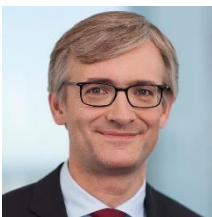




US-Dollar: Trump-Bonus oder Malus?



Die US-Präsidentenwahlen rücken auch am Devisenmarkt in den Fokus. Insbesondere ein Sieg von Donald Trump birgt Potenzial für Kursbewegungen. Einerseits könnten manche seiner geplanten Maßnahmen den Dollar begünstigen, andererseits sieht er dessen Stärke kritisch. Am Ende dürfte aber die Geldpolitik dominieren, die dem Dollar vermutlich weniger Rückenwind gibt.



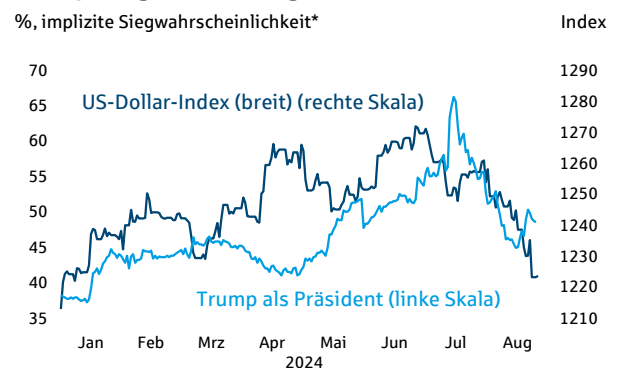
Christian Apelt, CFA
Devisenstrategie
Tel. 069/91 32-47 26

Am 5. November 2024 stehen in den USA **Präsidenten- und Kongresswahlen** an. Zwar gilt eigentlich auch am Devisenmarkt, dass „politische Börsen kurze Beine haben“. In der Historie gab es jedoch sehr wohl Phasen von politisch beeinflussten Märkten. Im derzeit vorherrschenden System flexibler Wechselkurse haben aber die politischen Effekte zumindest nachgelassen. In der US-Politik spielt der Außenwert der Währung gewöhnlich keine so große Rolle, sondern es gilt eher „der Dollar ist unsere Währung, aber euer Problem“. Diesmal könnte es anders sein. Immerhin thematisiert der republikanische Kandidat Donald Trump den Außenhandel und gelegentlich auch die Währung. Wie sich aber seine Politik auf den Dollar auswirken würde, ist im Vorhinein nicht so eindeutig. Wäre also der Trump-Dollar besonders stark oder besonders schwach?

Das Rennen um die US-Präsidentschaft ist wieder spannend. Kurzzeitig sah es so aus, dass Ex-Präsident Trump den alternden Amtsinhaber Biden klar besiegen würde. Unter der neuen demokratischen Kandidatin Harris sind die Umfragen oder Wettquoten hingegen wieder offen. Eine **Präsidentin Harris** hätte wohl erst einmal keinen so großen Einfluss auf den Dollar. Schließlich würde die Wirtschaftspolitik dann voraussichtlich eine gewisse Kontinuität erfahren, wobei sie sich noch recht vage hält. Bei Trump wäre das anders. Dieser droht den Handelspartnern mit Strafzöllen und plädiert u.a. für spürbare Steuersenkungen. Eine solche expansive bzw. inflationäre Politik könnte eine im Vergleich restriktivere US-Geldpolitik erfordern. Mancher Beobachter erwartet, dass der Dollar von einem **Trump-Sieg** beflügelt würde. Folglich sollte die US-Währung schon mit einer höheren Siegwahrscheinlichkeit des Ex-Präsidenten zulegen („Trump-Trade“).

Der Rückblick auf das bisherige Jahr fällt aber ernüchternd aus. Das **Auf und Ab in den Umfragen spiegelt sich nur bedingt am Devisenmarkt wider**. Teilweise deutet sich sogar ein negativer Trump-Effekt auf den Dollar an. Sofern sich der republikanische Herausforderer direkt zur Währung äußert, kritisiert er die Stärke des US-Dollar, vor allem gegenüber dem Chinesischen Yuan und Japanischen Yen. Trotz mancher gegenläufigen Maßnahmen gilt Trump kaum als Advokat einer „Politik des starken Dollar“. Für die Kursbewegungen in den letzten Monaten könnten jedoch andere Faktoren wie Konjunkturdaten oder Geldpolitik die wichtigere Rolle gespielt haben und den Zusammenhang von Wahlausgang und Währung überlagern. Aussagen hierzu sind daher mit Vorsicht zu genießen.

Trump-Sieg und Dollar gehen nicht immer einher



*basierend auf aggregierten Wahlwetten
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

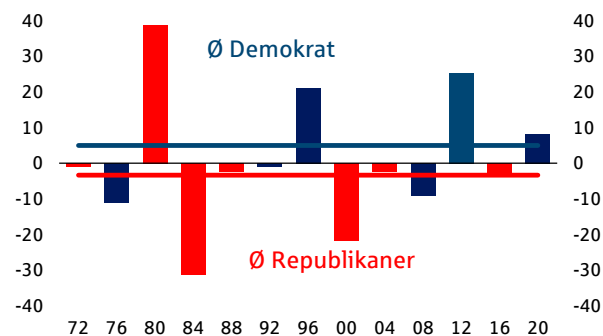
Republikanische Präsidenten meist keine Dollar-Freunde

Die Vergangenheit zeigt ein überraschend klares Bild hinsichtlich der Präsidentenpartei und der US-Währung: Seit der Freigabe der Wechselkurse in den siebziger Jahren entwickelte sich der handelsgewichtete Dollar im Durchschnitt **unter Demokraten besser als unter Republikanern**. Natürlich gibt es die Ausnahmen, die die Regel bestätigen, wie der schwache Dollar unter dem demokratischen Präsidenten Carter bzw. der starke Dollar in der ersten Amtszeit des Republikaners Reagan. Im Median wertete der Dollar-Index jedoch unter Demokraten um 3-4 % auf und unter Republikanern in ähnlichem Ausmaß ab.

Auch **unter Donald Trump verlor die US-Währung gut 4 %**. Zwar legte der Dollar kurz nach seiner Wahl 2016 noch zu, um dann 2017 spürbar nachzugeben. Anfänglich erhielt die US-Währung auch Rückenwind wegen der

Dollar neigt unter Republikanern zur Schwäche

USD-Performance* in % seit Wahlterminen



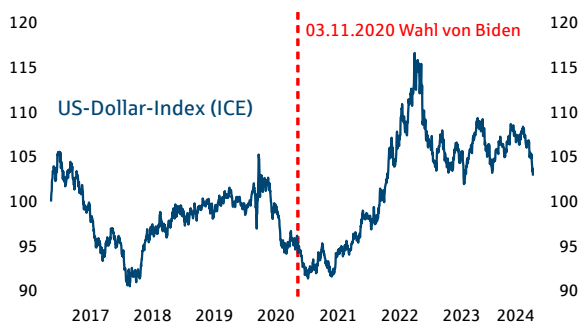
*Major Currency Index (Fed)

Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

erhielt die US-Währung auch Rückenwind wegen der Pläne steuerlicher Anreize zur Repatriierung ausländischer Gelder. Der Effekt ebte dann ab. Nach einer zwischenzeitlichen Erholung geriet die US-Währung im Zuge der Corona-Pandemie wieder auf die Verliererstraße. Ob der Dollar unter Trump ohne die Pandemie besser abgeschnitten hätte, bleibt Spekulation. Zumindest kann man nicht behaupten, dass unter ihm die Währung sonderlich stark war. **Unter seinem Nachfolger Biden legte der Dollar hingegen deutlich zu**. Wegen des Inflationsanstiegs legte die Fed eine radikale Kehrtwende ein und erhöhte ihre Leitzinsen kräftig. Die Spitzenwerte erreichte der Dollar allerdings als wegen des Ukraine-Krieges die europäischen Gaspreise durch die Decke gingen und er als Fluchtwährung gefragt war. Insgesamt gibt die Vergangenheit dennoch kein klares, zuverlässiges Signal für die künftige Entwicklung der Währung.

Dollar gab unter Trump per saldo nach

Indiziert, 08.11.2016 = 100



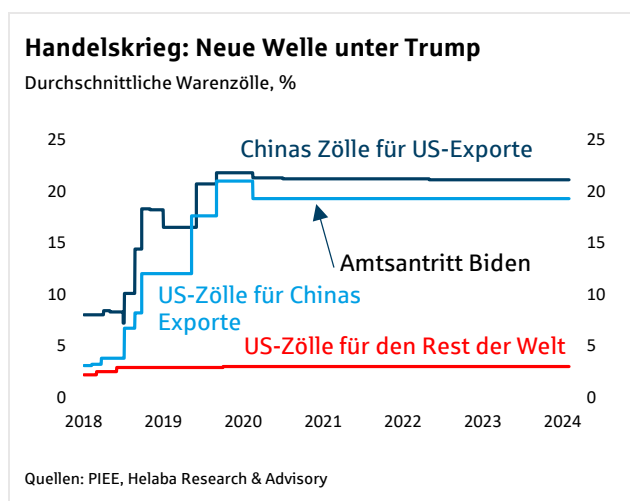
Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory

Trump-Trade als Dollar-Stütze

Unter einem Präsidenten Donald Trump dürfte sich **das hohe US-Haushaltsdefizit nicht verringern**. Der Unterschied zur demokratischen Kandidatin Harris besteht hier wohl eher in der Zusammensetzung. Trump würde seine 2025 auslaufenden Steuersenkungen verlängern und darüber hinaus steuerlich entlasten, was tendenziell expansiv auf die Wirtschaft wirken würde. Ob diese Effekte jedoch nennenswerte Wachstumsimpulse auslösen, ist unsicher. Dass die Haushaltssituation in den USA nicht nachhaltig ist, hat der Devisenmarkt in den letzten Jahren stets ignoriert. Vermutlich bleibt das auch so.

Des Weiteren droht Trump mit der Einführung bzw. Ausweitung von **Strafzöllen gegenüber Handelspartnern**. So könnten Importe aus China mit durchschnittlich 60 % belastet werden. Auch der EU und anderen Verbündeten drohen höhere Zölle. Dies sollte der Inflation in den USA Auftrieb geben. Die US-Handelsbilanz würde sich dank der protektionistischen Maßnahmen verbessern, selbst wenn die Handelspartner Gegenmaßnahmen ergreifen. Zölle und Wechselkurse sind in gewissem Sinne Substitute, d.h. eine schwächere Währung kann Handelshemmnisse ersetzen oder umgekehrt kann die Inlandswährung bei höheren Zöllen aufwerten. Bei dieser Betrachtung könnten die **Trump-Zölle den Dollar stärken**. Allerdings ist zu beachten, dass der Einfluss von Handelsbilanzen auf Wechselkurse allgemein deutlich nachgelassen hat. Schließlich hat auch das notorische US-Handels- und Leistungsbilanzdefizit dem Dollar in den letzten Jahren kein bisschen geschadet. Protektionistische US-Maßnahmen würden jedoch die Handelspartner wirtschaftlich schädigen, in welchem Ausmaß ist unsicher. Sofern der Effekt

aber groß genug und beim Wirtschaftswachstum erkennbar wäre sowie Rückwirkungen etwa auf die Geldpolitik des Landes hätte, könnte deren Währung gegenüber dem US-Dollar nachgeben.



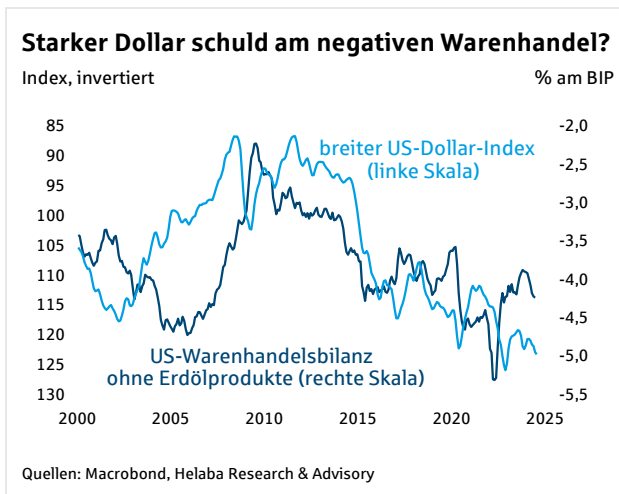
Außerdem möchte Trump die Zuwanderung deutlich verringern. Dies würde das Arbeitsangebot reduzieren und über höhere Löhne ebenfalls inflationstreibend wirken. Der Effekt all dieser Maßnahmen – sofern er diese tatsächlich durchsetzen könnte – auf das Wachstum ist nicht eindeutig. Hinsichtlich der Inflation ist das Bild aber klarer, die **Teuerung würde steigen**. Ein stärkerer Preisanstieg sollte eine restriktivere Geldpolitik zur Folge haben. Im konkreten Umfeld könnte dies bedeuten, dass die Fed die Zinsen nicht direkt anhebt, sondern weniger senkt. Dadurch würden sich die **Zinsdifferenzen zu Gunsten der USA bewegen**, der US-Dollar würde aufwerten.

Ist eine höhere Inflation wirklich gut für eine Währung? Gemäß Kaufkraftparitätentheorie klar nein. In der Praxis gab es aber durchaus Phasen, in denen der Dollar von einer damit einhergehenden geldpolitischen Straffung profitierte. Ob die Realzinsen in dem Fall steigen oder fallen, kommt dann letztlich auf das Ausmaß von Inflation und Geldpolitik an. So könnten positive Effekte auf die US-Währung nur temporär sein. Allgemein hängt die Währungsentwicklung stark von geldpolitischen Reaktionen ab, die aber im Vorhinein mit erheblicher Unsicherheit behaftet sind. Die Effekte über den Außenhandel sind wohl eher theoretischer Natur, was zumindest nicht ausschließt, dass sie phasenweise eine Rolle spielen. Insgesamt sind die **Argumente, die für einen starken Dollar unter Trump sprechen, etwas wacklig**, aber wenigstens nicht falsch.

„Böser“ starker Dollar

Die Erwartung eines starken Dollar unter Trump beißt sich allerdings mit den Aussagen von ihm bzw. seines Vize-Kandidaten Vance. Donald Trump beklagt sich des Öfteren, dass der **US-Dollar zu stark** sei und andere Länder ihre Währungen manipulieren würden. Jüngst warf er dies in einem Interview China und Japan vor. J.D. Vance forderte sogar direkt eine Abwertung des Dollar und sieht auch dessen Rolle als Weltleitwährung kritisch. Nun ist das Leben nicht einmal für Präsidenten oder Vizepräsidenten der USA ein Wunschkonzert und auf Befehl wertet eine Währung nicht so einfach ab.

Im gegenwärtigen System flexibler Wechselkurse legen weder Regierung noch Notenbank die Notierungen fest. China hat es da mit dem nicht konvertiblen Yuan einfacher, kann jedoch auch nicht frei von Marktkräften agieren. Die US-Regierung könnte jedoch am **Devisenmarkt intervenieren**, um die eigene Währung zu schwächen. Im Finanzministerium gibt es sogar einen Fonds für solche Markteingriffe. Dieser „Exchange Stabilization Fund“ umfasst ein Volumen von gut 200 Mrd. US-Dollar. Ein Großteil davon ist allerdings in Sonderziehungsrechten beim Internationalen Währungsfonds angelegt, die nur eingeschränkt nutzbar sind. Angesichts eines täglichen Handelsvolumens am Devisenmarkt von mehr 7 Billionen US-Dollar wird dieser Fonds kaum ausreichen, um damit allein Wechselkurse zu bewegen. Theoretisch könnte der Kongress dafür neue Gelder genehmigen, was aber eher unwahrscheinlich ist. Devisenmarktinterventionen sind im Allgemeinen erfolg-



reicher, wenn mehrere Parteien daran teilnehmen. Dass aber China oder die Europäer zu Gunsten ihrer Währungen intervenieren, ist zu bezweifeln. Und selbst bei den Japanern, die zuletzt mehrfach einseitig eingriffen, wird die Kooperationsbereitschaft begrenzt sein.

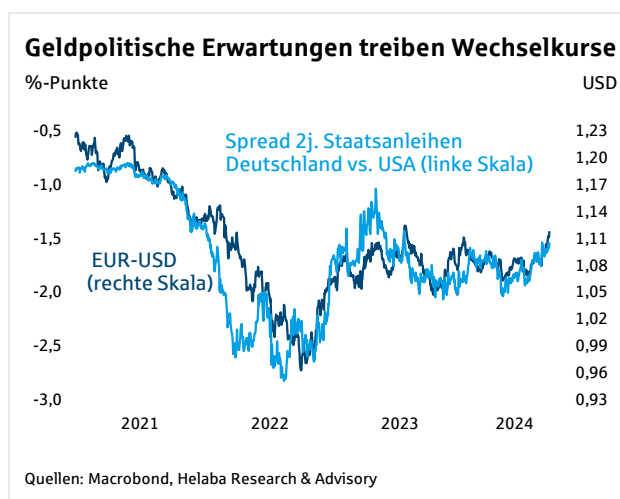
Als recht unkonventionelle Maßnahmen könnte eine Trump-Regierung auch den Zustrom ausländischer Gelder mit **Kapitalverkehrskontrollen bzw. Sondersteuern** begrenzen. Ob dies den Dollar ausreichend schwächen würde, ist nicht garantiert. Da sich der US-Staat jedoch mit solchen ausländischen Geldern finanziert, birgt eine solche Politik durchaus Risiken.

Die einfachste und wohl sicherste Methode, eine Währung zu schwächen, ist **Geld zu drucken**. Eine Notenbank kann theoretisch unbegrenzt Geld schöpfen, am Devisenmarkt verkaufen und damit die eigene Währung schwächen. Wobei selbst diese Methode keinen dauerhaften Erfolg garantiert, siehe Schweizer Franken. Statt Interventionen könnte eine Notenbank auch ihre **Leitzinsen senken**. Da Wechselkurse stark von der jeweiligen Geldpolitik geprägt werden, sollten vergleichsweise niedrige Zinsen für eine Abwertung ausreichen. Fraglich ist jedoch, ob die Federal Reserve eine solche Politik ausführen würde.

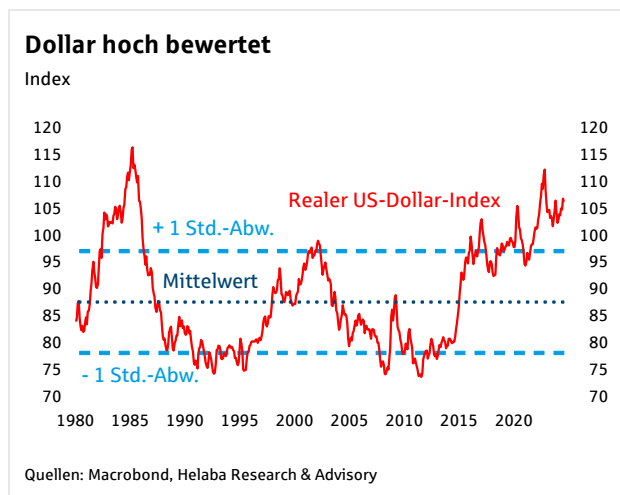
Ein Problem für eine Trump-Regierung wäre die **Unabhängigkeit der Notenbank**. Die Fed soll unabhängig von politischen Einflüssen die Ziele Preisstabilität und einen hohen Beschäftigungsstand verfolgen. Im Großen und Ganzen geschah dies in der Vergangenheit – zum Leidwesen mancher Präsidenten. Donald Trump könnte theoretisch die Unabhängigkeit der Notenbank aushebeln, um dann bei der Geldpolitik mitzubestimmen. Seinem Umfeld werden solche Vorschläge zugeschrieben. Trump selbst behauptet, er habe einen „besseren Instinkt“ für die Geldpolitik als die Notenbanker. Dafür bräuchte er aber die Zustimmung des Kongresses. Selbst unter republikanischer Vorherrschaft sollten **Mehrheiten für ein Ende der Fed-Unabhängigkeit sehr schwierig werden**.

Der US-Präsident schlägt jedoch die Direktoriumsmitglieder im für die Zinspolitik entscheidenden Offenmarktausschuss vor. Hier könnte er das Personal ändern, hingegen nicht die Vertreter der regionalen Banken. Da die Amtszeit von Notenbankchef Powell im Mai 2026 endet, steht voraussichtlich ohnehin ein Wechsel an. Dann könnte Trump einen **willfähigen Notenbankchef ins Amt bringen**. Allerdings muss der Kongress dem Vorschlag des Präsidenten zustimmen.

Dass eine von Trump beeinflusste Notenbank eine komplett unangemessen lockere Geldpolitik durchführt, ist nicht zu erwarten. In einem solchem Fall könnte es tatsächlich **Unruhe an den Finanzmärkten** geben, Risikoprämien für Treasuries oder andere Wertpapiere könnten steigen. Sogar die internationale Führungsrolle des US-Dollar könnte in Frage gestellt werden, was sich wiederum negativ auf die Kapitalmärkte auswirken würde. Selbst Donald Trump wird so etwas nicht wollen, zumal er sich stets für die Gewinne am Aktienmarkt rühmte. Um den Dollar zu schwächen, wäre aber eine solch extreme Politik auch gar nicht notwendig.



Der **US-Dollar** ist in langfristiger Betrachtung **deutlich überbewertet**. Die Kaufkraftparitäten gegenüber vielen anderen Währungen oder reale Dollar-Indizes deuten dies nach wie vor an. Eine von Trump beeinflusste Notenbank könnte ihre Geldpolitik etwas lockerer als angemessen halten. Schließlich gibt es ohnehin keine im Voraus objektiv richtige Geldpolitik. Auch in der Vergangenheit gab es Phasen einer zu lockeren Fed-Politik – und nicht nur dort. Eine solche Politik könnte den Dollar schwächen, ohne dass irgendein Chaos an den Finanzmärkten ausbricht. Selbst die Rolle als Weltleitwährung wäre damit nicht automatisch gefährdet. In der Historie gab es einige Phasen mit deutlichen Dollar-Abwertungen, ohne dass dessen Führung verloren ging. Grundsätzlich ist also eine **Politik eines schwächeren US-Dollar möglich**.



Höhere geopolitische Unsicherheit

Ein Feld jenseits der Wirtschaftspolitik könnte allerdings unter einem Präsident Trump den Dollar – unbeabsichtigt – stärken. Sollten sich die USA politisch bzw. militärisch aus Europa oder anderen Regionen zurückziehen, würden die Lasten für andere wachsen. So müssten die europäischen NATO-Mitglieder ihre Ausgaben massiv ausweiten. Dies gilt insbesondere im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg. Von einer höheren geopolitischen Unsicherheit würde der **Dollar als sicherer Anlagehafen profitieren**. Es ist allerdings nicht davon auszugehen, dass dies in absehbarer Zeit großen Einfluss auf den Devisenmarkt nehmen wird, wenngleich für die kommenden Jahre nicht ganz auszuschließen.

Alles hängt an der Fed

Ob eine Trump-Politik letztlich gut oder schlecht für den Dollar wäre, ist am ehesten **an der Geldpolitik festzumachen**. Wenn die Fed aufgrund einer zunehmenden Inflation ihre Politik ausreichend strafft bzw. weniger lockert, sollte die US-Währung profitieren. Falls die US-Notenbank aber umgekehrt eine zu lockere Geldpolitik betreibt – ob auf Druck von Trump oder unabhängig davon –, würde das den Dollar belasten. Die richtige Geldpolitik ist allerdings von außen gar nicht so einfach zu erkennen. Selbstverständlich spielen am Devisenmarkt auch die allgemeine Entwicklung von Konjunktur und Inflation in den USA jenseits von politischen Maßnahmen eine Rolle, und natürlich die in anderen Währungsräumen.

Unabhängig vom Ausgang der Präsidentschaftswahlen schlägt die US-Notenbank bereits einen **Zinssenkungskurs** ein. Dem ersten Schritt im September werden weitere folgen. 2025 dürfte die Fed ihren Leitzins bis unter 3,5 % reduzieren. Die EZB und andere Notenbanken werden zwar ebenfalls ihre Geldpolitik lockern. Dennoch spricht schon allein das US-Zinsniveau dafür, dass dieser Kurs in den USA ausgeprägter sein kann, was den **Dollar über einen schrumpfenden Renditevorteil unter Druck setzen** sollte. Bereits seit Jahresmitte gab der Greenback nach. Kurzfristig ist nun schon einiges eingepreist, so dass die Dollar-Talfahrt wohl erst einmal pausieren wird. Mit Blick auf 2025 dürfte der Dollar aber angesichts der Zinspolitik wieder etwas mehr unter Druck geraten. Der Euro-Dollar-Kurs könnte dann auf 1,15 steigen.

Und die Präsidentschaftswahlen? Womöglich bringen sie zusätzliche Volatilität in den Markt, ohne einen klaren

Trend zu setzen. Selbst eine Präsidentin Harris wird sich keinen zu starken Dollar wünschen. Bei Trump käme es vermutlich auf die Reihenfolge der Maßnahmen an. Dass die US-Währung davon – wie in dessen erster Amtszeit – zumindest zeitweise Rückenwind erhält, ist nicht auszuschließen. Ob ein **Präsident Trump dem Dollar aber auf Dauer hilft, ist fraglich**. Die Entscheidung über einen neuen Fed-Chef rückt im Verlauf von 2025 ebenfalls näher. Die Aussichten für den Dollar sind daher nicht allzu rosig, eine gewisse Abwertungstendenz dürfte sich fortsetzen. Ein Niedergang oder Absturz des US-Dollar ist aber weder unter Trump noch unter Harris zu erwarten.

	aktuell*	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25
US-Dollar / Euro	1,12	1,10	1,10	1,10	1,15

* 23.08.2024

Quellen: Bloomberg, Helaba Research & Advisory



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

<https://news.helaba.de/research/>

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin /

Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Tel. 069/91 32-20 24

Internet: <http://www.helaba.de>

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.