

Thomas Høgh

Portfoliomanager Anleihen



Harry Phinney

Investmentdirektor Anleihen

Ist die US-Dollarschwäche ein Vorbote für mehr?

Im Überblick

- Die jüngste US-Dollarschwäche könnte das Ende der fast zehnjährigen Hausse signalisieren.
- Wichtige Gründe sind die niedrigeren US-Staatsanleiherenditen, das hohe Haushaltsdefizit und die mögliche Deglobalisierung.
- Investoren können sich mit nicht währungsgesicherten internationalen Anleihen für einen schwächeren US-Dollar positionieren.
- Auch andere Assetklassen mit Fremdwährungsengagement, etwa Emerging-Market-Anleihen, könnten vom schwächeren US-Dollar profitieren.

Beginnt jetzt eine neue mehrjährige Dollarbaisse, oder erleben wir nur eine vorübergehende Unterbrechung der mittlerweile fast zehnjährigen Hausse? Diese Frage stellen sich Investoren, die die kontinuierliche Abwertung der US-Währung seit dem COVID-19-Ausbruch zu Jahresbeginn erlebt haben.

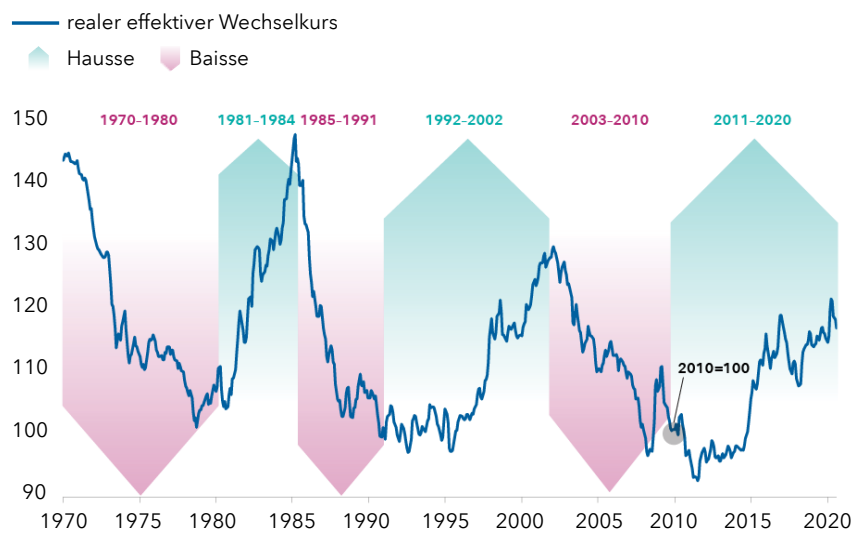
Dollarzyklen dauern meist mehrere Jahre. Der Wechsel von der Hausse zur Baisse braucht meist Zeit, und nicht selten kommt es zu einem Fehlalarm.

Noch ist es zu früh, um den Beginn einer neuen Dollarbaissé auszurufen, aber es könnte in nächster Zeit dazu kommen. Im Rückblick könnte 2020 als das Jahr erscheinen, in dem die Wende eingeläutet wurde.

Zu einer Dollarhausé kommt es meist dann, wenn mehrere Faktoren zusammenfallen, die die US-Währung stärken. Wenn diese Faktoren wegfallen, kehrt der Dollarkurs in der Regel zu seinem fairen Wert zurück. Anfang der 1980er-Jahre bewirkte die Kombination aus hohen Realzinsen, Steuersenkungen und Deregulierung Mittelzuflüsse in die USA, sodass der US-Dollar stieg. In den 1990ern und zu Beginn der 2000er-Jahre stärkten die berechenbare US-Fiskalpolitik und das Wirtschaftswachstum den Dollar, und der Dotcom-Boom tat ein Übriges. In der jüngsten Hausé, die 2011 begann, sorgten vergleichsweise hohe Realzinsen, ein attraktiver Zinsvorsprung und eine lockere Fiskalpolitik für ein überdurchschnittlich starkes Wirtschaftswachstum in den USA - mit der Folge, dass der US-Dollar gegenüber den meisten anderen Währungen aufwertete.

Auf und Ab

Dollarhausén und Dollarbaissén seit 1970



Quelle: J.P. Morgan. Stand 1. August 2020.

Drei Faktoren, die die Dollarbären wecken könnten

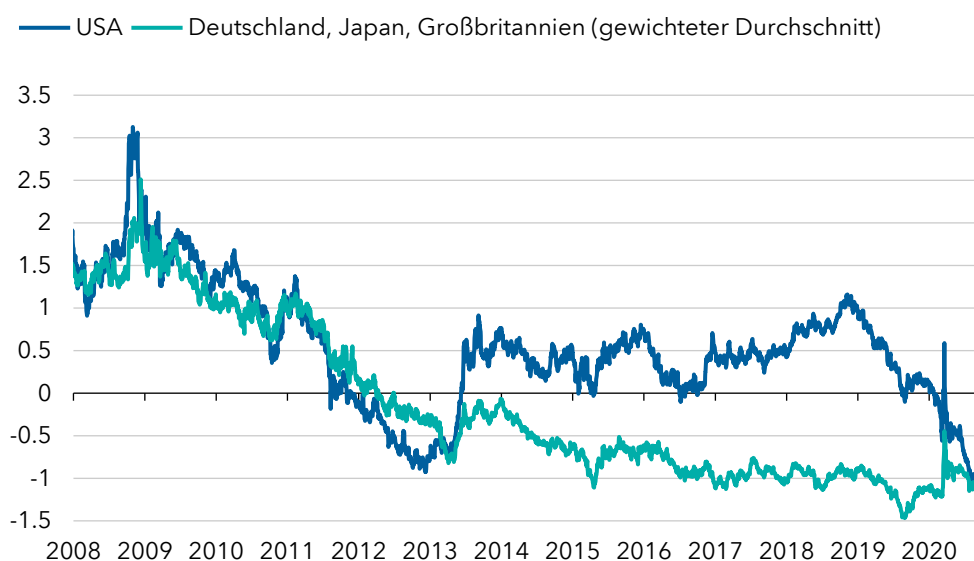
Jetzt könnte der nächste Wendepunkt anstehen. Die jüngsten Änderungen der Geld- und Fiskalpolitik mit dem Ziel, die wirtschaftlichen Folgen von COVID-19 abzumildern, sowie die zunehmende Unsicherheit über die Wirtschaftspolitik könnten eine neue Baisse einläuten. Vor allem drei Dinge gilt es zu beobachten: die Konvergenz der Geldpolitik der Industrieländer, das anschwelldend US-Haushaltsdefizit sowie grundlegende Änderungen der internationalen Handelsströme.

1. Realzinskonvergenz macht den US-Dollar weniger attraktiv

Die äußerst expansive US-Geldpolitik und die Zinssenkungen nach COVID-19 sind ein wesentlicher Grund dafür, dass man jetzt eine Dollarbaissé erwartet. Ein wichtiger Unterstützungsfaktor ist weggefallen, seit sich der Realzinsvorteil von US-Titeln gegenüber anderen Industrieländer-Staatsanleihen so stark verringert hat. Seit 2013 hatten die im Vergleich zu Deutschland, Japan und Großbritannien attraktiveren inflationsbereinigten Renditen in den USA den US-Dollar gestärkt. Als die Fed dann ab 2015 drei Jahre lang die Zinsen anhub, kam ein beachtlicher Zinsvorteil hinzu.

US-Staatsanleihen bieten keinen Renditevorsprung mehr

Realrenditen zehnjähriger US-Staatsanleihen



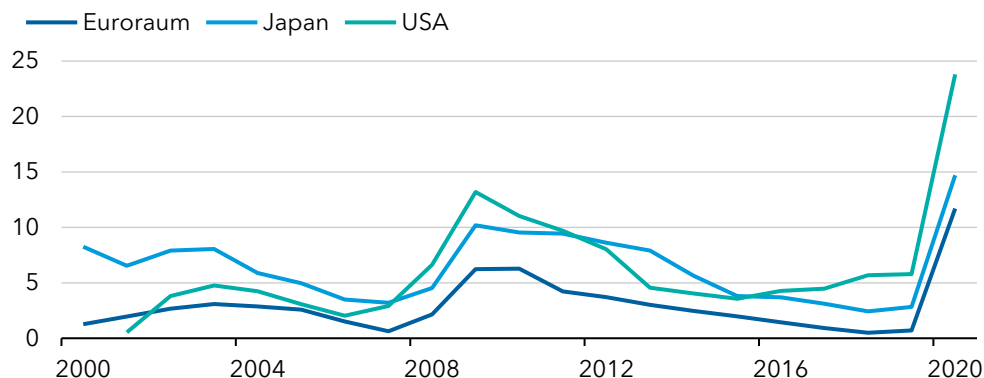
Quelle: Macrobond. Berechnungen von Capital Strategy Research.
Stand 9. September 2020.

2. Das anschwellende US-Haushaltsdefizit könnte dem US-Dollar ebenfalls schaden

Seit fast 20 Jahren ist der US-Bundeshaushalt defizitär. Als die Regierung Billionen von US-Dollar freigab, um die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie zu mildern, schwoll das Defizit noch einmal massiv an. Am 30. Juni 2020 war die Schuldenstandsquote, also das Defizit in Prozent des BIP, nur noch wenig vom Höchststand seit dem Zweiten Weltkrieg entfernt. Vor allem aber ist das Defizit wesentlich stärker gestiegen als die Haushaltsdefizite Japans und des Euroraums.

Es gibt im Wesentlichen zwei Möglichkeiten, auf ein hohes Haushaltsdefizit zu reagieren, und beide könnten für den US-Dollar ein Problem sein. Wie sich die Politik entscheidet, wird stark von der Politik und dem Fortgang der Pandemie abhängen. Denkbar wäre der Versuch, das Defizit durch niedrigere Staatsausgaben, höhere Steuern oder eine Kombination aus beidem zu verringern. Dies würde Investitionen und das Wirtschaftswachstum bremsen und die USA weniger attraktiv für ausländisches Kapital machen. Man könnte aber auch auf solche Sanierungsmaßnahmen verzichten – in der Hoffnung, dass dies das Wirtschaftswachstum stärkt und damit zu höheren Steuereinnahmen führt. Dann müsste die Fed allerdings ihr Quantitative Easing fortsetzen, um die höheren Staatsausgaben zu ermöglichen. Sie riskierte damit einen Anstieg der Inflation und vielleicht auch eine Währungsabwertung.

Vor der Fiskalklippe Haushaltsdefizit in Prozent des BIP



Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook. Stand 1. Januar 2020.
Schätzungen für 2020.

3. Auch die Deglobalisierung könnte dem US-Dollar schaden

Es gibt noch einen dritten Faktor, der die Dollarhausse stoppen könnte: mehr Käufe von Vorprodukten im Inland – faktisch also ein schwächeres Wachstum, wenn nicht eine Schrumpfung des Welthandels. Selbst vor COVID-19 machte das Wort von der Deglobalisierung die Runde, weil Protektionismus und welt-politische Spannungen zunahmen. Die Pandemie hat diese Entwicklungen noch verstärkt, bestätigte sie doch die Risiken unerwarteter Lieferkettenstörungen bei einer Just-in-time-Produktion, für die Effizienz wichtiger ist als Reservekapazitäten und hohe Lagerbestände.

Wenn Unternehmen ihre Produktion aus Niedriglohnländern repatriieren, steigen ihre Kosten, und vielleicht geht auch die Produktivität zurück. Eine höhere Inflation geht dann mit einem niedrigeren Wachstumsanstieg einher als bisher. Die Geld- und Fiskalpolitik könnte dann versucht sein, das Wachstum zu dämpfen, um ein Überschießen der Inflationsziele zu vermeiden. Wenn die USA die Globalisierung, für die sie sich in den letzten Jahrzehnten so stark gemacht hat, jetzt zurückdreht, würden US-Exporte teurer werden, und Investitionen in den USA würden weniger attraktiv – denn die Unternehmensgewinne wachsen dann nicht mehr so schnell. Beides könnte Kapitalzuflüsse aus dem Ausland bremsen und den US-Dollar nach unten ziehen.

Was bedeutet ein schwächerer US-Dollar für Investoren?

Wir halten es durchaus für möglich, dass der US-Dollar vor einer Baisse steht. Es war aber schon immer schwierig, den genauen Zeitpunkt vorherzusagen. Selbst wenn jetzt eine längere Schwächephase beginnt, könnten externe Faktoren die US-Währung kurzfristig stützen – etwa die Folgen des Brexit für Europa am Jahresende.

Es könnte daher jetzt an der Zeit sein, den Dollaranteil zu verringern und in nicht amerikanische Anleihen zu investieren. Dazu könnte sich eine aktiv gemanagte internationale Core-Anleihenstrategie mit aktivem Währungsmanagement anbieten. Für Investoren, die Wert auf höhere laufende Erträge legen, könnten in Zeiten eines schwachen US-Dollar auch Emerging-Market-Anleihen interessant sein. Bislang haben sie sich ebenso wie Emerging-Market-Währungen in einer Dollarbaisse stets gut gehalten. In den letzten zehn Jahren sind die politischen Risiken in vielen Schwellenländern zurückgegangen, und die Geld- und Fiskalpolitik wurde solider, sodass sich die Risiko-Ertrags-Profile deutlich verbessert haben. Vielen Emerging Markets drohen aber kurzfristige Herausforderungen wie eine weitere Verringerung des Welthandels sowie

steigende Schulden – und das in einer Zeit, in der der Ausblick für die Weltwirtschaft höchst unsicher ist. Weil die Risiken von Emerging-Market-Anleihen höher sind als die klassischer Core-Strategien, halten wir aktives Management hier für unverzichtbar.

Welchen Ansatz ein Anleger im Einzelnen wählen sollte, hängt von seinen Zielen und seiner Risikobereitschaft ab. Da uns aber jetzt vielleicht ein schwächerer US-Dollar bevorsteht, könnte es aus unserer Sicht interessant sein, in der Asset-Allokation auch diversifizierte, in anderen Währungen denominierte Titel zu berücksichtigen.

Thomas H. Høgh ist Anleihenportfoliomanager mit 33 Jahren Erfahrung (Stand 31. Dezember 2019). Er hat einen MBA in Finance, International Business & Management von der Columbia Business School, einen Master in Internationaler Volkswirtschaftslehre und einen Bachelor in Volkswirtschaft, jeweils von der Universität Kopenhagen.

Harry Phinney ist Investmentdirektor Anleihen mit 14 Jahren Branchenerfahrung (Stand 31. Dezember 2019). Er hat einen MBA in International Business von der Northeastern University, einen Master in Angewandter Statistik und Finanzmathematik von der Columbia University und einen Bachelor in Internationaler Politischer Ökonomie von der Northeastern University.

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Die zur Verfügung gestellten Informationen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und stellen keine Beratung dar. Diese Angaben dienen nur der Information. Sie sind kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Kauf oder zum Verkauf der hier erwähnten Wertpapiere.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlagengewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominated sind, verliert Ihre Anlage an Wert.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

Für Deutschland: CIMC ist in Deutschland über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

Für die Schweiz: Diese Mitteilung wird von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben. © 2020 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **CR-379523 STR DE AT CH (DE) P.**