

# Investment Office View

Stephan Rieke und Christian von Hiller  
Investment Office Private Wealth Management ODDO BHF

20. Juni 2025

## WARUM DIE WECHSELKURSENTWICKLUNG IN UNSERER ANLAGEPOLITIK EINE UNTERGEORDNETE ROLLE SPIELT

Der US-Dollar hat deutlich Federn gelassen. Um den Jahreswechsel wurde die vermeintlich einzigartige Stärke der US-Wirtschaft mit neuen Allzeithochs an den Aktienmärkten und einem 2 ¼ -Jahres-Hoch des US-Dollars an den Devisenmärkten gefeiert. Nach der Amtsübernahme durch Donald Trump hat sich das Hochgefühl allerdings rasch verflüchtigt. Da sind zum einen die von der Handelspolitik ausgehenden wirtschaftlichen Risiken für die USA. Da ist aber auch die Haushaltspolitik, mit der sich der trendmäßige Anstieg der staatlichen Verschuldung weiter zu verschärfen droht. Da sind Forderungen des Weißen Hauses nach niedrigeren Zinsen und mehr Einfluss der Regierung auf die Geldpolitik der Fed. Da stehen die Drohung mit mehr oder minder willkürlichen Zusatzsteuern auf US-Einkommen, Anlagen und Investitionen von Ausländern (One Big Beautiful Bill Act, Änderung von Section 899 des Internal Revenue Codes) im Raum. Und schließlich gibt es noch das Konzept des Vorsitzenden des Council of Economic Advisers zur Zwangsumwandlung von ausländischen Währungsreserven in unverzinsliche, nicht handelbare hundertjährige Anleihen (Mar-a-Lago Accord).

Kein Wunder also, dass das Vertrauen in den US-Dollar gelitten hat. Angesichts der beschriebenen Entwicklungen verlor die US-Währung gegenüber dem Euro im bisherigen Jahresverlauf rund 10 Prozent ihres Wertes; der Euro verteuerte sich von 1,035 Dollar zu Jahresbeginn auf zuletzt 1,152 Dollar pro Euro (Stand: 18.6.2025). Diese Abwertung hinterlässt ihre Spuren in den Portfolios der europäischen Anleger, die in US-Dollar-Wertpapieren investiert sind. Denn für den Euro-basierten Anleger ist die Performance dadurch natürlich nochmals schlechter als der Blick auf die ohnehin schwache Entwicklung der US-Aktienindizes – in den Medien meist in US-Dollar ausgewiesen - erwarten lässt.

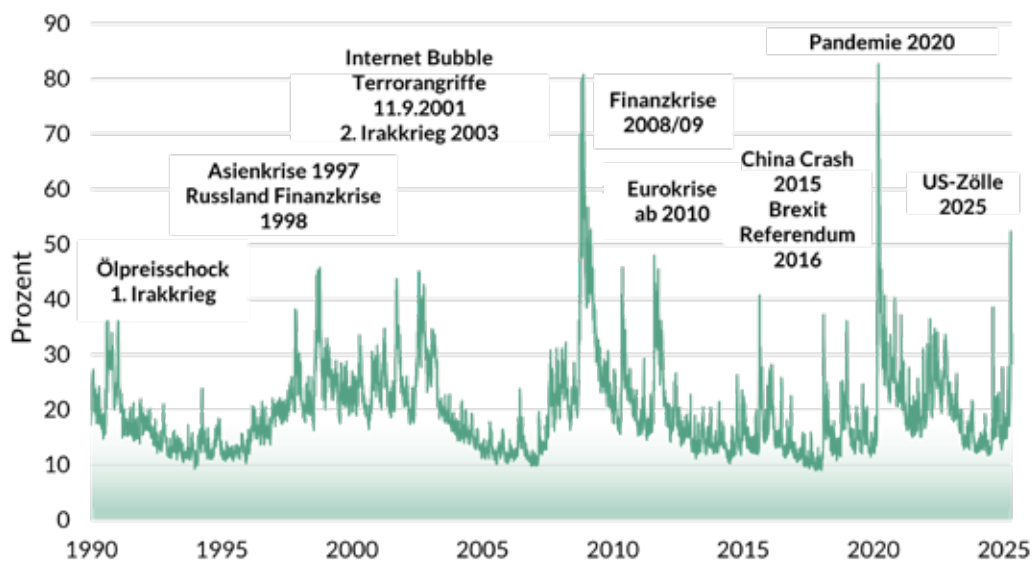
Angesichts der Währungsrisiken kommt von Anlegern oft die Frage, ob nicht das Währungsexposure – im Endeffekt also der Anteil der US-Dollarpapiere - reduziert werden müsste. Wir sind allerdings sehr zurückhaltend, wenn es darum geht, Allokationsentscheidungen von Wechselkursüberlegungen abhängig zu machen. Zum einen sind Prognosen von Wechselkursentwicklungen notorisch unsicher. Zahlreiche wissenschaftliche Analysen legen den Schluss nahe, dass der Versuch, systematische Währungsgewinne erzielen zu wollen, eine heikle Anlagestrategie ist.<sup>1)</sup>

Zum anderen ist zu berücksichtigen, dass die Wechselkursentwicklung speziell bei international aufgestellten Unternehmen in die Entwicklung von Umsätzen, Kosten und Gewinnen einfließt. Unternehmen wie Microsoft oder Alphabet beispielsweise erzielen einen nicht geringen Teil ihrer Einnahmen in Euro. Umgekehrt erzielen europäische Unternehmen wie SAP oder Schneider Electric nennenswerte Teile ihrer Umsätze in US-Dollar. Eine Dollarabwertung beispielsweise bedeutet zunächst einmal, dass sich der Aktienkurs in Euro gerechnet schwächer entwickelt als der Aktienkurs in US-Dollar. Gleichzeitig bedeutet die Abwertung des Dollars, dass die in Euro erzielten, aber in Dollar ausgewiesenen Umsätze und Gewinne des Unternehmens höher ausfallen als zuvor. Dies unterstützt tendenziell den Aktienkurs in Dollar. Kurzum: In der modernen Welt, in der Unternehmen in vielen Märkten aktiv sind, ist die Reaktion eines Anlegers auf mögliche Veränderungen im Wechselkursgefüge alles andere als trivial.

Gerade langfristig orientierte Anleger sollten nach unserer Überzeugung Wechselkursentwicklungen nicht hinterherlaufen. Vergleicht man beispielsweise den MSCI Welt-Index über die letzten 20 Jahre, lag die jährliche Rendite (Total Return, netto) im Durchschnitt bei 8,9 Prozent, wenn man in US-Dollar rechnet. Rechnet man in Euro, kommt man im genannten Zeitraum auf eine durchschnittliche Rendite von 9,3 Prozent. Schaut man auf einen Zeitraum von 10 Jahren, lag die Dollar-basierte jährliche Rendite mit durchschnittlich 9,9 Prozent etwas höher als die Euro-basierte mit 9,6 Prozent (alle Angaben für Zeiträume bis Ende Mai 2025).

So nah, wie die durchschnittlichen Wertentwicklungen über die langen Zeiträume beisammen liegen, so unterschiedlich können sie in der kurzen Frist sein. Grafik 1 zeigt die Wertentwicklungen über jeweils 12 Monate, von Ende Mai eines Jahres bis Ende Mai des folgenden, für den MSCI Welt (Net Total Return) in US-Dollar und in Euro. In 12 der 20 betrachteten Zwölfmonats-Zeiträume geht die Wertentwicklung um mindestens 5 Prozentpunkte, teils deutlich mehr, auseinander.

**Grafik 1: Wertentwicklung des MSCI Welt in % über 12 Monate zum 31.5. jeden Jahres, 2006 – 2025, in US-Dollar und in Euro**



Aus den oben dargelegten Gründen, zum einen die schlechte Prognostizierbarkeit von Wechselkursentwicklungen, zum anderen die auf lange Sicht tendenziell gegenläufigen Auswirkungen von größeren Wechselkursverschiebungen auf die Ertragslage international agierender Unternehmen, berücksichtigen wir Wechselkursänderungen in der Anlagepolitik nur eingeschränkt. Nach unserer Überzeugung ist es für einen nicht an Spekulation interessierten, langfristig orientierten Anleger erfolgversprechender, Unternehmen nach der Qualität ihres Geschäftsmodells, ihrer Rentabilität und ihrer langfristigen Ertragsperspektiven auszuwählen. Dann wird die Währung, in der die Aktie notiert wird, zweitrangig.

Stephan Rieke und Christian von Hiller

1) Beispielhaft: Barbara Rossi (2013), Exchange Rate Predictability, Journal of Economic Literature 51(4) oder auch C. Burnside, M. Eichenbaum, C. Kleshchelski, S. Rebelo (2006), The Returns to Currency Speculation, NBER Working Paper 12489

## WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF SE untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2025, Herausgeber: ODDO BHF SE, Gallusanlage 8, 60329 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.