

US-Dollar: zwischen Krisenwährung und politischer Unsicherheit

Nr. 536, 20. Februar 2026

Autor: Dr. Stephan Bales, Tel. 069 7431-99048, stephan.bales@kfw.de

Der US-Dollar hat im vergangenen Jahr deutlich an Wert verloren – nicht aufgrund wirtschaftlicher Fundamentaldaten, sondern infolge wachsender politischer Unsicherheit. Schwache Währungen bieten zwar kurzfristig Exportvorteile, doch eine weitere Schwächung der Vertrauensbasis birgt Risiken. Unsere Simulationen zeigen, dass eine weitere globale Dollar-Abwertung um 15 Prozent sowohl das US-BIP als auch das der Eurozone belasten würde. Im Höchstfall könnten die BIP-Wachstumsverluste zwischen 0,3 und 0,4 Prozentpunkten liegen. Zugleich droht in den USA ein deutlicher Wiederanstieg der Inflation. Daher dürften die USA weder wirtschaftlich noch politisch ein Interesse an einer weiteren schnellen Dollar-Abwertung haben. Im Gegensatz dazu sehen theoretische Schätzungen und Modelle den Euro mittelfristig gegenüber dem US-Dollar deutlich stärker als aktuell.

US-Dollar auf Vierjahrestief

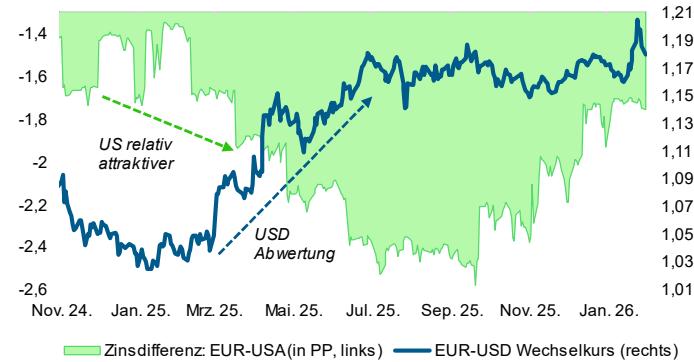
Seit über einem Jahr steht der US-Dollar unter spürbarem Abwertungsdruck. Im Jahresverlauf 2025 hat er gegenüber dem Euro knapp 13 Prozent an Wert verloren und auch gegenüber einem breiteren Währungskorb zeigt sich eine deutliche Schwäche, die über übliche konjunkturelle Schwankungen hinausgeht. Die Abwertung vollzieht sich in einer Phase, in der die US-Wirtschaft weder in einer schweren Rezession steckt noch durch außergewöhnlich expansive Geldpolitik auffällt. Klassische Erklärungen wie Zinsdifferenzen greifen nur noch bedingt, wie Grafik 1 veranschaulicht.¹ Während die kurzfristige Zinsdifferenz zwischen der Eurozone und den USA zwischen Januar und September 2025 deutlich anstieg, blieb eine Umschichtung in höhervorzinsliche USD-Anlagen und eine entsprechende US-Dollar Aufwertung aus. Stattdessen gewann der Faktor Unsicherheit an Bedeutung. Die gestiegene Unsicherheit hinsichtlich der US-Politik, und wahrscheinlich auch die mittelfristig besseren Wachstumsaussichten in Europa, dürften Investoren dazu veranlasst haben, ihre Portfolios von US-Staatsanleihen weg und hin zu Europa umzuschichten. Der US-Dollar wertete in der Folge ab. Mit Beginn der US-Leitzinssenkungen ab September 2025 verringerte sich die Zinsdifferenz gegenüber der Eurozone wieder. Die Aufwertung am aktuellen Rand ist in diesem Fall im Einklang mit der Zinsdifferenztheorie.

An den Finanzmärkten drängt sich zunehmend die Wahrnehmung auf, dass der US-Dollar eine politische Risikoprämie trägt.² Vor dem Hintergrund der oftmals sehr erratischen Außenpolitik der Trump-Regierung, die in der Drohung einer Annexion Grönlands kumulierte, ist dies nicht verwunderlich. Diese

Risikoprämie zeigt sich nicht nur in der Volatilität des Wechselkurses, sondern auch in einer verstärkten Flucht in sichere Häfen wie Gold und Silber, die in den letzten Monaten deutliche Rallyes verzeichneten, auch wenn es zuletzt zu einer starken Korrektur kam. Zeitgleich verlor der US-Dollar-Index (DXY)³ deutlich an Wert (Grafik 2).

Grafik 1: USD/EUR Wechselkurs und Zinsdifferenz

Zinsdifferenz in Prozentpunkten zwischen den kurzfristigen Referenzzinsen der Eurozone (€STR) und USA (SOFR); Wechselkurs in Mengennotation.



Quelle: Bloomberg.

Was Wechselkurse widerspiegeln

Wechselkurse bündeln eine Vielzahl wirtschaftlicher Informationen. In der *langen Frist* spiegeln Wechselkurse Differenzen in der Produktivität zweier Länder wider, die wiederum die Kaufkraft der Haushalte eines Landes bestimmt. In der *mittleren Frist* sind Zinsunterschiede, Inflationsdifferenzen, Leistungsbilanzsaldo und die relative wirtschaftliche Dynamik zweier Länder relevant. Höhere Zinsen ziehen Kapital an und stützen eine Währung, höhere Inflation wirkt abwertend, da der inflationsbereinigte Wert einer Anlage sich verringert. Dauerhafte Leistungsbilanzdefizite können zu einer Abwertung führen, wenn die Exporteure des Überschusslandes ihre Erlöse in ihre Heimatwährung umtauschen. Daneben sind Wechselkurse das Spiegelbild von Erwartungen. Finanzmärkte reagieren sensibel auf politische Signale, auf Unsicherheit und auf das Vertrauen in Institutionen. Wo Vertrauen schwindet, steigen Risikoausfälle, auch im Wechselkurs.⁴

Grafik 2: Die Schere weitet sich: US-Dollar vs. Gold

Entwicklung des Goldpreises (in USD) und US-Dollar-Index seit Januar 2025.



Historie: der US-Dollar als Krisenwährung

In der Vergangenheit hat sich der US-Dollar vielfach als dominante Krisen- und Zufluchtwährung etabliert. In Zeiten steigender globaler Unsicherheit – sei es geopolitischer, wirtschaftlicher oder finanzpolitischer Natur – suchen Investoren weniger nach Rendite, sondern schützen ihr Kapital vor allem aus Sicherheits- und Liquiditätsgründen um. Der US-Dollar profitiert dabei von mehreren strukturellen Eigenschaften: Er ist weltweit frei konvertierbar, wird von den tiefsten und liquidesten Anleihenmärkten (insbesondere US-Staatsanleihen) begleitet und steht für eine Rechts- und Vertragssicherheit, die von Marktteilnehmern traditionell hoch bewertet wird. Zentralbanken halten einen großen Anteil ihrer Devisenreserven in US-Dollar-denominierten Anlagen und internationale Handels- und Finanzverträge sind stark auf den Dollar ausgerichtet. Diese Sicherheits- und Liquiditäts-Präferenz führt in Stressphasen regelmäßig zu einer erhöhten Nachfrage nach US-Dollar-Vermögenswerten, was den US-Dollar-Index über breite Perioden hinweg tendenziell nach oben treibt. Selbst in Krisen, die ihren Ursprung in den USA hatten, etwa der globalen Finanzkrise 2008/2009, stieg die Nachfrage nach US-Dollar-Liquidität, weil US-Staatsanleihen und kurzfristige US-Dollar-Kreditmärkte als besonders sicher galten. Diese Funktion des Dollars als globaler „safe haven“ ist auch ein Kernaspekt dessen, was Ökonomen als das internationale Leitwährungs- oder „exorbitant privilege“ beschreiben. Der eigentliche Vorteil für die USA ist dabei, dass das Zinsniveau niedriger ist, als es ohne diese zusätzliche ausländische Nachfrage nach US-Dollar-Anlagen wäre.

Gewünschte Dollar-Schwäche?

In der aktuellen US-Debatte wird ein schwächerer US-Dollar auch als wirtschaftspolitisches Ziel diskutiert.⁵ US-Präsident Donald Trump äußerte sich angesichts der anhaltenden Schwäche des US-Dollars zufrieden und erklärte, dass er „den aktuellen Wert des Dollars großartig findet und der Dollar sich gut mache.“⁶ Formal sind Wechselkurse in marktwirtschaftlichen Systemen Ergebnis von Angebot und Nachfrage. Faktisch können Staaten jedoch über Geldpolitik, Fiskalpolitik und Kommunikation erheblichen Einfluss nehmen. Neu ist weniger die Existenz dieser Einflussmöglichkeiten als ihre offene Politisierung. Wenn politische Akteure Wechselkursziele explizit formulieren, verändern sie Erwartungen. Märkte beginnen, politische Motive in ihre Bewertungen einzupreisen. Der Wechselkurs wird damit

ein Instrument von Geopolitik. Hinter der Forderung nach einem schwächeren Dollar steht die Theorie, dass eine Abwertung die preislische Wettbewerbsfähigkeit stärkt und so Wachstum und Beschäftigung fördert. Die Ökonomie beschreibt dies als *M Marshall-Lerner-Effekt*: Eine Abwertung verbessert die Handelsbilanz dann, wenn die Nachfrage von Ex- und Importeuren elastisch genug auf Preisänderungen reagiert.

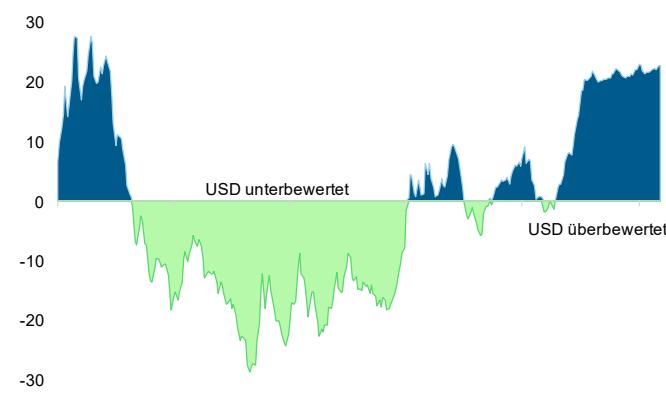
Blick ins Lehrbuch: Kaufkraftparitäten-Ansatz (PPP)

Die Kaufkraftparität beschreibt den Wechselkurs, bei dem die Preise eines repräsentativen Warenkorbs in beiden Währungsräumen übereinstimmen. Angesichts des Inflationsgefälles zugunsten der Eurozone spricht die Theorie der Kaufkraftparität *mittelfristig* für eine weitere Euro-Aufwertung, da dies die notwendige preislische Anpassung an den realen Kaufkraftverlust des US-Dollars darstellt. Empirisch ist jedoch gut dokumentiert, dass Wechselkurse über längere Zeiträume deutlich von diesem Gleichgewichtsniveau abweichen können. Zudem ist die Kaufkraftparität nur einer von mehreren Ansätzen zur Wechselkursklärung.

Grafik 3 stellt die faire USD/EUR-Bewertung auf Basis der Kaufkraftparität dar. Zwischen 2003 und 2014 war der US-Dollar (leicht) unterbewertet. Gründe dafür waren vor allem relative Wachstums- und Zinsunterschiede; Europa und andere Regionen wuchsen stärker. Zudem blieben die US-Zinsen vergleichsweise niedrig und Leistungsbilanzdefizite sowie hohe US-Imports schwächten den US-Dollar. Seit 2021 wertete der US-Dollar massiv über sein PPP-Fundament auf, getrieben von höheren US-Zinsen, Kapitalzuflüssen in US-Dollar-Assets und seiner Rolle als globale Reservewährung. Die Corona-Pandemie verstärkte diesen Effekt durch schnelle geldpolitische Straffung und relative US-Stärke. Die aktuelle Dollarschwäche könnte daher auch weniger als struktureller Trendbruch, sondern vielmehr als gradueller Rückkehr zum fairen Wert interpretiert werden. Dennoch hat sich die USD-Überbewertung im Jahr 2025 kaum reduziert, da sich das langfristige Gleichgewicht durch zuletzt höhere US-Inflation gegenüber dem Euroraum nach oben verschoben hat. Die marktgetriebene Dollar-Schwäche kompensiert nur die neue Lücke, baut die Überbewertung aber nicht ab.

Grafik 3: Langfristige faire USD/EUR-Bewertung gemäß Kaufkraftparität

Abweichungen zum fairen Wert gemäß Kaufkraftparität in Prozent. Höhere Werte zeigen Überbewertung des US-Dollars ggü. dem Euro (US inflationsbasiert).



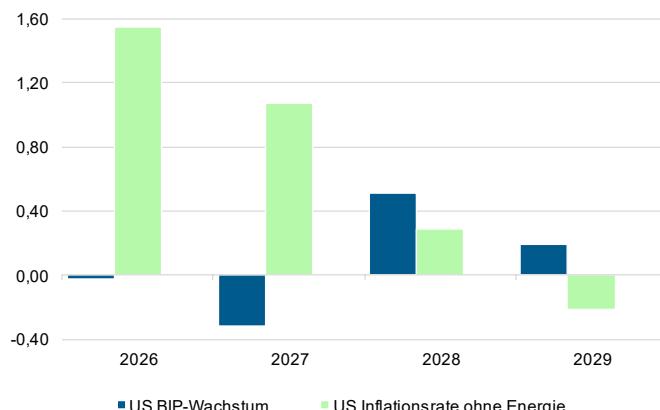
Effekt einer weiteren globalen USD-Abwertung

Nachfolgend wird ein Szenario unterstellt, indem der US-Dollar im Jahr 2026 im Vergleich zum Basis-Szenario gegenüber dem breiten globalen Währungskorb um weitere 15 % abwertet (analog zum Jahr 2025) und dieses Niveau über zwei Jahre beibehält. Simulationen mit dem Oxford Economics Modell legen nahe, dass eine solche globale Dollar-Schwäche spürbare Auswirkungen auf Wachstum und Inflation hat.

Für die **USA** würde ein solcher Kurs zwar nominell die preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber vielen Handelspartnern stärken, der Effekt bliebe jedoch begrenzt. Da die US-Wirtschaft tief in globale Wertschöpfungsketten eingebunden ist, erhöht ein schwacher US-Dollar gleichzeitig die Kosten für importierte Vorleistungen. In der Folge verstärkt sich der Inflationsdruck, was die Reallöhne und die Kaufkraft der Haushalte belasten würde. In der Simulation steigt die US-Inflationsrate (ohne Energie) in der Spitzzeit um 1,55 Prozentpunkte gegenüber dem Basiszenario (Grafik 4). Dieser Inflationsanstieg würde eine Volkswirtschaft treffen, die erst wenige Jahre zuvor einen außergewöhnlich starken Preisschub erlebt hat. Entsprechend sensibel dürften Haushalte auf Kaufkraftverluste reagieren, während Unternehmen mit steigenden Kosten und unsicherer Nachfrage konfrontiert sind. Geldpolitisch entsteht ein ausgeprägter Zielkonflikt. Die US-Notenbank müsste zwischen der Stabilisierung der Inflation und der Stützung von Wachstum und Beschäftigung abwägen. Unter der Annahme einer weiterhin unabhängigen Fed, die ihrem Preisstabilitätsmandat verpflichtet bleibt, impliziert das Szenario einen restriktiveren geldpolitischen Kurs. Steigende Zinsen würden zwar den inflationären Effekten entgegenwirken, gleichzeitig aber Investitionen, Kreditvergabe und Konsum dämpfen. Der Wechselkurskanal wirkt damit letztlich kontrahierend: Die Abwertung erzeugt Inflationsdruck, der geldpolitische Reaktionen nach sich zieht, welche das Wachstum bremsen. Im Vergleich zur Basis-Prognose fällt das BIP-Wachstum im Jahr 2027 um knapp 0,3 Prozentpunkte geringer aus.

Grafik 4: Effekt einer weiteren globalen 15 % USD-Abwertung auf die US-Wirtschaft

Abweichungen zur Oxford Basis-Prognose, in Prozentpunkten, Wachstum gegenüber Vorjahr (YoY).

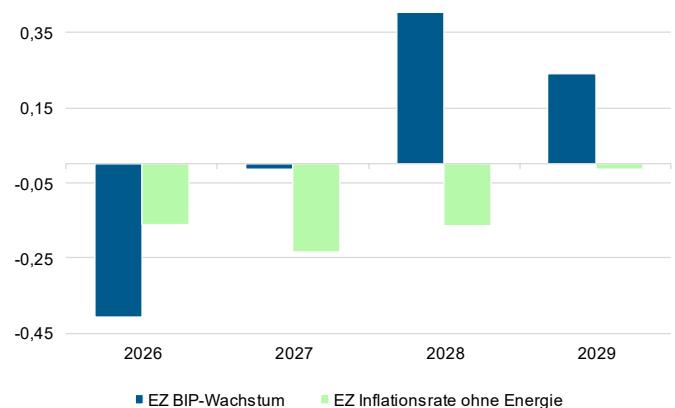


Quelle: Eigene Berechnungen basierend auf dem Oxford Economics Modell.
Stand: Februar 2026.

Für die **Eurozone** wäre ein zunehmend starker Euro ebenfalls mit Risiken verbunden. Europäische Exporte würden gegenüber den USA an Wettbewerbsfähigkeit verlieren, was die Konjunktur schwächt. In der Simulation fällt das jährliche Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts in der Spitzzeit um rund 0,4 Prozentpunkte niedriger aus, obwohl europäische Verbraucher und Unternehmen kurzfristig von günstigeren Importpreisen profitieren (Grafik 5). Insbesondere Energie könnte günstiger werden. Die Inflation (ohne Energie) würde in der Folge unter den Zielwert der Europäischen Zentralbank fallen. Neuerliche Leitzinsenkungen der EZB wären die Folge, um die Abwertung zu bremsen und die Nachfrage zu stabilisieren.

Grafik 5: Effekt einer weiteren globalen 15 % USD-Abwertung auf die Wirtschaft der Eurozone

Abweichungen zur Oxford Basis-Prognose, in Prozentpunkten, Wachstum gegenüber Vorjahr (YoY).



Quelle: Eigene Berechnungen basierend auf dem Oxford Economics Modell.
Stand: Februar 2026.

Zusammengefasst zeigt die Simulation, dass eine globale Abwertung des US-Dollars – die vor allem eine veränderte Einschätzung der politischen Lage in den USA reflektiert – die USA wie auch die Eurozone relevant belasten würde, auch wenn die Modellergebnisse mit Unsicherheit behaftet sind. Die Dollar-Schwäche wirkt sich in den USA insbesondere auf die Inflation aus, was die Haushalte nach dem Inflationsschock 2022 besonders sensibel reagieren lassen könnte. Gleichzeitig steht die US-Notenbank vor der Herausforderung, die Geldpolitik so anzupassen, dass sie die Wirtschaft nicht zusätzlich belastet. Selbst wenn die Ergebnisse unserer Simulation auch nur in ihrer Tendenz zutreffen, dürfte es weder wirtschaftlich noch politisch im Interesse der USA sein, den US-Dollar weiter stark abwerten zu lassen, auch wenn theoretische Schätzer von langfristigen Kursen von 1,30 bis 1,40 USD/EUR ausgehen. Ab einem gewissen Punkt zu starker und schneller Abwertung überwiegen die negativen Folgen für Wachstum und Inflation.

Fazit

Der aktuelle Druck auf den US-Dollar ist möglicherweise ein Anzeichen für einen graduellen Verlust seiner globalen Rolle. Wechselkurse sind in der aktuellen Lage weniger ein technischer Preis, sondern stärker ein politisches Signal. Sie spiegeln nicht nur Konjunktur und Geldpolitik wider, sondern auch institutionelles Vertrauen und geopolitische Erwartungen.

Eine zunehmende Politisierung des Wechselkurses birgt jedoch systemische Gefahren. Gerät der US-Dollar durch den Entzug der politischen Vertrauensbasis zunehmend stärker unter Druck, droht den USA ein Inflationsimport. Gleichzeitig belastet ein überproportional starker Euro die internationale Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Industrie, was im schlimmsten Fall zu realen Produktionsverlusten und einer Beschleunigung der Deindustrialisierung führen kann.

Disclaimer

Die präsentierten Simulationsergebnisse des Oxford Economics Modells sind als konditionale Szenarien zu verstehen und stellen keine exakten Prognosen dar. Da ökonomische Modelle politische Reaktionen und nicht-lineare Markteffekte (wie plötzliche Vertrauensverluste) nur begrenzt abbilden, sind die Werte für das BIP-Wachstum und die Inflationsrate als Richtgrößen zu interpretieren.

¹ Ursachen dafür sind unter anderem auch die zunehmend negative Netto-Auslandsposition der USA und die veränderte Struktur der von ausländischen Investoren gehaltenen US-Vermögenswerte. Zudem ist der US-Dollar im Vergleich zu anderen G10-Währungen relativ renditestark, weshalb er weniger als Finanzierungswährung in Carry Trades genutzt wird. [The US dollar: Not a traditional safe haven | CEPR](#).

² Pástor, L., and P. Veronesi (2013): [Political uncertainty and risk premia](#), Journal of Financial Economics, 110(3), 520–545.

³ Der DXY misst den Außenwert des US-Dollars gegenüber einem Korb wichtiger Handelspartnerwährungen, wobei der Euro rund 57 % ausmacht, gefolgt von Yen, Pfund, Kanadischem Dollar, Schwedischer Krone und Schweizer Franken. Ein steigender DXY signalisiert eine breitere Aufwertung des US-Dollars, ein fallender Kurs eine Abwertung.

⁴ Krugman, P. R., Obstfeld, M. und M. J. Melitz (2019). Internationale Wirtschaft: Theorie und Politik der Außenwirtschaft. Pearson Studium.

⁵ The Wall Street Journal (2026): [A Weaker Dollar Has Always Been Part of Trump's Plan](#), 29.01.2026.

⁶ Reuters (2026): [Trump says value of the dollar is 'great', currency hits 4-year low](#), 28.01.2026.