GDV Gesamtverband der Versicherer

ECONOMIC RESEARCH · ECONOMICS & FINANCE FLASH · 2025 / 4

Die Euro-Dollar-Dynamik 2025

Dr. Kay Seemann · k.seemann@gdv.de

Executive Summary

Der EUR/USD verzeichnet 2025 eine strukturelle Neubewertung mit 14 % Aufwertung auf 1,18 Dollar, getrieben durch fundamentale US-Schwächen statt europäischer Stärke. Primäre Faktoren: protektionistische Handelspolitik, fiskalische Unsicherheit, verstärkte Reservendiversifizierung und systematische Hedging-Aktivitäten. Währungsabsicherungskosten und geopolitische Fragmentierung verstärken die Dollar-Schwäche. Der Dollar sollte weiterhin schwach bleiben und wir erwarten 1,15–1,25 EUR/USD als neuen Korridor. Der Dollar bleibt aber weiter alternativlos und wird seine systemische Relevanz beibehalten.

Dieses Jahr ist kein Einzelfall

Die Entwicklung des EUR/USD-Wechselkurses der letzten 25 Jahre ist geprägt von wiederkehrenden, aber strukturell unterschiedlichen Extrembewegungen (Abb. 1).

Dollar-Schwäche keine Besonderheit?

Abb. 1 · Wechselkurs des Euros ggü. dem US-Dollar



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Nach der Eurokrise und einem längeren Seitwärtstrend zwischen 1,05 und 1,15 erlebte das Währungspaar drei markante Phasen außergewöhnlicher Volatilität.

Das Jahr 2017 brachte eine Euro-Rally von 1,04 auf 1,20 Dollar (+15 %), primär getrieben von europäischer Stärke. Macrons Wahlsieg beseitigte politische Risiken, die Eurozone erholte sich robust von der Schuldenkrise, und die EZB zeigte sich geldpolitisch Souverän. Diese Rally basierte auf fundamentaler Euro-Stärke in einem aufwärtsgerichteten Wirtschaftsumfeld.

In 2022 zeigte sich eine deutliche Euro-Schwäche von 1,14 auf historische Tiefstände von 0,96 Dollar, als Europa erstmals seit 20 Jahren die Dollar-Parität durchbrach. Russlands Angriffskrieg auf die Ukraine, die daraus resultierende Energiekrise und Europas fatale Abhängigkeit von russischem Gas schwächten die Eurozone fundamental, während gleichzeitig die Fed entschlossener als die EZB gegen die Inflation vorging. Der Dollar fungierte als klassischer „Safe Haven“. Hieran schloss sich eine zügige Aufwertung des Euro an. Binnen 10 Monaten legte der Euro von seinem Tiefstand rund 20 % zu (siehe Abb. 1). Diese Erholung des Euro wurde vor allem durch rückläufige Unsicherheiten und dem Abwenden einer Energiekrise in Europa getrieben.

Dieses Jahr präsentiert nun ein strukturell anderes, paradoxes Szenario: eine 13-prozentige Euro-Aufwertung von 1,03 auf 1,17 Dollar trotz anhaltender europäischer Strukturschwäche. Anders als 2017 basiert diese Rally nicht auf europäischer Stärke, sondern primär auf amerikanischen Problemen – Zollpolitik, fiskalischen Sorgen und Fed-Unabhängigkeit. Für Europa erweist sich die Euro-Stärke als zweischneidiges Schwert. Zum einen hilft der starke Euro die Inflation niedrig zu halten, zum anderen verteuert er europäische Exporte, was diese Aufwertung auch problematisch für die exportabhängige Eurozone macht.

© GDV 2025

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.
Wilhelmstraße 43 / 43 G, 10117 Berlin
Besuchereingang: Leipziger Straße 121
Tel.: +49 30 2020–5000 · Fax: +49 30 2020–6000
www.gdv.de, berlin@gdv.de

Verantwortlich
Dr. Paul Berenberg-Gossler · p.berenberg-gossler@gdv.de
Leiter Abt. Volkswirtschaft, Finanzmärkte

Redaktionsschluss: 11.09.2025

April-Zollschock belastet den Dollar

Der EUR/USD-Wechselkurs verzeichnete seit Jahresbeginn 2025 eine bemerkenswerte Aufwertung von 14 % – von 1,03 auf über 1,18 Dollar Mitte September. Diese Bewegung verlief nicht linear: Nach einem Jahrestief von 1,03 am 10. Januar folgte eine volatile Phase bis März, in der ein wichtiger Ausbruch über 1,08 gelang. Der April markierte mit dem Sprung über 1,10 nach den US-Zollankündigungen vom 2. April den entscheidenden Wendepunkt zu einer nachhaltigen Dollar-Schwäche. Das bisherige Jahreshoch von 1,18 am 1. Juli reflektierte eine beispiellose „Triple-Decline"-Konstellation im ersten Quartal: US-Aktien, Treasuries und Dollar verloren simultan – eine seit COVID-19 nicht gesehene Marktentwicklung.

Vier strukturelle Faktoren sind bei der aktuellen Dollarschwäche von besonderer Bedeutung: Erstens die eskalierende US-Handelspolitik mit unerwarteten Zollankündigungen, die die etablierte Dollarnachfrage für den regulären internationalen Warenverkehr reduzierten.

Zweitens das US-Zwillingsdefizit mit einem Leistungsbilanzdefizit von 450,2 Milliarden Dollar (6 % des BIP) bei gleichzeitigem Haushaltsdefizit und einer Schuldenquote von 124 %. Hier spiegeln sich in einer Dollarabwertung die Bedenken im Hinblick auf die öffentliche Schuldentragfähigkeit wider. Trumps „One Big Beautiful Bill Act" wird Billionen von Dollar zur US-Schuldenlast hinzufügen und hat Bedenken über die Nachhaltigkeit der Kreditaufnahme Washingtons geweckt. Dies führte zu steigenden Renditen bei US-Staatsanleihen und gleichzeitiger Schwäche des Dollars (Abb. 2). Dies ist deswegen eine ungewöhnliche Entwicklung, da normalerweise steigende Anleiherenditen durch eine positive Erwartung der wirtschaftlichen Entwicklung getrieben werden. Eine Erwartete solide wachsende Konjunktur zieht ausländische Investoren an und stärkt so den Dollar. Dies ist bei der jüngsten Entwicklung genau nicht der Fall.

Drittens drückt die enorme Nachfrage nach Gold den Dollar (Abb. 3). Die zu beobachtende historische Verschiebung in den globalen Zentralbankreserven – erstmals seit 1996 überstieg der Goldanteil (25 %) wieder den Treasury-Anteil (23 %) an internationalen Zentralbankreserven – zeigt erste Reaktionen auf die veränderte Politik der USA und dürfte auch fundamentale Vertrauensverschiebungen aufgrund der gestiegenen geopolitischen Risiken signalisieren.

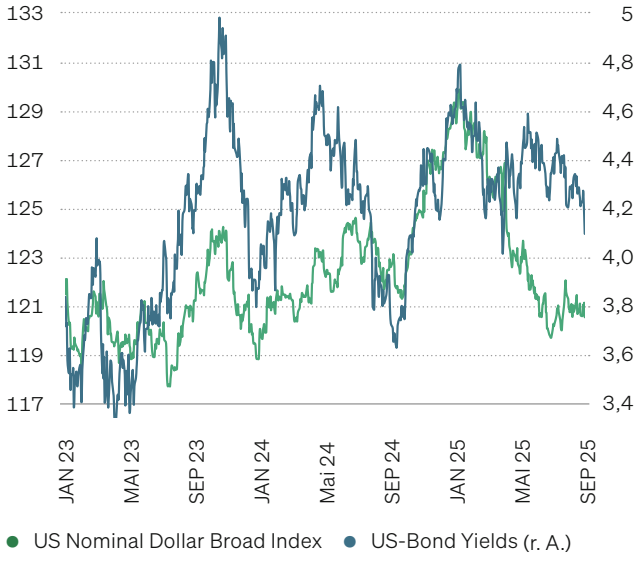
Viertens, Portfolioanpassungen aufgrund geopolitischer Fragmentierung und weitreichenden Diversifizierungsbestrebungen, vor allem von Schwellenländern, Zentralbanken und internationalen Institutionen.

Chinas strategische De-Dollarisierung verstärkt Strukturwandel

Ein weiterer struktureller Faktor gewinnt zunehmend an Bedeutung: Chinas beschleunigte Bemühungen zur Internationalisierung des Yuan. Laut „The Economist" hat sich der Yuan-Anteil an internationalen Zahlungen seit 2022 verdoppelt und erreichte 4 % (gegenüber 50 %

Dollar-Entwicklung löst sich von US-Treasuries

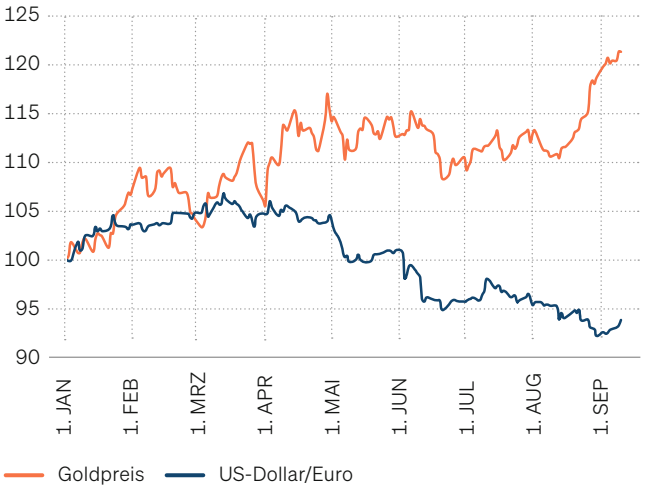
Abb. 2 · Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen (r.A.) und Entwicklung des Dollar-Index (l.A.)



Quelle: LSEG, Datastream

Gold löst den Dollar als Krisenwährung ab

Abb. 3 · Wertentwicklung von Gold und dem US-Dollar gegenüber dem Euro seit Jahresbeginn 2025, Index 01.01.2025 = 100



Quelle: LSEG, Datastream

© GDV 2025

für den Dollar). Besonders bemerkenswert ist, dass über 30 % von Chinas Außenhandel inzwischen in Yuan abgewickelt wird, verglichen mit nur 14 % im Jahr 2019.

Die chinesische Führung nutzt die aktuelle Dollar-Schwäche strategisch, um alternative Finanzinfrastrukturen zu etablieren. Das Cross-Border Interbank Payment System (CIPS) verzeichnete 2024 ein Transaktionsvolumen von 175 Billionen Yuan (24 Billionen Dollar) – ein Anstieg von 43 % gegenüber dem Vorjahr. Über 1.700 Banken weltweit sind bereits an CIPS angeschlossen.

Nach den Russland-Sanktionen 2022 stellten chinesische Banken nahezu ihre gesamte neue Auslandskreditvergabe von Dollar auf Yuan um, das entspricht einer Verdreifachung des ausstehenden Yuan-Schuldenbestands. Diese systematische Diversifizierung schwächt die strukturelle Dollarnachfrage und verstärkt die gegenwärtigen Abwertungstendenzen.

Währungsstärke als mögliche Wachstumsbremse für Europa

Eine Abwertung des US-Dollars hat sowohl für die europäische als auch für die amerikanische Realwirtschaft spürbare Implikationen. Für die USA bedeutet ein schwächerer Dollar zunächst eine Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit ihrer Exporteure. US-Produkte werden im Ausland günstiger, was insbesondere die Industrie stützen kann. Gleichzeitig verteuern sich Importe, was über höhere Inputpreise tendenziell inflationswirksam wird. Da die USA einen hohen Anteil an importierten Konsum- und Vorleistungsgütern haben, kann dies die Kaufkraft der Haushalte belasten. Unternehmen profitieren somit teilweise von steigender Auslandsnachfrage, müssen jedoch zugleich mit höheren Produktionskosten umgehen.

Für Europa stellt die Dollar-Abwertung hingegen eine Herausforderung dar. Viele europäische Unternehmen sind stark vom US-Markt abhängig, und ein schwächerer Dollar reduziert die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Exporte, da Produkte in den USA relativ teurer werden. Zugleich sinkt der Wert von in Dollar denominierten Einnahmen und Vermögenswerten, was insbesondere exportorientierte Branchen wie die Automobil- oder Maschinenbauindustrie trifft. Damit erhöhen sich die Anreize für europäische Unternehmen, in den USA zu produzieren – was die Konjunktur weiter schwächt. Auf der anderen Seite können europäische Importeure von Rohstoffen, die in Dollar abgerechnet sind, profitieren, da diese günstiger werden. Der positive Effekt auf die Inflation könnte der EZB zusätzliche Zinssenkungsspielräume eröffnen. Insgesamt verstärkt eine Dollar-Abwertung somit Divergenzen zwischen den beiden Wirtschaftsräumen und beeinflusst Handelsströme, Investitionsentscheidungen und Wettbewerbspositionen.

Hedging-Strategien als Treiber der Dollar-Schwäche

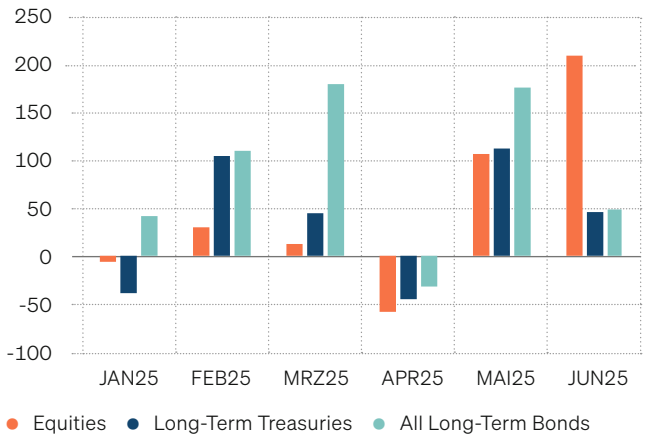
Eine Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) zeigt, dass die aktuelle Dollar-Schwäche weniger durch Kapitalflucht aus US-Märkten, als vielmehr durch verstärkte Währungsabsicherungsaktivitäten internationaler Investoren verursacht wird. Laut US-Treasury-Daten kauften ausländische Investoren nach einem kurzzeitigen Verkauf im April wieder knapp 400 Milliarden Dollar an US-Aktien und Staatsanleihen im Mai (siehe Abbildung 4). Wobei im Mai vor allem langlaufende US-Staatsanleihen gefragt waren. Im Juni änderte sich das Bild hin zu einer vermehrten Nachfrage nach US-Aktien.

Das Paradoxon der anhaltenden Dollar-Schwäche bei gleichzeitig robusten Kapitalzuflüssen erklärt sich durch systematische Hedging-Aktivitäten. Institutionelle Investoren behalten ihre Dollar-Assets, sichern jedoch verstärkt das Währungsrisiko über FX-Swaps und Forward-Kontrakte ab.

Diese „Rush-to-Hedge"-Dynamik verstärkt den Verkaufsdruck auf den Dollar erheblich, ohne dass tatsächlich US-Assets verkauft werden. Da Währungsabsicherung typischerweise über den Verkauf von Dollar-Forwards erfolgt, entsteht faktisch Dollardruck – ein Mechanismus, der selbst bei robusten Kapitalzuflüssen zu nachhaltiger Währungsschwäche führen kann.

Kapitalabflüsse aus den USA nur von kurzer Dauer

Abb. 4 · Monatliche Kapitalflüsse in die USA in Mrd. $



Quelle: TIC SLT holding report, eigene Darstellung.

© GDV 2025

Strukturellen Verwundbarkeiten durch starke Wechselkursbewegungen

Die Dollar-Schwäche aktiviert komplexe Finanzmechanismen, die sich auf Investoren und das internationale Finanzsystem auswirken. Für europäische Investoren werden US-Anlagen in Euro-Begriffen weniger attraktiv, während sich die relativen Bewertungen europäischer Assets verbessern. Gleichzeitig führen veränderte Wechselkurserwartungen zu einer Neujustierung von Hedging-Strategien und Carry Trade-Geschäften, die oft mit erheblichen Umschichtungen und Kosten verbunden sind.

Die strukturellen Verwundbarkeiten durch starke Wechselkursbewegungen wurde bereits durch die Carry-Trade-Krise vom August 2024 eingeleitet, die jedoch schnell überstanden war. Damals hatten Hedge Funds systematisch Yen-finanzierte Dollar-Positionen aufgebaut, um von Zinsdifferenzen zu profitieren. Als die Bank of Japan überraschend den Zinssatz anhob und schwächere US-Arbeitsmarktdaten die Fed-Zinssenkungserwartungen verstärkten, wurde das Zinsdifferential kleiner und die verfolgten Carry-Trade-Strategien gingen nicht mehr auf. Aufgrund des gesunkenen Zinsdifferenzials kam es zu einer Abwertung des Dollars gegenüber dem Yen. Dies ließ US-Positionen umgerechnet in Yen an Wert verlieren und resultierte bei einigen Investoren in Zwangsverkäufen bzw. zu teuren Zukäufen, um Positionen zu schließen. Die Liquiditätsengpässe entstanden durch die Komplexität moderner Hedging-Strategien. US Treasury- und USD-Swap-Arbitrage-Geschäfte brachen unter dem Stress zusammen und verstärkten die Volatilität prozyklisch.

Starke Wechselkursreaktionen erhöhen das Risiko für Nachschusspflichten bei Derivatepositionen (Margin Calls). Bewegt sich der Markt gegen die Position, müssen Sicherheiten nachgelegt werden. Bei der April-Volatilität mussten institutionelle Investoren kurzfristig Dollar kaufen, um Margin-Anforderungen zu erfüllen – ein prozyklischer Mechanismus, der zwar temporär den Dollar stützte, aber Liquiditätsstress erzeugte. Die BIS identifizierte diese „ex-post Währungsabsicherung“ als Haupttreiber der extremen Intraday-Volatilität.

Die durch die Abwertung des Dollars stark gestiegenen Absicherungskosten für USD-Exposure veranlassen europäische Investoren daher zunehmend zu ungesicherten Positionen oder Portfolioumschichtungen. Dies kann die Anfälligkeit des Finanzsystems erhöhen, etwa wenn Banken Hedgefonds und Asset Managern umfangreiche Kreditlinien zur Verfügung stellen, mit denen diese gehebelte Währungspositionen aufbauen. Die Kombination aus hohen Hedging-Kosten und hohem Leverage bei einigen Finanzmarktakteuren schafft ein Umfeld, in dem selbst moderate Währungsschocks systemische Reaktionen im europäischen Finanzsystem auslösen könnten.

Die hohe Volatilität im April demonstrierten diese Fragilität: US-Treasury-Markt-Dysfunktionen, Verwerfungen an den Swap-Märkten und erhöhte FX-Volatilität können sich gegenseitig verstärken, wie das Beispiel der japanischen Carry Trades zeigt.

Der Dollar verliert das blinde Vertrauen – bleibt aber unverzichtbar

Die aktuelle Entwicklung des Dollars zeigt mehr eine strukturelle Änderung als temporäre zyklische Anpassungen. Goldman Sachs revidierte daher seine EUR/USD-Prognosen von 1,02 auf 1,25 Dollar für 12 Monate, J.P. Morgan projiziert 1,22 Dollar pro Euro für März 2026. Diese Revision der Erwartungen für den zukünftigen EUR/USD-Wechselkurs reflektiert strukturelle Neueinschätzungen: Der Dollar gilt nicht mehr als unverwundbar. Kurz- und mittelfristig bleibt er aber unverzichtbar.

Im Basisszenario rechnen wir mit einem Wechselkurs zwischen 1,15 – 1,25 EUR/USD, getrieben von sinkenden Zinsdifferenzialen. Die weitere Entwicklung wird entscheidend davon abhängen, wie weit die geoökonomische Fragmentierung voranschreitet und sich die Inflation und Anleiherenditen vor allem in den USA entwickeln. Weiter steigendes Misstrauen in die Schuldtragfähigkeit der USA und politischen Einflussnahmen auf unabhängige Institutionen, könnten den Dollar weiter empfindlich schwächen.

© GDV 2025