**Autorin:**

Dr. Ulrike Rondorf
Leiterin Investment-Strategie

CIO-office@lampe-am.de

US-Unternehmen zeigen Resilienz

Die Berichtssaison zu den Unternehmensgeschäften im zweiten Quartal 2025 ist insbesondere in den USA sehr gut gelaufen. Die negativen Effekte aus der Zollpolitik wurden durch Vorzieheffekte und die USD-Abwertung gemildert. In den vergangenen Wochen haben die Analysten die Gewinnprognosen für die US-Konzerne wieder angehoben. Dieser Rückenwind für US-Aktien hat uns bewogen, diese Region in der taktischen Asset Allokation überzugewichten. Global spricht die expansivere Ausrichtung der Geldpolitik zudem für weiteren fundamentalen Rückenwind – auch in Europa. Die hohen Bewertungen weisen jedoch darauf hin, dass die Marktteilnehmer eine robuste Nachfrage bereits eingepreist haben.

Unternehmen stellen überraschend gute Zahlen vor

In der nun zu Ende gehenden Berichtssaison zum zweiten Quartal haben die Gewinne der im breiten US-Leitindex S&P 500 notierten Unternehmen deutlich positiv überrascht: Sie lagen etwa 8 % über den Erwartungen der Aktienanalysten und rund 11 % über den Gewinnen im zweiten Quartal 2024. Das Gewinnüberraschungsmaß liegt zudem über dem zehnjährigen Durchschnitt. Allerdings haben die Analysten die Gewinnprognosen für das zweite Quartal – wieder einmal - zuvor deutlich nach unten revidiert, und zwar seit dem 1. April 2025 um 4 %.

Insbesondere folgende Sektoren fallen positiv auf:

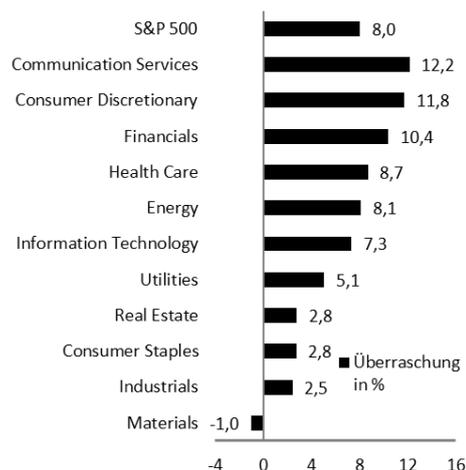
- **Langlebige Konsumgüter** (Consumer Discretionary): Hier betrug das Überraschungsmaß 12,5 %. Allerdings ist es fast vollständig auf gute Zahlen von Amazon zurückzuführen, dass die Schätzungen so deutlich übertroffen worden sind.
- **Communication Services**: In diesem Sektor berichteten die Firmen 12 % höhere Gewinne als prognostiziert. Dies gilt insbesondere für das Segment Entertainment.
- **Financials, Energy und Healthcare**: Auch in diesen drei Sektoren lagen die Gewinne mehr als 8 % über den Erwartungen.

Insgesamt haben die Berichte der Unternehmen in der Breite positiv überrascht. Lediglich im Materials-Sektor enttäuschten die Gewinne. Gestützt wurden die Gewinne durch ein überraschend hohes Umsatzwachstum, welches mit rund 6 % das höchste seit dem dritten Quartal 2022 war. Ihre Gewinnmargen konnten die Konzerne im Vergleich zum Vorjahr nicht mehr steigern.

Solide Berichtssaison in Europa mit wenig Glanz

In Europa liegen die berichteten Gewinne aus dem STOXX Europe 600 Index nach gut 90 % der Berichte hingegen nur 5,7 % über den prognostizierten Zahlen. Dies ist ein niedrigeres Überraschungsmaß als in den beiden vorangegangenen Quartalen, obwohl die Gewinnerwartungen nach dem Zollschock Anfang April bereits deutlich nach unten revidiert worden waren. Die Hoffnung auf ein dynamischeres Gewinnwachstum, die zu Jahresbeginn den europäischen Markt belebt hat, hat durch die neuen Unternehmenszahlen kaum neue Nahrung erhalten. Positiv hervorzuheben ist neben einzelnen unternehmensspezifischen

Überraschungsausmaß hoch



Quelle: Factset; berichtete Gewinne relativ zu den Schätzungen der Analysten, Stand: 25.08.2025



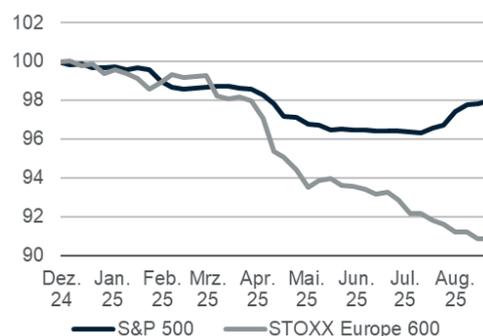


Erfolgsgeschichten die Gewinnentwicklung des Finanzsektors, der auch mit Blick auf die Performance den Anlegern in diesem Jahr Freude gemacht hat: Dort stiegen die Gewinne 11 % stärker als erwartet, wobei Banken, Versicherungen und auch Finanzdienstleister in signifikantem Umfang überraschten. Die erhöhten US-Importzölle zeigen aber in einigen Branchen klare Spuren: Im deutschen Autosektor gingen die Umsätze im zweiten Quartal um rund 6 % zurück, wobei für die Absatzschwäche nicht nur der Handelskonflikt mit den USA verantwortlich ist, sondern auch die Konkurrenz chinesischer Konzerne und die Verunsicherung der europäischen Konsumenten.

Blick in den Rückspiegel – Erkenntnisse für den Ausblick

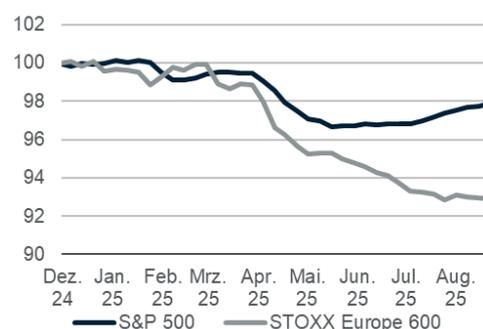
Welche Erkenntnisse liefern uns die Zahlen aus den Unternehmensbilanzen von April bis Juni 2025 für die Zukunft? Die Bilanzkennzahlen enthalten zwar Details zur Vergangenheit, aber sie geben zusätzlich Aufschluss über Faktoren, die für die kommenden Quartale zentral sein können. In unseren Augen sind folgende Punkte wichtig:

Gewinne 2025: US-Politikimpuls positiv



Quelle: Factset; Gewinnschätzung der Analysten aggregiert und indiziert, Stand: 22.08.25

Gewinne 2026: Aufholeffekt in Europa?



Quelle: Factset; Gewinnschätzung der Analysten aggregiert und indiziert, Stand: 22.08.25

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

1. **Licht und Schatten bei den Margen:** Im zweiten Quartal haben 50 % der Firmen im S&P 500 ihre Gewinnmargen im Vergleich zum gleichen Vorjahreszeitraum gesteigert. Die Entwicklung unterscheidet sich stark zwischen den Sektoren. Im Konsumbereich kämpfen die Unternehmen angesichts der Zölle mit fallenden Margen. Dies unterstreicht, dass Preiserhöhungen noch vermieden wurden, vermutlich jedoch bevorstehen. Deutlich stiegen die Margen hingegen im Sektor Communication Services, in dem sich viele Medien- und Kommunikationsdienstleister zusammengefasst finden, sowie bei Finanzinstituten und im Technologiesektor.
2. **Vorzieheffekte:** Viele Firmen haben im zweiten Quartal noch von im ersten Quartal angelegten Vorräten profitiert. Die Konsumenten ahnen, dass sich viele elektronische Produkte oder Haushaltswaren sowie Schuhe und Bekleidung im Jahresverlauf durch die Zölle verteuern werden. Es gab somit Vorzieheffekte beim Konsum. Dies unterstreichen beispielsweise die überraschend hohen Umsätze im Segment „elektronische Hardware“ innerhalb des Technologiesektors sowie überraschend hohe Umsätze bei Spielzeughändlern, deren Waren fast vollständig aus Asien kommen. In diesen Segmenten könnte es bereits im dritten Quartal zu einer Gegenbewegung kommen.
3. **USD-Effekt:** Die deutliche Abwertung des USD erhöht rechnerisch die Gewinne im Nicht-USD-Raum. Der Effekt ist daran besonders gut ablesbar, dass die Gewinne der Unternehmen mit einem Umsatzanteil von mehr als 50 % außerhalb der Vereinigten Staaten deutlich stärker gewachsen sind. Der Gesamteffekt der Abwertung auf das Gewinnwachstum ist zudem recht gut abschätzbar, aber anscheinend nicht der Effekt bei jeder Firma, sodass auch in den kommenden Quartalen die Auslandsgewinne überraschen könnten. Aufgrund der recht stabilen USD-Kurse über den Sommer dürfte der Effekt aber nachlassen.
4. **KI-Boom:** Mit Blick auf die Gewinnentwicklung in den kommenden Jahren setzen die Aktienmarktteilnehmer auf deutliche Effizienzsteigerungen durch KI-Anwendungen. Während der Bilanzsaison sind die Diskussionen über die Rentabilität der hohen Investitionen in Datenzentren wieder aufgeflammt. Zudem können laut einer neuen Studie des MIT-Institutes 95 % der Institutionen und Unternehmen, die KI-Anwendungen





nutzen, dadurch keinen messbaren Ertrag generieren. Eine Transformation von Abläufen sei nur im Technologie- und Mediensektor feststellbar. Angesichts des hohen Marktgewichts der großen Technologiekonzerne im US-Markt werden voraussichtlich alle Nachrichten, die die Monetarisierung von KI-Investitionen betreffen, auch im zweiten Halbjahr eine hohe Relevanz haben. Die hohen Investitionen in KI sind zudem ein zentraler Treiber der US-Konjunktur. Es ist insofern für weitere Kurssteigerungen in vielen Branchen essenziell, dass sich die hohen Investitionen auszahlen oder dass die Aktienanleger weiterhin glauben, dass sie sich in den kommenden Jahren auszahlen werden.

Ausblick auf den Herbst: Geld- und Fiskalpolitik versus Zölle

Der Einfluss der Zölle wird in den kommenden Quartalen noch zunehmen. Für viele europäische Konzerne im Autosektor – mit hohen direkten Exporten in den USA - wird sich kurzfristig positiv bemerkbar machen, dass die Autozölle recht bald auf 15 % fallen dürften¹. Zudem sind für viele Hersteller die veränderten Zölle in Asien relevant. Die Zölle auf chinesische Exporte Richtung USA treffen europäische und US-Konzerne hart, zumal die angelegten Vorräte niedriger verzollter Produkte zuneige gehen dürfte. Zudem verschieben sich komparative Kostenvorteile, wenn die US-Importzölle auf Waren aus Vietnam nun 10 % höher liegen als die auf Waren aus Malaysia. Vor allem aber verlieren US-Produkte an Wettbewerbsfähigkeit, wenn sie auf viele ausländische Vorprodukte angewiesen sind, die sich damit verteuern.

Der Gegenwind für die US-Konzerne aus der Zoll-Ecke dürfte jedoch durch die Steuerreformen und Deregulierungsmaßnahmen der US-Regierung kompensiert werden. Die neuen Abschreibungsbedingungen erlauben es den US-Konzernen zahlreiche Anschaffungen sofort vollständig abzuschreiben. Davon profitiert das verarbeitende Gewerbe relativ stark, insbesondere die Investitionsgüterproduzenten. Zudem sinkt der effektive Körperschaftssteuersatz um rund fünf Prozentpunkte. Des Weiteren nimmt die Unterstützung der Geldpolitik in den kommenden Monaten global noch weiter zu. In vielen Industrieländern wurden in den vergangenen zwölf Monaten die Leitzinsen gesenkt. Mit der üblichen Verzögerung bei monetären Impulsen dürfte nun die Konjunktur profitieren. Insofern dürften die globalen Aktienmärkte durch ein robustes Gewinnwachstum gestützt werden.

Risiken in der Bewertung

Viele positive Faktoren sind allerdings schon in den aktuellen Kursen enthalten. Insbesondere die Einigung des US-Kongresses auf die erwähnten Steuer- und Deregulierungsmaßnahmen war bereits in den vergangenen Monaten ein wesentlicher Faktor dafür, dass sich die Aktienkurse so rasch von dem Zollschock erholt haben. Des Weiteren unterstreicht die zu beobachtende Kursreaktion auf die jeweiligen Berichte, dass die Marktteilnehmer bereits sehr hohe Erwartungen haben: Die Kursreaktion auf einen Bericht mit besser als von den Aktienanalysten prognostizierten Zahlen fiel im Vergleich zum historischen Durchschnitt verhalten

¹ Damit die Zölle von derzeit 27,5 % gesenkt werden, müssen die Europäer zunächst ihren Teil der Vereinbarung erfüllen. So ist in dem gemeinsamen Statement von EU und US-Regierung vorgesehen, dass die EU zunächst den Gesetzgebungsprozess für Erleichterungen bei der Einfuhr bestimmter US-Produkte starten müsse.



aus. In den USA wurden einzig die Unternehmen im Sektor für langlebige Konsumgüter für ihre guten Kennzahlen „belohnt“. Bei einem enttäuschenden Ergebnisbericht ließ sich jedoch eine signifikant negative Kursreaktion feststellen.

Eine historisch vergleichsweise hohe Bewertung im Vergleich zu den Gewinnen, Buchwerten oder dem BIP birgt Risiken für eine Korrektur und drückt sich in einer im Vergleich zu Staatsanleihen wenig attraktiven Risikoprämie aus. Gleichzeitig zeigen historische Analysen, dass eine Überbewertung lange Zeit anhalten kann.

Regionale Allokation – Gewinnwachstum in den USA überzeugt

Unterm Strich sind wir Ende August somit etwas vorsichtiger geworden und haben die Aktienposition zugunsten einer Kasse-Position reduziert. Aktien sind damit in unseren Portfolios neutral zu Anleihen gewichtet. Innerhalb des Aktienuniversums empfehlen wir, US-Aktien im Vergleich zu Europa überzugewichten. Die wichtigsten Gründe dafür sind aus unserer Sicht:

- 1) Der **Gewinnrevisionstrend** spricht derzeit für die USA, (siehe Grafiken Seite 2).
- 2) Die Sorgen um die negativen Effekte der Zölle auf die US-Konjunktur sind berechtigt, aber die **fiskalischen Impulse** werden zumindest im kommenden Jahr dominieren.
- 3) Die USA sind derzeit **führend im Technologiesektor**. Die großen Technologiekonzerne setzen auf die Zukunft, erzielen bereits heute aber vielfach ein solides hohes Gewinnwachstum. Wir gehen davon aus, dass die technologischen Fortschritte in der Dienstleistungswirtschaft der USA schneller das Produktivitätswachstum steigern werden und die Konzerne zumindest in den kommenden Jahren noch von den Oligopolstrukturen in vielen Bereichen profitieren werden.
- 4) In Europa sprechen zwar viele Stimmungsindikatoren für einen Konjunkturwende, aber die Hoffnung auf Reformen (EU-Deregulierung, wirtschaftsfreundlicher Kanzler in Deutschland) und somit ein höheres Wachstum auf Sicht der nächsten Jahre scheint abzuflauen. Die Diskussionen zwischen den Regierungsparteien in Deutschland nehmen zu und in Frankreich steht sogar die nächste Regierungskrise ins Haus.



Rechtliche Hinweise

Diese Marketingmitteilung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes wird ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Sie ist nicht als Empfehlung, Angebot oder Aufforderung zu verstehen, die darin genannten Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen. Wir weisen in diesem Zusammenhang ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt. Die internen Richtlinien (Organisationsanweisungen) der Bank regeln Letzteres jedoch in dem Sinne, dass eine Vermeidung von Interessenkonflikten gewährleistet wird.

Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen, als auch fallen. Alle Angaben wurden sorgfältig zusammengestellt; teilweise unter Rückgriff auf Informationen Dritter.

Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf, infolge von gesetzlichen Änderungen, aktueller Entwicklungen der Märkte ggf. auch kurzfristig als nicht mehr oder nicht mehr vollumfänglich zutreffend erweisen und sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Die Angaben gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Die vollständigen Angaben zu den vorgestellten Produkten sind den Informationsblättern (Produktinformationsblatt bzw. wesentlichen Anlegerinformationen) zu entnehmen. Diese Dokumente stellen die allein verbindliche Grundlage des Erwerbs dar. Die vorgenannten Verkaufsunterlagen erhalten Sie in elektronischer Form und in deutscher Sprache kostenlos unter <https://www.hal-privatbank.com/produktinformationsblaetter> oder in gedruckter Form ebenfalls in deutscher Sprache und kostenlos in der Geschäftsstelle der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main. Die vorgestellten Produkte dürfen nur in Ländern angeboten werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist und/oder eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde vorliegt. Dieses Informationsdokument richtet sich weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA, noch darf es in den USA verbreitet werden.

Für Schäden, die im Zusammenhang mit einer Verwendung/Verteilung dieser Ausarbeitung entstehen oder entstanden sind, übernimmt die Lampe Asset Management GmbH keine Haftung.

Aufsicht:

Lampe Asset Management GmbH unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main.

Herausgeber:

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung ist die Lampe Asset Management GmbH, Kaiserstraße 24, 60312 Frankfurt am Main verantwortlich.

Verantwortliche Autoren:

Dr. Ulrike Rondorf und Daniel Winkler

Investment-Strategie

Lampe Asset Management GmbH
Schwannstraße 10
40476 Düsseldorf
Telefon +49 (0)211 95742 – 523
Telefax +49 (0)211 95742 – 570

E-Mail: cio-office@lampe-am.de

Internet: <https://www.hal-privatbank.com/asset-management/lampe-asset-management>

Stand: 28. August 2025

