



Devisen: Trump-Dollar ohne roten Faden

Der US-Dollar könnte stärkeren politischen Einflüssen unterliegen. Während die Marktbewegungen damit wohl zunehmen, dürfte sich der Euro-Dollar-Kurs per saldo gar nicht groß ändern.

Am Devisenmarkt gab es 2024 keine neuen Modewellen. Der Euro-Dollar-Kurs schwankte bis zu den US-Wahlen in einem **Seitwärtsband um 1,10**, in dem einmal die US-, einmal die europäische Währung mehr gefragt war. Dabei zeigte sich das makroökonomische Umfeld unterschiedlich attraktiv: dem robusten US-Wachstum stand eine bislang ausbleibende Belebung in der Eurozone gegenüber. Da aber sowohl Fed als auch EZB ihre Leitzinsen in ähnlichem Ausmaß reduzierten, bewegten sich die Renditedifferenzen – und der Wechselkurs – lange Zeit kaum.

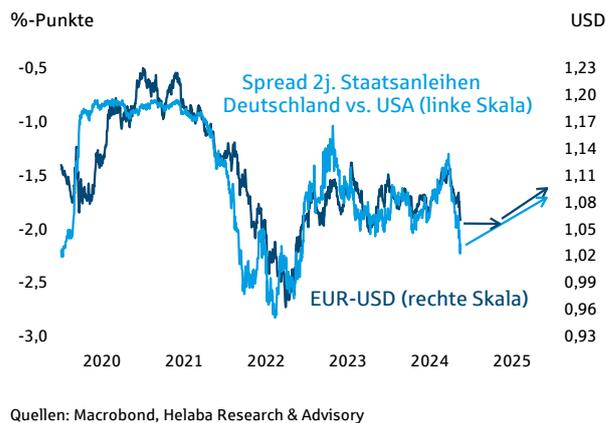
Trump und der US-Dollar

Für mehr Bewegung könnte der neue US-Präsident Trump sorgen. Die angedrohten **Strafzölle** sollten laut Lehrbuch zu Reaktionen am Devisenmarkt führen, d.h. die betroffenen Länder werten ihre Währung ab und umgekehrt der US-Dollar auf. Es besteht jedoch eine erhebliche Unsicherheit ob, gegen wen, wann und wie hoch solche Zölle eingeführt werden. Zudem ist zu bedenken, dass etwa im zweiten Quartal 2024 die Differenz zwischen dem Leistungsbilanzüberschuss der Eurozone und dem Defizit in den USA so groß ausfiel wie noch nie – **ohne dass dies den Euro-Dollar-Kurs sonderlich bewegte**. Sollte allerdings eine aufgrund der Handelspolitik und anderer Maßnahmen höhere US-Teuerung den Lockerungskurs der Fed maßgeblich dämpfen, würde der Dollar einen Schub bekommen – zumindest zeitweise.

Vieles hängt an der Geldpolitik

Spekulationen auf andauernde Wachstumsunterschiede und damit dann doch verbundene geldpolitischen Divergenzen könnten die US-Währung temporär beflügeln. Die Aussicht auf eine Konjunkturerholung spricht aber **gegen eine stärkere Lockerung in der Eurozone**. Grundsätzlich werden Fed und EZB die eingeschlagenen Pfade 2025 in ähnlichem Ausmaß fortsetzen. Die Terminmärkte gingen im Herbst von weniger Fed-Lockerungen aus. Sollte sich dies nicht bewahrheiten, dürfte der US-Renditevorteil wieder schrumpfen und der Euro-Dollar-Kurs leicht zulegen.

US-Renditevorteil wird leicht nachgeben



Donald Trump möchte zwar die Führungsposition der US-Währung bewahren, beklagt gleichwohl ihre Stärke. Tatsächlich notiert der **Dollar** gemäß Kaufkraftparitäten oder realer Wechselkursindizes **auf sehr hohem Niveau**. Dies spiegelt das US-Handelsdefizit ohne Erdölprodukte wider. Ob die Zölle daran viel ändern können, ist fraglich. Eine Dollar-Aufwertung würde in Trumps Sinne kontraproduktiv wirken und ihm kaum gefallen. Für eine US-Regierung ist es mit Hilfe von Devisenmarktinterventionen wenig erfolgsversprechend, die eigene Währung zu schwächen. Die Notenbank kann sehr wohl Einfluss nehmen, sie ist jedoch unabhängig. Allerdings nominert der Präsident die Mitglieder des Direktoriums, wobei die Zustimmung im Senat erforderlich ist. So ganz im politischen Vakuum agiert die Fed also nicht. Die **Verschuldungspolitik der USA** („Zwillingsdefizite“) birgt im Prinzip ebenso Risiken für den Dollar. Die Weltleitwährung scheint jedoch bislang dagegen immun zu sein. In Trumps erster Amtszeit neigte der Greenback insgesamt nicht zur Stärke.

„So we have a big currency problem because the depth of the currency now in terms of strong dollar/weak yen, weak yuan, is massive.“

Donald Trump

Auf den Dollar wirken 2025 also unterschiedliche Kräfte. Gut möglich, dass die Kursausschläge größer ausfallen und die US-Währung auch zeitweise aufwertet. Wenn letztlich die Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks nicht stark divergiert, dürfte der Euro-Dollar-Kurs per saldo Ende 2025 **etwas höher um 1,10** notieren.

Britisches Pfund weniger sexy

Das Britische Pfund zählte 2024 zu den stärksten Währungen, nicht zuletzt wegen eines sich belebenden Wirtschaftswachstums. Die Bank of England agierte ungeachtet der rückläufigen Inflation bislang zögerlicher als Fed oder EZB, was die britische Währung stützte. Der Kurs der **neuen Labour-Regierung** mit höheren Ausgaben und Steuern bei zeitweise erhöhten Defiziten wird vermutlich keinen sehr großen Einfluss am Devisenmarkt haben. Die Attraktivität der britischen Währung wird damit jedoch kaum gesteigert.

Die Konjunktur bleibt 2025 wohl recht solide, wenngleich sich das Wachstum mit 1,2 % nicht signifikant beschleunigen wird. Der Inflation fehlt 2025 die Entlastung von den Energiepreisen, so dass die Gesamtrate kaum sinkt. Allerdings werden die Kernraten langsamer steigen, vor allem die Dienstleistungspreise, da sich die Lohndynamik abschwächt. Daher sollte die Bereitschaft der **Bank of England für weitere Zinssenkungen** zunehmen. Da dies – anders als bei anderen Notenbanken – nur teilweise eingepreist ist, wird sich der britische Renditevorteil gegenüber dem Euro vermutlich verringern, was das Pfund belasten sollte. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte bis Ende 2025 etwas auf 0,85 steigen. Gegenüber dem US-Dollar wird die britische Währung bei knapp 1,30 notieren.

Schweizer Franken kommt nie ganz aus der Mode

Beim Schweizer Franken tat sich 2024 per saldo wenig. Die zwischenzeitlich markanten **Verluste** gegenüber dem Euro konnte die Schweizer Währung **ausgleichen**. Die Schweizer Notenbank (SNB) begann früher als andere mit ihrem Zinssenkungszyklus. Mittlerweile zog die EZB jedoch nach, was die Kursbewegung erklärt.

Die Schweizer Konjunktur zeigt sich 2025 mit einem Zuwachs von rund 1 % recht solide, auch wenn sie damit anders als im Vorjahr die Eurozone nicht übertrumpft. Die Inflation fällt aber mit knapp 1 % niedriger aus. Daher wird die **SNB** ihren Leitzins von 1,0 % noch weiter senken, jedoch im positiven Bereich bleiben. Gegenüber der Eurozone dürfte der Schweizer Leitzinsnachteil schrumpfen. Da der Kapitalmarkt dies bereits weitgehend eingepreist hat, wird der Franken davon aber wohl kaum profitieren. Gegen Ende 2025 könnte der **Schweizer Renditenachteil sogar wieder zunehmen**. Zudem wird die SNB mit Devisenmarktinterventionen das Aufwertungspotenzial begrenzen. Sofern die Schweizer Währung auch in ihrer Funktion als sicherer Anlagehafen nicht groß gefragt ist, dürfte der Euro-Franken-Kurs bis Ende 2025 etwas steigen, aber **unterhalb der Parität bleiben**.

gg. Euro	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
US-Dollar	1,05	1,05	1,10	1,10
Japanischer Yen	158	155	158	158
Britisches Pfund	0,83	0,83	0,84	0,85
Schweizer Franken	0,93	0,94	0,95	0,96

Quelle: Helaba Research & Advisory

Liegt der Japanische Yen endlich mal im Trend?

Der Japanische Yen vollzog **2024 eine Achterbahnfahrt**, die er wohl im Minus beenden wird. Die Entwicklung der **internationalen Kapitalmarktrenditen** und damit der Zinsdifferenzen – auch in Verbindung mit Carry Trades – wird die Yen-Kurse weiter prägen.

Das japanische Wirtschaftswachstum wird sich 2025 nach einem enttäuschenden Vorjahr spürbar verbessern. Die Inflation dürfte leicht auf 2,0 % zurückgehen und damit weit weg von alten Deflationsniveaus liegen. Daher kann die **Bank of Japan ihre Geldpolitik normalisieren** und den Leitzins weiter behutsam anheben. Da Fed und EZB den gegenteiligen Weg eingeschlagen haben, wird der japanische Zinsnachteil zurückgehen. Dies sollte sich auch teilweise bei den Kapitalmarktrenditen zeigen und den **Yen begünstigen**, zumal aktuelle Spreads dies schon andeuten. Der Dollar-Yen-Kurs dürfte Ende 2025 bei 144, der Euro-Yen-Kurs bei 158 notieren. Auch Donald Trump würde sich wohl über einen stärkeren Yen freuen.

