

## ANALYSE

## Schwacher Dollar frisst Rendite – was Anleger dagegen unternehmen können

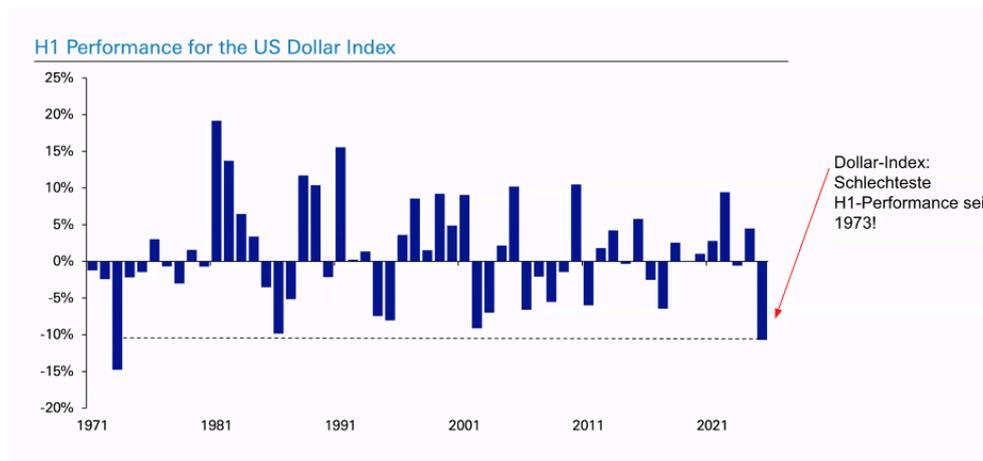
Während die Aktienmärkte vielerorts haussieren, resultiert für die meisten ETF-Anleger in Franken oder Euro ein Verlust. Grund ist die schwache US-Valuta. Wie geht es mit dem Dollar weiter, und wie können sich Investoren vor weiteren Verlusten schützen?

Gregor Mast

28.07.2025, 02.49 Uhr

Viele europäische Anleger reiben sich derzeit verwundert die Augen. Während die Aktienmärkte haussieren, notieren die allseits beliebten ETF auf den von MSCI berechneten Weltaktienindex in Franken oder Euro im Minus. Während der MSCI Welt inklusive Dividenden in Dollar 12,6% zugelegt hat, resultiert in Franken ein Verlust von 1,3%. Auch in Euro verbleibt ein leichtes Minus von 0,7%.

Spielverderber ist der schwache Dollar. Zum Franken ist er in der ersten Jahreshälfte 12,8% eingebrochen, zum Euro beläuft sich das Minus auf 11,3%. Es ist der grösste Halbjahresverlust für den handelsgewichteten Dollarindex seit 1973, als der damalige US-Präsident Richard Nixon das System der fixen Wechselkurse aufgehoben hat, das die Nachkriegszeit geprägt hatte (vgl. Grafik).



Quelle: Deutsche Bank

Für den Sinkflug des Dollars verantwortlich ist die Regierung von US-Präsident Donald Trump, die sich von einem schwächeren Greenback eine Steigerung der Exporte und einen Abbau des riesigen Leistungsbilanzdefizits erhofft. Ideen wie der Mar-a-Lago-Akkord, der in Anlehnung an den Plaza-Akkord der Achtzigerjahre eine massive Abwertung des Dollars vorsieht, das ausufernde Budgetdefizit oder die immer wieder kursierenden Gerüchte über eine vorzeitige Absetzung von Notenbankchef Jerome Powell belasten die Währung.

## Trumps Folterwerkzeuge hinterlassen Spuren

Geht es nach Harald Preissler, Kapitalmarktstrategie beim deutsch-schweizerischen Vermögensverwalter Bantleon, dürfte der Druck auf den Dollar bestehen bleiben. Das liege nicht nur an der US-Notenbank, die demnächst – gewollt oder ungewollt – die Zinsen senken werde, was den Zinsvorteil des Dollars vermindere und die Währung schwäche, sondern vor allem an «Trumps Folterwerkzeugen, die Spuren hinterlassen haben».

Mit den Folterwerkzeugen sind die im Mar-a-Lago-Akkord genannten Massnahmen gemeint, mit denen die US-Regierung

verhindern will, dass die Zinsen trotz Dollarabwertung zu stark steigen. Die wichtigsten Instrumente sind die Umwandlung ausländischer Treasury-Bestände in lang laufende Papiere praktisch oder ganz ohne Coupon und eine Steuer für ausländische Treasury-Eigner. Es ist verständlich, dass sich viele internationale Investoren eine solche Spezialbehandlung nicht gefallen lassen wollen.

«Wir sind in Kontakt mit institutionellen Anlegern aus Europa, die ihre Treasuries vollständig abstossen wollen», sagt Preissler. Und das nicht über die nächsten Jahre, «sondern so schnell wie möglich». Damit würden sie sich zu den Notenbanken der Schwellenländer gesellen, die seit dem Einfrieren der russischen Währungsreserven im Jahr 2022 ebenfalls nach Alternativen zum Dollar suchen und ihre Devisenreserven unter anderem in Gold diversifizieren.

## **Für den Wechselkurs sind die kurzfristigen Zinsen entscheidend**

Für Preissler steht ausser Frage, dass der Dollar trotz des grossen Zinsvorsprungs zum Euro oder zum Franken sinken wird. Dafür spreche neben den erwarteten Zinssenkungen des Fed vor allem der Verlust des Vertrauens in die USA. Eine allfällige Versteilerung der Zinskurve – ausgelöst durch steigende Renditen von Bonds mit längerer Laufzeit als Reaktion auf eine möglicherweise inflationär wirkende Zinssenkung des Fed – sieht er nicht als grossen Vorteil für den Dollar. «Für den Wechselkurs ist das kurze Ende relevanter, und da drohen in den USA tiefere Sätze.»

Dazu komme, dass beim Wechselkurs immer zwei Seiten entscheidend seien. «Während das Misstrauen gegenüber den

USA zunimmt, hat Europa gemerkt, dass es sein Schicksal selbst in die Hand nehmen muss.» Die milliardenschweren Investitionspakete für Aufrüstung und Infrastruktur würden das Wachstum insbesondere in Deutschland beleben, wovon auch die Schweiz profitieren werde. Deshalb könnten sich internationale Investoren, die jahrelang einen Bogen um europäische Anlagen gemacht haben, zunehmend auf dem Alten Kontinent umsehen.

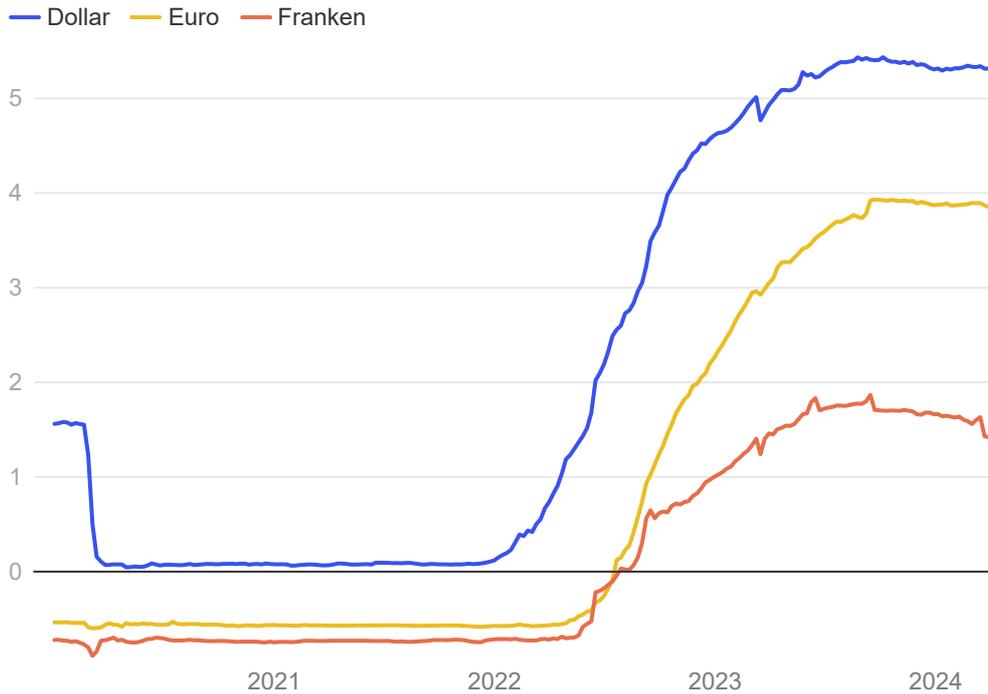
## **US-Dominanz an den Börsen ist vorbei**

Weil Preissler kurz- und langfristig von einem schwachen Dollar ausgeht, lohne es sich, über eine Währungsabsicherung nachzudenken. Allerdings sei eine solche teuer. Die Absicherungskosten ergeben sich aus der kurzfristigen Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungen (vgl. Grafik). «Derzeit schlägt ein Devisentermingeschäft des Dollars zum Franken mit rund 4% pro Jahr zu Buche, beim Euro sind es etwas mehr als 2%», sagt er.

Er würde denn auch nicht den ganzen Dollarbestand auf einmal absichern, sondern schrittweise vorgehen. «Eine Möglichkeit ist, die Wiederanlage der Ausschüttungen von globalen Aktienfonds, die zu mehr als 70% in US-Aktien und damit in Dollar investiert sind, in währungsgesicherten Produkten vorzunehmen.»

## Absicherungskosten fallen ins Gewicht

Verzinsung von Dreimonats-Swaps (in %)



Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Zum Risiko eines sich abwertenden Dollars kommt das Bewertungsrisiko der US-Börse. Das nach Nobelpreisträger Robert Shiller benannte zyklisch adjustierte Kurs-Gewinn-Verhältnis für den S&P 500 steht bei fast 38. Höher als in den letzten Jahren war es nur während der Technologieblase zur Jahrtausendwende (vgl. Grafik). «Je höher die Bewertungen heute sind, desto tiefer wird die Performance in den folgenden Jahren sein.» Preissler rechnet für US-Aktien mit einem Kurszuwachs von jährlich 3 bis 5%, während europäische Titel auf 7 bis 8% kommen sollten. «Die US-Dominanz an den Börsen gehe zu Ende», ist er überzeugt.

## Shiller-KGV der US-Börse war nur während der Technologieblase höher



Grafik: themarket.ch • Quelle: Robert Shiller • [Daten herunterladen](#)

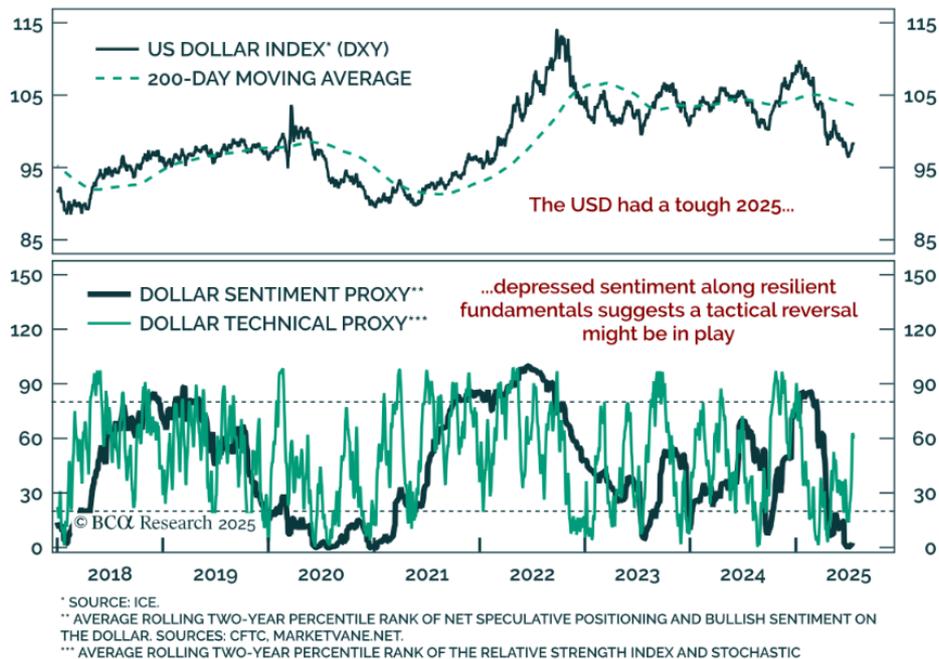
Um das hohe US-Gewicht in globalen ETF und Fonds zu brechen, empfiehlt Preissler, die Aktienquote mit regionalen Produkten abzudecken. Neben Europa mag er die Schwellenländer. «Sie liefern das künftige Wachstum, gleichzeitig sind die dortigen Börsen während Jahren nicht vom Fleck gekommen.» Die Bewertungen seien wie in Europa günstig, und die Emerging Markets schnitten immer dann gut ab, wenn der Dollar sich abwerte, da sich die Finanzierungsbedingungen der oft in der US-Valuta verschuldeten Länder und Unternehmen lockerten.

## Meinungsänderung von Trump könnte Dollar beleben

In Frage kommen für Preissler auch gleich gewichtete ETF auf den MSCI Welt, die die Dominanz der hoch bewerteten US-Technologiechampions ebenfalls reduzieren, doch existieren da

keine in Franken abgesicherten Tranchen. Und auch im gleichgewichteten Weltindex machen die USA immer noch rund 40% aus.

Seine Treasuries bereits abgestossen hat Jürg Lutz vom Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Im Gegensatz zu Preissler würde er den Dollarbestand jetzt aber nicht mehr absichern. «Ich habe in den letzten Monaten keinen positiven Artikel zum Dollar gelesen», sagt Lutz, und an den Futures-Börsen würden viele Investoren gegen den Dollar wetten. Das zeige, dass die Stimmung gedrückt sei, was sich auch am Sentimentindikator des kanadischen Analysehauses BCA Research ablesen lässt (vgl. Grafik, die schwarze Linie im zweiten Fenster bildet das Sentiment ab).



Quelle: BCA Research

Für einen Stimmungsumschwung brauche es entsprechend wenig. Eine Meinungsänderung von Trump könne schon

reichen. Bei den Aktien komme dazu, dass die USA immer noch über hervorragende Unternehmen verfügten und der Aktienmarkt einen automatischen Schockabsorber eingebaut habe, da US-Unternehmen von einem schwächeren Greenback profitieren würden.

## Gegenbewegung ist möglich

Eine Gegenbewegung des Dollars hält auch Preissler für möglich. Trotz sinkender Zinsdifferenz könnte eine Zinssenkung des Fed ein möglicher Auslöser sein. «Womöglich interpretiert der Markt einen Zinsschritt als positiv für die Konjunktur, was Zuflüsse in US-Aktien zur Folge haben könnte, die wiederum den Dollar stärken», sagt er. «Sollte der Dollar tatsächlich erstarken, wäre das eine weitere Gelegenheit, in währungsbesicherte Produkte umzuschichten.»

An eine lang dauernde Stärke des Dollars mag auch Lutz nicht so recht glauben. Zwar notiere der Dollar gemäss seinem Modell, das unter anderem auf Zins- und Inflationsdifferenzen, Devisenreserven oder dem Stress an den globalen Finanzmärkten beruhe, rund 8% niedriger als gerechtfertigt. Gemäss dem realen Wechselkurs des Dollars gegenüber den Valuten der wichtigsten Handelspartner, der die unterschiedlichen Inflationsraten ausklammert, drehe sich das Bild allerdings um. «Aus dieser Sicht ist der Greenback immer noch teuer.» Da die Trump-Regierung eine schwache Währung wolle, dürfte der reale Dollarkurs früher oder später zum Mittelwert zurückkehren, der trotz der jüngsten Einbussen deutlich unter dem derzeitigen Niveau liegt (vgl. Grafik). Auch ein Unterschneiden des Mittelwerts würde nicht überraschen.

## Real notiert der Dollar deutlich über dem Mittelwert



Trotzdem will sich Lutz noch nicht auf die Äste wagen, ob er den Dollar im Falle einer Gegenbewegung absichern würde. «Das hängt vom dannzumal geltenden Wachstums- und Inflationsumfeld ab», sagt er. Er fühle sich derzeit wohl mit einer neutralen Dollarquote. «Eigentlich müsste ich die US-Valuta aufgrund unseres Modells Übergewichten, doch das Albraumszenario einer vorzeitigen Absetzung von Notenbankchef Jerome Powell mit anschließender Zinssenkung, anziehender Inflation und steigender Langfristzinsen lässt das nicht zu.»

## Albraumszenario hat eine Wahrscheinlichkeit von 25%

Die Wahrscheinlichkeit für eine vorzeitige Entlassung Powells veranschlagt er auf 25%. An die Umsetzung des Mar-a-Lago-Akkords glaubt Lutz hingegen nicht. «Das wäre schlicht

finanzieller Selbstmord», sagt er, würden die USA doch in die Hand ihrer Financiers beißen.

Umgeschichtet hat Lutz seine Treasuries in kurz laufende deutsche Bundesanleihen sowie in Unternehmensanleihen qualitativ hochwertiger Schuldner in Dollar. «Ich möchte dem Euro wegen des Rucks, der durch die europäische Politik gegangen ist, eine Chance geben, nachdem ich lange einen Bogen um die Gemeinschaftswährung gemacht habe», begründet Lutz den Aufbau bei den Bunds.

Bei den in Dollar denominierten Unternehmensanleihen kommt für ihn nur allerhöchste Qualität in Frage. Als Beispiel nennt er die Papiere von Nestlé oder Amazon. «Eine Dollaranleihe von Amazon mit Verfall im Jahr 2034 rentiert derzeit 4,6%», sagt er. Das entspreche einem Aufschlag von rund 30 Basispunkten zum zehnjährigen Treasury. Angesichts der zunehmenden Staatsverschuldung der USA und der hervorragenden Bilanzqualität von Amazon sei diese Prämie attraktiv.

## **In Dollar Unternehmensanleihen bevorzugen**

Für Anleger, die aus regulatorischen Gründen in Dollar investiert sein müssen, empfiehlt auch Preissler Unternehmensanleihen, da die US-Staatsverschuldung und der immer teurer werdende Schuldendienst belasten. Den Dollar würde er auch bei Anleihen absichern. Allerdings sollten europäische Anleger, die auf Dollarpapiere verzichten können, im Euro bleiben, da in Euro abgesicherte Dollaranleihen weniger rentieren als hiesige Bonds.

Lutz empfiehlt die Währungsabsicherung bei Anleihen nur für Papiere, die Anleger nicht wegen der höheren Verzinsung im anderen Währungsraum, sondern wegen der höheren Kreditrisiko- oder Illiquiditätsprämien halten. Da Junk-Bond-Emittenten und Privatmarktanleihen in der Schweiz dünn gesät seien, müssten Schweizer Investoren dafür oft in die USA oder nach Europa ausweichen.

Rentiert eine in Dollar denominierte Privatmarktanleihe 10%, verbleiben nach der Absicherung in Franken immer noch 6%. Wegen der schlechteren Schuldnerqualität von Junk Bonds und fragwürdiger Machenschaften im Bereich Private Debt bei gleichzeitig rekordtiefen Prämien kommen solche Papiere für Lutz derzeit aber nicht in Frage.



#### ANALYSE

### Der Euro zeigt plötzlich Stärke

Lange machten Anleger einen weiten Bogen um Europa. Das hat sich Anfang Jahr geändert. Inzwischen erholt sich sogar die Gemeinschaftswährung, was die Schweizerische Nationalbank mit Erleichterung zur Kenntnis nehmen dürfte.

Gregor Mast 19.03.2025



#### GRAFIK DER WOCHE

### Politische Risiken schwächen den Dollar gegenüber Franken und Euro

Eine aggressive Zollpolitik, der Verlust der Top-Bonität und politische Einflussversuche auf die Notenbank setzen den Dollar unter Druck. Gegenüber dem Franken notiert er so tief wie seit 2011 nicht mehr.

Manuel Boeck 02.07.2025



#### ANALYSE

### Welche Schweizer Unternehmen die Dollarschwäche zu spüren bekommen

Im zweiten Quartal hat der Dollar gegenüber dem Franken ganze 10% an Wert verloren. Die Greenback-Schwäche dürfte eines der zentralen Themen der nun anlaufenden Berichtssaison werden.

Henning Hölder, Manuel Boeck und Carla Palm 17.07.2025





## ANALYSE

# Diese deutschen Aktien sind immun gegen die Dollarschwäche

Die Mehrheit der Dax-Mitglieder leidet unter dem starken Euro. Für zehn Mitglieder des Leitindex gilt das jedoch nicht, deshalb sollten diese Titel in der Gunst der Anleger steigen.

Mark Böschen 22.07.2025



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.