

USA und US-Dollar haben noch immer eine Sonderstellung



Flavio Carpenzano
Investmentdirektor

Im Überblick

- Aktieninvestoren haben einen Teil ihrer US-Anlagen umgeschichtet. Für einen ähnlichen Trend bei USD-Anleihen gibt es aber bislang kaum Anzeichen. Ihre Renditen sind nach wie vor hoch, und Alternativen zum US-Dollar sind rar.
- Zentralbanken weltweit haben zwar ihre Währungsreserven diversifiziert, aber das tun sie bereits seit Jahren und nicht erst in Reaktion auf die jüngsten Handelsunsicherheiten. Da es nur wenige Alternativen zum Dollar gibt, beispielsweise Gold oder den Euro, dürfte es kaum zu einem Ausverkauf von US-Treasuries (UST) kommen.
- Die Credit-Märkte sind mehrheitlich in US-Dollar denomierte. Selbst an den diversifiziertesten Festzinsmärkten, wie am Markt für globale Investmentgrade-Anleihen, haben USD-Anleihen 66% Anteil. Für sich genommen ist diese Zahl aber irreführend, da Finanzanleihen häufig in Euro denomierte sind, der Währung mit dem zweitgrößten Anteil am Markt.

- Trotz der damit verbundenen Kosten haben Investoren, die ihre USD-Anlagen in Euro abgesichert haben, seit Jahresanfang bessere Ergebnisse erzielt als jene, die der Volatilität der US-Währung direkt ausgesetzt waren oder auf Euro-Strategien gesetzt haben.¹

Verabschieden sich Anleiheninvestoren tatsächlich vom USD-Markt?

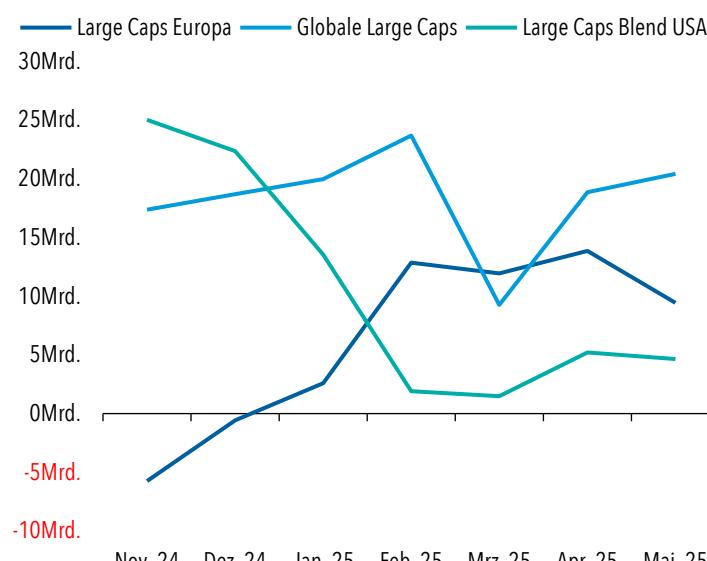
Anfang des Jahres sind die Märkte für risikobehaftete Wertpapiere deutlich gestiegen - weil man nach der Wahl von Donald Trump zum Präsidenten optimistisch für die US-Wirtschaft war und den USA eine Sonderstellung beimaß. Das änderte sich mit dem „Liberation Day“ und der Einführung reziproker Zölle gegen fast alle Länder weltweit. Seitdem liegt die Aufmerksamkeit auf dem Rückzug von Investoren aus dollardenominierten Wertpapieren.

Es gibt einige Anzeichen für Umschichtungen aus US-Aktien in europäische Titel. Dies belegen die untenstehenden Daten von Morningstar: Die Nachfrage nach US-amerikanischen Large Caps ist zurückgegangen, während das Interesse an europäischen Large Caps deutlich gestiegen ist. Offensichtlich wollten Investoren die Untergewichtungen dieser Region verkleinern. Am Anleihenmarkt sind dagegen keine Verschiebungen in diesem Ausmaß zu beobachten. Die Nachfrage nach internationalen und US-Anleihen stieg oder blieb stabil.

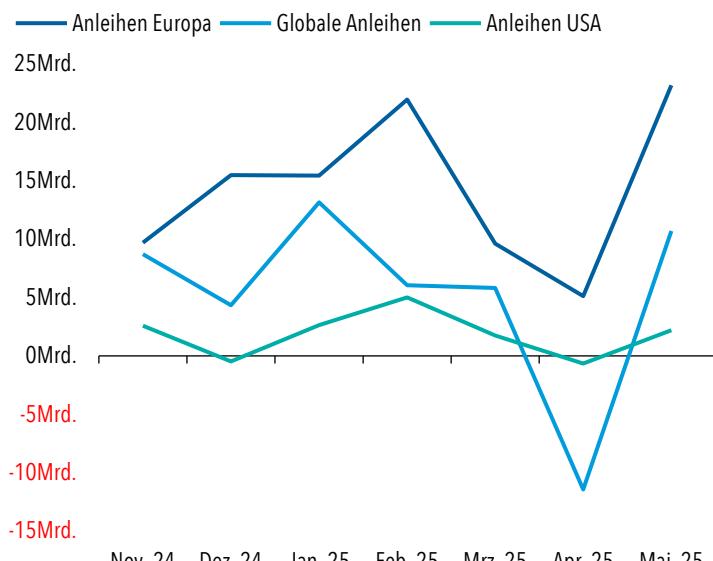
Aus unserer Sicht gibt es vor allem zwei Gründe, warum Anleiheninvestoren an ihren USD-Anlagen festhalten: 1.) Die (selbst nach Abzug der Währungsabsicherungskosten) noch immer attraktiven nominalen und realen Renditen und 2.) das Fehlen einer echten Alternative zum US-Dollar.

Mehr regionale Verschiebungen am Aktien- als am Anleihenmarkt

Nettomittelzu-/abflüsse am Aktienmarkt (Mrd. USD)



Nettomittelzu-/abflüsse am Anleihenmarkt (Mrd. USD)



Quelle: Morningstar. Stand der Daten 13. Juni 2025.

1. Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Es ist unwahrscheinlich, dass der US-Dollar seinen Status als Reservewährung bald verliert

Die Theorie, dass der US-Dollar seinen Status als Reservewährung verliert, findet immer mehr Anhänger. Schließlich verkleinern Berichten zufolge ausländische Investoren ihr Engagement in US-Anleihen. Die Währungsdiversifikation hat zwar zugenommen, aber wenn man sich auf Fakten und Zahlen konzentriert, ergibt sich ein anderes Bild für US-Treasuries und den US-Dollar.

- **Die Zahl der ausländische Investoren in US-Treasuries ist (schon lange vor den jüngsten Ereignissen) nach und nach zurückgegangen. Aber noch immer zählen sie zu den größten Anlegergruppen.** Ausländische Investoren halten etwa 31% aller umlaufenden US-Treasuries. In den letzten Jahrzehnten ist ihr Anteil von einem Höchststand von etwa 50% während der internationalen Finanzkrise kontinuierlich gefallen. Dieser Rückgang ist vor allem darauf zurückzuführen, dass große staatliche Institutionen, wie Zentralbanken und andere Staatseinrichtungen, ihre Positionen verkleinert haben. Der Anteil privater Anleger aus dem Ausland (Unternehmen und Privatpersonen) war stabiler. Tatsächlich ist ihr Engagement seit 2021 sogar gestiegen.²
- **Die Volatilität der UST-Auktionen im April war kein Zeichen für einen Boykott von US-Treasuries durch ausländische Investoren.** Wie die untenstehende Tabelle zeigt, entsprach der Anteil der ausländischen Investoren, die sich an US-Treasury-Auktionen beteiligten, dem Durchschnitt der letzten drei und zwölf Monate. Dies scheint ein weiteres Zeichen dafür zu sein, dass ausländische Investoren angesichts der eher hohen und attraktiven Renditen an der Assetklasse festhalten.

Anteil ausländischer Investoren an US-Treasury-Auktionen nach Laufzeiten

	2 Jahre	3 Jahre	5 Jahre	7 Jahre	10 Jahre	20 Jahre	30 Jahre
Mai	9%	10%	11%	15%	19%	7%	12%
3-Monats-Durchschnitt	10%	9%	10%	10%	17%	9%	11%
12-Monats-Durchschnitt	12%	10%	11%	13%	14%	12%	11%

	2 Jahre	3 Jahre	5 Jahre	7 Jahre	10 Jahre	20 Jahre	30 Jahre
April	10%	8%	11%	11%	18%	8%	11%
3-Monats-Durchschnitt	11%	10%	10%	9%	14%	9%	11%
12-Monats-Durchschnitt	11%	11%	11%	14%	13%	13%	11%

Quelle: Bloomberg, Capital Group. Stand der Daten 31. Mai 2025.

- **Die Sorge darum, wer das US-Defizit finanzieren soll, scheint übertrieben.** Den Daten zufolge sind die Mittelzuflüsse in UST-Publikumsfonds gestiegen und bleiben solide. Insbesondere US-Privathaushalte helfen bei der Finanzierung des Defizits. Sie stocken ihre Positionen in US-Treasuries auf, um davon zu profitieren, dass die Renditen so hoch sind wie seit Jahren nicht mehr.³

2. Quellen: Treasury Borrowing Advisory Committee, Stand 30. April 2025; Federal Reserve, Stand Dezember 2024.

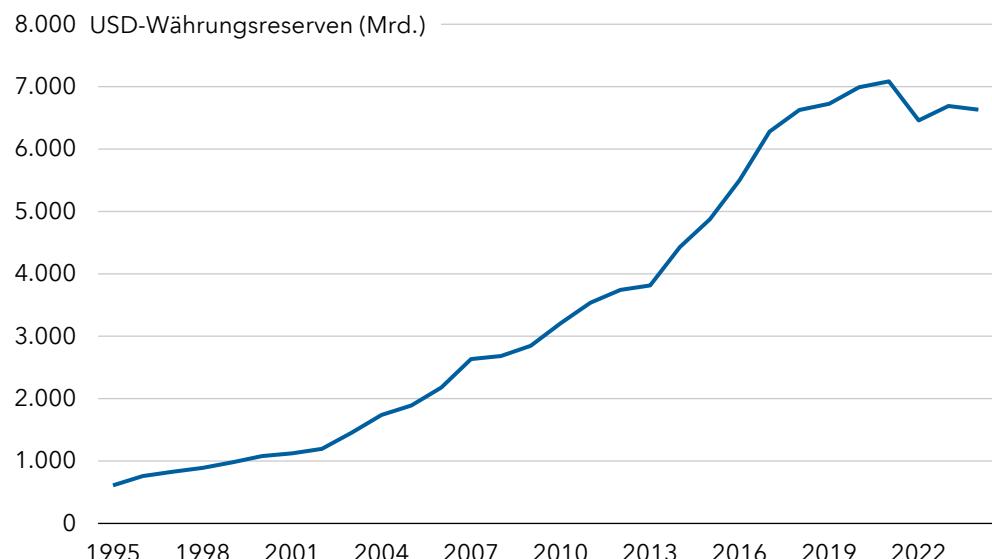
3. Auf Grundlagen von Daten und einer Analyse von BofA Global Research und Capital Group, Stand Juni 2025.

Seit 2018 diversifizieren die Zentralbanken ihre Währungsreserven (weg vom US-Dollar). Wie die folgende Abbildung zeigt, sind die US-Dollar-Anteile seit 2018 nicht mehr gestiegen. Wir halten weitere Verringerungen der US-Dollar-Währungsreserven für unwahrscheinlich, weil es nur wenige Alternativen zu ihnen gibt.

Gold hat von der aktuellen Volatilität am US-Treasury-Markt profitiert, weil das Edelmetall als sicherer Hafen gilt. Aber auch dessen Preise schwanken nach wie vor sehr stark, sodass es sich nur begrenzt als wichtige Komponente der Währungsreserven eignet. **Der Euro kann zwar als Alternative zu US-Treasuries betrachtet werden, aber das Volumen des Marktes für deutsche Qualitätsstaatsanleihen entspricht mit 1,5 Billionen Euro nur einem Bruchteil des UST-Marktes (14 Billionen). Das schränkt die Eignung von Euro-Anleihen ein.⁴**

Deshalb werden Zentralbanken ihre Währungsreserven zwar vermutlich weiter leicht diversifizieren, aber der strukturelle Mangel einer echten Alternative mindert das Risiko direkter UST-Verkäufe.

Der Anteil von USD-Währungsreserven ist seit 2018 nicht mehr gestiegen



Quelle: IWF, Daten bis zum 31. Dezember 2024.

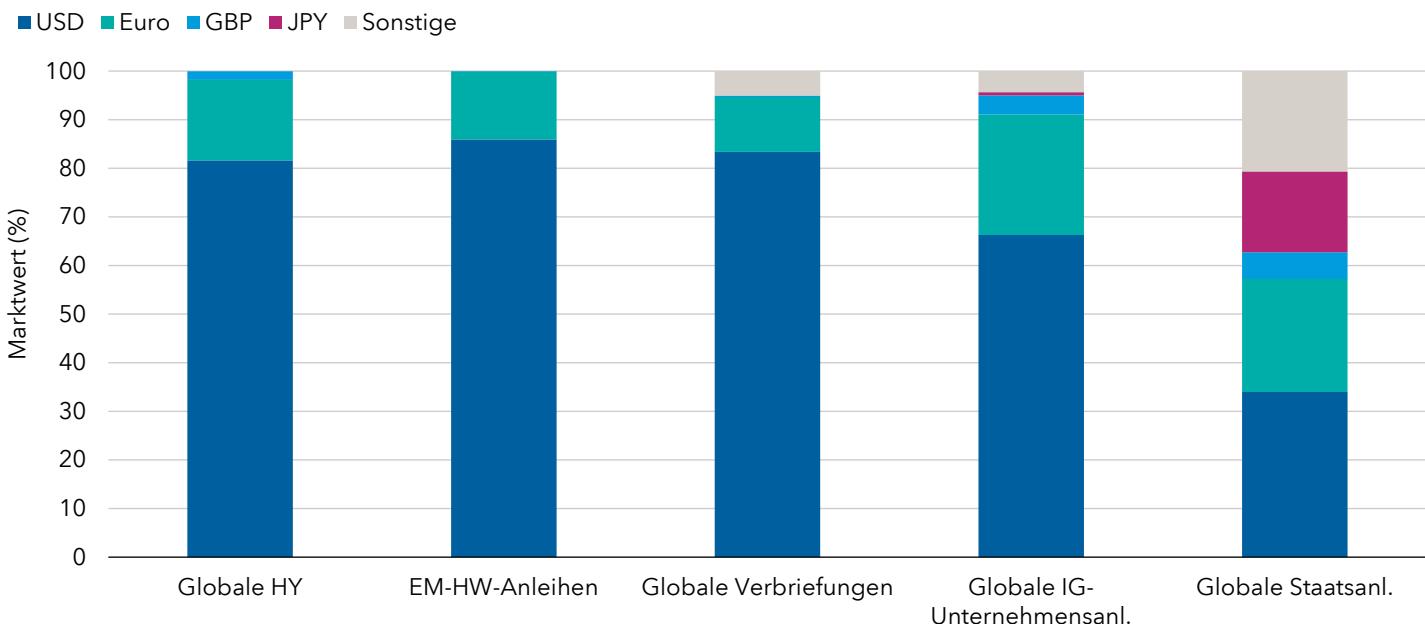
Für Credit-Investoren gibt es keine echte Alternative zum US-Dollar

Während die Staatsanleihenmärkte währungsmäßig recht gut diversifiziert sind, herrschen an den Credit-Märkten US-Dollardenominierte Anleihen vor. Emerging-Market-Hartwährungsanleihen sind vorwiegend in US-Dollar denominiert. Auch High Yield werden meist (zu über 80%) in der US-Währung begeben. Am Investmentgrade-Markt sieht es etwas anders aus, aber selbst er besteht zu über 65% aus Dollaranleihen. Dies zeigt auch die folgende Abbildung.

4. Auf Grundlage von Bloomberg Barclays Indizes, Stand 31. Mai 2025.

Die globalen Anleihenmärkte bestehen hauptsächlich aus USD-Papieren

Währungsstruktur der Anleihenmärkte



Stand der Daten 31. Mai 2025. Quelle: Bloomberg.

Verwendete Indizes: Globale High Yield (HY): Bloomberg Global High Yield Corporate Index, Emerging-Market-Hartwährungsanleihen (EM-HW-Anleihen): Bloomberg EM Hard Currency Aggregate Index, Globale Verbriefungen: Bloomberg Global Aggregate Securitised Index, Globale Investmentgrade (IG)-Unternehmensanleihen: Bloomberg Global Aggregate Corporates Index, Globale Staatsanleihen: Bloomberg Global Treasury Index. Sonstige: Alle anderen Emissionswährungen ohne USD, EUR, GBP und JPY.

Diese Gesamtzahlen des Investmentgrade-Marktes sind irreführend. Ein großer Anteil der Anleihen, die in Euro – der zweitwichtigsten Investmentgrade-Währung – emittiert werden, kommen von Finanzunternehmen (Banken und Versicherungen). Der Anteil von Euro-Anleihen außerhalb des Finanzsektors ist deutlich kleiner. Das liegt daran, dass in Europa Bankkredite und nicht der öffentliche Anleihenmarkt die wichtigste Finanzierungsquelle für Unternehmen sind. Zwar gibt es Pläne, den Zugang zu den Kapitalmärkten im Euroraum zu vereinfachen, aber zurzeit ist das nur ein Wunsch – weit weg von der Realität. In absehbarer Zeit werden Unternehmensanleihen weiter in US-Dollar emittiert werden.

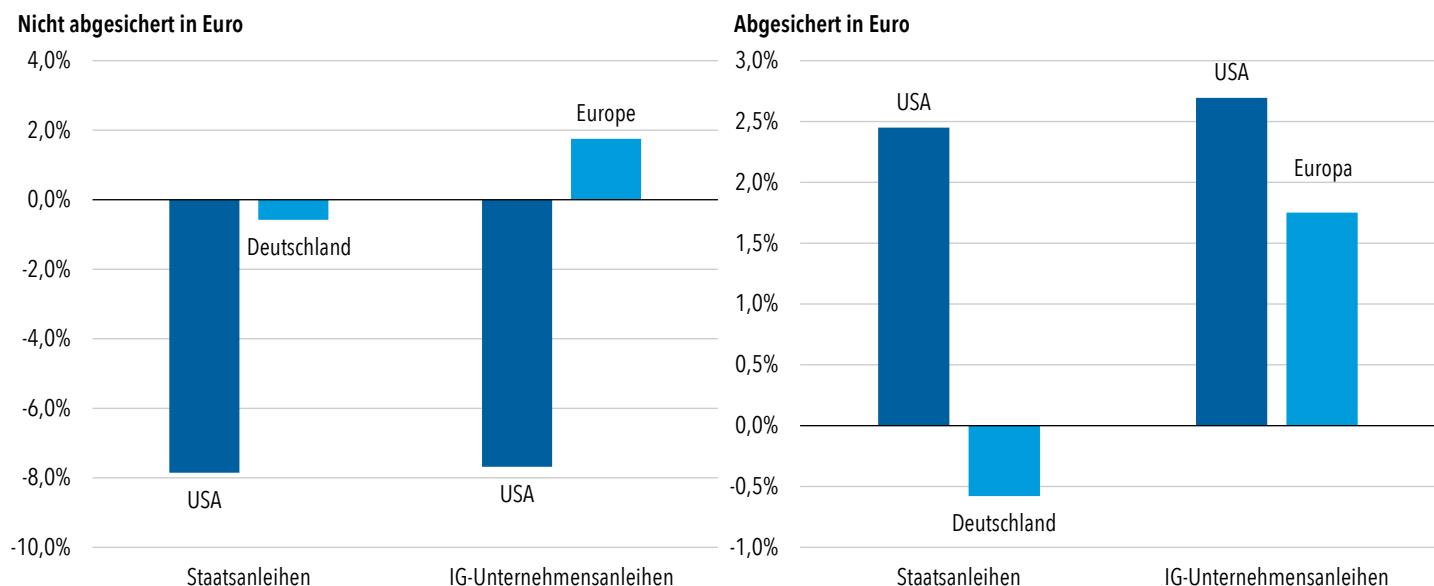
US-Dollar-Anleihen bieten Mehrwert, aber Investoren außerhalb der USA sollten die Währungsrisiken absichern

Aus den oben genannten Gründen gehen wir nicht davon aus, dass die Nachfrage nach US-Dollar-Anleihen sinkt. Aber wir sind uns des Risikos einer Abwertung des US-Dollars gegenüber anderen Währungen, einschließlich des Euros, bewusst. Deshalb sollten Anleiheninvestoren außerhalb der USA, wie jene aus Europa, ihre Währungsrisiken absichern – trotz der, mit einer Absicherung über 1-Monats-Terminkontrakte verbundenen, recht hohen Kosten von 2,32% (Stand 31. Mai 2025). Damit stellen Investoren sicher, dass die Erträge und die Volatilität ihrer Anlagen in USD-Credits ausschließlich von Zinsen und dem Kreditrisiko bestimmt werden und nicht vom Währungsrisiko.

Beispielsweise wären die europäischen Anleger seit Jahresanfang trotz der Schlagzeilen und der Volatilität in den USA besser gefahren, wenn sie in US-Treasuries und -Unternehmensanleihen (mit Absicherung in Euro) investiert hätten, als in deutsche Staatsanleihen und Euro-Unternehmensanleihen. Ohne Währungsabsicherung wäre dies nicht der Fall gewesen.

Euro-Investoren haben von einer Währungsabsicherung profitiert

Ergebnisse im laufenden Jahr

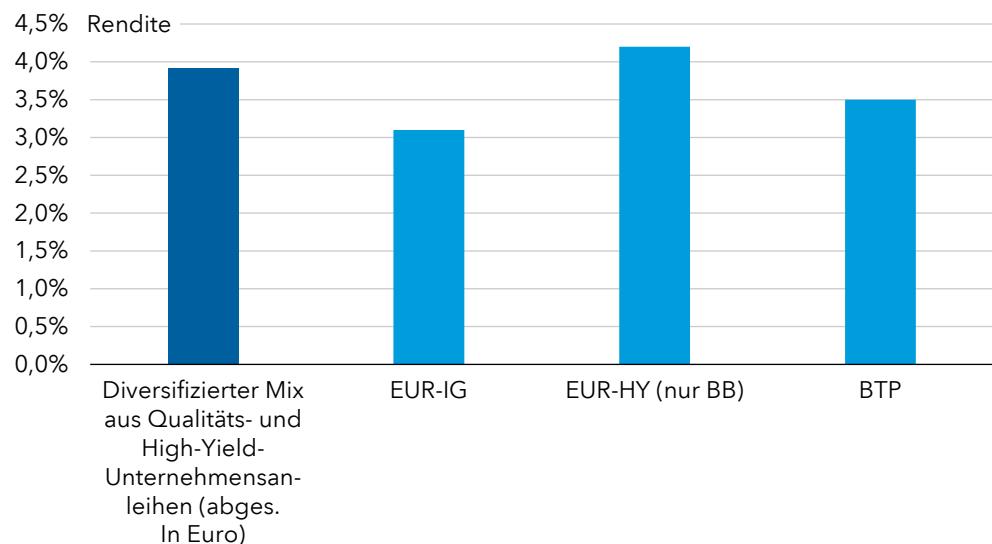


Stand der Daten 25. Juni 2025. Quellen: Bloomberg US Treasury Total Return Unhedged EUR, Bloomberg US Aggregate Total Treasury Value Hedged EUR, Bloomberg US Corporate Total Return Index Value Unhedged EUR, Bloomberg US Corporate Total Return Index Value Hedged EUR, Bloomberg Euro Aggregate Treasury Germany TR Index Value Unhedged EUR und Bloomberg Euro Aggregate Corporate Total Return Index Value Unhedged EUR

Die gute Nachricht für Euro-Investoren ist, dass die Renditen von US-Unternehmensanleihen aufgrund ihrer hohen Renditen und der Zinsunterschiede zwischen den USA und dem Euroraum selbst nach Abzug der Währungsabsicherungskosten attraktiv sind. Anders gesagt: **Euro-Investoren können weiter in den größeren, liquideren und besser diversifizierten Markt für US-Anleihen anlegen, ohne auf Rendite verzichten zu müssen.** Dies zeigt die folgende Abbildung. Sie vergleicht die in Euro abgesicherte Rendite einer breiten, sektorübergreifenden USD-Strategie, die laufende Erträge anstrebt und zu gleichen Teilen in Qualitätsanleihen und High Yield investierte mit der Rendite der Euro-Credit-Märkte.

Mit einem diversifizierten Ansatz für US-Dollar-Anleihen und einer Absicherung der Anlagen in Euro können europäische Investoren attraktive und wettbewerbsfähige Renditen erzielen, ohne jegliches Währungsrisiko eingehen zu müssen, was die Volatilität erhöhen und möglicherweise die Gesamtrendite maßgeblich bestimmen würde.

Eine diversifizierte, in Euro abgesicherte US-Credit-Anlage bietet eine attraktive Rendite



Stand der Daten 25. Juni 2025. Quellen: Bloomberg

Indizes: Euro-IG: Bloomberg Euro Aggregate Corporate Total Return Index, Euro-HY (nur BB): Bloomberg Euro High Yield BB Rating Only TR Index. Diversifizierter Mix aus Qualitäts- und High-Yield-Anleihen (abgesichert in Euro): neutrale Allokation von Capital Group in folgenden Sektorindizes: 45% Bloomberg US Corporate High Yield 2% Issuer Capped Index, 30% Bloomberg US Corporate Index, 15% JPMorgan EMBI Global Diversified Index, 8% Bloomberg Non-Agency CMBS ex-AAA Index und 2% Bloomberg ABS ex-AAA Index. Geschätzte Absicherungskosten, Stand 25. Juni 2025: 2,39%.

Flavio Carpenzano ist Investmentdirektor bei Capital Group. Er hat 20 Jahre Investmenterfahrung und ist seit vier Jahren im Unternehmen. Er hat einen Master in Finanz- und Wirtschaftswissenschaften von der Università Bocconi. Carpenzano arbeitet in London.

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 Information ist für den internen und vertraulichen Gebrauch des Empfängers bestimmt und sollte nicht an Dritte weitergegeben werden. Bei dem Dokument handelt es sich um allgemeine Informationen und weder um Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung noch um eine Aufforderung, irgendein Wertpapier zu kaufen oder zu verkaufen. Stand aller Informationen und Einschätzungen ist das angegebene Datum. Quelle: Capital Group (falls nicht anders angegeben). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen von Dritten zu erhalten, die sie für korrekt hält. Dies kann jedoch nicht garantiert werden.

Falls nicht anders angegeben, wird dieses Dokument von Capital International Management Company Sàrl (CIMC) herausgegeben. CIMC ist von der Luxemburger Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und wird von ihr beaufsichtigt.

In der Schweiz wird dieses Dokument von Capital International Sàrl herausgegeben, einem von der Schweizer Finanzmarktaufsicht (FINMA) genehmigten und regulierten Unternehmen.

Alle Handelsmarken von Capital Group sind Eigentum von The Capital Group Companies, Inc. oder einer Tochtergesellschaft. Alle anderen genannten Unternehmensnamen sind Eigentum der jeweiligen Unternehmen.

© 2025 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. WF8375066 DE ALL