

## ERNÜCHTERUNG AN DEN US-AKTIENMÄRKTEN

Der US-Aktienmarkt hat seine gesamten Gewinne seit den Präsidentschaftswahlen im November wieder abgegeben und droht weiter zu fallen. Damit geht eine lange Phase der Outperformance von US-Aktien gegenüber dem Rest der Welt zu Ende. Die Gewinndynamik am US-Aktienmarkt lässt nach, während gleichzeitig die Rezessionsängste zunehmen. Vor diesem Hintergrund sind die extrem hohen Bewertungen von US-Aktien nicht mehr zu rechtfertigen. Die chaotische Handels- und Wirtschaftspolitik von US-Präsident Trump verstärkt den Vertrauensverlust an den US-Börsen. Von dieser Entwicklung profitieren die europäischen Aktienmärkte, deren Umfeld sich zunehmend aufhellt.

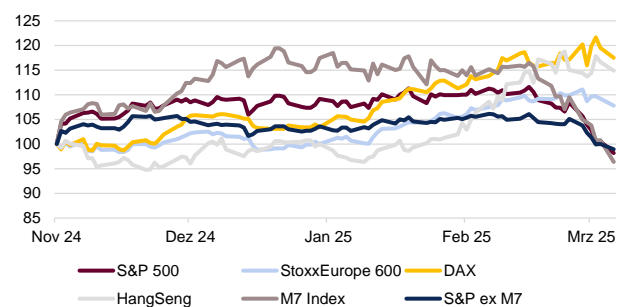
Der US-Aktienmarkt hat seine gesamten Gewinne seit den Präsidentschaftswahlen im November wieder abgegeben und droht weiter zu fallen. Damit geht eine lange Phase der **Outperformance von US-Aktien** gegenüber dem Rest der Welt zu Ende.

Die bemerkenswerte Performance des US-Aktienmarktes wird üblicherweise damit begründet, dass fast alle technologischen Innovationen von US-Unternehmen vorangetrieben werden. Dies wiederum ist auf die hohen Investitionen amerikanischer Unternehmen in Zukunftstechnologien zurückzuführen. Die Analysten von Goldman Sachs messen die Höhe dieser Investitionen anhand der „**Wachstumsinvestitionsquote**“, die den Investitionen abzüglich Abschreibungen plus Investitionen in Forschung und Entwicklung im Verhältnis zum Cashflow entspricht. Diese Quote ist in den USA mit 42 Prozent deutlich höher als im Rest der Welt mit 26 Prozent. Der Abstand hat sich in den letzten Jahren kontinuierlich vergrößert. Die Unternehmen der „Magnificent Seven“ (M7) weisen mit 56 Prozent eine höhere durchschnittliche Wachstumsinvestitionsquote auf als die übrigen 493 Unternehmen des S&P 500 mit 36 Prozent. Obwohl die M7 rund 32 Prozent der Marktkapitalisierung des S&P 500 ausmachen, entfallen auf diese sieben Unternehmen 49 Prozent der gesamten Wachstumsinvestitionen des S&P 500.

Hohe Wachstumsinvestitionen führen jedoch nicht unmittelbar zu höheren **Gewinnen**. Die spektakulären Kursgewinne der M7 und der US-Aktien insgesamt lagen in den letzten Jahren deutlich über dem Gewinnwachstum. Die Bewertung der US-Aktienmärkte ist in den letzten Jahren daher kontinuierlich gestiegen und hat sich vom Rest der Welt abgekoppelt. Vor 20 Jahren war das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von US-Aktien (S&P 500) und europäischen Aktien (STOXX Europe 600) ungefähr gleich und lag bei etwa 15. Heute liegt das europäische KGV bei etwa 17, während das US-amerikanische auf 27 gestiegen

ist. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis lag Anfang 2009 für beide Märkte bei etwa 1,5. Aktuell liegt es in Europa bei knapp über zwei, während es in den USA zuletzt bei fünf lag.

**Wertentwicklung Aktienmärkte seit US-Wahl**  
(05.11.2024=100; Total Return in Euro)



Hinzu kommt, dass auch die **Gewinndynamik** nicht mehr für die USA spricht. Die Analysten von LSEG erwarten für den Technologiesektor in den USA sinkende Gewinnwachstumsraten, während die Schätzung für das Gewinnwachstum der Unternehmen im STOXX Europe 600 zuletzt von rund einem auf über sieben Prozent angehoben wurde. US-Aktien leiden stark unter der nachlassenden KI-Euphorie. Die Tatsache, dass das chinesische Start-up Deepseek mit nur wenigen Millionen US-Dollar Entwicklungskosten eine konkurrenzfähige KI entwickeln konnte, stellt die Bewertungen der M7 in Frage.

Eine weitere Belastung sind die zunehmenden **Rezessionsängste** in den USA. Die viel beachteten Echtzeitschätzungen der Atlanta-Fed (GDPNow) für das laufende BIP-Wachstum im ersten Quartal sind von plus zweieinhalb Prozent auf minus zweieinhalb Prozent eingebrochen. Grund sind die von US-Präsident Trump angekündigten Importzölle. Die Importe sind im Januar vor allem bei industriellen Vorprodukten stark gestiegen, um den Zollerhöhungen zuvorzukommen. Da die Importe bei der Berechnung des BIP von der Wirtschaftsleistung abgezogen werden, kam es zu einem starken Einbruch der

Echtzeitschätzung. Auch wenn sich dieser Effekt in den kommenden Monaten wieder umkehren wird, haben sich die Rezessionssignale insgesamt verstärkt.

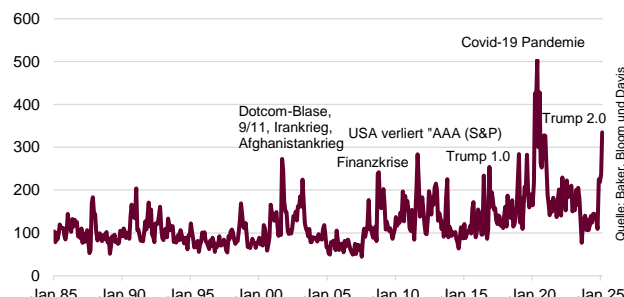
Aber nicht nur Rezessionsängste belasten den Ausblick. US-Präsident Trump trägt mit seiner **chaotischen Handels- und Wirtschaftspolitik** wesentlich zum Vertrauensverlust an den US-Börsen bei. Ein von den Ökonomen Baker, Bloom und Davis entwickelter Index zeigt, dass die wirtschaftspolitische Unsicherheit - abgesehen von der Pandemie - auf dem höchsten Stand seit 40 Jahren ist.

Noch zu Jahresbeginn war die Hoffnung groß, dass der **Dreiklang aus Leitzinssenkungen, Steuersenkungen und Deregulierung** den US-Aktienmarkt auf neue Höchststände treiben würde. Doch die hartnäckige Inflation und die Angst vor inflationären Effekten der Zollpolitik machen es der Fed schwer, die Leitzinsen weiter zu senken. Das Repräsentantenhaus hat zwar beschlossen, die Steuersenkungen des "Tax Cuts and Jobs Act" zu verlängern. Zusätzliche Steuersenkungen sind derzeit aber nicht in Sicht. Die Aussicht auf Deregulierung hat die Kurse der Bankaktien zeitweise beflügelt, aber auch diese Euphorie ist inzwischen verfliegen.

Der französische Politikwissenschaftler und Historiker Alexis de Tocqueville besuchte 1831 die USA und beschrieb in seinem Buch „Über die Demokratie in Amerika“ die Besonderheiten der amerikanischen Wirtschaft und Gesellschaft. Seitdem ist immer wieder vom „American Exceptionalism“ die Rede. Auch die

langjährige Outperformance amerikanischer Aktien wurde oft mit dem „American Exceptionalism“ begründet.

**Index für wirtschaftspolitische Unsicherheit in den USA**



An den Aktienmärkten scheint der Glaube an die Besonderheit der USA jedoch zunehmend verloren zu gehen. Wenn die USA aber keine Ausnahmestellung haben, lassen sich die extrem hohen Bewertungen nicht mehr rechtfertigen. Viele Anleger wenden sich daher vom US-Aktienmarkt ab und investieren wieder in Europa. Hier sind die Bewertungen relativ günstig und das konjunkturelle Momentum positiv. Zudem hat der Eklat im Oval Office beim Besuch des ukrainischen Präsidenten Selenskyj zu einer bemerkenswerten Kehrtwende in der deutschen Fiskalpolitik geführt. Die europäischen Aktienmärkte sind somit die großen Gewinner der wachsenden Skepsis gegenüber dem „American Exceptionalism“. **Ironischerweise ist es also die Politik des „Make America Great Again“, die Europa wieder groß macht.**

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Christian Bußmann (cbussmann@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 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.