

# CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig, Chief Investment Officer ODDO BHF SE



28. März 2025

## GEFÄHRLICHES SPIEL MIT DEM DOLLAR

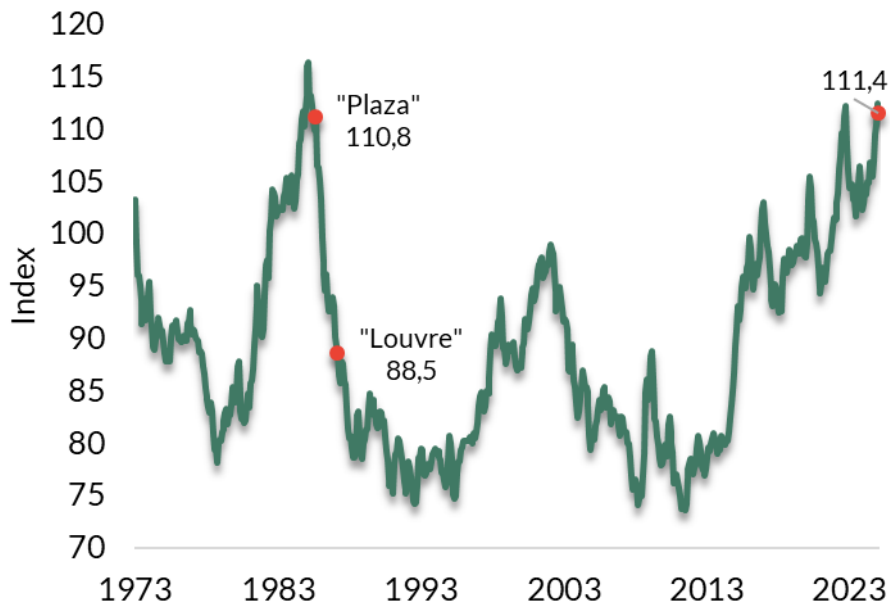
Die Wirtschaftspolitik von US-Präsident Donald Trump birgt erhebliche Risiken für die Finanzmärkte und die Währungsbeziehungen. Für Trump steht die Eindämmung des hohen Außenhandelsdefizits der USA zweifellos ganz weit oben auf seiner Agenda, mit möglicherweise schwerwiegenden Auswirkungen auf das Wechselkursgefüge. Die politischen Aktivitäten konzentrierten sich bisher vor allem auf Einfuhrzölle. Seit „Tariff Man“ Donald Trump im Amt ist, vergeht kaum ein Tag ohne Schlagzeilen zu neuen, ausgesetzten oder angedrohten Zöllen. Der 2. April soll, das hat Trump angekündigt, der „Liberation Day“ werden. An diesem Tag soll ein umfassendes Konzept für neue US-Einfuhrzölle – insbesondere die sog. "reziproken Zölle" – an den Start gebracht werden.

Neben der Zollpolitik verfolgt die US-Administration aber möglicherweise noch einen zweiten Handlungsstrang zur Eindämmung der Handelsbilanzdefizite. Bei diesem geht es darum, eine Abwertung des US-Dollars zu arrangieren. Die Überlegungen, die unter dem Schlagwort „Mar a Lago-Akkord“ diskutiert werden, gehen im Wesentlichen auf Stephen Miran und Zoltan Poszar zurück. Miran war Stratege einer Investmentfirma und wurde nun zum Vorsitzenden des Councils of Economic Advisors des Präsidenten bestellt. Miran argumentiert, dass der US-Dollar im Hinblick auf einen möglichen Ausgleich der Handelsbilanz systematisch überbewertet sei, weil der US-Dollar in großem Umfang als Reservewährung und internationales Zahlungsmittel genutzt wird. Die unelastische (nicht auf Preis- oder Mengensignale reagierende) Nachfrage nach Währungsreserven verhindere, dass der Wechselkurs einen Ausgleich der Handelsbilanz herbeiführt.<sup>1</sup>

Um eine Abwertung des US-Dollars herbeizuführen, schlägt Miran einen „Mar a Lago-Akkord“ vor. Die Bezeichnung spielt auf währungspolitische Beschlüsse der wichtigsten Industrieländer in den 80er Jahren an: Der Plaza-Akkord von September 1985 war ein im Plaza Hotel in New York erarbeitetes Übereinkommen, dass eine „geordnete Aufwertung der Nicht-Dollar-Währungen wünschenswert sei“ und „in enger Abstimmung der Währungsbehörden ermutigt werden soll“. Rund zwei Jahre später vereinbarte man im Rahmen des Louvre-Akkords, einer weiteren Abwertung des Dollars durch eine expansivere Wirtschaftspolitik der Nicht-Dollar-Länder entgegenzuwirken. Die Bezeichnung „Mar a Lago“-Akkord nimmt auf den Wohnsitz des US-Präsidenten in Florida Bezug und soll vermutlich helfen, die Sympathien von Präsident Trump für das Konzept zu gewinnen.

Vergleicht man die wirtschaftliche Situation Mitte 1985 mit der aktuellen Lage, finden sich einige Parallelen: Heute wie damals trugen eine expansive Finanzpolitik in Verbindung mit kräftigem Wachstum und restriktiver Geldpolitik zu einem raschen Anstieg des US-Handelsbilanzdefizits, des Haushaltsdefizits und zu hohen Kapitalzuflüssen aus dem Ausland bei. Entsprechend hat sich der Dollar verteuert. Allerdings hatte der US-Dollar im September 1985 gegenüber seinem Höhepunkt im Februar 1985 schon deutlich gedreht. Zum Zeitpunkt des Akkords war der Dollar gegenüber seinem Höchststand im Februar 1985 bei 3,45 D-Mark pro US-Dollar<sup>2</sup> bereits um 18 Prozent auf 2,85 D-Mark pro US-Dollar gefallen. Zwischen „Plaza“ im September 1985 und „Louvre“ im Februar 1987 wertete der US-Dollar aber dennoch um weitere 36 Prozent – bis in die Nähe von 1,80 D-Mark pro US-Dollar<sup>3</sup>– ab. Die **Abbildung 1** zeigt die Entwicklung des gewichteten Außenwerts des US-Dollars gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner in inflationsbereinigter Form. Die aktuelle Bewertung reicht mittlerweile an die im Umfeld des Plaza-Akkords heran.

Abbildung 1: Realer Außenwert des US-Dollar, handelsgewichtet, gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Realer effektiver Wechselkurs des US-Dollar, enge Abgrenzung, Zeitraum: 01.01.1973 – 28.02.2025

Während der damalige US-Finanzminister James Baker eine kooperative Lösung für die Überbewertung des Dollars suchte, folgt Miran mit seinen Vorschlägen der „Bully-Boy“-Taktik von Donald Trump: Drohen und Einschüchtern. Er will nicht nur eine Abwertung des Dollars in die Wege leiten, sondern gleichzeitig (oder vor allem auch) einen für die USA attraktiven „Deal“ machen: Die ausländischen Währungsbehörden, die den Dollar als Reservewährung nutzen, sollen nämlich zu einem Umtausch ihrer Dollar-Forderungen (meist US-Staatsschuldtitle) in nicht-handelbare hundertjährige Anleihen („Century Bonds“) ohne laufende Zinszahlungen bewegt werden. Sollte eine Notenbank tatsächlich Liquidität benötigen, könnten diese Anleihen dann als Sicherheit für kurzfristige Unterkreditkredite verwendet werden. Als Druckmittel sollen einmal mehr Einfuhrzölle und der Entzug militärischer Sicherheitsgarantien dienen.

Von einem Gesamtumlauf von US-Staatsschuldtitle in Höhe von 28,5 Billionen US-Dollar Ende Januar 2025 entfallen den Daten des US-Finanzministeriums zufolge 8,5 Billionen US-Dollar (30 Prozent) auf Ausländer. Davon liegen Anleihen im Umfang von rund 3,8 Billionen US-Dollar oder 13 Prozent des Umlaufs bei ausländische Währungsbehörden. Zu den wichtigsten „offiziellen“ Gläubigern zählen China, Japan und die europäischen Staaten. Es geht also nicht um Kleingeld.

In der Sache wäre ein solcher Umtausch in hundertjährige Anleihen vermutlich kaum etwas anderes als eine Enteignung oder ein Komplettausfall. Denn bei einem Zinssatz von beispielsweise 4 Prozent liegt der aktuelle Marktwert von 1.000 Dollar in 100 Jahren bei nicht einmal 20 Dollar.<sup>4</sup> Hinzu kommt, dass die umgewandelten Währungsreserven für die Gläubiger aufgrund der fehlenden Handelbarkeit währungspolitisch nutzlos wären. Die Möglichkeit der Beleihung würde dieses Problem ein wenig entspannen, aber von den Launen der US-Behörden abhängig machen und damit weitere Abhängigkeiten schaffen. Und schließlich würden bei dieser Lösung auf Seiten der Gläubiger keine laufenden Zinserträge erwirtschaftet. Die Vorteile eines solchen Mar a Lago-Akkords wären also aller Voraussicht nach sehr einseitig verteilt. Es gibt für die ausländischen Gläubiger keinen vernünftigen Grund, sich auf eine derartige Vereinbarung einzulassen.

Ökonomisch gesehen passen die aggressive Zollpolitik einerseits und eine Abwertungsstrategie im Sinne Mirans andererseits nicht zusammen. Erfahrungen und Theorie deuten darauf hin, dass Einfuhrzölle eine Aufwertung der Landeswährung – also des Dollars – begünstigen. Die Mar a Lago-Strategie will dagegen eine Abwertung herbeiführen. Aus Sicht des Devisenmarktes kann das nur zu Verunsicherung und Volatilität führen. Hinzu kommt, dass die Fixierung auf die Währungsreserven als Grund für die Überbewertung zu eng gefasst ist.

Natürlich ist der US-Dollar nach fundamentalen Kriterien wie Kaufkraftparität oder Handelsbilanzsaldo deutlich überbewertet. Der Grund liegt aber nicht in erster Linie in der Anhäufung von Währungsreserven. Selbst die chinesischen Fremdwährungsreserven nehmen seit Mitte der 2010er Jahre nur noch langsam zu. Ein wesentlicher Grund der Dollarstärke der vergangenen Jahre dürfte vielmehr der massive Zufluss von privatem Kapital sein. Das höhere Zinsniveau und das stärkere Wachstum von US-Unternehmen haben das internationale Anlagekapital in den Dollar geführt, nicht so sehr die Zunahme der Währungsreserven von Ländern mit Handelsbilanzüberschüssen.

Das Konzept von Miran mit einem Zwangsumtausch von Währungsreserven ist nach unserer Überzeugung Sprengstoff für das Weltfinanzsystem und die Stellung des Dollars als internationale Währung. Zu befürchten ist, dass damit eine Flucht aus dem Treasury-Markt und aus dem US-Dollar in Gang gesetzt werden könnte. Allein die Diskussion über derartige Maßnahmen schafft Unsicherheit und trägt zu mehr Volatilität bei. Eine internationale Reserve- und Anlagewährung wie der US-Dollar lebt vom Vertrauen der Anleger in die Wertbeständigkeit der Anlagen. Das setzt auch Kreditwürdigkeit und Rechtssicherheit voraus. Geht dieses Vertrauen verloren, beschädigt das die Währung, und deutlich höhere Anleiherenditen und Risikoprämien für US-Anleihen und Aktien drohen. In dieser Form ist der Mar a Lago-Akkord Gift für die Finanzmärkte. Auf so ein gefährliches Spiel sollte sich Donald Trump in unser aller Interesse nicht einlassen.

Jan Viebig

1) "The root of the economic imbalances lies in persistent dollar overvaluation that prevents the balancing of international trade, and this overvaluation is driven by inelastic demand for reserve assets.", aus: Stephen Miran (2024), A User's Guide to Restructuring the Global Trading System, Hudson Bay Capital, November 2024

2) Zur Orientierung: Unter Verwendung des festen Umrechnungskurses von 1,95583 D-Mark pro Euro entspricht der Dollarkurs von 3,45 DEM pro USD einem Kurs von rund 0,57 USD pro Euro.

3) 1,80 DEM pro USD entspricht analog einem Kurs von 1,09 USD pro EUR.

4) Zum Vergleich: Die aktuelle Rendite von US-Treasury Bonds mit 30 Jahren Laufzeit liegt bei 4,7 Prozent. Eine Verzinsung von 4 Prozent läge also angesichts der langen Laufzeit und der fehlenden Handelbarkeit vermutlich weit unter Marktkonditionen. Eine höhere Rendite würde zu einem niedrigeren Marktwert führen.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

## WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF SE untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2025, Herausgeber: ODDO BHF SE, Gallusanlage 8, 60329 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.