

US-AKTIENMARKT: BULLEN VERSUS BÄREN

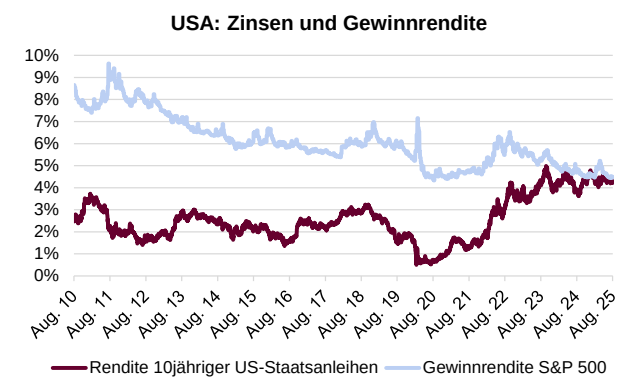
Mit dem „Labor Day“ am kommenden Montag endet in den USA die Sommerpause an den Aktienmärkten. Seit seinem bisherigen Jahrestief Anfang April hat der S&P 500 in den Sommermonaten deutlich zugelegt und neue Höchststände erreicht. Den Bullen, die die Kurse nach oben getrieben haben, stehen jedoch auch einige Bären gegenüber, die eine baldige Kurskorrektur befürchten. Die Bullen können auf die auslaufende Berichtssaison für das zweite Quartal verweisen, die für die großen US-Unternehmen einmal mehr sehr überzeugend ausgefallen ist. Zudem erwarten sie Leitzinssenkungen der Fed. Die Bären stören sich dagegen am hohen Bewertungsniveau, der hohen Volatilität vieler Einzeltitel und dem Auslaufen der inflationsbedingten Gewinnsteigerungen der letzten Jahre. Auch das saisonale Muster spricht zumindest im September gegen eine Fortsetzung des Bullen-Markts.

Kurz nach den Zollankündigungen am 2. April erreichte der US-Aktienindex **S&P 500** mit 4.983 Punkten seinen bisherigen Tiefstand in diesem Jahr. Seitdem ist er um rund 1.500 Punkte gestiegen und hat ein neues Allzeithoch erreicht. Die US-Konjunktur zeigt sich weiterhin robust, die Inflation ist bislang nur leicht gestiegen und die Unternehmensgewinne übertrafen in den ersten beiden Quartalen in den meisten Fällen die Erwartungen.

Getrieben wurde der Rebound vor allem von den Privatanlegern, während sich die institutionellen Investoren zurückhielten. Für diese Zurückhaltung lassen sich durchaus Gründe finden. Immerhin befinden sich die US-Importzölle auf dem höchsten Niveau seit 1933. Zudem war die Gewinnentwicklung der Unternehmen in den letzten Jahren außergewöhnlich dynamisch. Wären die Gewinnrends der Periode von 2011 bis 2019 fortgeschrieben worden, läge der S&P 500 nach Berechnungen der UBS heute nur bei etwa 4.300 Punkten und damit noch unter dem Tiefstand in diesem Jahr. Die hohen US-Preissteigerungsraten in den Jahren 2019 bis 2023 haben auch die Unternehmensgewinne inflationiert und so die Kursentwicklung angetrieben. Inzwischen liegen die Inflationsraten aber nur noch bei rund drei Prozent, sodass auch die nominalen Gewinnsteigerungen wieder sinken werden.

Zudem lassen die gängigen Bewertungsmaßstäbe den Eindruck entstehen, dass der S&P 500 deutlich überbewertet ist. So liegt das Verhältnis der Kurse zu den erwarteten Gewinnen, also das erwartete KGV, derzeit bei 23 und damit deutlich über dem historischen Durchschnitt von 16. Auch das Shiller-KGV, bei dem der aktuelle Kurs durch den inflationsbereinigten Durchschnitt der Unternehmensgewinne der letzten zehn Jahre geteilt wird, liegt mit 30 weit über dem historischen Mittel von 17. Verantwortlich hierfür sind vor allem die großen US-Techunternehmen. Die sogenannten „Magnificent Seven“ machen etwa ein Drittel der Marktkapitalisierung des S&P

500 aus und haben mit 33 im Durchschnitt ein sehr hohes KGV. Aber auch die übrigen 493 Unternehmen des S&P 500 liegen mit einem KGV von 22 deutlich über dem historischen Durchschnitt von 16.



Die Bullen am Aktienmarkt verweisen hingegen auf den Kehrwert des erwarteten KGV, was die **erwartete Gewinnrendite** ist. Ein KGV von 23 entspricht einer Gewinnrendite von 4,35 Prozent. Damit liegt sie aktuell noch über der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen, die derzeit bei 4,21 Prozent notiert. Somit erscheint die Bewertung des US-Aktienmarkts im Durchschnitt durchaus angemessen. Diese Argumentationslinie entspricht dem sogenannten Fed-Modell der Aktienmarktbeurteilung. Demnach gilt der Markt als fair bewertet, wenn die Gewinnrendite nahe der Anleiherendite liegt. Liegt sie dagegen deutlich darunter, ist der Markt überbewertet, während er im umgekehrten Fall als unterbewertet gilt.

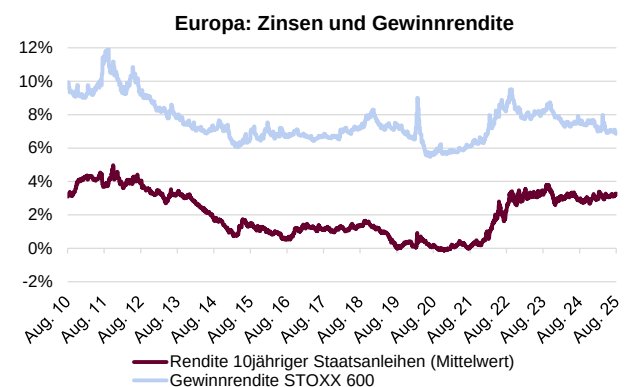
Das Fed-Modell ist bei Aktien-Bullen sehr beliebt, da es nur selten eine Überbewertung anzeigt. Zeigte das Modell jedoch tatsächlich einmal eine Überbewertung an, wie etwa vor dem Beginn der Bärenmärkte in den Jahren 1987 und 2001, dann waren die Signale korrekt. Seitdem gab es jedoch kein einziges Warnsignal mehr. Wie alle Bewertungsmethoden hat auch das Fed-Modell Schwächen. So berücksichtigt es weder eine sauber

definierte Risikoprämie für die Aktienmärkte noch die Laufzeitdifferenz zwischen Aktien und Anleihen. Seine empirische Prognosekraft ist begrenzt. Es stützt sich auf Gewinnerwartungen, die oft zu optimistisch sind, und vernachlässigt die Inflation. Die Verzerrung der Anleiherenditen, die durch die Ankaufprogramme der US-Notenbank in den vergangenen Jahren entstanden ist, vermindert die Aussagekraft des Modells zusätzlich.

Die Skeptiker werden sich daher von den aktuellen Aussagen des Fed-Modells für die USA kaum beeindruckt lassen. Im Vergleich zu Europa, wo das Modell einen deutlich unterbewerteten Aktienmarkt konstatiert, wirken die US-Aktienmärkte teuer. Gemäß der jüngsten Fondsmanager-Umfrage der Bank of America halten 91 Prozent der Investoren den US-Markt für überbewertet. Zudem scheint es hinter der freundlichen Kulisse des S&P 500 bereits zu brodeln. Während der Gesamtindex mit extrem geringer Volatilität neue Rekordstände erreicht, geraten Unternehmen außerhalb der Top 10 teils heftig unter Druck. Selbst über den Erwartungen liegende Umsatz- und Gewinnsteigerungen im zweiten Quartal 2025 wurden von den Anlegern abgestraft, wenn der Ausblick verhalten ausfiel oder die Prognosen nach unten revidiert wurden. **Die Volatilität auf Einzeltitelebene steht daher zunehmend im Widerspruch zur ruhigen Entwicklung des Gesamtindex.**

Hinzu kommt, dass sich das **makroökonomische Umfeld in den USA** eintrüben könnte. Inflationsumfragen zeigen, dass Preisanstiege zunehmend die Konsumenten erreichen. Die vor Inkrafttreten der Zölle gefüllten Lagerbestände lichten sich und die Unternehmen stehen

nun vor der Wahl, die durch die Zölle gestiegenen Kosten an die Verbraucher weiterzugeben oder sie zu Lasten der eigenen Gewinne zu tragen. Der Konsum in den USA schwächelt bereits, und auch der Arbeitsmarkt zeigt erste Anzeichen einer Abkühlung.



Das bedeutet jedoch nicht, dass eine Rezession der US-Wirtschaft unmittelbar bevorsteht. Gestützt durch eine **erste Leitzinssenkung im September** und mindestens einer weiteren bis Jahresende dürfte die US-Wirtschaft robust bleiben. Die Steuererleichterungen des großen US-Fiskalprogramms wirken zwar erst im nächsten Jahr, beflügeln aber jetzt schon die Gewinnerwartungen.

Die Bären überzeugen diese Argumente dennoch nicht. Für die kurze Frist können sie darauf verweisen, **dass der September in den vergangenen Jahren meist der schlechteste Aktienmonat des ganzen Jahres war.** Dem können die Bullen zwar kaum widersprechen, doch würden sie darauf beharren, dass Ende September ein guter Kaufzeitpunkt kommen könnte. Schließlich geht es dann schon wieder auf die Jahresendrallye zu.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Dr. Tariq Chaudhry (tchaudhry@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Maximilian Völpel (mvoelpel@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2025

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.