

MAKROPERSPEKTIVEN

Euro oder Dollar? Auf die richtige Mischung kommt es an

#38 / 30. Juni 2021

Dr. Johannes Mayr, Chefvolkswirt

EUR-USD schwankt seit Jahresbeginn in enger Spannweite um 1,20. Die Prognosen auf Sicht der kommenden Jahre sind relativ eindeutig in Richtung eines schwächeren Dollar verteilt. Lohnt vor diesem Hintergrund aus Portfoliosicht eine Analyse zu den Treibern und den Szenarien für die künftige Entwicklung?

Die Antwort ist ja, denn die Konsens-Prognosen haben sich als wenig verlässlicher Indikator erwiesen. Und die Bedeutung der Wechselkursentwicklung für die Performance wird von Investoren häufig unterschätzt. Dabei gilt es neben den unmittelbaren Effekten von Währungsschwankungen auf das Portfolio eine Reihe weiterer Faktoren zu berücksichtigen. Insbesondere am Aktienmarkt. So profitieren beispielsweise heimische Unternehmen von einer Abwertung der eigenen Währung durch eine höhere Exportnachfrage. Gleichzeitig steigen die Produktionskosten, wenn Vorleistungen aus dem Ausland teurer eingekauft werden. Diese Effekte stehen sich bei Wechselkursbewegungen gegenüber, sodass die Vor- und Nachteile auf das Portfolio je nach zeitlicher Perspektive unterschiedlich ausfallen.

Wechselkurse beeinflussen die Portfolio-Rendite auf verschiedenen Kanälen

Für einen Investor aus dem Euro-Raum ist die Relation zum USD von überragender Bedeutung. Zum einen ist der US-Markt für viele europäische Unternehmen aber auch Unternehmen aus anderen Regionen zentraler Absatzmarkt und nimmt im Warenaustausch eine zentrale Rolle ein. Dies zeigt sich am hohen Anteil des USD von 15-20% am effektiven Euro-Wechselkurs als Maß für dessen globale Verflechtung. Zum anderen kommen US-Unternehmen mit 66% am MSCI World auf einen sehr hohen Anteil am weltweiten Kapitalmarkt und damit den globalen Anlageoptionen. Und schließlich kommt dem USD durch seinen Status als Weltreservewährung eine besondere Rolle zu. Denn nicht nur ein erheblicher Anteil der globalen Auslandsverschuldung ist in USD denominiert. Auch zahlreiche Asset-Klassen wie Gold und Rohstoffe werden in USD gepreist, wodurch ihre relative Attraktivität direkt von dessen Bewertung beeinflusst wird.



*Euro oder Dollar?
Auf die richtige Mischung kommt es an
Makroperspektiven #38 / 30. Juni 2021*

Ein diversifiziertes Portfolio mit Zugang zu den weltbesten Unternehmen und den interessantesten Asset-Klassen macht deshalb ein Engagement in USD direkt und indirekt unvermeidlich. Die erfolgreiche Steuerung des damit verbundenen Wechselkursrisikos setzt eine strukturierte Analyse und Prognose der zentralen Treiber des Verhältnisses zwischen EUR und USD voraus. Wichtig ist dabei ein 360 Grad-Blick, denn der Wechselkurs wird stets von Faktoren auf beiden Seiten des Währungspaars getrieben, und ihre relative Bedeutung schwankt über die Zeit.

Analysen und Prognosen müssen Entwicklungen von Wirtschaft und Kapitalmarkt berücksichtigen

Zur Einordnung der zentralen Treiber bietet die Theorie eine Vielzahl von Modellen. In der längeren Frist steht die Realwirtschaft im Zentrum. Und hier spielen die relative Entwicklung der Inflation, gemessen an der Kaufkraftparität, sowie die relative Entwicklung der Wirtschaftsleistung als Maß für die Importnachfrage die wichtigsten Rollen. Beide Faktoren dienen für die Wechselkurse allerdings mehr als eine mittelfristige Orientierungsgröße, um welche die Währungspaare schwanken, und weniger als Instrument für die Prognose auf Sicht der kommenden Monate.

Für die Abweichungen von diesen Ankerpunkten in der kürzeren Frist werden Theorien zu den grenzüberschreitenden Kapitalströmen herangezogen, wie die Zinsparität oder die Portfoliotheorie. Während die Theorie der Zinsparität auf das Verhältnis der risikofreien Renditen in zwei Währungsräumen und damit vor allem die Geldpolitik abstellt, berücksichtigt die Portfoliotheorie explizit die unterschiedliche Risikoeinschätzung von Investoren bei Anlagen in heimischer und ausländischer Währung.

In der Praxis überschneiden sich die verschiedenen Wechselkurs-theorien in vielen Bereichen und blenden zugleich weitere relevante Faktoren aus. Dennoch bieten sie eine gute Basis für die Analyse der aktuellen und künftigen Bewegungen und Niveaus der Wechselkurse. Aktuell stehen sich die Argumente für und gegen einen starken USD in etwa gleichgewichtet gegenüber. Entscheidend ist vor allem ihre zeitliche Perspektive.

Pro USD (kurz- und mittelfristig)

Positive Wachstumserwartungen durch US-Fiskalprogramme
Aussicht auf Fed-Exit mit steigenden Realzinsen
Schwäche der Euro-Konjunktur und anhaltend expansiver Kurs der EZB
Erhöhte globale Risikoaversion



Contra USD (langfristig)

Anhaltend hohe Bewertung
Asymmetrisches Inflationsrisiko /
divergierende Inflationsprognosen
Hohe bzw. steigende US-Haushalts- und
Leistungsbilanzdefizite
Politischer Wille der US-Administration zur
Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit
Aufholen der Euro-Konjunktur ab 2023



*Euro oder Dollar?
Auf die richtige Mischung kommt es an
Makroperspektiven #38 / 30. Juni 2021*

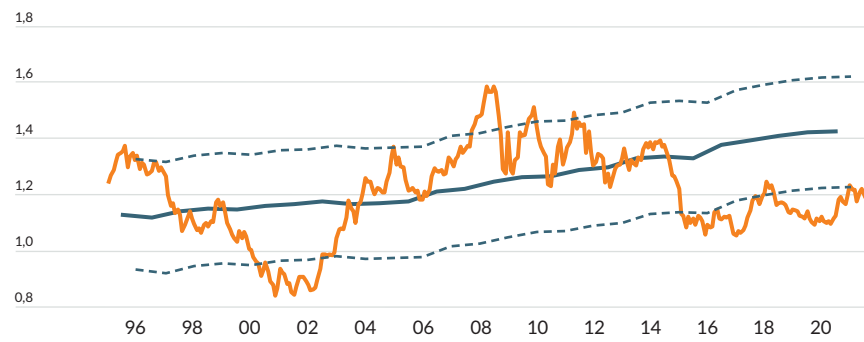
Hohe Bewertung des US-Dollar langfristig unter Druck

Mit Blick auf die wirtschaftliche Seite kann der US-Dollar seit Anfang 2015 als fundamental hochbewertet eingestuft werden, insbesondere auch zum Euro. EUR-USD Kurse von etwa 1,40 würden die langfristigen Wirtschafts- und Inflationsdynamiken in den USA und Europa besser spiegeln. Das zeigt der Vergleich zum Verlauf der Kaufkraftparität.

**Wechselkurs EUR-USD und
Spannweite der
OECD-Kaufkraftparität
(+/- 2 Standardabweichungen)**

— Kaufkraftparität
— EUR - USD

Quelle: OECD, Eyb & Wallwitz



Gleichzeitig legt diese Gegenüberstellung nahe, dass das Aufwertungsrisiko für den USD deutlich unter 1,20 EUR-USD mittelfristig begrenzt ist. Denn auf dem aktuellen Niveau von etwa 1,20 liegt EUR-USD nahe einem Niveau, ab dem die wirtschaftlichen Korrekturkräfte (=Gegenwind für die US-Exportwirtschaft) durch die nachlassende preisliche Wettbewerbsfähigkeit des USD bereits recht stark sind. Für einen perspektivisch schwächeren USD sprechen zudem das asymmetrische Inflationsrisiko, das für die USA deutlich höher ausfällt, sowie die hohen bzw. weiter steigenden Defizite der Haushalts- und Leistungsbilanz in den USA, welche die Attraktivität des USD schmälern. Dabei bezeichnet die neue US-Administration – ähnlich wie die Trump-Regierung – einen zu starken USD explizit als Belastung für die Wirtschaft. Das Risiko direkter politischer Einflussnahme kann als erhöht bezeichnet werden. In jedem Fall deutet dieser wirtschaftspolitische Leitgedanke darauf hin, dass Geld- und/oder Fiskalpolitik in den USA strukturell expansiv ausgerichtet bleiben und eine Bewegung des USD in Richtung seiner Kaufkraftparität unterstützen. Auf der Gegenseite haben die Reformschritte in der EU während der COVID-Pandemie – vom EU-Kurzarbeitergeld über den Wiederaufbaufonds und die uneingeschränkte Unterstützung der Fiskalpolitik durch die EZB – die Hoffnung bestärkt, dass die strukturellen und den Euro belastenden Konstruktionsfehler der Währungsunion zunehmend an Bedeutung verlieren und Europa für ausländische Investoren an Attraktivität gewinnt. Euro positiv wäre das vor allem dann, wenn die angestoßenen Investitionsprogramme das Potenzialwachstum mittelfristig anschieben würden. Denn hier hat Europa erheblichen Nachholbedarf. Aktuelle Pronosen sehen ein Aufholen der Euro-Konjunktur zu den USA ab 2023.



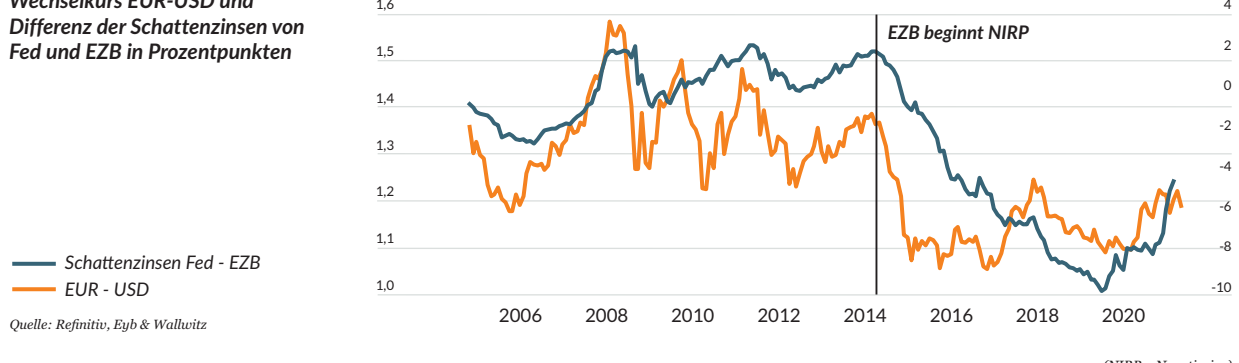
*Euro oder Dollar?
Auf die richtige Mischung kommt es an
Makroperspektiven #38 / 30. Juni 2021*

Kurz- und mittelfristig dominieren Argumente für den Dollar

Der historische Verlauf relativ zur Kaufkraftparität zeigt aber auch, dass eine Korrektur nicht innerhalb weniger Monate stattfinden und der Wechselkurs sich nicht auf einer Einbahnstraße bewegen wird. Denn aktuell dominieren andere Faktoren. Gestützt wird der USD derzeit – nachdem die in der COVID-Krise zunächst gestiegene globale Risikoaversion als Treiber an Bedeutung verloren hat – vor allem durch den Konjunkturvorsprung der USA infolge der rascheren Pandemieerholung und den Ausichten auf die positive Wirkung der umfangreichen Fiskalunterstützung auf die US-Wirtschaft. Damit einher geht auch die zunehmende Erwartung auf einen Kurswechsel der Fed, welcher über kurz oder lang die Realzinsen steigen lassen dürfte. Im Gegensatz dazu hat sich der Eindruck verfestigt, dass die Euro-Konjunktur nur langsam aus der COVID-Krise herauskommt und die EZB ihren expansiven Kurs noch lange Zeit fortsetzen wird.

Der Blick auf die Geldpolitik ist auch deshalb zentral, da der Beginn der relativen USD-Stärke mit dem divergierenden Kurs von Fed und EZB in den Jahren ab 2014 zusammenfällt. Während die Fed den Expansionsgrad in dieser Zeit deutlich zurückgefahren hat, hat die EZB mit der Einführung von Negativzinsen und dem Beginn des Ankaufs von Staatsanleihen in ein deutlich expansiveres Regime gewechselt. Die Differenz der Schattenzinsen von Fed und EZB als Maß für den expansiveren Kurs der Geldpolitik in Europa zeigt diesen Einfluss der Geldpolitik auf den Wechselkurs. Die hohe Bewertung des USD dürfte demnach vor allem dann unter Druck kommen, wenn sich eine Angleichung der geldpolitischen Ausrichtung andeutet. Die COVID-Pandemie zeigt dies beispielhaft. Denn 2020 hat auch die Fed ihre Geldpolitik vorübergehend stark bzw. sogar noch stärker gelockert als die EZB und damit die moderate Abwertung des USD von 1,10 auf etwa 1,18 mit eingeleitet.

Wechselkurs EUR-USD und Differenz der Schattenzinsen von Fed und EZB in Prozentpunkten





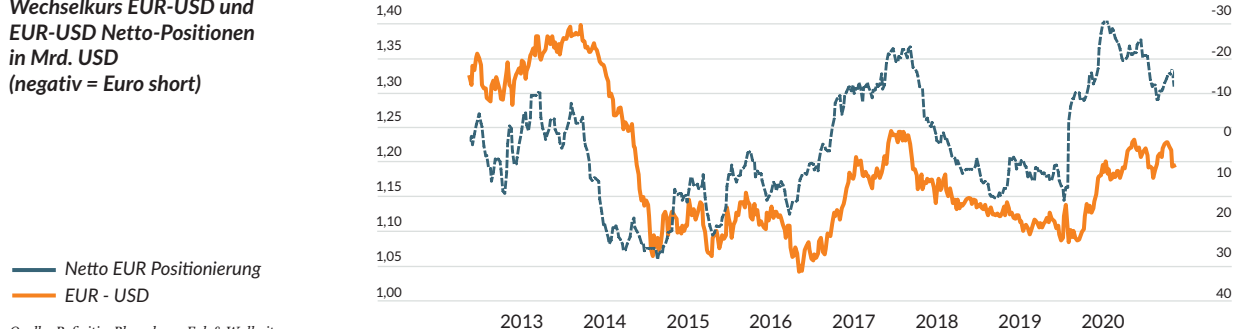
*Euro oder Dollar?
Auf die richtige Mischung kommt es an
Makroperspektiven #38 / 30. Juni 2021*

Seit Herbst 2020 pendelt EUR-USD nun in einer recht engen Range um 1,20. Der USD litt dabei unter der höheren Inflationsdynamik und den Inflationsrisiken in den USA, da gleichzeitig eine klare Perspektive auf Exit-Schritte durch die Fed fehlte bzw. an diesen gezweifelt wurde. Dies könnte sich in den kommenden Wochen ändern. Denn die US-Notenbank dürfte erste Tapering-Weichen stellen (Jackson Hole), während die EZB in den kommenden Monaten wohl kaum an ihrem aktuellen Kurs zweifeln dürfte. Diese Divergenz kann den Kurs von EUR-USD auch über einen längeren Zeitraum dominieren und unter der Marke von 1,20 halten. Nachhaltig höhere EUR-USD Kurse sind erst dann zu erwarten, wenn die EZB sich ebenfalls in Richtung Exit-Tür aufmacht. Der zeitliche Ablauf der Wechselkursreaktionen ist allerdings mit großer Unsicherheit behaftet. Nicht zum ersten Mal könnte der Markt künftige wirtschaftliche oder geldpolitische Weichenstellungen frühzeitig antizipieren und der Wechselkurs die entsprechenden Bewegungen bereits kurzfristig vorwegnehmen.

Risiko von kurzfristigen Schwankungen

Auch deshalb lohnt stets ein Blick auf die Positionierung von Investoren. Seit Anfang 2020 dominieren an den US-Terminbörsen die Euro-Short Positionen. Dies deutet auf eine Euro-Skepsis und zugleich auf eine unzureichende Absicherung von europäischen Investoren bei USD-Engagements hin. Denn viele Anleger haben die niedrigen Zinssätze in Europa zur Kapitalaufnahme und Anlage in den USA genutzt. Auflaufende Wechselkursverluste und ein Glattstellen dieser Positionen können eine einsetzende Euro-Stärke kurzfristig deutlich beschleunigen. Solch rasche Aufwertungen der eigenen Währung sind aus Sicht der (Geld)Politik allerdings problematisch. Mit kurzfristigen Gegenreaktionen muss dann gerechnet werden. In einem solchen Muskelspiel dürften die USA aber meist die besseren Karten haben.

**Wechselkurs EUR-USD und
EUR-USD Netto-Positionen
in Mrd. USD
(negativ = Euro short)**



Quelle: Refinitiv, Bloomberg, Eyb & Wallwitz



*Euro oder Dollar?
Auf die richtige Mischung kommt es an
Makroperspektiven #38 / 30. Juni 2021*

In der längeren Frist dominieren also die Argumente für einen schwächeren USD. Auf Sicht der kommenden Quartale sind strukturelle Verschiebungen im Wechselkurs aber wenig wahrscheinlich. EUR-USD dürfte vielmehr volatil im Bereich um 1,20 pendeln. Taktische Wetten und die Prognose des Timings von Wendepunkten sind dabei mit hohem Risiko und Kosten verbunden.

Implikationen für die Anlagestrategie: Hedging der Wechselkursrisiken durch aktive Portfoliosteuerung

Nun stellt sich für einen Investor mit einem global diversifizierten Portfolio die Frage, ob eine Währungsabsicherung sinnvoll ist, um etwaige Wechselkursverluste zu vermeiden. In der Regel erfolgt ein direktes Währungshedging durch derivative Instrumente, zum Beispiel Devisentermingeschäfte oder Währungsoptionen. Diese Absicherungsinstrumente können sich jedoch mit zunehmender Volatilität der Währung oder über einen längeren Absicherungszeitraum als relativ teuer herausstellen, gerade wenn für liquide Währungen eine sogenannte „Mean-reversion“ eintritt. Die Währungspaare kehren dann immer wieder zu ihren durchschnittlichen Niveaus bzw. Fundamentalwerten zurück, stärkere Bewegungen von diesen Ankerpunkten weg halten sich nicht über längere Zeiträume aufrecht. Ergebnis ist ein Nullsummenspiel von realisierten Währungsgewinnen und -verlusten über einen längeren Zeitraum. Eine Absicherung mit derivativen Instrumenten ist bei einer mittelfristigen Anlageperspektive dann nicht sinnvoll.

Vielmehr ermöglicht ein global diversifiziertes Portfolio das indirekte Hedging von Währungsrisiken mit effizienten Mitteln. Dabei gilt es aber einiges zu beachten. Betrachten wir die Währungsallokation des Phaidros Funds Balanced, ist der größte Teil des Portfolios mit ca. 48% in USD und 44% in EUR investiert. Auf der Aktienseite dominiert der USD-Anteil mit 73% gegenüber dem Euro-Anteil mit 14% deutlich. Relativiert wird das USD-Risiko durch den hohen EUR-Anteil auf der Fixed Income Seite (92% EUR) sowie das Währungsrisiko insgesamt durch die Fokussierung auf global erfolgreiche Unternehmen mit hohem Umsatzanteil in unterschiedlichen Währungsräumen. Das Unternehmen SAP SE, welches aufgrund des deutschen Firmensitzes zu 100% dem EUR-Anteil zugerechnet wird, erwirtschaftet mehr als die Hälfte der Umsätze außerhalb des EUR-Währungsraums, nämlich 40% in den USA und weitere 15% im asiatisch-pazifischen Raum. Auch Apple generiert nur 45% seiner Umsätze im Dollar-Raum. 25% stammen aus Europa und 15% aus China. Somit findet im Portfolio ein indirekter Währungshedge über die Titelselektion und über die Umsatzdiversifikation der einzelnen Unternehmen statt. Hinzu kommt, dass diese Unternehmen häufig ein internes Währungsmanagement bzw. die berüchtigte „internationale Steueroptimierung“ betreiben und Umsätze in andere Währungsräume verschieben.



*Euro oder Dollar?
Auf die richtige Mischung kommt es an
Makroperspektiven #38 / 30. Juni 2021*

Was sollte nun der „Prudent Investor“ tun? Am besten gar nichts, sprich auf direktes Währungsmanagement verzichten, da die geschilderten Nachteile und Kosten aufgrund von Informationsasymmetrien mögliche Vorteile aufheben. Vielmehr ermöglicht eine gute Mischung im Portfolio durch die Auswahl von Unternehmen und Zielmärkten eine Absicherung des Wechselkursrisikos auch ohne explizite Hedging-Strategie und damit einhergehender hoher Absicherungskosten. Global orientierte Unternehmen bieten dabei die Chance von positiven Wirtschafts- und Wechselkursentwicklungen in Märkten auch außerhalb Europas und den USA zu profitieren. Die Wirkung des indirekten Hedging über die Portfolio-Allokation zeigt die Reaktion des Phaidros Funds Balanced auf eine 10%-ige USD-Abwertung im Rahmen einer Simulationsanalyse. Die Verluste auf der Aktienseite fallen – trotz des hohen Anteils von US-Unternehmen – mit 2,3% moderat aus und werden zum Teil kompensiert durch positive Entwicklungen auf der Fixed Income Seite. Unter dem Strich bleibt ein Minus von nur 0,8% für das Portfolio. Dies zeigt eindrucksvoll, dass die aktuelle Volatilität und die erwarteten Bewegungen bei EUR-USD die Performance des Fonds nicht nennenswert beeinflusst. ■■■

DISCLAIMER

Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH.

Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg.