



Autoren:

Robin Beugels

CIO Wealth Management

Dr. Ulrike Rondorf

Leiterin Investment Strategie

CIO-office@lampe-am.de

EUR-Stärke, USD-Schwäche



Quelle: Bloomberg; EUR/USD,
Stand: 20.05.25.

EUR/USD-Bewegung



Quelle: Bloomberg; EUR/USD,
Stand: 20.05.25.

USD-Abwertung: Köhlen Kopf bewahren

Ist die USD-Schwäche und die relative Schwäche von US-Vermögenswerten erst der Anfang einer längeren Malaise? Wir sehen noch keinen Strukturbruch, sodass wir unsere strategische Asset Allokation nicht anpassen. Denn die Attraktivität des US-Aktienmarktes ist mit Blick auf die hohe Eigenkapitalrendite der Konzerne und die hohe Liquidität ungebrochen. Zudem lassen sich Abwertungsphasen des USD schwer timen. Bei einer starken Währungsmeinung können Anleger kurzfristig Währungspositionen im Portfolio absichern, langfristig währungsgesichert zu investieren ist jedoch in der Regel kostspielig.

Der USD hat seit dem 1. Januar 2025 9,5 % gegen über dem EUR verloren. Allerdings gab es seit dem Jahr 2000 auch 24 Intervalle von jeweils vier Monaten, in denen der USD gegenüber dem EUR noch stärker aufgewertet hatte. Insofern war die aktuelle Bewegung bisher noch nicht außergewöhnlich, weder in Geschwindigkeit noch in Ausprägung.

Unter Marktakteuren wird derzeit viel darüber diskutiert, ob sich die Schwächephase des USD noch eine geraume Zeit fortsetzen könnte, zumal strategische Papiere des Trump-Lagers offenbar empfehlen, den USD gezielt zu schwächen (Mar-a-Lago Accord).¹ Anleger stehen somit vor der Frage, ob in Anbetracht des Risikos einer weiteren USD-Abschwächung der Portfolioanteil an US-Anlagen, insbesondere an Aktien, reduziert werden sollte. Wir beleuchten im Folgenden, ob es sinnvoll sein kann, bei der mittelfristigen Portfolioausrichtung eine USD-Prognose zu berücksichtigen.

USD-Abwertung spricht für US-Aktien

Dazu haben wir die Aktienmarktbeziehung in den vergangenen Abwertungsphasen des USD genauer untersucht (siehe Tabelle Seite 3). In den von uns definierten sieben Abwertungsphasen seit 2001 hat der US-Leitindex, der S&P 500, jeweils einen höheren Kursgewinn verzeichnet als der Dax40 oder der STOXX Europe 600.²

Dafür gibt es verschiedene Gründe - der wesentlichste ist strukturell: Der US-Aktienmarkt lieferte in den vergangenen Dekaden im globalen Vergleich durchschnittlich ohnehin die höchsten jährlichen Zuwächse. Dies ist in einem hohen Gewinnwachstum und in einer überdurchschnittlichen Profitabilität vieler großer US-Unternehmen begründet. Eine USD-Abwertung kann zudem für viele US-Unternehmen eine signifikante Verbesserung der relativen Wettbewerbsfähigkeit bedeuten oder zu positiven Währungseffekten bei ausländischen Gewinnen und Umsätzen führen. Aus Sicht eines EUR-Investors gilt es jedoch zu berücksichtigen, dass die relativ höheren Aktienmarkterträge in den USA in USD-Abwertungsphasen häufig durch die Währungsbewegungen zu nichte gemacht wurden. Wie sollten Anleger sich also kurz- oder mittelfristig positionieren? Und lassen sich vergangene Phasen überhaupt mit der Situation heute vergleichen?

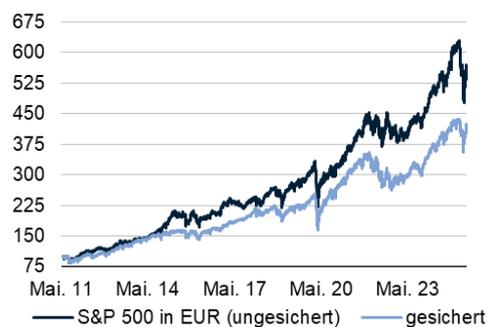
¹ Vgl. Economic Research AKTUELL, Vertrauenskratzer für US-Assets, 23.04.2025.

² Definition für eine Abwertungsphase: Die Bewegung muss einen Umfang von mindestens 10% haben.



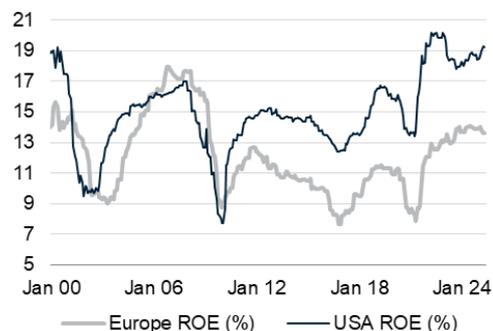


S&P500: Absicherung zu teuer



Quelle: Bloomberg; S&P 500 jeweils in EUR, Vanguard ETFs, Stand: 20.05.25.

US-Eigenkapitalrendite exzeptionell



Quelle: Morgan Stanley, Stand: 16.05.25.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

USD-Schwäche diesmal strukturell?

Beim Blick zurück fällt auf, dass die USD-Abwertungsphasen häufig, beispielsweise in den Jahren 2003 oder 2009, dadurch gekennzeichnet waren, dass die Nachfrage nach dem USD als „Sicherer Hafen“ mit dem Ende einer Krise nachgelassen hat.³ Das Ende von Krisen geht zudem grundsätzlich einher mit einem positiven Aktienmarktumfeld. Die USD-Aufwertung der vergangenen Jahre und die Abwertung 2025 hingegen werden – zumindest maßgeblich – von der fundamentalen Einschätzung zur US-Volkswirtschaft getrieben. Der „US-amerikanische Exzeptionalismus“ – also die politische und wirtschaftliche Sonderstellung der USA –, der durch die relative Stärke der US-Konjunktur nach der Pandemie unterstrichen wurde, erklärt unseres Erachtens weitgehend die USD-Stärke; die Zweifel, ob dieser Exzeptionalismus womöglich unter Trump enden wird, indessen die aktuelle USD-Schwäche.

In der jüngsten Bewegung hin zu höheren EUR/USD-Kursniveaus gibt es jedoch auch Elemente von tatsächlicher EUR-Stärke: So hat die deutsche Grundgesetzänderung den fiskalpolitischen Spielraum Deutschlands und somit die Wachstumserwartungen an den Euroraum dauerhaft erhöht.

USD wohl seitwärts bis zum Jahresende

Die Konvergenz der Wachstumsraten zwischen dem Euroraum und den USA dürfte jedoch bereits heute im Wechselkurs reflektiert sein. Ähnlich wie der Marktkonsens gehen wir davon aus, dass die US-Wirtschaft eine Rezession vermeiden kann, und die US-Notenbank ihren Zinssenkungszyklus im kommenden Quartal fortsetzen wird. Zudem dürfte sich das US-Handelsbilanzdefizit nicht rasch verringern, denn ein drastischer Umbau des US-Wirtschaftsmodells wäre für die USA selbst zu schmerzhaft. Insofern ist unsere EUR/USD-Prognose mit 1,12 für Ende 2025 recht nahe am aktuellen Niveau.

Für unsere regionale Positionierung im Rahmen der taktischen (kurzfristigen) und der strategischen (mittelfristigen) Aktienmarkt-Allokation berücksichtigen wir jedoch ohnehin nur in den seltensten Fällen Währungsprognosen. Denn diese sind im Spektrum der Marktprognosen die am wenigsten zuverlässigsten. Ex-post ist der Zeitraum einfach feststellbar, ex-ante aber nicht. Eine Überbewertung einer Währung mag erkennbar sein, aber eine Korrektur kann sich deutlich verzögern und die Dauer ist ebenfalls höchst unsicher. So dauerten die von uns definierten Abwertungsphasen zwischen acht und 30 Monaten (siehe Tabelle).

Kurssicherung ist nur zeitweilig sinnvoll

In einer Welt mit perfekten Währungsprognosen wäre es in der Vergangenheit zudem besser gewesen, die US-Positionen in USD-Abwertungsphasen mit einer EUR/USD-Kurssicherung zu versehen als die regionale Allokation zu Gunsten von Europa zu verändern. Eine Kurssicherung kann im Rahmen einer taktischen Positionierung daher temporär erwogen werden. Aber über Jahre währungsgesichert in einen Aktienmarkt zu investieren ist hingegen schlichtweg zu teuer (siehe obere Grafik).

³ In weiteren USD-Abwertungsphasen waren zudem nicht US-Faktoren der dominante Treiber, sondern eine EUR-Stärke. Beispielsweise wertete der USD während der Hochphase der Staatsschuldenkrise im Euroraum vom Mai 2011 bis zum Juli 2012 23 % gegenüber dem EUR auf. Nachdem der damalige EZB-Chef Mario Draghi verkündet hatte, er werde alles tun, was nötig sei, um den EUR zu retten, verlor der USD in den darauffolgenden 18 Monaten rund 14 %.



So erzielte der S&P500 seit 2011 einen Ertrag von 15% pro Jahr. Ein ETF mit einer EUR/USD-Kurssicherung brachte im gleichen Zeitraum einen vier Prozentpunkte geringeren Ertrag pro Jahr.

Fazit: Hohes US-Gewicht im Aktienportfolio gerechtfertigt

In unseren Portfolios investieren wir in die regionalen Aktienmärkte somit in der jeweiligen nationalen Währung. Mit Blick auf die Lage in den USA bleiben wir bei unseren strategischen Empfehlungen einer bedeutenden Gewichtung des US-Marktes (50-60 % des Aktienportfolios je nach Anlagekonzept). Denn viele der Säulen des „US-amerikanischen Exzeptionalismus“ bleiben bestehen. Dies unterstreicht der deutliche Vorsprung der amerikanischen Eigenkapitalrendite gegenüber Europa (siehe untere Grafik auf Seite 2). Die hohe Rentabilität resultiert aus weiterhin außerordentlich guten Standortfaktoren in den USA: So kommen ein flexibler Arbeitsmarkt mit hervorragend ausgebildeten Absolventen, relativ niedrige Steuern, geringe Energiekosten, weniger Regulierung, ein niedrigschwelliger Zugang zum Kapitalmarkt und eine hohe Innovationskraft zusammen. Allerdings setzen wir das US-Gewicht bewusst unterhalb des US-Gewichts im MSCI World an (72 %), um die regionale Diversifikation zu erhöhen und den von den Währungsschwankungen ausgehenden Risiken auf Gesamtportfoliebene Rechnung zu tragen.

Mit Blick auf die kommenden Monate könnte es dennoch zu einer weiteren Welle von Kapitalabflüssen aus den USA kommen. Denn vor allem viele US-Investoren waren im Rest der Welt extrem untergewichtet. Gründe für den Aufbau von Aktien-Positionen außerhalb des US-Marktes könnten unseres Erachtens die Verhandlungen zu den US-Zöllen oder mögliche Gewinnrevisionen in den USA liefern. Die Unsicherheit mit Blick auf die Zollstreitigkeiten bleibt hoch. Es ist eine gewisse Skepsis angebracht, ob bis zum Ende der 90-Tage-Frist, die Trump für die Verhandlungen gesetzt hat, wirklich positive Ergebnisse mit allen Ländern oder Ländergruppen zu erzielen sind. Zudem liegen die Erwartungen an das US-Gewinnwachstum noch immer auf hohem Niveau, während in Europa die Prognosen bereits deutlich gesenkt worden sind. Die Entwicklung in den kommenden Monaten werden wir daher eng verfolgen und unsere taktische Positionierung gegebenenfalls anpassen.⁴

Tabelle: USD-Abwertungsphasen im Vergleich

Periode	Beginn	Ende	EUR/USD	S&P 500	S&P 500 (EUR)	STOXX 600
1.	31.01.2002	30.12.2004	-59,1%	7,4%	-51,7%	-14,2%
2.	16.11.2005	22.04.2008	-37,0%	11,8%	-25,3%	6,3%
3.	20.11.2008	01.12.2009	-21,1%	47,4%	26,3%	31,5%
4.	07.06.2010	02.05.2011	-24,4%	29,6%	5,2%	17,0%
5.	24.07.2012	18.03.2014	-15,5%	39,9%	24,4%	30,9%
6.	20.12.2016	01.02.2018	-20,4%	24,3%	3,8%	8,9%
7.	20.03.2020	06.01.2021	-15,3%	62,6%	47,3%	38,7%

Quelle: Bloomberg, Kursindizes.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

⁴ Vgl. Blickpunkt Mai: „Nachhaltiger Vertrauensschaden zu befürchten“, in dem wir unsere aktuelle taktische Asset Allokation genauer erläutern.



Rechtliche Hinweise

Diese Marketingmitteilung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes wird ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Sie ist nicht als Empfehlung, Angebot oder Aufforderung zu verstehen, die darin genannten Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen. Wir weisen in diesem Zusammenhang ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt. Die internen Richtlinien (Organisationsanweisungen) der Bank regeln Letzteres jedoch in dem Sinne, dass eine Vermeidung von Interessenkonflikten gewährleistet wird.

Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen, als auch fallen. Alle Angaben wurden sorgfältig zusammengestellt; teilweise unter Rückgriff auf Informationen Dritter.

Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf, infolge von gesetzlichen Änderungen, aktueller Entwicklungen der Märkte ggf. auch kurzfristig als nicht mehr oder nicht mehr vollumfänglich zutreffend erweisen und sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Die Angaben gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Die vollständigen Angaben zu den vorgestellten Produkten sind den Informationsblättern (Produktinformationsblatt bzw. wesentlichen Anlegerinformationen) zu entnehmen. Diese Dokumente stellen die allein verbindliche Grundlage des Erwerbs dar. Die vorgenannten Verkaufsunterlagen erhalten Sie in elektronischer Form und in deutscher Sprache kostenlos unter <https://www.hal-privatbank.com/produktinformationsblaetter> oder in gedruckter Form ebenfalls in deutscher Sprache und kostenlos in der Geschäftsstelle der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main. Die vorgestellten Produkte dürfen nur in Ländern angeboten werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist und/oder eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde vorliegt. Dieses Informationsdokument richtet sich weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA, noch darf es in den USA verbreitet werden.

Aufsicht:

Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main.

Herausgeber:

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung ist die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60312 Frankfurt am Main verantwortlich.

Verantwortliche Autoren:

Burkhard Allgeier, Dr. Ulrike Rondorf und Daniel Winkler

Chief-Investment-Office

Lampe Asset Management GmbH

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

Telefon +49 (0)211 95742 – 523

Telefax +49 (0)211 95742 – 570

E-Mail: cio-office@lampe-am.de

Internet: <https://www.hal-privatbank.com/asset-management/lampe-asset-management>

Stand: 20. Mai 2025

