: Refinitiv, März 2020

<sup>11</sup>Federal Reserv.gov

# Wird die Geldflut der Fed den US-Dollar letztendlich abwerten lassen?



## Eine Sättigung der Bedürfnisse nach Liquidität zu erkennen?

Im weltweiten Börsengeschehen ist die künftige Entwicklung einer Währung stets ein zweiseitiges Schwert – eben der „Bullen-gegen-Bären“-Antagonismus. Viele Wirtschaftsexperten schätzen die durch COVID-19 bedingte Rezession in den Industrieländern als heftig, aber kurz ein. Die Erholung, so die Hoffnung, könnte im zweiten Halbjahr 2020 kommen, auf einen heftigen drei- bis sechsmonatigen Abschwung könnte also eine Erholung folgen. Hintergrund solcher Prognosen ist die Erfahrung aus früheren kurzen Rezessionen und Pandemien wie SARS im Jahr 2003, auch wenn diese historischen Vergleiche nur teilweise valide sind. Sie deuten darauf hin, dass die Wirtschaftsaktivitäten eher verschoben als gänzlich beendet werden, wenn sie von Konjunkturmaßnahmen der Regierungen unterstützt werden.

Eine andere Sichtweise ist, COVID-19 als einmalige Naturkatastrophe zu betrachten. Diese führen in der Regel nicht zu einer langfristigen wirtschaftlichen Depression, zumal der Einbruch der Ölpreise ebenfalls als wichtiger Wirtschaftsimpuls betrachtet werden kann, sobald die weltweite Nachfrage wieder anzieht.

Zinssätze bestimmen langfristige Währungstrends. Eine mögliche Erholung und ein neuerlicher Aufschwung würden eine Rückallokation von Geldern in risikoreichere und gewinnträchtigere Assets und Währungen bewirken. Mit anderen Worten: Wenn die Sorgen um Liquidität und Sicherheit vorbei sind, könnte es auch der Höhenflug des US-Dollars sein.

## EUR/USD-Wechselkurs über 1,1500 Dollar bis Jahresende?

Kurzfristig dürfte die Nachfrage nach Flucht- und liquiden Währungen wie dem US-Dollar jedoch anhalten, solange die Lage hinsichtlich der globalen Wirtschaftsaussichten und der Gesundheitskrise ungewiss bleibt. Doch auch wenn ein neuer Aufschwung beginnt, wird angesichts der unterschiedlichen Wirtschaftsstärke in den jeweiligen Ländern nicht jede risikobehaftete Anlage aufwerten. Wenn die Erholung nach COVID-19 aber tatsächlich an Fahrt gewinnt, dürften Währungen mit einer positiven Zinsdifferenz gegenüber dem US-Dollar, insbesondere in einigen aufstrebenden Ländern – über Jahre hinaus begehrt sein. Ob, und wie stark der US-Dollar gegenüber diversen Währungen wie dem Euro ab- oder aufwertet, hängt nicht nur von den Wirtschaftsdaten der USA, sondern auch an diversen anderen globalen und regionalen Faktoren ab.

Wer zu den Gewinnern und wer zu den Verlierern zählt, wird sich daran zeigen, welches Land am besten aus der aktuellen Krise kommt und welche Zentralbank die Führung bei künftigen Zinserhöhungen übernehmen wird.

## Blick auf verschiedene COVID-19-Szenarien

In Zeiten erhöhter Unsicherheit kann sich kein Entscheider unentschlossenes Zögern oder Untätigkeit leisten. Im Rahmen ihrer Krisenbewältigungsstrategien werden viele Unternehmen verschiedene Szenarien zum weiteren Verlauf der Krise betrachten und bewerten. Bei Unternehmen mit grenz- und währungsübergreifendem Geschäft gehört dazu auch die Betrachtung von Wechselkursszenarien – höchstwahrscheinlich unter Einbeziehung des US-Dollars.

- Unser jährliches Devisenbarometer<sup>12</sup> – eine Umfrage unter über 4.000 Unternehmen, die Geschäfte in Fremdwährungen tätigen – zeigt, dass Marktprognosen und Marktforschung am häufigsten als Instrumente eingesetzt werden, wenn es um die Bewertung von Währungsrisiken geht. Einige werden einwenden, dass Währungsprognosen in Anbetracht der momentan extrem unsicheren Situation riskant sind. Unserer Erfahrung nach ist es daher umso wichtiger, eine Reihe verschiedener Indikatoren zu Rate zu ziehen, etwa historische Durchschnitte sowie die vorherrschenden Devisen-Absicherungskurse. Beunruhigend ist indes, dass 13 Prozent der Unternehmen lediglich den tagesaktuellen Devisenkassakurs für ihre Planung nutzen, ohne sich um weitergehende Markttrends zu kümmern.
- Die Planung künftiger Szenarien ist ein hocheffizientes Werkzeug für Unternehmen. Sie dienen jedoch nicht dazu, die Zukunft vorherzusagen, sondern vielmehr abschätzen zu können, was in einem volatilen Währungsmarkt passieren könnte. Es braucht die Identifizierung aller möglichen Szenarien – positiver wie negativer – um einen ganzheitlichen Blick auf die Zukunft zu gewinnen.
- Was, wenn der US-Dollar tatsächlich am Beginn einer nachhaltigen Auf- oder Abwertung steht? Was können Unternehmen tun, um sich auf alle Eventualitäten vorzubereiten?

Falls Sie Hilfe benötigen oder nicht die Ressourcen haben, um sich selbst mit diesen Fragen zu befassen, stehen Ihnen [unsere Lösungsexperten](#) zur Verfügung. Ihnen hilft die aus der Arbeit für rund 60.000 Unternehmen in verschiedensten Branchen gewonnene Erfahrung. Ebenso steht Ihnen unser [Resource Centre](#) für die neuesten Updates zu COVID-19 zur Verfügung.

---

<sup>12</sup> Globale Devisenbarometer-Forschungsstudie – Oktober 2019, Western Union Business Solutions