

„Ich rechne nicht mit einer schnellen De-Dollarisierung“

Der Invesco-Marktstrategie über die Glaubwürdigkeit der Fed, die US-Staatsverschuldung und mögliche Alternativen zum Dollar

Für Arnab Das, Global Market Strategist der Fondsgesellschaft Invesco, stehen Inflation und Geldpolitik an erster Stelle, wenn es darum geht, höhere Laufzeitprämien für Staatsanleihen zu erklären. Die Federal Reserve habe ihre Glaubwürdigkeit an den Märkten nicht verloren.

Börsen-Zeitung, 6.3.2024

- Herr Das, die USA haben in einem Wahljahr das größte Defizit in Friedenszeiten. Die Zinsen sind vergleichsweise hoch. Keine gute Kombination, oder?

Das Wichtigste ist, dass die Inflation unter Kontrolle gebracht werden muss. Das scheint zu passieren. Denn wenn sich die Teuerung nicht in den Griff bekommen ließe, wären die Zinsen weitaus höher. Und eine höhere Inflation und höhere Zinsen würden in einem Wahljahr für zusätzliche Turbulenzen sorgen. Außerdem wäre das ein Problem für das US-Finanzministerium. Es wäre noch weniger Geld für Ermessensausgaben da.

- Spielen sie eine große Rolle?

Im US-Haushalt machen sie 12% aus, der Rest entfällt auf Leistungen, auf die es einen Rechtsanspruch gibt: Schuldendienst, Gehälter im öffentlichen Sektor, Landesverteidigung. Das Verteidigungsbudget wird wohl in jedem Fall steigen, egal wer die Wahl im Herbst gewinnt. Das ist ein Grund, warum wir die Laufzeitprämie unter die Lupe genommen haben – institutionelle Investoren in den USA und anderen Ländern haben danach gefragt.

- Und wie sah das Ergebnis aus?

Fast jede große Bewegung erfolgte nach einer Mitteilung der US-Notenbank oder Inflationsdaten, nicht nach einer Verlautbarung oder Datenveröffentlichung zum Haushalt. Wir haben uns viele Märkte angesehen, auch ein paar Emerging Markets, auf die sonst kaum jemand achtet. Unsere Schlussfolgerung war, dass es wirklich um Inflation und Geldpolitik geht.

- Fiskalpolitik spielt also keine Rolle?

Das soll es natürlich nicht heißen. Wir glauben aber, dass fiskalpolitische Probleme dadurch ihren Eingang finden, dass der Markt eine viel höhere Laufzeitprämie fordert, wenn die Regierung es bei der Wiederankurbelung der Wirtschaft übertreibt, und vor allem, wenn die Notenbank die Kontrolle über die Inflation verliert. Das entspricht eigentlich dem, was man erwarten sollte, wenn man theoretisch an das Thema herangeht. Aber es war interessant, das in den Daten und im Output der Modelle zu sehen. Das bedeutet nicht, dass die Vereinigten Staaten weiter Schulden machen können wie verrückt.

- Wie lange kann es aber noch so weitergehen?

Bislang sind die USA damit davongekommen, weil das Wachstum hoch war und die Inflation zurückgegangen ist. Sie ist also unter Kontrolle. Das Haushaltsdefizit und die Verschuldung sind sehr hoch, was aber nicht mit den Kreditkosten des US-Finanzministeriums verbunden zu sein scheint – zumindest im Hinblick auf die Laufzeitprämie. Manche Leute in Europa sagen, wenn die Amerikaner das können ...

- ... sollten wir das auch tun. Ein Teil der deutschen Regierung sieht das sicher auch so.

Man muss dabei allerdings im Kopf behalten, warum das US-Haushaltsdefizit so groß ist. Ein Teil davon geht auf Programme wie den Inflation Reduction Act oder den Chips Act zurück. Während der Pandemie wurden Transferleistungen in erheblicher Höhe gezahlt. Zudem waren 2022 und in Teilen von 2023 die Staatseinnahmen sehr niedrig. Das hatte viel mit den Verlusten am Anleihen- und Aktienmarkt zu tun.

- Wie wirkte sich das aus?

Es wurde nicht nur eine Menge ausgegeben, sondern trotz der stark wachsenden Wirtschaft weniger eingenommen. Die Inflation war hoch, also hat die Fed den Leitzins erhöht. Das Haushaltsdefizit war hoch, die Aufwendungen für den Schuldendienst stiegen. Doch die Laufzeitprämie kam wieder unter Kontrolle, weil man der Ansicht war, zu Recht wie ich meine, dass die Notenbank die Inflation unter Kontrolle hat und wieder nach unten Richtung Zielwert bringen wird. Aus meiner Sicht hat sie an den Märkten nicht an Glaubwürdigkeit verloren.

- Wodurch würde sich das ändern?

Eher durch eine politische Krise als durch eine Haushalts- oder Finanzkrise.

- Oder durch die Bank of Japan, die den Leitzins endlich zurück ins positive Terrain bringt?

Das könnte etwas ausmachen. Vielleicht habe ich bei diesem Thema eine etwas konträre Sicht. Man muss sich überlegen, wohin sich die Zinsdifferenz zwischen Japan und den USA bzw. dem Westen insgesamt entwickelt. Bevor die Inflation nach oben ging, war die Zinsdifferenz praktisch gleich null. In Japan waren es minus zehn Basispunkte, in den USA zwischen null und 0,25%.

- Und jetzt?

Jetzt wird die Zinsdifferenz höher sein, fast egal was passiert. Selbst wenn sich



Der Invesco-Strategie Arnab Das hat nicht nur VWL, sondern auch Wirtschaftsgeschichte und Internationale Beziehungen studiert.

Foto: Invesco

Japan für positive Zinsen entscheiden sollte, ist nur schwer vorstellbar, dass sie irgendwo in der Nähe von 2% liegen werden, von 5,5% gar nicht zu reden.

- Was würde das heißen?

Das bedeutet, dass sich japanische Anleger etwas zurückhalten, aber nicht völlig zurückziehen werden. Sie werden nicht alles im Rest der Welt verkaufen und den Erlös komplett repatriieren. Wenn man sich einmal ansieht, wer US-Staatsanleihen hält, haben Käufer, die sie für ihre Währungsreserven erwerben, viel weniger Gewicht, als viele Leute glauben.

- Und was ist mit dem Bedeutungsverlust des Dollar?

Ich rechne nicht mit einer schnellen De-Dollarisierung über irgendeinen vernünftigen Anlagehorizont. Es werden zwar viel mehr Geschäfte in Renminbi gemacht und einige in indischen Rupien, aber da geht es mehr um Handelsfinanzierung als um Währungsreserven. Die Teilnehmer haben oft Probleme mit der Akkumulation solcher Fremdwährungen, die sie ausschließlich für den bilateralen Handel nutzen können.

- Der Renminbi wird den Dollar also nicht so schnell ablösen.

Das Problem ist, dass die chinesische Währung nicht konvertierbar ist. Für Re-

servemanager wurde im Zuge der Anstrengungen der Volksrepublik zur Internationalisierung des Renminbi ein Zeitfenster geschaffen, um ihn zu handeln. Das Problem ist, dass er nicht so liquide wie der Dollar oder der US-Treasury-Markt ist. Länder wie Saudi-Arabien, die mit China in Renminbi handeln, werden es nicht so offen sagen. Aber wenn die Bewohner eines Landes die Währung und finanzielle Vermögenswerte nicht frei handeln können, ist der Wechselkurs nicht wirklich ein Marktpreis.

- Wie sieht De-Dollarisierung in der Praxis aus?

Wenn Russland Öl an China liefert, kann es die Renminbi recyceln, indem es Stahl und andere Waren damit kauft. Mit Indien hat es dagegen ein Problem, weil es einen großen Handelsüberschuss in Rupien anhäuft. Zunächst dachte man in Moskau, dass sich das im Handel verrechnen lässt. Dann fragten die Russen Indien, ob man das Öl nicht in Dirham bezahlen könne. Doch Indien hat ein Defizit im Handel mit China und mit den Vereinigten Arabischen Emiraten. Zudem ist der Dirham an den Dollar gebunden. Obwohl Moskau indirekt im Konflikt mit den USA steht, schien man selbst dort lieber in einer Währung zu handeln, die am Dollar hängt, als in Rupien.

Das Interview führte Andreas Hippin.