

H. Terrence Riley III, CFA
12. November 2025

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

Der Bullenmarkt geht weiter

- Nach 40 Tagen scheint der Shutdown der Bundesregierung seinem Ende entgegenzugehen.
- Einige Anzeichen einer Abschwächung am Arbeitsmarkt könnten auf Effizienzgewinne durch KI zurückzuführen sein.
- Trumps Zölle könnten vom Obersten Gerichtshof aufgehoben werden.
- Für 2026 wird ein moderates Wirtschaftswachstum erwartet (ca. 2,5 real, 5,0% nominal).
- Die aktuellen Gewinne des S&P500 haben die Erwartungen übertroffen, und unsere Modelle deuten auf ein Gewinnwachstum von 8% im Jahr 2026.
- Die hohen Bewertungen am Aktienmarkt weckten Befürchtungen einer Korrektur, aber die Daten stützen diese Vermutung nicht wirklich.
- Die USA zeigt weiterhin Merkmale, die einen fortlaufenden Exzeptionalismus unterstützen.
- Es wird erwartet, dass der Wechselkurs des Dollars im kommenden Jahr stabil bleibt.

Sieben demokratische und ein unabhängiger US-Senator haben die Parteilinie durchbrochen und für ein Verfahren gestimmt, dass die Wiedereröffnung der Bundesregierung ermöglichen würde. Der Regierungssshutdown zog sich über mehr als 40 Tage hin, weil die meisten Menschen in Umfragen angaben, die Haushaltssperre habe sie nicht wirklich betroffen. Einige auf republikanischer Seite meinten sogar, dies sei eine gute Übung gewesen, um zu zeigen, welche Regierungsangestellten nicht wirklich benötigt würden. Überflüssige Mitarbeiter könnten entlassen werden, und Geld würde gespart. Diese Kritiker werden enttäuscht sein zu erfahren, dass die Vereinbarung die Wiedereinstellung entlassener Mitarbeiter garantiert. Die Einigung kommt nun zustande, weil die Lebensmittelhilfeprogramme, die von über 40 Millionen Amerikanern genutzt werden, erschöpft sind. Außerdem meldeten sich Fluglotsen, die seitdem kein Gehalt erhalten hatten, krank, und es kam zu Flugverspätungen. Flugverspätungen sind etwas, das die meisten Menschen – insbesondere Politiker, die viel fliegen – sehr ärgert. Es ist unklar, wie schnell sich die Lage normalisieren wird, aber wahrscheinlich wird in ein bis zwei Wochen alles wieder in Ordnung sein.

Eine Folge des Regierungssshutdowns ist das Mangel an Wirtschaftsdaten, jedoch gab es trotzdem Anzeichen, dass der Arbeitsmarkt schwächelt. Private Datenquellen deuten auf eine Verlangsamung im Arbeitsmarkt hin. Firmen wie die Bank of America, Goldman Sachs und die Private-Equity-Firma Carlyle Group haben alle geschrieben, dass ihre Daten auf Stellenabbau hindeuten. Das private Personalberatungsunternehmen Challenger veröffentlichte einen Bericht, dass

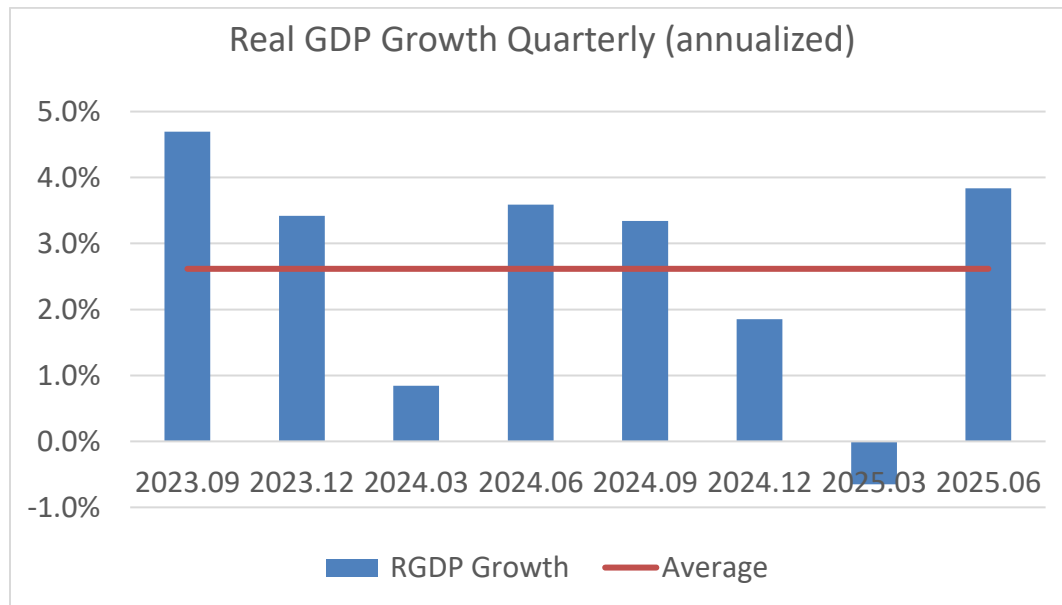
große Unternehmen im Oktober 153.000 Stellen abgebaut haben – dreimal so viele wie im September (54.000). Diese Daten sind jedoch unvollständig und nur lückenhaft. Sie geben beispielsweise keine Auskunft über Neueinstellungen. Die größten Kürzungsbereiche verzeichnete Challenger im Technologiesektor (33.000 Stellen), wo die Integration von KI voranschreitet, und im Lagerhausbereich (48.000 Stellen), wo Arbeitsplätze zunehmend automatisiert werden. Zum Vergleich: In den USA sind rund 160 Millionen Menschen erwerbstätig. Da die Regierung voraussichtlich bald wieder ihre Arbeit aufnimmt, werden wir die offiziellen Daten erhalten, die einige der eher anekdotischen Berichte bestätigen oder widerlegen könnten.

Aufgrund der Bedenken um den Arbeitsmarkt senkte die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) wie erwartet auf der Sitzung am 29. Oktober die Zinsen um ¼ Prozentpunkte. Fed-Chef Powell äußerte sich in seiner Pressekonferenz überraschend restriktiv. Während die Terminmärkte nahezu hundertprozentig von einer weiteren Zinssenkung um ¼ Prozentpunkte im Dezember ausgingen, stellte Powell klar: „Eine Zinssenkung ist alles andere als sicher.“ Er erklärte außerdem, dass der Offenmarktausschuss (FOMC) sehr unterschiedliche Ansichten darüber habe, wie im Dezember vorzugehen sei. Tatsächlich stimmte der Präsident der Federal Reserve Bank von Kansas City, Jeffrey Schmid auf der Oktober-Sitzung gegen eine Zinssenkung, weil er sich um die anhaltende Inflation sorgte. Die Terminmärkte sehen die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung im Dezember derzeit nur noch bei 70 Prozent. Wiederum ist ein großer Teil des Problems der Mangel an Daten und die Unsicherheit hinsichtlich der Auswirkungen von Zöllen auf die Inflation.

Interessanterweise hörte der Oberste Gerichtshof der USA am 5. November mündliche Verhandlungen zur Rechtmäßigkeit von Trumps Zöllen. Eine Entscheidung könnte bereits im nächsten Monat fallen. Sollte das Gericht gegen Trump entscheiden, würden die Zölle nicht nur aufgehoben, sondern die bereits eingenommenen Hunderte von Milliarden Dollar müssten möglicherweise zurückerstattet werden. Andererseits haben wir noch nicht viel darüber gehört, ob der Kongress ein Gesetz verabschieden könnte, das Trump im Falle einer negativen Gerichtsentscheidung solche Befugnisse einräumt. Interessanterweise könnten die Inflation und die Zinsen im Falle einer Aufhebung der Zölle rasch sinken. Ironischerweise könnten sowohl das Land als auch Trump selbst von einer Niederlage profitieren.

Die US-Wirtschaft sollte 2026 weiterhin real um etwa 2,5% wachsen, doch dieses Wachstum erfolgt auf neuartige Weise. Im zweiten Quartal lag das annualisierte Wachstum bei 3,8% und in den letzten acht Quartalen bei durchschnittlich 2,6%. Aber wir haben bereits deutliche Anzeichen dafür gesehen, dass Technologieunternehmen Softwareentwickler durch KI ersetzen, das Gesundheitswesen KI für administrative Aufgaben einsetzt und Hersteller KI zur Optimierung von Lieferketten, vorausschauender Wartung und Automatisierung nutzen. Amazons Lagerhäuser verwandeln sich in virtuelle Roboterstädte. Dieses reale BIP-Wachstum von 2,5% könnte fast vollständig auf

Produktivitätssteigerungen und nur zu einem sehr geringen Teil auf das Wachstum der Erwerbsbevölkerung zurückzuführen sein. Dieses Phänomen ist nicht nur auf KI und Robotik zurückzuführen, sondern spiegelt auch die Tatsache wider, dass die Erwerbsbevölkerung aufgrund der Pensionierung der Babyboomer-Generation sowie der Auswirkungen von Trumps Einwanderungspolitik nicht mehr so stark wächst wie früher.



Das Gewinnwachstum der Unternehmen im dritten Quartal 2025 war sehr stark. Laut Daten von Zacks Research haben bis zum 5. November 389 Unternehmen des S&P 500 ihre Ergebnisse für das dritte Quartal veröffentlicht. Die Gesamtgewinne sind im Vergleich zum Vorjahr um 14,6% gestiegen, bei einem Umsatzwachstum von 8,3%. Von den berichtenden Unternehmen übertrafen 83,5% die Gewinnschätzungen und 75,6% die Umsatzzschätzungen. Gewinnüberraschungen haben jedoch nicht mehr die gleiche Wirkung wie früher. Unternehmensmanager haben im Laufe der Jahre gelernt, dass es ratsam ist, bei Gewinnprognosen eher vorsichtig zu sein, um dann stolz verkünden zu können, die Erwartungen übertroffen zu haben, wenn die tatsächlichen Ergebnisse veröffentlicht werden. Natürlich wird die Erwartung, die Erwartungen zu übertreffen, damit normalisiert. Es ist mittlerweile nicht ungewöhnlich, dass der Aktienkurs am Tag der Bekanntgabe übertroffener Erwartungen im Kurs fällt – vielleicht, weil die Erwartungen zwar übertroffen wurden, aber nicht deutlich genug. Die Märkte passen sich eben an.

Für 2026 erwarten wir einen Anstieg der Gewinne des S&P 500 um 8,0% auf 275 Punkte, gegenüber den für das Gesamtjahr 2025 prognostizierten 255 Punkten (siehe Tabelle 1 unten). Unser Modell basiert auf einer nominalen BIP-Wachstumsprognose von 5,0% (2,5% real und 2,5% Inflation) sowie der Annahme relativ stabiler Wechselkurse. Mehr als ein Drittel der Gewinne des S&P

500 stammen schätzungsweise aus dem Auslandsgeschäft. Ein schwächerer Dollar wirkt sich positiv auf die Unternehmensgewinne aus, ein stärkerer Dollar hingegen drückt sie. Wir gehen jedoch davon aus, dass der Dollar relativ stabil bleibt (siehe dazu die Ausführungen weiter unten). Die Umsätze des S&P 500 werden im nächsten Jahr voraussichtlich um 5,6% steigen, und die Nettogewinnmargen dürften sich leicht von 12,3% auf 12,6% verbessern.

Table 1 S&P 500	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Ytd	2026e
Price (Beginning of Year)	2,043.94	2,238.83	2,673.61	2,506.85	3,230.78	3,756.07	4,766.18	3,839.50	4,769.83	5,881.63	6,744.00
Earnings (forward)	106.26	124.51	151.60	157.12	122.37	208.21	196.95	213.53	233.36	254.67	274.99
P/E Ratio (forward)	19.2	18.0	17.6	16.0	26.4	18.0	24.2	18.0	20.4	23.1	24.5
Total Return	12.0%	21.8%	-4.4%	31.5%	18.4%	28.7%	-18.1%	26.3%	25.0%	17.5%	

Source: S&P Global, Factset, FVCM

In letzter Zeit wurde viel darüber spekuliert, ob der Markt aufgrund von „Bewertungen“ eine Korrektur erfahren könnte. Alles ist möglich, doch wir halten dieses Argument für wenig überzeugend. Beispielsweise startete der S&P 500 im Jahr 2020 bei 3230,78 Punkten und einem erwarteten KGV von 26,4, was höher war als das aktuelle erwartete KGV von 24,5. Hat der S&P 500 im Jahr 2020 korrigiert? Nein. Die Gesamtrendite im Jahr 2020 betrug 18,4%. Betrachtet man Diagramm 2 unten, so scheint das KGV in den letzten Jahren stets hoch gewesen zu sein. Möglicherweise liegt das an der positiven Wirtschafts- und Gewinnentwicklung in den USA. Im gleichen Zeitraum lässt sich in Diagramm 3 ein steigender Gewinntrend beobachten, dem die Aktienkurse in Diagramm 4 folgen. Tatsächlich zeigt ein Blick auf die Entwicklung von Aktienkursen und Gewinnen seit 1987 (Diagramm 5), dass Aktienkurse steigen, weil Gewinne steigen. Die Bewertung, also der Abstand zwischen den beiden Linien, schwankt zwar, ist aber nicht der entscheidende Faktor. Wachstum und Rentabilität sind ausschlaggebend. Daher wären wir nicht so kühn, voreilig von einer Korrektur wegen hoher Bewertungen zu sprechen. Volatilität wird uns immer begleiten. Aber solange die fundamentalen Entwicklungen positiv bleiben, sollte der Aktienmarkt im Großen und Ganzen in Ordnung sein.

Chart 2

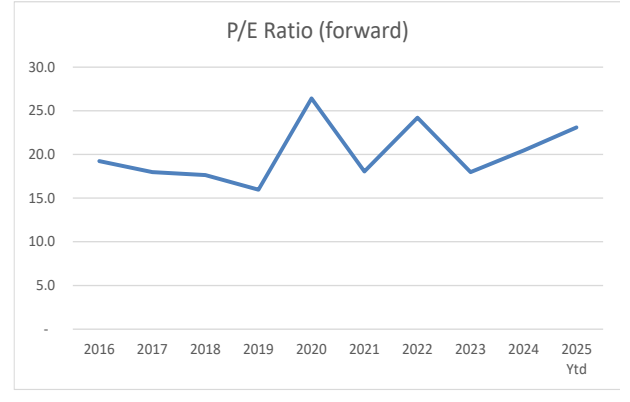


Chart 3



Chart 4

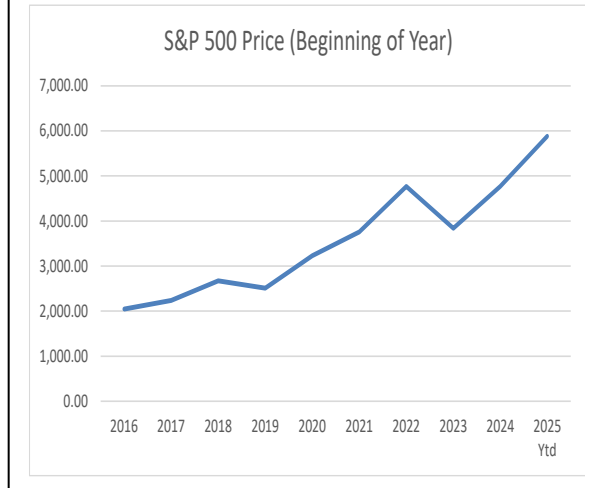
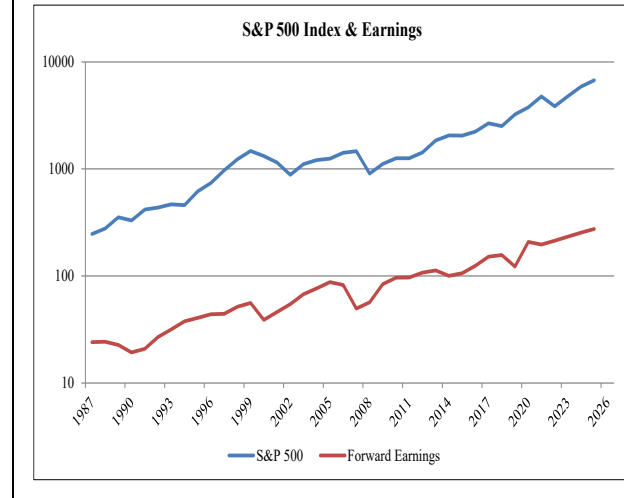


Chart 5



Werden die Reichen immer reicher?

Diese alte Beobachtung enthält offensichtlich einen wahren Kern. Ja, besonders in einer dynamischen Wirtschaft wie den USA gab es schon immer viele Fälle, in denen Menschen und Familien ein Vermögen gemacht und wieder verloren haben. So ist das nun mal. Aber oft kämpfen dieselben Menschen zurück und machen erneut ein Vermögen, weil viele der Eigenschaften, die zum ersten Vermögen führten, sie dazu befähigen, es erneut zu tun. Walt Disneys Laugh-O-Gram ging 1921 bankrott, nur um dann zurückzukehren und das Disney-Imperium aufzubauen. Steve Jobs baute Apple bis zu seinem 30. Lebensjahr zu einem Tech-Giganten auf, verlor dann aber die Kontrolle und wurde abgesetzt. Daraufhin gründete er NeXT, das 1996 an Apple verkauft wurde, und erlangte so seine

Macht und Kontrolle zurück. Donald Trump wurde im Immobilienboom der 1980er-Jahre zum Milliardär, endete aber nach dem Einbruch des Immobilienmarktes in den 1990er-Jahren mit einem negativen Nettovermögen. Er kam zurück. Nicht nur einige Menschen besitzen Resilienz, sondern auch manche Länder. Holen Länder in anderen Teilen der Welt zu den USA auf oder fallen sie weiter zurück?

Es gibt Gründe für die anhaltende Sonderstellung der USA:

1. Die USA verfügen über hochentwickelte Kapitalmärkte, die sich ideal mit einem ausgeprägten Unternehmergeist verbinden. „Innovative Unternehmen, die in Europa wachsen wollen, werden in jeder Phase durch das Fehlen eines Binnenmarktes und eines integrierten Kapitalmarktes behindert, was den Innovationszyklus abrupt stoppt. Daher ziehen es viele europäische Unternehmer vor, sich von US-amerikanischen Risikokapitalgebern finanzieren zu lassen und auf dem US-Markt zu expandieren.“ – Mario Draghi, 2024.

2. Die USA haben niedrigere Energiekosten. Industrieenergie in Europa (das Lebensblut einer Volkswirtschaft) kostet fast dreimal so viel wie in den Vereinigten Staaten. Diese Divergenz begann Ende der 1990er-Jahre und hat sich seitdem beschleunigt. Sich ausschließlich auf teure, fluktuierende erneuerbare Energien zu verlassen und gleichzeitig zuverlässige Grundlastquellen wie die Kernkraft schrittweise abzuschalten sowie bewährte heimische Energietechnologien wie das Fracking zu meiden, mag zwar bestimmten Umweltprioritäten entsprechen, birgt aber das Risiko höherer Energiekosten, einer geringeren Netzstabilität und letztendlich den Verlust von Wettbewerbsfähigkeit und die Verlagerung von Produktionsarbeitsplätzen ins Ausland.

3. Die USA haben eine unternehmensfreundlichere Steuer-, Arbeits- und Regulierungspolitik. Das europäische Regulierungsumfeld für große Technologiekonzerne und KI ist lediglich die jüngste einer Reihe unternehmensfeindlicher Maßnahmen, die Europa in den letzten Jahren ergriffen hat.

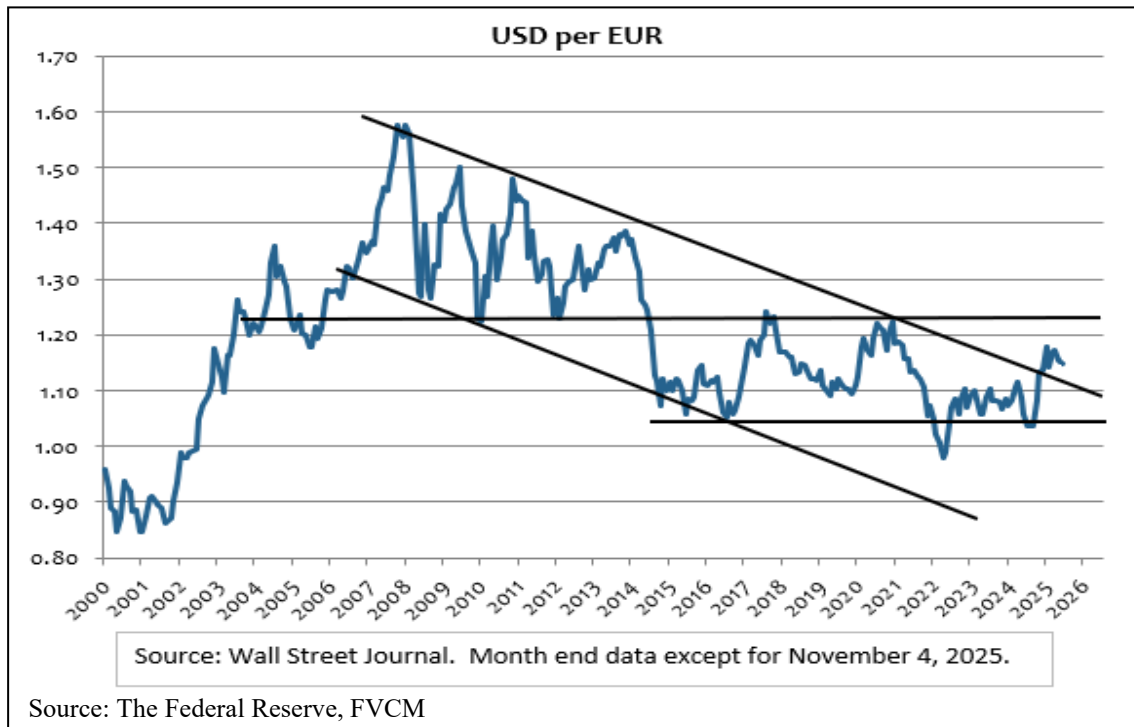
Dies soll jedoch nicht Europa kritisieren. Viele der unternehmensfeindlichen Bedingungen gibt es auch in Südamerika, Afrika und Teilen Asiens und werden mit ziemlicher Sicherheit viele dieser Regionen daran hindern, mit den wirtschaftlichen Entwicklungen in den USA gleichzuziehen. Die in der folgenden Grafik dargestellten Trends werden wahrscheinlich anhalten.

Reales Bruttoinlandsprodukt (BIP) Index 1995=100



Stabilisierung des U.S. Dollars

Nach einem guten Lauf einiger anderer Währungen hat der US-Dollar wieder an Stärke gewonnen. In gewisser Weise ist die erneute Stabilität des Dollars eher eine Funktion von Problemen im Ausland als von Stärke innerhalb der USA. Der japanische Yen schwächt sich aufgrund der sich verschlechternden Haushaltssituation und der wirtschaftlichen Schwäche weiter ab. Auch das politische und finanzielle Chaos in Frankreich belastet den Euro, ebenso wie die anhaltenden rezessiven Bedingungen in Deutschland. Laut IWF machen die gesamten Staatsausgaben in Frankreich 57% des BIP aus. In Deutschland sind es 48% und in den USA 36%. Dieses verhältnismäßig niedrigere Niveau der Staatsausgaben macht es wesentlich einfacher ein Budget zu managen, u.a. auch denn es ist damit auch das Niveau der Besteuerung im Vergleich zu Ländern niedrig. Währungsprognosen sind bekanntermaßen schwierig, wir gehen jedoch davon aus, dass sich der USD/EUR-Kurs im kommenden Jahr in einer bestimmten Spanne bewegen wird, da sowohl Wachstum als auch Zinsen in den USA voraussichtlich höher bleiben werden.



Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es aufgrund der guten Gewinnaussichten ratsam erscheint, Aktienpositionen beizubehalten und das trotz einiger Anzeichen einer Schwäche des Arbeitsmarktes und anhaltend höher Bewertungen. Korrekturen, wenn sie eintreten, schlagen oft zu, wenn Investoren diese nicht erwarten. Dabei treten zwei Arten von Fehlern auf: Erstens könnten Anleger verkaufen, nur um zuzusehen, wie die Kurse weiter steigen. Dann kommt es vielleicht zu einer 15-prozentigen Korrektur, aber erst nachdem man am Spielfeldrand stand und tatenlos zugesehen hat, wie der Markt um 25% gestiegen ist. Zweitens: Wenn man den Verkauf tatsächlich richtig erwischt hat, muss man auch den Einstieg richtig timen. Wichtig ist: Auf jede Marktkorrektur – ausnahmslos – folgte eine Markterholung mit neuen Höchstständen. Allzu oft bleiben Anleger, die versuchen den Markt zu timen, am Rande stehen und beobachten, wie sich die Aktienkurse nach einer Korrektur erholen. Mit soliden Fundamentaldaten, wie wir diese aktuell noch sehen, sind langfristig orientierte Aktienanleger gut positioniert, um weiterhin von ihren Anlagen zu profitieren.

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.