

H. Terrence Riley III, CFA
17. Juli 2025

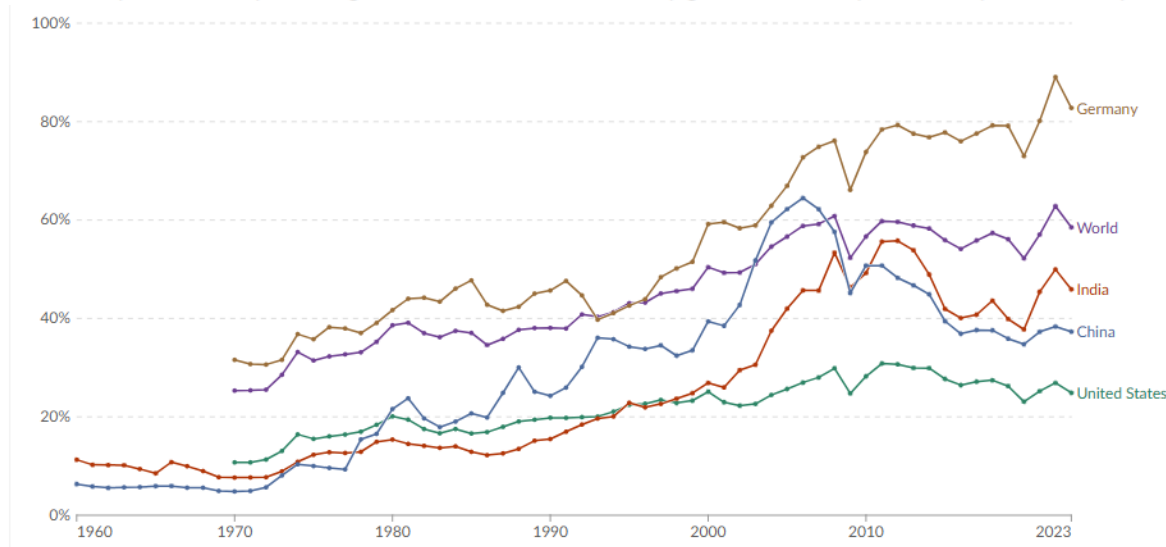
Kontakt: Karin Müller-Paris
+1-561-208-1081 kmm@fvcm.us

Die Börse fährt mit den Anlegern Achterbahn

Nach einem Kurseinbruch von 19%, was den Kurssturz nach Trumps Zollankündigung am 2. April einschließt, hat der S&P 500 wieder 25% zugelegt. In unserem letzten Quartalsbericht vom 3. April, hatten wir angemerkt, dass "es sehr spät ist, Aktien zu verkaufen" und dass "viele technische Indikatoren darauf hindeuten, dass ein Aufschwung bevorstehen könnte". Wir haben aber nicht geahnt, dass der Tiefpunkt dieser Korrektur nur wenige Tage später, am 8. April, sein würde. Wir können nur mutmaßen, warum sich der Aktienmarkt so rasch und stark erholt hat. Aber scheinbar ist dieser bemerkenswerte Aufschwung ein Ergebnis von Trumps bisheriger Bereitschaft, sich auf Kompromisse einzulassen und mit wichtigen Handelspartnern zu verhandeln (trotz oft scharfer Rhetorik seitens Trumps). Offenbar hatten die Zölle keine offensichtlichen Auswirkungen auf die US-Inflation; der Arbeitsmarkt ist nach wie vor solide; die Investitionen sind nach wie vor hoch; und die meisten „Trump-Maßnahmen“ werden Unternehmen, die in den USA tätig sind, zugutekommen. Zu beachten ist auch, dass die USA in erster Linie für den heimischen Markt produzieren und der Export einen relativ kleinen Teil der Wirtschaft ausmacht. Auch wird immer deutlicher, wie unglaublich nützlich Künstliche Intelligenz (KI) ist. Die Auswirkung auf die reale Produktivität könnte einen Schub bringen, der vielleicht alle hundert Jahre einmal vorkommt und in seiner Bedeutung mit der Mechanisierung der Landwirtschaft vergleichbar ist.

Trade as a share of GDP, 1960 to 2023

Sum of exports and imports of goods and services, divided by gross domestic product, expressed as a percentage.



Data source: World Bank and OECD national accounts (2025)

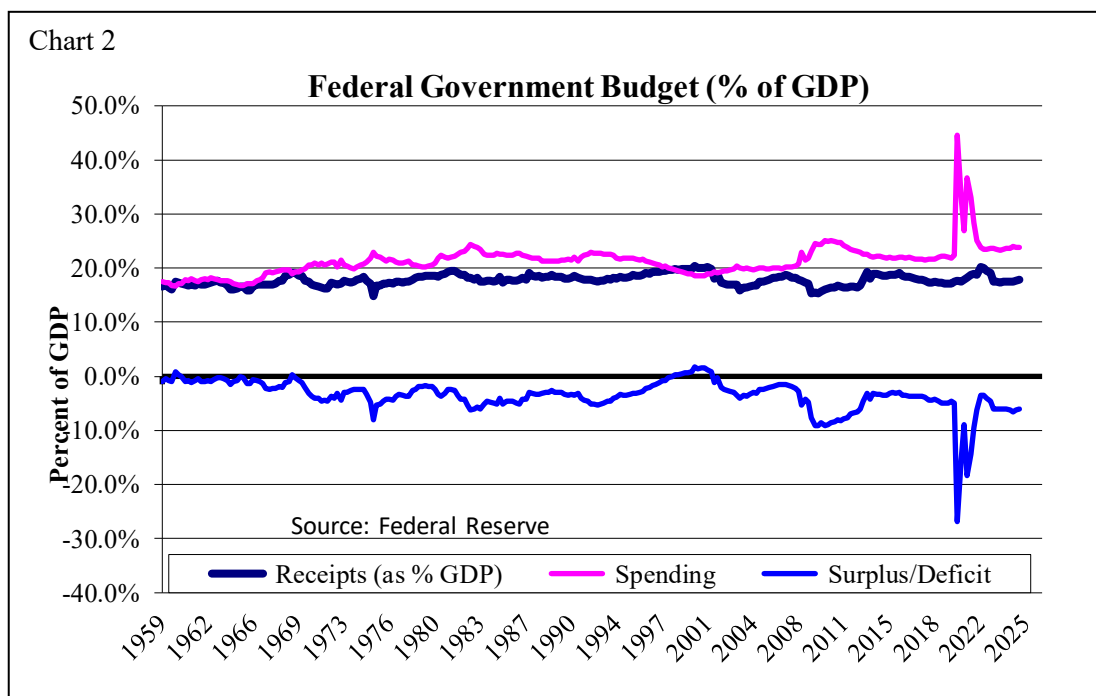
Die Zölle hatten im ersten Quartal 2025 einen großen Einfluss auf die BIP-Daten. Der private Konsum stieg im Laufe des Quartals um magere 0,5% (annualisiert). Im Gegensatz dazu legten die privaten Bruttoinlandsinvestitionen aber um erstaunliche 23,8% zu. Was aber den wirklichen Ausschlag gab war, dass Unternehmen versuchten ihre Importe zu maximieren, bevor die neuen Zölle in Kraft traten. Die Importe stiegen um sage und schreibe 37,9%. Da Importe vom BIP abgezogen werden, schrumpfte das reale BIP im ersten Quartal um 0,5%. Vor allem aufgrund von Zoll-Effekten ist die Konsensprognose für das reale BIP für das gesamte Jahr 2025 nun auf 1,5% gesunken. Ende 2024 lag die Konsensschätzung für 2025 noch bei 2,1%. Können wir uns auf diese Prognosen verlassen? Wie es scheint, sind die Investoren optimistischer als die Ökonomen. Abhängig von der endgültigen Höhe der US-Zölle und den ausländischen Vergeltungszöllen werden wir unterschiedliche Ergebnisse sehen. Niemand kann dies derzeit wirklich vorhersagen. Ein Indiz sind Trumps wiederholte Fristverlängerungen. Er ist ein praxisorientierter Geschäftsmann und es ist anzunehmen, dass er nicht „mit Kanonen auf Spatzen schießen“ wird. Das Endergebnis seiner Zollpolitik könnte weniger ausgeprägt ausfallen, als es zunächst den Anschein hatte.

Das neue US-Haushaltsgesetz war in den Medien Gegenstand vieler Missverständnisse und auch Missinterpretationen. Die allgemeine Kritik lautet, dass das Gesetz das Defizit über einen Zeitraum von zehn Jahren um mehr als 3 Billionen Dollar erhöhen wird, weil es große Steuererleichterungen für Unternehmen und Reiche beinhaltet. Gleichzeitig werden die Ausgaben für Medicaid, die staatliche Krankenversicherung für die Armen (zumindest nach US-amerikanischen Standards) gekürzt. Hierzu eine Klarstellung: Im Jahr 2017 wurde ein großes Steuergesetz verabschiedet. Dieses senkte die Körperschaftssteuern, um US-Firmen am Weltmarkt wettbewerbsfähiger zu machen. Ebenso wurden die persönlichen Einkommensteuersätze gesenkt. Der Spitzensteuersatz für Unternehmen wurde 2017 von 35% auf pauschal 21% gesenkt. Der Spitzensteuersatz für natürliche Personen wurde von 39,6% auf 37% gesenkt. Einige dieser Steuersenkungen sollten Ende dieses Jahres auslaufen und auf das Niveau von vor 2017 zurückkehren. Würden diese Steuersenkungen auslaufen, entspräche dies einer Steuererhöhung von mehr als 4 Billionen US-Dollar im Jahr 2026. Der in den Medien zitierte Anstieg des Defizits um 3,3 Billionen Dollar bezieht sich daher nicht auf das derzeitige Niveau. Vielmehr handelt es sich um einen Anstieg im Vergleich zu dem Szenario, das eintreten würde, wenn die Steuersenkungen von 2017 zunächst auslaufen würden. Im Vergleich zum aktuellen Haushaltsbudget wird das neue Gesetz das Defizit über einen Zeitraum von zehn Jahren nicht erhöhen, sondern schätzungsweise um mehr als 500 Milliarden Dollar verringern.

Mit anderen Worten: Das Haushaltsgesetz ist keine neue Steuersenkung für Vermögende. Es macht die Steuersenkungen von 2017 dauerhaft, lässt bestimmte Steuervergünstigungen für Investitionen von Firmen wiederaufleben und liefert Steuererleichterungen für Rentner und einkommensschwache Familien. So wurde beispielsweise die Steuergutschrift für Kinder von arbeitstätigen Familien von 2.000 US-Dollar auf 2.200 US-Dollar erhöht und dauerhaft gemacht. Es gibt einen neuen Steuerabzug von 6.000 US-Dollar für Senioren ab 65 Jahren. In Kombination mit anderen Abzügen wird geschätzt, dass fast 90% der Senioren keine Einkommenssteuer auf ihre Sozialversicherungsleistungen mehr zahlen müssen. Die Sozialversicherung ist die staatliche Rentenversicherung in den USA. Auch Arbeitnehmer werden von der so genannten „Big Beautiful Bill“ profitieren, denn es werden sowohl Trinkgelder als auch Überstunden von der Einkommensteuer befreit. Wenn ein Arbeiter beispielsweise über eine 40-Stunden-Woche hinaus das 1,5-fache seines Stundensatzes erhält, würde der 50% Überstundenzuschlag nicht der Einkommensteuer unterliegen.

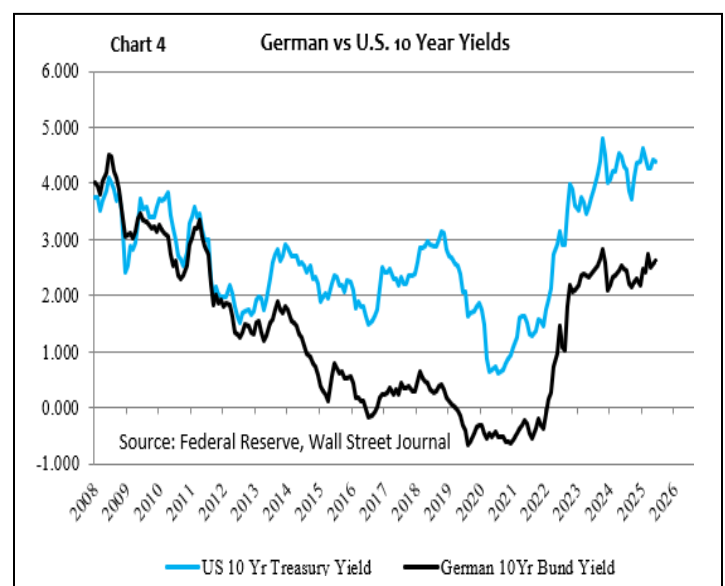
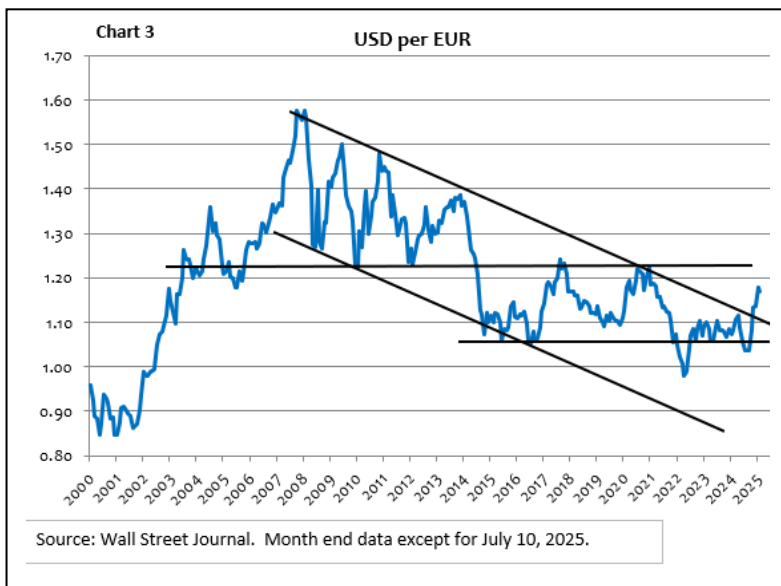
Mit „The Big Beautiful Bill“ wurden auch bestimmte Steuervergünstigungen für Unternehmen wiederhergestellt, die für das Wirtschaftswachstum in den USA wichtig sind. Im ursprünglichen Gesetz von 2017 konnten Unternehmen Ausgaben für Forschung und Entwicklung (R&D) steuerlich sofort voll abschreiben. Unternehmen konnten ebenso Sonderabschreibungen auf Investitionen vornehmen. Diese Leistungen sind 2023 ausgelaufen. Mit dem neuen Gesetz vom 4. Juli 2025 wurden diese investitionsfreundlichen Steuervorteile wiederhergestellt und damit Kapitalinvestitionen, Wachstum und Innovation gefördert. Für Firmen, die KI und Automatisierung nutzen, verbessert sich die Möglichkeit, diese Investitionen schnell abzuschreiben und damit verbessert sich der „Return on Capital“ (die Kapitalrendite). Ganz allgemein sollte dies den Einsatz und Umsetzung von KI und anderen Innovationen schneller herbeiführen. Dies schafft ein günstiges Umfeld, nicht nur für das Wachstum der Unternehmensgewinne, sondern auch für breitere wirtschaftliche Produktivitätssteigerungen, da Unternehmen effizienter skalieren können.

Auf der Ausgabenseite ist die Kürzung der Medicaid-Ausgaben das umstrittenste und größte Thema. Genaugenommen handelt es sich jedoch um eine Reduzierung der Wachstumsrate und nicht um eine echte Kürzung. Es wird nun prognostiziert, dass die Ausgaben für Medicaid in den nächsten zehn Jahren um 2% p.a. steigen werden, verglichen mit der bisherigen Erwartung von 4,5%. In den zehn Jahren bis 2023 stiegen die Medicaid-Ausgaben der USA mit einer nicht aufrecht zu erhaltenden Rate von etwa 9% p.a. Der wichtigste Aspekt der neuen Gesetzgebung ist, dass gesunde Erwachsene im Alter von 19 bis 64 Jahren 80 Stunden pro Monat arbeiten müssen, sich ehrenamtlich engagieren oder an einer Aus- oder Weiterbildung teilnehmen müssen. Bei Nichteinhaltung könnten sie ihre Leistungen verlieren. Ein Großteil der Diskussion und auch Kritik an Medicaid bezieht sich auf den rasanten Anstieg alleinstehender Männer in dem Programm, was mit einem Rückgang der Erwerbstätigkeit von Männern einherging. Der Anteil der Erwerbstätigen Männern ist im Juni 2025 auf 67,8% gesunken, gegenüber 72% im Jahr 2010 und 75% vor 25 Jahren.



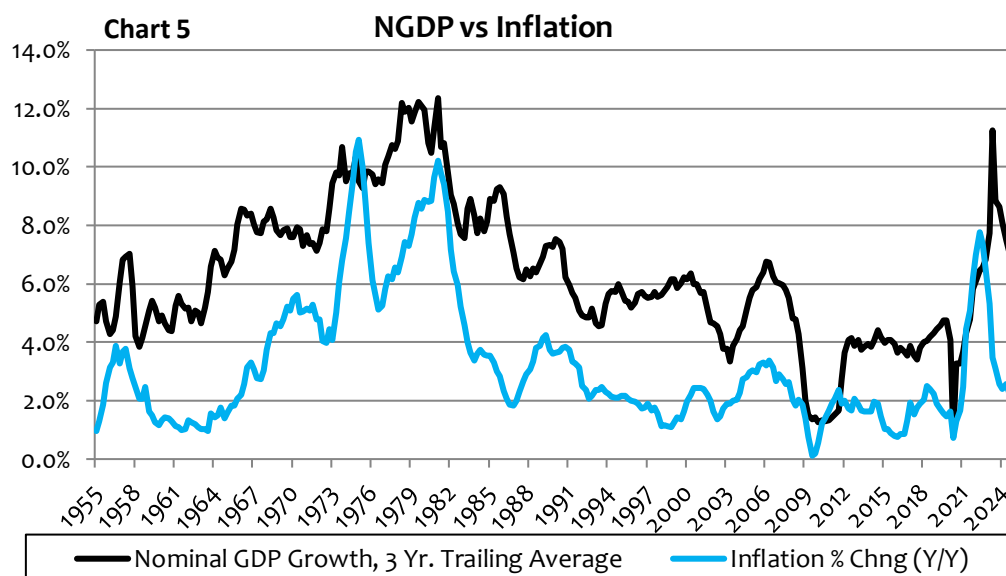
Es ist interessant zu beobachten, wie sich die Steuereinnahmen des Bundes im Laufe der Jahre trotz steter Änderungen des Steuerrechts stabil verhalten haben (siehe Chart 2 oben). Die Steuereinnahmen des Bundes lagen zwischen 1959 und dem ersten Quartal dieses Jahres bei durchschnittlich 17,8% des BIP. 1959 waren die Einkommensteuersätze des Bundes in der Spitze 91%, und dennoch betrugen die Steuereinnahmen nur 16,6% des BIP und lagen damit unter dem langjährigen Durchschnitt. Trotz eines wesentlich niedrigerem Spitzensteuersatzes von aktuell 37% lagen im ersten Quartal dieses Jahres die Steuereinnahmen bei 17,9% des BIP und damit sogar einen Hauch über dem langjährigen Durchschnitt. Im Gegensatz dazu waren die Staatsausgaben seit 1959 durchschnittlich bei 21,3% des BIP. Im letzten Quartal waren diese jedoch bei 23,9% des BIP. Auch sind die Haushaltsdefizite während der Pandemie aufgrund hoher Ausgaben explodiert. Betrachtet man diese Zahlen, so kann man daraus schließen, dass das Problem nicht wirklich die niedrigen Steuern sind, sondern die steigende Ausgaben.

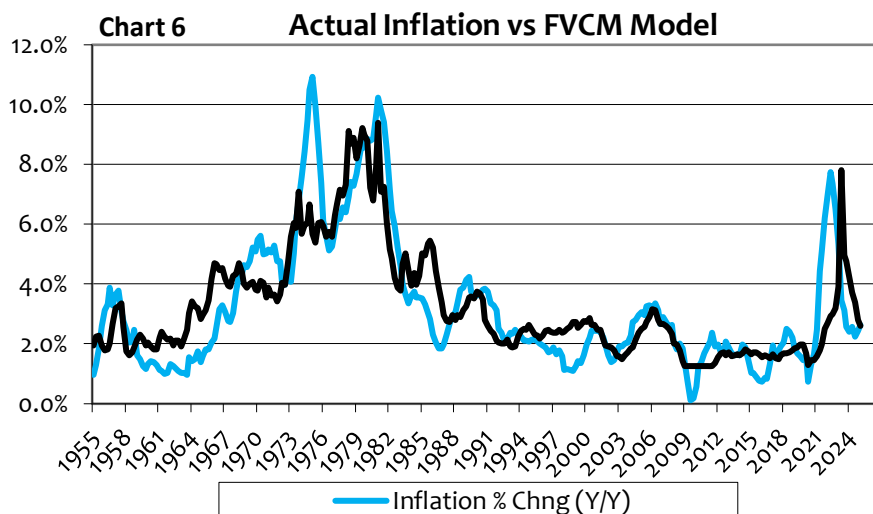
Nach seiner starken Aufwertung in diesem Jahr ist der Euro von seinem jüngsten Höchststand von 1,18\$ auf rund 1,16\$ zurückgefallen. Das Aufwärtspotenzial für den Euro erscheint aktuell eher begrenzt. Währungsprognosen sind von jeher einer hohen Fehlerquote unterworfen. Es besteht allerdings weitgehend Einigkeit darüber, dass sie primär von Kapitalströmen bestimmt werden. Trumps Rhetorik und Zollpolitik haben die Menschen verunsichert und Kapitalflüsse in die USA verhindert. Die Renditen zehnjähriger Anleihen in den USA sind jedoch nach wie vor relativ hoch und damit attraktiv. Das Anlageumfeld in den USA zeichnet sich weiterhin durch ein starkes Rechtssystem und eine starke Verfassung aus – trotz politischer Turbulenzen oder Spekulationen in den Medien. Technisch gesehen hat der Euro einen erheblichen Widerstand um die Marke von 1,22 USD, was eine weitere Aufwertung des Euro begrenzen könnte. Während das Abwärtspotenzial für den Dollar also begrenzt zu sein scheint, könnte eine Deeskalation der Handelsspannungen die Bedingungen für eine Erholung des USD schaffen.



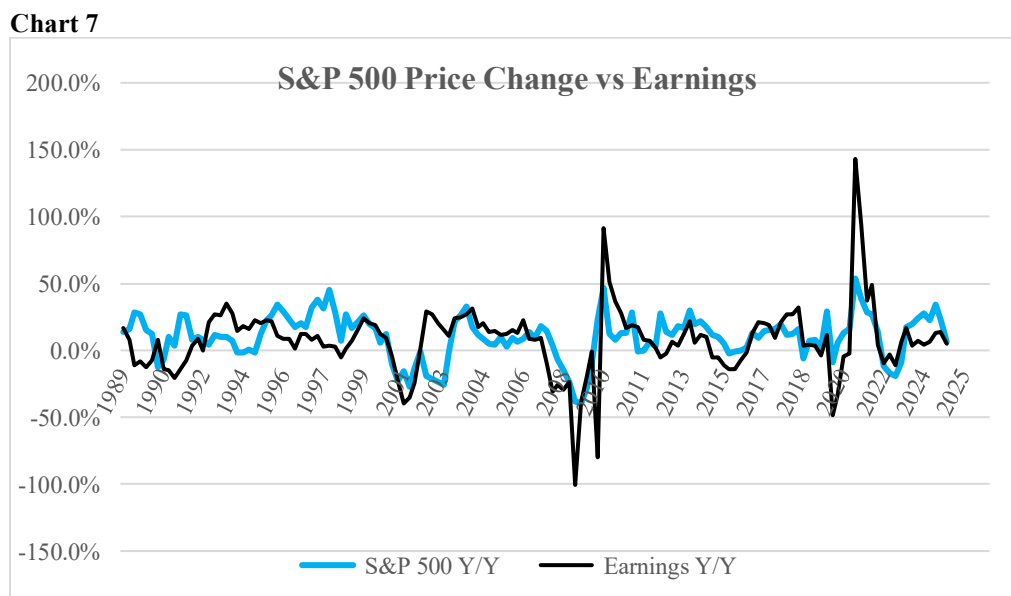
Die Berichtssaison für Unternehmensgewinne hat gerade erst begonnen, und es wird erwartet, dass das Gewinnwachstum im zweiten Quartal 2025 moderat ausfallen wird – ein Plus von etwa 5% gegenüber dem Vorjahr, im Einklang mit einem 5%igen Umsatzwachstum, erwartet. Die mittelmäßigen Ergebnisse spiegeln die relativ restriktive Zinspolitik der US-Notenbank wider, die sich dämpfend auf die Ausgaben und das nominale BIP auswirkt. Auf der anderen Seite sollte sich der schwächere Dollar positiv auswirken. Rund 40% der Erträge des S&P 500 stammen aus Verkäufen und Produktion in Übersee. Ein schwächerer USD hat einen positiven Effekt auf diese Gewinne der US-Unternehmen, wenn diese in den USD umgerechnet werden. Normalerweise würden sich die Gewinnspannen unter diesen Umständen also ausweiten, aber die Zollpolitik der Regierung wird die Gewinnspannen unter Druck setzen. Unternehmen werden einen Teil der Zolllasten der ausländischen Produktion übernehmen, anstatt die höheren Kosten durch höhere Preise an die Verbraucher weiterzugeben.

Die Verlangsamung der Ausgaben und des nominalen BIP-Wachstums drückt auf die Unternehmensgewinne, aber die gute Nachricht ist, dass die Inflation dadurch voraussichtlich weiter sinken wird. In Chart 5 unten sehen Sie, wie die Inflationsrate im Jahresvergleich tendenziell den nominalen Ausgaben der letzten drei Jahre folgt. Unser Modell in Abbildung 6 versucht im Wesentlichen, diese Beziehung abzubilden. Während der Pandemie war der Aussagegehalt des Modells unbefriedigend. Viele Menschen blieben zu Hause, zogen sich aus der Arbeitswelt zurück und erhielten Schecks von der Regierung, was zu einem plötzlichen und untypischen Anstieg der Inflation führte. Da die Wachstumsrate des nominalen BIP der letzten drei Jahren jedoch per 1. Quartal 2025 auf 5,9% gesunken ist, prognostiziert das Modell eine Inflationsrate von 2,6%, was exakt mit den realen Daten übereinstimmt. Darüber hinaus wuchs das nominale BIP im ersten Quartal 2025 nur um 3,2% p.a., und der Jahresdurchschnitt und infolge die Inflation, werden wahrscheinlich weiter sinken.





Wie wir in der ersten Jahreshälfte gesehen haben, neigt der Aktienmarkt dazu, manchmal extrem zu schwanken– mit einem Minus von 19% und einem Anstieg von 25%. Wie in Chart 7 unten zu sehen, besteht eine lose Beziehung zwischen dem Anstieg der Unternehmensgewinne und dem Anstieg der Aktienkurse. Manchmal sehen wir, dass die Gewinne den Markt führen, und manchmal zieht der Markt die Gewinne mit. Ziemlich klar ist aber, dass Rezessionen zu starken Einbrüchen sowohl bei den Gewinnen als auch bei den Aktienkursen führen. Das ist in der Regel die beste Zeit, um neues Kapital an der Börse zu investieren. Aber es ist auch die Zeit, in der sich die meisten Menschen Sorgen um die Wirtschaft und ihr Kapital machen. Aufgrund dieser unvorhersehbaren Volatilität ist es meist besser, über alle Zyklen hinweg investiert zu bleiben.

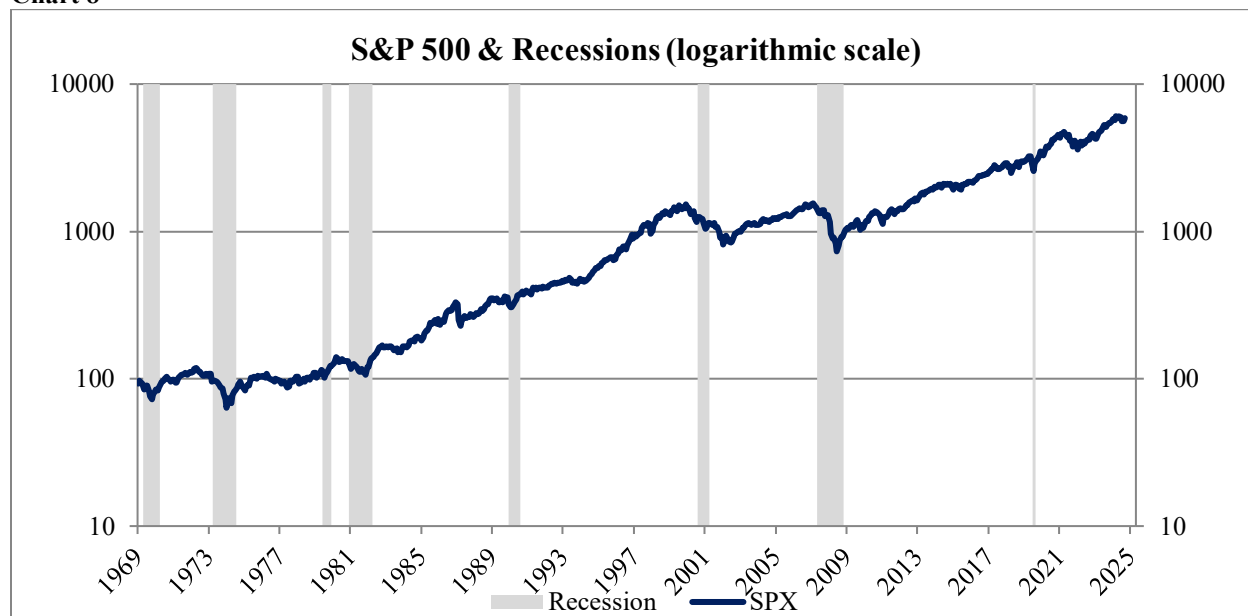


Die US-Wirtschaft hat sich in zunehmendem Maße als erstaunlich widerstandsfähig erwiesen. Gewinne dürften weiter steigen. Die Zeit zwischen Rezessionen und großen Bärenmärkten scheint sich zu verlängern (siehe Chart 8 unten). Vergangene Rezessionen wurden durch eine unberechenbare Geldpolitik geschaffen oder verstärkt. Daraus hat man gelernt und Anpassungen vorgenommen. In den vergangenen Jahrzehnten wurde der Konjunkturzyklus einerseits durch hohe Lagerbestände bestimmt, andererseits von der Notwendigkeit der Unternehmen, die Lagerbestände und Kosten zu reduzieren (und deswegen die Produktion zu drosseln). Lagerbestandsmanagement ist heute viel fortschrittlicher als früher. Außerdem ist heutzutage die Wirtschaft deutlich größer und auch stärker auf den Dienstleistungssektor ausgerichtet. Dieser Bereich ist von Natur aus stabiler. Darüber hinaus helfen fortschrittliche Informationssysteme den Unternehmen, sich schnell an veränderte Bedingungen anzupassen. Wie bereits angesprochen, könnte auch KI hohes Produktivitätswachstum mit sich bringen. So wie mit der Mechanisierung der Landwirtschaft Traktoren und Mähdrescher Arbeitskräfte freigesetzt haben, die Produktion hochschießen lies und massive Produktionssteigerungen erzielt wurden, scheint KI soweit zu sein, Sektoren von der Fertigung über das Gesundheitswesen bis hin zur Logistik zu revolutionieren. Zu diesem Optimismus kommt hinzu, dass „The Big Beautiful Bill“ das Wirtschaftswachstum fördert, indem es Anreize für Unternehmen setzt, Investitionen ankurbelt und die nach-Steuer-Erträge erhöht. Dieses wachstumsfreundliche Umfeld deutet auf eine anhaltende Phase innovationsgetriebener Produktivitätssteigerungen hin. Gute Argumente für ein langfristiges Aktienengagement und gute Gründe, optimistisch und investiert zu bleiben.

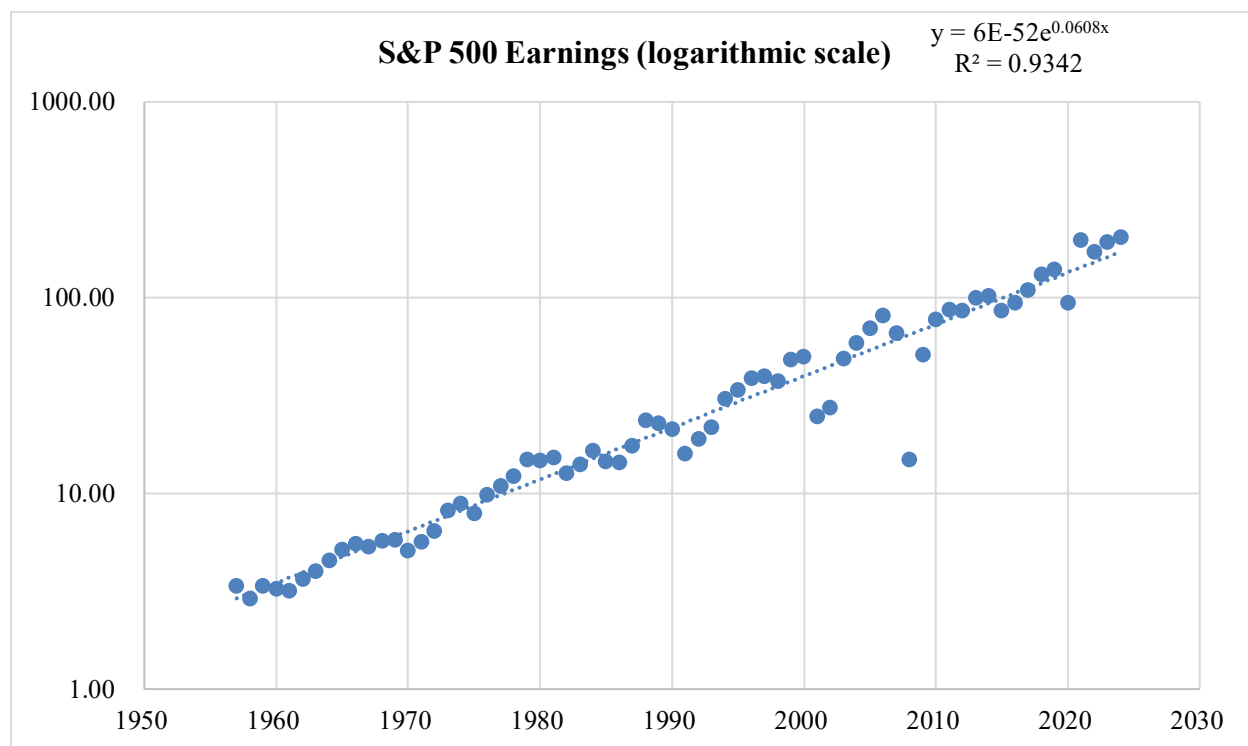
Die moderate Inflationserwartung ist auch für Aktien positiv. Wir sehen derzeit eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, da die Federal Reserve im Gegensatz zu dem, was Präsident Trump möchte, das Richtige tut. Anstelle die Wirtschaft anzukurbeln hält die Fed die Zinssätze hoch, um sicherzustellen, dass die Inflation weiter sinkt. Nichts ist schlechter für Unternehmen und Investitionen als Inflation. Es gibt gute Argumente dafür, dass es besser ist, wenn die Fed zu restriktiv oder zu lange restriktiv bleibt, als wenn die Zinsschraube vorzeitig gelockert wird. Warum? Der Schaden einer vorzeitigen Lockerung der Geldpolitik und eines Wiederauflebens der Inflation würde die Fed dazu zwingen, die Zinsen erneut anzuheben, während der Arbeitsmarkt schwächelt. Wenn sich nun aber herausstellt, dass die Inflation deutlich unter dem 2%-Ziel der Fed liegt, werden bei niedriger Inflation Zinssenkungen stattfinden – ein sehr positives Szenario. Das ist ein Umfeld, das den Aktienkursen zugutekommen wird.

Mit Blick auf die kommenden Monate gibt es natürlich viele Fragezeichen bezüglich der Entwicklung der Wirtschaft und der Aktienkurse. Wir erwarten weiterhin Volatilität, aber raten trotzdem dazu investiert zu bleiben. Die Zollverhandlungen sorgen für ein gewisses Maß an Unsicherheit, da sich Unternehmen und Märkte in der jüngeren Vergangenheit nicht mit diesen Faktoren auseinandersetzen mussten. Diese Faktoren sind "Ausreißer". Betrachtet man nun die positiven steuerlichen Anreize, die dauerhaft eingeführt wurden, sowie die Bemühungen zum Bürokratie- und Vorschriftenabbau, so sollte dies z.B. den Bau elektrischer Infrastruktur erleichtern, den Bau von Gewerbe- und Wohnimmobilien und anderen Kapitalprojekten fördern und damit das Wirtschaftswachstum ankurbeln. Es ist zu erwarten, dass die US-Wirtschaft weiterhin Europa, Japan und die meisten anderen Teile Asiens, einschließlich Chinas, das sich in der Krise befindet, outperformen wird.

Chart 8



Source: S&P Global, FVCM



Source: S&P Global, FVCM

Unsere Einschätzungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für deren Vollständigkeit und Genauigkeit wir jedoch keine Garantie und Verantwortung übernehmen. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die hier dargestellten Anlagemöglichkeiten können Preis- und Wertschwankungen unterliegen, und Investoren erhalten gegebenenfalls weniger zurück, als sie investiert haben. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Wert der Anlage auswirken. Die Kurs- und Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Insbesondere sind die Risiken, die mit einer Anlage in das in diesem Report behandelte Finanzinstrument oder Wertpapier verbunden sind, nicht vollumfänglich dargestellt. Da dieser Report ohne Gewähr ist und es sich um eine Momentaufnahme handelt, stellt dieser keine Anlageberatung dar. Investoren müssen selbst entscheiden, ob eine Anlage in den erwähnten Finanzinstrumenten aufgrund der involvierten Chancen und Risiken für sie sinnvoll ist. Anleger sollten ebenfalls ihre eigene Anlagestrategie, die finanzielle, rechtliche und steuerliche Situation mitberücksichtigen. Investoren werden aufgefordert, ihren Anlageberater für eine individuelle Beratung und weitere individuelle Erklärungen zu kontaktieren. Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der US-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die signifikanten Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Alle in die Zukunft gerichteten Aussagen, die in diesem Bericht enthalten sind, unterliegen vollumfänglich diesem Vorbehalt. F&V Capital Management, LLC oder einer ihrer Geschäftsführer, Partner oder Angestellten können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen.