FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 4/2026 vom 12.10.2026

Ein zähes Jahr bringt neue Chancen

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

- Erfahrung in deutschen Aktien: seit 1990
- Fonds: Publikumsfonds FPM Funds Stockpicker Germany All Cap

- Verschlechterte Rahmenbedingungen bremsen die Börsen
- Der Aktienmarkt in der Breite unter Druck
- Schwieriges politisches Umfeld und gesunkene Wettbewerbsfähigkeit lasten auf dem Sentiment
- Anderer Umgang mit chinesischen Überkapazitäten deutet sich an
- Gestiegene Zinsen belasten ebenfalls
- Das gilt für Deutschland, aber längst nicht für alle Unternehmen
- Rahmenbedingungen verbessern sich bereits
- Insbesondere von der Zinsseite könnte eine Entlastung kommen
- Günstige Bewertungen von Aktien über Branchen hinweg

Verschlechterte Rahmenbedingungen bremsen die Börsen

Das Jahr 2026 ist aus Sicht des deutschen Aktienmarktes eines der zäheren Sorte. Um einmal die nicht zwingend erwartbaren Themen aufzulisten: Deutlich steigende Zinsen allgemein, insbesondere für Staaten mit überschaubarer Haushaltsdisziplin wie Frankreich oder die USA, steigende Energiepreise, drohende physische Knappheiten in verschiedenen Ölderivaten, weiterhin Krieg in der Ukraine, Krieg im Nahen Osten, in Deutschland eine in relevanten Themen uneinige Regierung und eine Wahlbevölkerung, die sich mehrheitlich nicht auf Reformen einlassen will, riesige industrielle Überkapazitäten in China, die auf die Weltmärkte strömen. Das ist eine Melange, die es in sich hat. Als einzigen größeren makroökonomischen Pluspunkt kann man die Investitionen in die KI sehen, allerdings in vielen Bereichen auf der Basis sehr mutiger Prognosen, deren Nachhaltigkeit sich erst in den nächsten Jahren herausstellen wird. Oder, für den Fall, dass sie sich als realistisch herausstellen, einen erheblichen Produktivitätszuwachs für alle bringen sollten.

Wir als Value-Investoren sind weitgehend außerhalb der einzigen Sektoren investiert, die in der Breite zugelegt haben: Das wären Energie und v.a. in Deutschland Zulieferer der Zulieferer der KI-Industrie. Diese Sektoren handeln allesamt auf Bewertungen, die mehr oder weniger euphorisch sind, zumindest wenn man unterstellt, dass sich der aktuelle KI-Investitionsboom nicht mit den gleichen Steigerungsraten in den nächsten Jahren fortsetzen wird.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.

Der Aktienmarkt in der Breite unter Druck

Somit trägt nur eine begrenzte Zahl von Aktien den Markt, vor allem aus den genannten Bereichen. Ansonsten sieht es oft weniger erfreulich aus, teilweise sogar sehr bescheiden. Wenn man es positiv betrachten will, sind die Ergebnisse auf Indexebene angesichts des Gegenwinds aus fast allen Richtungen beachtlich. Was wiederum bedeutet, dass die Aktienmärkte in weiten Teilen, also außerhalb der gehypten Themen, ziemlich preiswert sind. Dies gilt für viele Regionen und ist nicht auf Deutschland begrenzt: In den USA befinden sind ca. 60 % der Aktien in einem Bärenmarkt, also mehr als 20 % unter den Höchstständen, gut 40 % liegen mehr als 30 % unter ihren Höchstständen. Dies betrifft den S&P500, wohlgemerkt, nicht obskure Nebenwerte. In Branchen, die unter den aktuellen Rahmenbedingungen besonders leiden, werden Verluste verzeichnet, die oft genug über eine Halbierung ehemaliger Rekordkurse spürbar hinausgehen, wie etwa bei Immobilienaktien aufgrund der gestiegenen Zinsen oder bei Konsumwerten, die durch gestiegene Inflationsraten unter Druck geraten sind (vor ein paar Jahren wurden höhere Zinsen noch von vielen Marktteilnehmern herbeigesehnt). Also gilt: Von wegen, es ist alles gut in den angeblich boomenden Aktienmärkten.

Wie gehen wird damit um? Die Politik spielt meistens eine untergeordnete Rolle, außer für den Fall, dass der amerikanische „High IQ"-Präsident (Selbstein-schätzung) den Krieg gegen den Iran irgendwann beenden kann. Ansonsten zeichnen sich wenige substanzielle Änderungen ab. Die Konjunktur in Europa bewegt sich noch langsam, scheint sich aber nach und nach zu erholen, und zwar nicht nur aufgrund der deutschen Schuldenoffensive. Vielmehr sind es Zuwächse der Investitionsnachfrage, vieles aus dem Ausland, vor allem KI-, aber auch getrieben durch Verteidigungsausgaben. Der Rest scheint sich zu stabilisieren, was insofern dem typischen Muster einer Konjunkturerholung entspricht.

Schwieriges politisches Umfeld…

Gegenwind besteht allerdings weiter aus Richtung der Politik: Die insbesondere in Deutschland von den Märkten herbeigesehnten Reformen werden verzögert, verwässert oder am besten gleich ganz blockiert. Wenig überraschend ist es die SPD, die nicht aus ihrer ideologischen Sichtweise ausbrechen kann. Es gibt kein Problem, für das diese Partei nicht eine Ausweitung der Staatstätigkeiten sowie Steuererhöhungen oder gleich Erfindung neuer Steuern als die beste Lösung ansieht. Dass das mit der Wirklichkeit wenig zu tun hat, kann man unter anderem daran erkennen, dass mit einer in den letzten Jahren permanent ausgeweiteten Staatsquote die Wachstumsraten immer weiter gesunken sind. Mit einer Staatsquote von über 50 % hat Deutschland nun eine Gesellschaftsform erreicht, die Helmut Kohl als Sozialismus definiert hat und ist damit in der Gruppe eingetroffen, in der sich einst wirtschaftlich erfolgreiche Staaten wie Frankreich schon länger aufhalten, mit den gleichen Ergebnissen. Man muss den US-Präsidenten nicht mögen, um festzustellen, dass den USA eine wirtschaftsfreundlichere Politik nicht geschadet hat. Seit der Jahrtausendwende hat das Pro-Kopf-Einkommen der USA das in der EU um bereinigte 15 bis 20 % abgehängt. In der EU wurde das Geld lieber in Bürokratie und Umverteilung gesteckt.

…und gesunkene Wettbewerbsfähigkeit lasten auf dem Sentiment

In den vergangenen Jahren hat Deutschland bekanntermaßen an Wettbewerbsfähigkeit verloren. Auch das wird sichtbar an den Wachstumsraten. Seit 2019 hat der Wohlstand nicht mehr zugenommen. Das lag aber nicht allein an der falsch orientierten deutschen und europäischen Politik, sondern eben auch am internationalen Wettbewerb, vor allem durch China. Und da kann man sagen, was man will: Gegen 5.000-Euro-Jahreslöhne in vielen chinesischen produzierenden Unternehmen hätte auch die genialste Wirtschaftspolitik wenig ausrichten können, die

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.

FPM Frankfurt Performance Management AG · Freiherr-vom-Stein-Str. 11· 60323 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69.795886-0 · E-Mail: kontakt@fpm-ag.de · Website: www.fpm-ag.de

Bürokratiemonster EU und Bundesregierung natürlich erst recht nicht.

Es ist nicht nur so, dass China bei den Kompetenzen der Unternehmen aufholt, was aus Wettbewerbssicht wünschenswert ist. Es geht vielmehr um Wettbewerbsverzerrungen, basierend auf einer unterbewerteten Währung sowie Dumpinglöhnen, die chinesische Unternehmen nicht nur in China, sondern auch in Europa beim Aufbau ihrer Fabriken zahlen. Natürlich nicht an Europäer, sondern chinesische Arbeiter, die ein Quartal in Europa arbeiten und zu Löhnen bezahlt werden, die weit unter dem europäischen Level liegen. Erstaunlich, dass das die europäischen Gewerkschaften nicht stört, aber vielleicht haben diese wichtigeres zu tun. Es scheint sich aber politisch etwas zu bewegen. China hat sich im Bereich Seltene Erden eine dominierende Stellung aufgebaut, der Rest der Welt hat zugeschaut und wollte sich nicht die Hände schmutzig machen. China war billiger, hat es mit dem Umweltschutz nicht so genau genommen und hat sich auch hier Verarbeitungsfähigkeiten erarbeitet, die andernorts nicht mehr vorhanden sind. Den USA ist offensichtlich klar, dass es ein komplettes Desaster wäre, dies auch in anderen Industrien zuzulassen. In der EU gewinnt diese Diskussion auch an Fahrt. In ein paar Monaten werden wir vielleicht mehr wissen.

Anderer Umgang mit chinesischen Überkapazitäten deutet sich an

Die Branchen, die unter dem chinesischen Wettbewerb leiden, sollte man natürlich eher mit spitzen Fingern anfassen. Allerdings sind die Bewertungen oft auf einem Niveau angekommen, das ökonomisch kaum zu unterbieten ist. Zudem: Wenn sich die politischen Rahmenbedingungen in der Breite ändern sollten, was wie gesagt wahrscheinlicher wird, bestehen hier substanzielle Chancen. Das konnte man bereits in diesem Jahr bei den Aktien der Stahl- und der Chemieindustrie sehen. Und eigentlich äußerst solide Unternehmen wie BMW, die zu einem negativen Unternehmenswert bewertet sind, findet man normalerweise selten.

Bleibt somit festzuhalten, dass die deutsche Wirtschaft nicht nur unter Bürokratie und Reformunwilligkeit leidet, sondern auch an der Missachtung von Handelsregeln durch China. Insofern ist die deutsche und europäische Politik nicht an allem schuld.

Gestiegene Zinsen belasten ebenfalls

Die dritte große Belastung sind die deutlich gestiegenen Zinsen. Neben den Profiteuren wie Sparern, Versicherungen oder Banken gibt es die andere Seite, nämlich die der Schuldner sowie die der Inhaber von Vermögenswerten, deren Bewertung unter den gestiegenen Zinsen gelitten hat. Im Großen und Ganzen dürfte das Zinsniveau angemessen sein. Allerdings ist es der Entzug der zinslosen Verschuldung, die vielen Unternehmen das Leben erschwert. Zudem gibt es für Investoren wieder eine Anlage-Alternative, die mehr als zehn Jahre weitgehend unattraktiv war, und in die Kapital fließt, das zuvor anders investiert war. Bis sich das alles eingespielt hat, selbst wenn sich die Zinsen stabilisieren sollten, wird es einige Zeit dauern, operativ wahrscheinlich Jahre. Am Aktienmarkt aber ist das meiste mit Blick auf die aktuellen Bewertungen in unseren Augen bereits erledigt.

Das gilt für Deutschland, aber längst nicht für alle Unternehmen

In diesem Umfeld – fehlende Reformen, Intensivierung des Wettbewerbs sowie ein nachhaltig verändertes Zinsniveau – ist eine stagnierende Volkswirtschaft und eine leicht schrumpfende Privatwirtschaft nicht überraschend. Das ist nicht schön für Deutschland. Für die Unternehmen kann die Rechnung allerdings eine andere sein: Sie sind anders als in der Vergangenheit nicht mehr in erster Linie Exporteure, sondern sie produzieren immer mehr vor Ort, local for local. Der Kapitalstock deutscher Unternehmen im Ausland hat sich in den letzten 15 Jahren mehr als verdoppelt. So ist die inländische Autoproduktion in den letzten zehn

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.

FPM Frankfurt Performance Management AG · Freiherr-vom-Stein-Str. 11· 60323 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69.795886-0 · E-Mail: kontakt@fpm-ag.de · Website: www.fpm-ag.de

Jahren um 30 % gesunken, davon allein Ford 10%- und Opel fast 5%-Punkte. Die Produktion deutscher Hersteller im Ausland ist dagegen um 10 % gestiegen und macht heute mehr als 70 % der Gesamtproduktion aus. In anderen Industrien zeigt sich eine ähnliche Tendenz. Und da man sich mit Aktien nicht an Ländern, sondern an Unternehmen beteiligt, sieht die Rechnung hier schon ganz anders aus.

Man sollte sich also nicht zu sehr an Schlagzeilen orientieren, die aus Investorensicht am eigentlichen Thema vorbeigehen. Schlechte Politik führt nie dazu, dass eine Volkswirtschaft untergeht. Sie sorgt aber dafür, dass das Wachstum und der Wohlstand sich langsamer entwickeln als dies möglich ist. Starke Unternehmen haben genug Möglichkeiten, an anderen Orten ihre Zelte aufzuschlagen. Fundamental sind diese verkürzten Top-Down-Betrachtungen kein Grund für die massiven Bewertungsdiskrepanzen zwischen vergleichbaren Unternehmen, je nachdem, wo sich das Hauptquartier der Gesellschaft befindet. Aber sie beeinflussen die Stimmungslage und das Anlageverhalten.

Rahmenbedingungen verbessern sich bereits

Die Aktienmärkte sollten in den nächsten Quartalen von der leichten Konjunkturverbesserung profitieren. Ein besonders starkes Wachstum ist nicht zu erwarten, aber eine Stabilisierung des Umfelds. Auch die staatliche Schuldenorgie wird das Wachstum unterstützen. In der Breite ist die Entwicklung an den Aktienmärkten durch die Gewinnentwicklung gedeckt. Anders als die mediale Begleitung vermuten lässt, verbessert sich die konjunkturelle Lage allmählich, und auch die Unternehmensgewinne entwickeln sich solide. Die Performance liegt nah an der aktuellen Gewinnentwicklung. Angesichts steigender Gewinne ist die Bewertung der europäischen Aktienmärkte in Summe gesunken. Es gibt wenige Anzeichen, dass sich an der leichten wirtschaftlichen Verbesserung wesentliches ändern wird. Insofern ist ein wichtiger Rahmen für die Entwicklung an den Aktienmärkten gesetzt. Der DAX ist aufgrund der hoch gewichteten KI-Gewinner historisch gesehen eher teuer, der MDAX billig, eine Struktur wie in vielen anderen Ländern.

Unsicherheiten sind durch die Infragestellung v.a. der Bonität von Frankreich entstanden. Allerdings hätte die Notenbank heute Werkzeuge, die die Ansteckung anderer Assetklassen eindämmen können, anders als zunächst im Fall von Griechenland. Der in unseren Augen wichtigste Treiber für die Aktienmärkte könnte die Zinsdynamik sein. Nachdem Investoren sich vor ein paar Jahren kaum vorstellen konnten, dass die Zinsen in Deutschland noch einmal die Nulllinie übersteigen, wird heute eine ungebremste Dynamik nach oben befürchtet. Wir geben hier keine volkswirtschaftlichen Prognosen ab. Aber wir stellen uns die Frage, wie einzelne Aktienbewertungen begründet sein können. Hier ist einer der wichtigsten Treiber für die unterschiedliche Performance die Entwicklung der Zinsen. Die hat zu einigen Asymmetrien geführt.

Insbesondere von der Zinsseite könnte eine Entlastung kommen

Inflationstreiber Nummer eins sind die Energiepreise. Sollten Zweitrundeneffekte eingedämmt werden, wird dies 2027 zu niedrigeren Inflationsraten führen, was üblicherweise auf die Zinsen drückt. Die Zinsen selbst werden durch drei weitere Aspekte getrieben: erstens, dass viele Staaten Rekordschulden aufnehmen, zweitens, die Technologiebranche in den USA gerade statt der üblichen Gelddruckerei und -verteilung an die Aktionäre Investitionen tätigt, die das fünffache des französischen Staatsdefizits betragen, zu einem steigenden Teil durch Fremdkapital finanziert und dass drittens die Notenbanken weiterhin Bestände an Staatsanleihen abbauen, die sie bei Zinsen von Null im Rahmen des „quantitative easing“ gekauft haben. Jetzt müssen allein im Euroraum für 30 bis 40 Milliarden Euro pro Monat neue Investoren gefunden werden, was etwa das Doppelte des deutschen Staatsdefizits darstellt.

Insofern dürften die Zinsen heute somit eher höher liegen als dies angemessen wäre. Daher besteht die realistische Möglichkeit, dass sich die Zinsen in den

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.

FPM Frankfurt Performance Management AG · Freiherr-vom-Stein-Str. 11· 60323 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69.795886-0 · E-Mail: kontakt@fpm-ag.de · Website: www.fpm-ag.de

nächsten Quartalen in eine andere Richtung entwickeln könnten als dies befürchtet wird, und der wachsende Druck auf die „Zinsopfer“ der letzten Jahre endet.

Günstige Bewertungen von Aktien über Branchen hinweg

Wir sehen bei einer Reihe von Aktien, die lange Zeit überbewertet warten, mittlerweile wieder günstige Bewertungen. Oft sind hier neben der Zinsentwicklung operative Zielverfehlungen die Ursache, die manchmal selbst durch die Zinsentwicklung bedingt waren. Beispiele sind Unternehmen der Bauindustrie oder ihre Zulieferer, Immobiliengesellschaften und vor allem Qualitätsunternehmen mit einer langen Duration. Günstig bewertet sind daneben die Aktien vieler Zykliker, Health Care- und Telekommunikations-unternehmen und sogar wieder die Aktien der Hersteller von Rüstungsgütern.

Um als Beispiel einmal Immobilienunternehmen zu nehmen: Bei Zinsen von 0 % waren sie die Anlegerlieblinge, heute befinden sie sich in der Schmuddelecke. Der Markt fordert nicht nur, dass bei den steigenden Zinsen Schulden abgebaut werden, sondern gleichzeitig auch die Gewinne steigen und natürlich noch eine stabile Dividende zu zahlen ist. Das schließt sich leider aus, was dann wiederum zum Verkauf der entsprechenden Aktien führt. Mittlerweile liegen die Bewertungen auf einem Niveau, das mit dem realen Leben nicht viel zu tun hat. Und das in einem Umfeld, in dem Wohnungen so knapp sind wie lange nicht. Auch das ist der Weisheit politischer Entscheidungen zu verdanken. Sollten die Zinsen nicht weiter steigen, sind Kursgewinne kaum zu vermeiden, steigen die Zinsen in einem überschaubaren Rahmen, kann man sich voraussichtlich über eine ziemlich ordentliche Dividende freuen.

Insofern bleiben wir positiv, auch wenn dieses Jahr voraussichtlich als ein wie gesagt zähes für den breiten Markt in die Geschichte eingehen wird. Und in der Erwartung, dass wir nächstes Jahr dann ein besseres erleben, mit einer (etwas) stärker wachsenden Wirtschaft und stabileren Zinsen, was bei den aktuellen Bewertungen für Kursgewinne ausreichen sollte. Diese Entwicklung wird hoffentlich unterstützt von Reformen durch die Politik, die gemessen an den aktuellen Erwartungen eine positive Überraschung wären.

Ihr Martin Wirth

Disclaimer: Die in diesem Quartalskommentar enthaltenen Meinungsaussagen geben die aktuelle Einschätzung von FPM Frankfurt Performance Management AG wieder, die ohne vorherige Ankündigung geändert werden können. Soweit in diesem Dokument enthaltene Daten von Dritten stammen, übernimmt die FPM AG für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Angemessenheit dieser Daten keine Gewähr, auch wenn die FPM AG nur solche Daten verwendet, die sie als zuverlässig erachtet. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen und Angaben stellen keine persönliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten im Sinne des WpHG dar.

Dieser Kommentar ist nur für Fondsanalysten, Berater und Asset Manager zulässig. Keine Weitergabe an Endkunden.

FPM Frankfurt Performance Management AG · Freiherr-vom-Stein-Str. 11· 60323 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69.795886-0 · E-Mail: kontakt@fpm-ag.de · Website: www.fpm-ag.de