

H. Terrence Riley III, CFA
7. Juli 2026

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

Aktien steigen dank robuster Wirtschaft

Der S&P 500 verzeichnete im ersten Quartal 2026 eine negative Rendite von 4,4%, im zweiten Quartal legte der Index dann um bemerkenswerte 15% zu (inkl. Dividenden). Ein Teil dieser Entwicklung im ersten Halbjahr hängt mit dem Iran-Kriegsbeginn am 28. Februar zusammen. Wie wir in unserem letzten Bericht schrieben, haben solche geopolitischen Ereignisse in der Regel keine dauerhaften Auswirkungen auf die Märkte. Die Aktienkurse brachen zu Beginn der Kämpfe ein, erholten sich aber, als die Märkte Vertrauen gewannen, dass Trump von einem längeren Konflikt Abstand nimmt. Selbstverständlich war das eigentliche Zugpferd der Aktienrenditen aber die widerstandsfähige US-Wirtschaft und das sehr starke Gewinnwachstum der US-Unternehmen. Das reale BIP-Wachstum für das erste Quartal 2026 wurde kürzlich auf eine annualisierte Rate von 2,2% nach oben korrigiert. Trotz aller Sorgen über mögliche Auswirkungen von KI und damit einhergehender Arbeitslosigkeit entstehen in den USA weiterhin neue Jobs und die Arbeitslosenquote liegt aktuell bei nur 4,2%. Zudem wurden seit Jahresanfang die Konsensschätzungen für das Gewinnwachstum des S&P 500 immer wieder nach oben angepasst und liegen inzwischen bei sage und schreibe über 20%.

Von den „Magnificent Seven“ ist kaum noch die Rede. Technologiewerte haben zwar weiterhin einen überproportionalen Einfluss auf die Indizes, aber die Unternehmen mit auffälliger Performance haben sich verändert und wurden vielzähliger. Während einige der großen Namen wie Microsoft und Meta zuletzt ins Stocken geraten sind, sind Halbleiterwerte regelrecht explodiert. Micron Technologies, einer der drei großen globalen Speicherchip-Hersteller, legte im zweiten Quartal um 242% zu. Advanced Micro Devices und Intel, beide Mikroprozessor-Hersteller, stiegen um 186% beziehungsweise 216%. Und Applied Materials sowie Lam Research, zwei der großen Ausrüster für den Bau von Halbleiterfabriken, legten um 112% beziehungsweise 103% zu. Die Stärke dieser Aktien spiegelt die massiven Ausgaben der sogenannten Hyperscaler – jener Mag-7-Unternehmen, die die riesigen Rechenzentren für KI-Modelle bauen - wider. Übertragen gesagt: Die Euphorie hat sich von den Goldschürfern und Goldminen nun auf die Verkäufer von Spitzhacken und Schaufeln ausgeweitet.

Die Stärke der US-Wirtschaft wird im Kern von der wachsenden Zuversicht getragen, dass künstliche Intelligenz die Art und Weise, wie Güter und Dienstleistungen produziert und geliefert werden, verändern wird. Zusätzlich wird das Wachstum durch die Steuersenkungen der vor einem Jahr, am 4. Juli 2025, unterzeichneten „Big Beautiful Bill“ gestärkt. Zur Erinnerung: Das Steuergesetz hat die Möglichkeit für Unternehmen verlängert, Ausgaben für Forschung und Entwicklung sofort voll steuerlich abzusetzen. Auch Ausgaben für

Ausrüstung und viele bauliche Anlagen können sofort steuerlich abgeschrieben werden – das schließt die Kosten für den Bau von Rechenzentren und Fabriken mit ein. Diese Änderungen haben spürbare Auswirkungen, da sie Unternehmensausgaben begünstigen und faktisch zu einer Finanzierungsquelle für Investitionen werden. Für dieses Jahr allein haben die fünf sogenannten Hyperscaler – Amazon, Google, Meta, Microsoft und Oracle zusammen Investitionsausgaben von über 700 Milliarden Dollar in Aussicht gestellt. Um dies in Relation zu setzen: Die nominalen Ausgaben (nominales BIP) sind im vergangenen Jahr um 1,8 Billionen Dollar gestiegen. Die gesamten Investitionsausgaben im S&P 500 werden auf etwa 1,3 Billionen Dollar geschätzt – die Hyperscaler machen also etwas mehr als die Hälfte davon aus. Und in dieser Zahl sind private Unternehmen und Regierungen noch gar nicht mitgerechnet. Die gute Nachricht ist aber, dass der Großteil dieser Investitionen aus dem operativen Cashflow finanziert wird. So sollen die fünf Hyperscaler dieses Jahr etwa “nur” 175 Milliarden Dollar an neuen Schulden aufnehmen – was nur rund einem Viertel ihrer Investitionsausgaben entspricht.

Risikofaktoren

Die Anleger sind euphorisch, wie die starke Börsenentwicklung dieses Jahr zeigt, doch es gibt auch Grund zur Vorsicht: 1) Es erscheint, dass die Bewertung des S&P 500, unabhängig vom Maßstab, hoch ist. 2) Die Gewinnschätzungen wurden das ganze Jahr über angehoben, und für 2026 wird nun ein Gewinnwachstum von über 20% erwartet – hinter den Kulissen wirkt diese Wachstumsrate aber aufgebläht. 3) Die Inflation bleibt hartnäckig hoch. 4) Es gibt einen neuen Fed-Vorsitzenden, und die Zinsen könnten ansteigen. Trotz dieser und anderer Bedenken raten wir nicht zu Markttiming, denn die Geschichte zeigt immer wieder, dass Markettiming nicht funktioniert. Anleger fahren wahrscheinlich am besten, wenn sie auch in diesem KI-getriebenen Superzyklus investiert bleiben.

Laut Factset, einer im Investmentbereich weit verbreiteten Datenquelle, liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des S&P 500 beim 22-fachen der Konsensschätzung von 338,34 für 2026 – das wäre ein beeindruckendes Gewinnwachstum von sage und schreibe 25% gegenüber 2025. Hier gibt es aber zwei Dinge zu bedenken. Erstens wird die Nettogewinnmarge, also der Gewinn als Anteil am Umsatz, mit 14,8% prognostiziert – was der höchste Wert ist, seit Factset 2009 mit der Erfassung von Gewinnen begonnen hat. Diese Nettogewinnmarge liegt auch deutlich über allem, was S&P Global bisher gemeldet hat. Das könnte eine treffende Schätzung sein (wir gehen hierauf gleich noch ein), oder diese Zahl könnte auch aufgeblasen sein. Aber selbst, wenn die Gewinnschätzung stimmt, liegt das mit diesen Erträgen berechnete KGV von 22 höher als der 69-Jahres-Durchschnitt, von rund 16. Es gibt gute Gründe, warum der Markt heute teurer sein sollte als der Vergangenheits-Durchschnitt - etwa dass KI die Produktivität und Wirtschaft ankurbelt und die Gewinne in den kommenden Jahren dadurch stark wachsen sollen. Aber diese Bewertung birgt ein Risiko.

Es gibt Argumente dafür, dass die Gewinne des S&P 500 aufgebläht sind. Anthropic, eines der führenden KI-Unternehmen, ist nicht börsennotiert, sondern im Privatbesitz und hat im ersten Quartal 2026 neues Kapital zu einer deutlich höheren Bewertung aufgenommen als bisher. Sowohl Amazon als auch Google hatten in der Vergangenheit in Anthropic investiert. US-Bilanzierungsregeln verlangen, dass solche Investitionen „zum Marktwert“ in der Bilanz bewertet werden. Das bedeutet, dass wenn sich der Wert der Investition in ein privates Unternehmen ändert, muss man die Veränderung als Gewinn oder Verlust verbuchen. Wegen der Kapitalerhöhung und der gestiegenen Bewertung von Anthropic verbuchte Amazon einen Vorsteuergewinn in Höhe von 16,8 Milliarden Dollar! Verglichen mit einem operativen Gewinn von 23,9 Milliarden Dollar ist das ein stolzer Betrag. Google verbuchte aus diesem Grund sogar nicht realisierte Gewinne von 37,7 Milliarden Dollar – das ist fast so viel wie Googles operativer Gewinn von 39,7 Milliarden Dollar. Der Finanzprofessor Baolian Wang von der University of Florida schätzt, dass solche Gewinne etwa 12% der Gewinne des S&P 500 im ersten Quartal ausmachten. Sollten die Bewertungen dieser Investitionen künftig fallen, könnten diese Unternehmen gezwungen sein, statt Gewinnen evtl. erhebliche Verluste aus solchen Investitionen zu verbuchen.

Auch die bilanzielle Behandlung der Abschreibung von Ausstattung & Geräten muss beim Gewinnwachstum berücksichtigt werden. Wie bereits erwähnt, können die Hyperscaler Technologie kaufen, in riesigen Gebäuden verbauen und die Kosten sofort steuerlich absetzen. Nach den allgemein anerkannten Rechnungslegungsgrundsätzen dürfen diese Investitionsausgaben jedoch nicht sofort als Aufwand verbucht werden. In der Bilanzbuchhaltung (also Offenlegung gegenüber den Aktionären) wird der Wert dieser Ausstattungen über mehrere Jahre abgeschrieben. Server und Netzwerktechnik werden üblicherweise über 5 bis 6 Jahre abgeschrieben, Rechenzentrumsgebäude über 20 bis 40 Jahre. Was bedeutet das für den S&P 500 beziehungsweise den Allgemeinmarkt? Wenn Amazon Ausrüstung für eine Milliarde Dollar von Nvidia kauft, dann verbucht Nvidia diese Milliarde sofort als Umsatz. Amazon hingegen verbucht diese Ausgabe in Höhe von einer Milliarde in den eigenen Büchern nicht sofort als Ausgabe, denn wie erwähnt, wird solche Ausrüstung über Jahre hinweg abgeschrieben. Der Markt befindet sich derzeit also in einer sonderbaren Lage: das Positive (die Umsätze) werden sofort verbucht, während das Negative (die Ausgaben) über einen langen Zeitraum abgeschrieben wird. Wenn der Investitionsboom irgendwann nachlässt, wird das Umsatzwachstum voraussichtlich abflachen, während gleichzeitig die Abschreibungen wegen der Investitionen der Vorjahre zunehmen.

Zinsen & Inflation

Um die jüngsten stärkeren Inflationszahlen zu verstehen, muss man sich klarmachen, dass die Macht der Federal Reserve begrenzt ist. Die Fed besitzt keine Fabriken und erbringt keine Dienstleistungen. Sie kann nur Geld und Kredit schaffen und damit nominalen Ausgaben erzeugen. Die Fed kann den Preis für Kredite beeinflussen, indem sie die Liquidität im Bankensystem erhöht oder verringert. Die Wirkungskette läuft so: Die Geldpolitik der Fed strafft oder lockert die Geld- und Kreditversorgung → das Ausgabenwachstum (Veränderungen des nominalen BIP)

beschleunigt oder verlangsamt sich → die Inflation beschleunigt oder verlangsamt sich. Das haben wir während der Pandemie genau so gesehen, als die Fed im März 2020 die Zinsen auf null senkte und dabei half, die Geschenke der Regierung (Geld in Form von Schecks an die Bevölkerung) zu unterstützen. Kein Wunder, dass der BIP-Deflator, das umfassendste Inflationsmaß, im letzten Quartal 2021 mit einer erstaunlichen Rate von 14,6% anstieg, während die Verbraucherpreise bis Juni 2022 auf eine Jahresrate von 9% kletterten.

Blickt man nüchtern auf die aktuelle Lage, ist es schwer bis unmöglich, einen Grund zu finden, warum die Fed in absehbarer Zeit die Zinsen senken sollte – der nächste Schritt dürfte daher eher nach oben gehen. In den Medien werden zwar häufig Zölle oder der sprunghafte Anstieg der Energiepreise als „Ursache“ für den jüngsten Inflationsanstieg genannt, aber derartige angebotsseitigen Effekte sind vorübergehender Natur und stellen keinen dauerhaften Anstieg des Preisniveaus – also echte Inflation - dar. Rückblickend wirkt es inzwischen recht merkwürdig, dass die Fed am 18. September 2024, anderthalb Monate vor der Wahl, die Zinsen um überdurchschnittliche 0,50% senkte. Diese Zinssenkung erscheint umso seltsamer, als die jüngste Inflationsmessung im August 2024 einen Anstieg von 2,6% im Jahresvergleich zeigte, was immer noch deutlich über dem 2,0%-Zielwert der Fed lag. Warum also diese Eile bei der Zinssenkung? Dazu kommt, dass auf diese Senkung um 0,50% zwischen dem 7. November 2024 und dem 10. Dezember 2025 fünf weitere Senkungen um jeweils 0,25% folgten. Der Monetarist Milton Friedman wies bekanntlich darauf hin, dass Geldpolitik in der Regel mit einer variablen Verzögerung von 18 bis 24 Monaten wirkt. Bedenkt man dies, sollte es uns also nicht überraschen, dass sich die nominalen Ausgaben (BIP) und die Inflation nach einer solchen Zeitspanne nun wieder anziehen.

Die Auswirkungen der Zinssenkungen des früheren Fed-Vorsitzenden Powell aus den Jahren 2024/2025 lassen sich in den folgenden Langfrist-Charts erkennen. Links, in Chart 1, sieht man die blaue Linie – den Leitzins der Fed –, die sich nach unten dreht. Mit der bereits erwähnten Verzögerung beginnt die schwarze Linie, die nominalen Ausgaben, sich wieder nach oben zu drehen. Entsprechend sehen wir in Chart 2, wie sich die Inflation (blaue Linie) zusammen mit den Ausgaben (schwarze Linie) nach oben dreht.

Chart 1

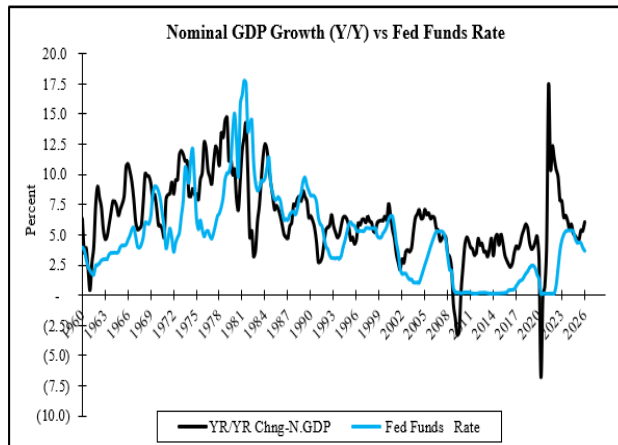
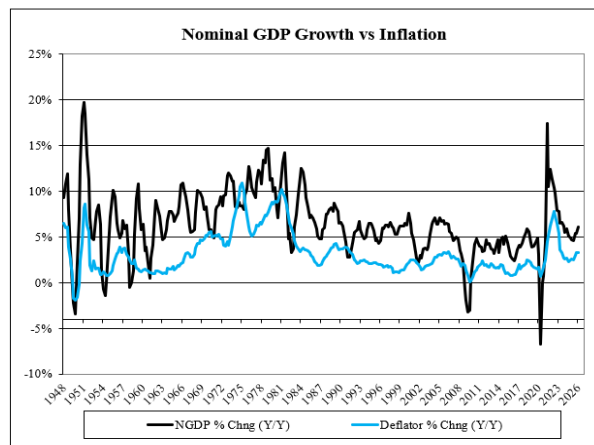


Chart 2



Die sehr gute Nachricht ist, dass die Federal Reserve mit Kevin Warsh einen neuen Vorsitzenden hat. Warsh ist für seine falkenhafte Haltung in der Geldpolitik bekannt, einschließlich des Ziels, die Fed-Bilanz auf eine historisch normalere Größe zu schrumpfen. Er hat sich zudem den Ruf eines reformorientierten Außenseiters erarbeitet. Warsh hat fünf unabhängige Kommissionen eingerichtet, die ihm helfen sollen, Abläufe und Praktiken der Fed – etwa die „Forward Guidance“ –, die in den vergangenen fünf Jahren zu derart suboptimalen Ergebnissen geführt haben, zu überarbeiten. Es ist möglich, dass allein schon die Ernennung eines entschlossenen, reformorientierten Fed-Vorsitzenden hilft, die Inflationserwartungen zu dämpfen. Aktuell deuten die Futures an der Chicago Mercantile Exchange mit einer über 50%igen Wahrscheinlichkeit darauf hin, dass die Fed den Leitzins bis September sogar anhebt. Das sehen wir positiv. Nichts ist für die Fed wichtiger, als ihre Instrumente dazu zu nutzen, die Inflation zu senken. Es wäre für uns alle besser – vor allem für die Arbeiter- und Mittelschicht – jetzt etwas Schmerz durch straffere Geld- und Kreditbedingungen in Kauf zu nehmen, statt das Inflationsproblem weiter laufen zu lassen.

Der US-Dollar und der Euro bewegen sich seit zehn Jahren größtenteils in einer Handelsspanne, und wir erwarten hier keine großen Änderungen. Europäer, die zur Weltmeisterschaft nach Nordamerika reisen, dürften unangenehm überrascht gewesen sein, wie teuer Unterkunft und Essen in Euro umgerechnet sind. Auf Kaufkraftbasis ist der Dollar tatsächlich teuer: Die OECD beziffert den Kaufkraft-Wechselkurs des Dollars gegenüber dem Euro auf etwa 1,4. Aber so wie die Schweiz teuer ist, dürften auch die USA teuer bleiben. Das liegt daran, dass zwar Exporte und Importe von Gütern und Dienstleistungen im ersten Quartal 2026 zusammen 7,8 Billionen Dollar (auf Jahresbasis) ausmachten, die Dollar-Bruttokapitalströme insgesamt aber über 100 Billionen Dollar im Jahr erreichen können. Die USA stellen zwar nur 4,2% der Weltbevölkerung, ziehen aber ein überproportionales Interesse ausländischer Investoren auf sich. Zudem wird ein erheblicher Teil des Welthandels und der Kreditfinanzierung außerhalb der USA

in Dollar abgewickelt. Letztlich wird die Nachfrage nach Dollar davon bestimmt, wie bereitwillig Ausländer Dollar halten und die Begründung geht weit über die des Handels mit den USA hinaus.

Öl und Gold

Der Iran-Krieg hat dem Ölpreis eine ordentliche Achterbahnfahrt beschert, und die ist möglicherweise noch nicht vorbei. Am 27. Februar, dem Tag vor Kriegsbeginn, notierte Brent-Rohöl bei 71 Dollar je Barrel. Der Ausfall von Rohöllieferungen durch die Straße von Hormus trieb den Preis am 7. April auf einen Spitzenwert von 138 Dollar je Barrel, danach fielen die Preise stetig. Zufälligerweise schloss Brent am 2. Juli wieder bei 71 Dollar je Barrel. Die Sperrung der Straße von Hormus gilt als die größte Energieversorgungsstörung der Geschichte, die kumulierten Lieferausfälle beliefen sich auf über 1,3 Milliarden Barrel. Zum Vergleich: Die Welt verbraucht rund 103 Millionen Barrel pro Tag. Die Störung wurde jedoch durch mehrere Faktoren abgefedert, etwa durch die gemeinsame Entscheidung vieler Staaten, darunter der USA, 400 Millionen Barrel Rohöl aus ihren strategischen Reserven zu verkaufen. Nahost-Staaten fanden zudem Wege, über Pipelines und andere Routen zu liefern. Auch die kommerziellen Lagerbestände wurden seit Kriegsbeginn um etwa 3,8 Millionen Barrel pro Tag abgebaut. Der überraschende Faktor aber ist, dass China seine Ölimporte um rund 40% beziehungsweise 4,6 Millionen Barrel pro Tag gedrosselt hat. Offenbar hat China massive Reserven aufgebaut und ist zu einem wichtigen Ausgleichslieferanten in Zeiten von Marktstress geworden. Das alles deutet auf eine künftig geringere Volatilität des Ölpreises hin. Allerdings bleibt die Frage, wie Lagerbestände und Reserven künftig wieder aufgefüllt werden. Das dürfte dem Rohölpreis eine Untergrenze geben, ein großer Preissprung ist aber unwahrscheinlich, zumindest solange der Krieg nicht wieder aufflammt.

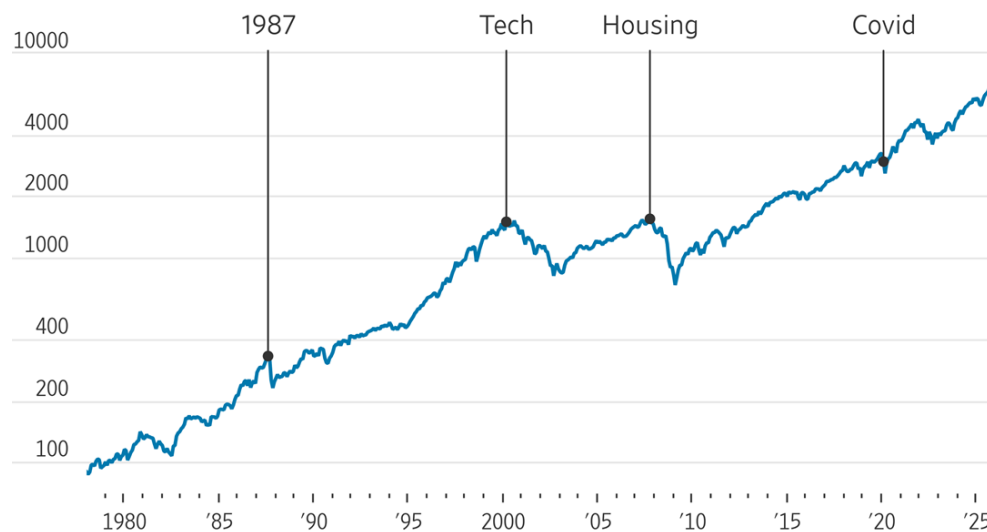
Gold in New York erreichte am 29. Januar 2026 mit 5.318,40 Dollar je Unze seinen Höchststand – zufällig genau an dem Tag, an dem wir unseren Marktbericht zum gelben Metall veröffentlicht haben. Seitdem ist der Goldpreis stetig gefallen und liegt aktuell bei etwa 4.100 Dollar je Unze, ein Rückgang von 23% gegenüber dem Höchststand. Wohin sich der Goldpreis in den kommenden Monaten entwickelt, lässt sich kaum vorhersagen, aber steigende Zinsen dürften Gold belasten, da es weder Zinsen noch Erträge abwirft. Ökonomen nennen das Opportunitätskosten. Aus technischer Sicht scheint es eine leichte Unterstützung bei 4.000 Dollar zu geben, es würde uns aber nicht überraschen, wenn diese Marke unterschritten würde. Der große Anstieg des Goldpreises begann Anfang 2024 bei 2.000 Dollar. Nach der Dow-Theorie korrigieren Trends üblicherweise zwischen einem Drittel und zwei Dritteln der ursprünglichen Bewegung, wobei 50% den Mittelpunkt markieren. Sollte dies so eintreten, würde Gold in die Preisspanne von 3.600 bis 3.700 Dollar zurückfallen, bevor es wieder nennenswerte Unterstützung findet.

Strategie für einen heiß gelaufenen Aktienmarkt

Mit zunehmender Klarheit wird deutlich, dass KI eine der größten technologischen Errungenschaften der Menschheitsgeschichte sein wird. Mit solchen Entwicklungen gehen aber auch Fehler einher. Wir haben bereits einige Risikofaktoren genannt, darunter hohe Bewertungen, möglicherweise aufgeblähte Gewinne und die Aussicht auf steigende Zinsen. Dennoch raten wir davon ab, zu versuchen, den Markt durch gezieltes Timing zu schlagen. Oft beginnt der Markt zu fallen, und Anleger verkaufen ihre Aktien. Wenn die Kurse dann wieder steigen, verpassen Sie den Wiedereinstieg und müssen zusehen, wie der Markt rasch neue Höchststände erreicht. Es ist schmerzhaft und schwierig, wieder einzusteigen, nachdem man auf einem niedrigeren Niveau verkauft hat. Und wenn man genügend Zeit mitbringt, erreichen Aktien immer neue Höchststände. Wer echtes (inflationsbereinigtes) Vermögenswachstum will, muss in Aktien investieren. Kurskorrekturen und Bärenmärkte gehören einfach dazu. Unsere Strategie besteht darin, das Engagement in sehr hoch bewerteten Aktien nach und nach zu reduzieren und das damit gewonnene Kapital in Unternehmen umzuschichten, die aktuell weniger gefragt sind und deswegen oft günstig bewertet sind. Risikomanagement durch Kapitalumschichtungen ist die bessere Strategie, als die, aus Angst den Markt zu verlassen. Es gibt immer etwas, wovor man sich fürchten kann. Seit dem Crash von 1987 gab es beim S&P 500 vier Bärenmärkte mit einem Rückgang (gemessen vom Hoch zum Tiefstand) von mindestens 30%. Solch starke Rückschläge kommen nun Mal vor, aber das ist kein Grund nicht investiert zu sein, denn die Märkte erreichen immer wieder neue Höchststände.

Peak	Trough	Decline	Approx. duration
<u>Black Monday</u>	Aug. 25, 1987 → Dec. 4, 1987	-33.5%	~3 months
<u>Dot-com crash</u>	Mar. 24, 2000 → Oct. 9, 2002	-49.1%	~31 months
<u>Global financial crisis</u>	Oct. 9, 2007 → Mar. 9, 2009	-56.8%	~17 months
<u>COVID-19 stock market crash</u>	Feb. 19, 2020 → Mar. 23, 2020	-33.9%	~1 month

S&P 500 Index with declines of at least 30%



Note: Data are shown on a logarithmic scale.

Source: FactSet

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.