

Ende der US-Dollar-Stärke - Implikationen für die Finanzmärkte¹

2018 gab es kaum eine Anlageklasse, die insgesamt eine positive Wertentwicklung aufwies. Eine Ausnahme war der US-Dollar, der sowohl handelsgewichtet als auch zum Euro entgegen der Erwartung der Marktteilnehmer aufwertete. Wesentliche Treiber dieser Stärke waren die boomende US-Konjunktur, der Zinserhöhungszyklus der US-Notenbank, die zahlreichen politischen Risiken sowie die höhere Volatilität an den Kapitalmärkten.

Seit dem Jahreswechsel hat die US-Notenbank Fed in ihrer Kommunikation jedoch eine Kehrtwende hingelegt. Sie signalisierte, dass sie in ihrem Zinserhöhungszyklus eine Pause einlegen wird und die weitere Konjunktur- und Inflationsentwicklung abwarten wird. Der Dollar verliert damit an Unterstützung. Da insgesamt der relative Wachstums- und Zinsvorteil der USA abnehmen dürfte, mehren sich die Anzeichen für eine Abschwächung des Dollars, zumal er auf Basis vieler Bewertungsmodelle teuer erscheint. Auf handelsgewichteter Basis scheint er im November 2018 seinen Höhepunkt hinter sich gelassen zu haben. Profiteure waren seitdem die Währungen der Schwellenländer und der japanische Yen, jedoch nicht der Euro, der unter politischen und wirtschaftlichen Problemen leidet. Was bedeutet ein Ende der Dollar-Stärke für die Finanzmärkte und wie können Anleger davon profitieren?

Betrachten wir zunächst Rohstoffe. Eine Dollar-Abschwächung bedeutet für Abnehmer außerhalb des Dollarraums zunächst sinkende Rohstoffkosten, weil Rohstoffe traditionell in Dollar abgerechnet werden. In der Folge steigt die Nachfrage der internationalen Abnehmer, etwa weil der Anreiz Ressourcen zu sparen sinkt oder die Möglichkeit, die Rohstofflager zu niedrigeren Preisen aufzufüllen, ausgenutzt wird. Zugleich sinkt das Angebot, weil Produzenten wegen fallender Preise in ihrer Währung nicht mehr so viel produzieren. Das resultiert wiederum in höheren Rohstoffpreisen. Dieser Preisanstieg wird durch die Dollar-Abschwächung zum Großteil kompensiert. Die USD-Sensitivität von Rohstoffen liegt damit nahezu bei -1. Das heißt, dass Euro-Anleger mit Rohstoffen kein Geld verdienen können, wenn neben dem Wechselkurseffekt nicht auch das grundsätzliche makroökonomische Bild für fundamental höhere Preise spricht. Häufig ist dies jedoch der Fall, wenn der Dollar zur Schwäche neigt.

Stark betroffen von Veränderungen des Dollarkurses sind Schwellenländer. Während produktionsorientierte Schwellenländer viele Rohstoffe importieren und bei fallendem Dollar Nutznießer von in Lokalwährung sinkenden Rohstoffpreisen sind, zählen rohstoffexportierende Länder eher zu den Verlierern. Zudem ist für Länder mit hohen Fremdwährungsschulden der Dollarkurs aufgrund der Finanzierungskosten bedeutend, denn meist sind diese Schulden in Dollar denominated. Wertet der Dollar ab, sinkt der Schuldenstand des Landes in der jeweiligen Lokalwährung und es ist für das Land leichter, diese zu bedienen. Die verbesserte Schuldentragfähigkeit zeigt sich dann auch in sinkenden Risikoprämien und somit steigenden Kursen von Anleihen des betreffenden Landes. Zugleich geht eine Dollar-Abschwächung tendenziell mit einer Aufwertung von Schwellenländerwährungen einher. Das bedeutet,

Im *Fokus* kommentieren wir außergewöhnliche Marktereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

Im Jahr 2018 war der US-Dollar eine der wenigen Anlageklassen mit einer positiven Wertentwicklung.

Im November 2018 scheint der handelsgewichtete US-Dollar seinen Höhepunkt überschritten zu haben. Der Dollar verliert an Unterstützung.

Rohstoffe sind nicht aus Wechselkursaspekten, sondern aufgrund von Fundamentaldaten attraktiv, die bei einer US-Dollar-Schwäche tendenziell gut sind.

Schwellenländer profitieren von einer US-Dollar-Abwertung. Ihre Lokalwährungsanleihen sind besonders attraktiv.

¹ Dieser Artikel basiert auf einem Gastkommentar, der am 13. April 2019 in der Börsen-Zeitung veröffentlicht wurde.



dass Euro-Investoren bei Lokalwährungsschwellenländeranleihen doppelt von einer Dollar-Schwäche profitieren, nämlich über den Kursanstieg und die Währungsaufwertung. Hingegen profitieren Euro-Investoren bei Dollar-Schwellenländeranleihen zwar über den Kursanstieg der Anleihen, verlieren jedoch aufgrund der Abwertung des Dollars. Endet die Dollar-Stärke, sind somit Lokalwährungsanleihen der Schwellenländer vorzuziehen.

Auch Aktieninvestments in Schwellenländern sind in diesem Umfeld attraktiv. Da Unternehmen der Schwellenländer von sinkenden Rohstoff- und Finanzierungskosten und somit höheren Gewinnen profitieren, sollte auch die Wertentwicklung der Schwellenländer-Aktienmärkte die der Industrieländer übertreffen.

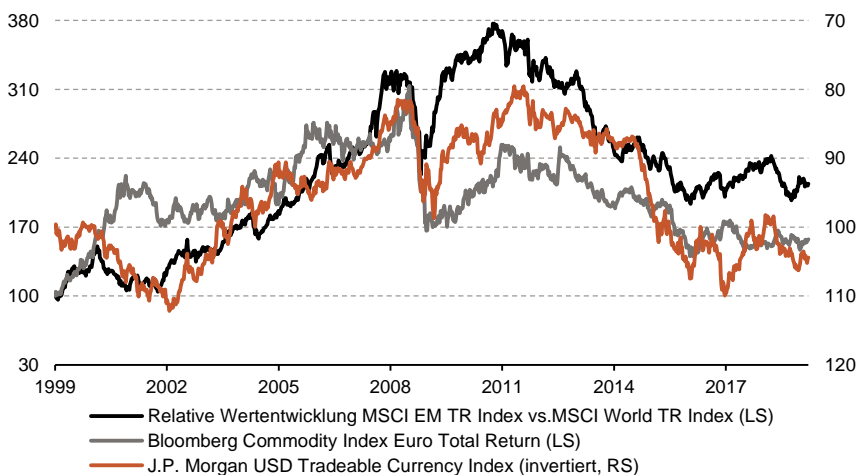
Die Aktienmärkte der Schwellenländer sollten die Indizes der Industrieländer übertreffen.

Unmittelbare Auswirkungen hat ein Ende der Dollar-Stärke auf den US-Aktienmarkt. Realwirtschaftlich betrachtet werden US-Unternehmen erstens international wettbewerbsfähiger und zweitens sind Auslandsgewinne in Dollar mehr Wert (Translationseffekt). In der Regel sichern Unternehmen jedoch einen Großteil dieses Währungsrisikos ab, sodass dieser Effekt erst im Zeitablauf seine Wirkung entfaltet. Allerdings ist der Anteil der Umsätze, die US-Unternehmen außerhalb der Heimatwährung generieren, vergleichsweise gering. Damit kompensieren die steigenden Gewinne und Kurse tendenziell nicht die Währungsabwertung. Erwarten ausländische Investoren, dass der Dollar mittelfristig abwertet, verkaufen sie zudem Dollar-Investments, um das Geld in der eigenen Währung anzulegen. Dadurch bringen sie den Dollar weiter unter Druck. Sollte der Dollar also nachhaltig schwächeln, dürfte der „Flow“-Effekt die fundamentalen Effekte klar dominieren. Eine Abwertung des Dollars spricht damit zwar für fundamental steigende US-Aktien, aber im historischen Schnitt wird nur die Hälfte der Währungsverluste kompensiert. Auf der Anleihe Seite ist zunächst die tendenziell positive Beziehung von US-Staatsanleihen und dem handelsgewichteten Dollar zu vermerken. In einem Risk-Off-Umfeld sind häufig Dollar und US-Staatsanleihen als „sichere Häfen“ gefragt. In einem Risk-On-Umfeld erscheinen US-Staatsanleihen für Euro-Investoren hingegen meistens nicht attraktiv, da Verluste über die Kursentwicklung und die Währungsseite drohen. Jedoch weisen US-Treasuries aktuell etwa gegenüber Bundesanleihen erheblich höhere Renditen auf. Ein fallender Dollar könnte diesen Vorteil allerdings mehr als ausgleichen. Auch eine Währungsabsicherung macht den Renditevorsprung zunichte. Trotzdem können US-Staatsanleihen aus Portfoliosicht zur Absicherung für ein Risk-Off-Umfeld sinnvoll sein.

Die US-Aktienmärkte sollten von einem schwächeren Dollar profitieren, jedoch verlieren Euro-Investoren über die Währung.

Schwellenländeraktien und Rohstoffe bei Dollar-Abschwächung attraktiv

Die Wertentwicklungen der Indizes bzw. Verhältnisse sind auf 100 zum 01.01.1999 skaliert.



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen
Zeitraum: 01.01.1999-15.03.2019, wöchentliche Daten



Die Auswirkungen einer Abwertung des handelsgewichteten Dollar sind für die europäischen Aktienmärkte vielschichtig. Europäische Unternehmen profitieren zumindest temporär von niedrigeren Preisen für importierte Rohstoffe. Zudem dürften sie leicht steigende Umsätze und Gewinne von der durch günstigere Importe gestärkten Binnennachfrage erzielen, die jedoch durch den Translationseffekt und die abnehmende relative Wettbewerbsfähigkeit neutralisiert werden könnten. Der Effekt auf die Realwirtschaft und die Unternehmensgewinne dürften somit je nach Abhängigkeit vom Außenhandel unterschiedlich stark ausfallen. Wichtiger für die Entwicklung der europäischen Aktienmärkte sind die internationalen Kapitalflüsse. Eine nachhaltige Abwertung des Dollars sollte durchaus positiv für europäische Aktien sein, denn Kapital dürfte aus Dollar-Anlagen in Euro-Anlagen fließen. Dafür müssten jedoch wie bei einer Euro-Erholung erst die politischen und handelspolitischen Risiken gelöst sein, bevor internationale Investoren wieder Investitionschancen sehen. Dann haben die europäischen Aktienmärkte wie auch der Euro Erholungspotenzial. Bei der Aktienausswahl sind Unternehmen mit einer hohen Preissetzungsmacht zu bevorzugen, da diese Schwankungen bei Inputkosten und Wechselkursen am besten ausgleichen können.

Zusammenfassend erscheinen bei einer Abschwächung des handelsgewichteten Dollars für Euro-Investoren Aktienanlagen in der Eurozone und den Schwellenländern sowie Lokalwährungsanleihen der Schwellenländer am aussichtsreichsten. Auch Rohstoffinvestments bieten Chancen, wenn sich zugleich auch das Wirtschaftswachstum stabilisiert, insbesondere im rohstoffhungrigen China. Investments in US-Dollar haben jedoch aufgrund der US-Wirtschaftsdominanz und aus Diversifikationsgründen stets ihre Berechtigung im Portfolio.

Im Falle einer nachhaltigeren US-Dollar-Abwertung profitieren die europäischen Aktienmärkte üblicherweise durch Kapitalzuflüsse.

Wenn der US-Dollar sich abschwächt, erscheinen Aktien der Schwellenländer und aus Europa sowie EM-Lokalwährungsanleihen am attraktivsten.



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

AUTOREN



Guido Urban, CFA | Senior Analyst Multi Asset Strategy & Research
Ist zuständig für die Kapitalmarktpublikationen, erstellt Analysen, insbesondere für Rohstoffe, unterstützt den Investmentprozess und generiert Anlageideen
+49 69 91 30 90-215 | guido.urban@berenberg.de

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- Monitor
- Fokus
- Investment Committee
- Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

WICHTIGE HINWEISE

Bei den hier dargestellten Informationen handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Es handelt sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügen diese Informationen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Diese Informationen sollen Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Kapitalanlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse sind ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass die Inhalte keine individuelle Anlageberatung darstellen.

Diese Informationen wurden weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die vorliegenden Aussagen basieren entweder auf eigenen oder allgemein zugänglichen Quellen Dritter und berücksichtigen den Stand zum Datum der Erstellung dieser Information. Nachträglich eintretende Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Unterlage zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Stand: 15. April 2019

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de