



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 2/2026 vom 13.04.2026

Wir erwarten ein gefühltes Unentschieden und Chancen in anderen Branchen als in den letzten Jahren

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Es kommt (gefühl) meistens anders als man denkt
- Top Down: Der Aktienmarkt hat gar nicht reagiert – Bottom Up: Massive Verschiebungen
- Verwerfungen bringen erhebliche neue Chancen
- Wir müssen über den Krieg am Persischen Golf reden
- Unterschiedliche Voraussetzungen: Wir erwarten ein gefühltes Unentschieden
- Nicht auszuschließen: Der US-Plan geht auf, was auch nicht schlecht wäre für die Aktienmärkte
- Wir bleiben angesichts der Chancen optimistisch
- Chancen durch den Aufbau einer erhöhten europäischen Resilienz
- Qualität billig wie lange nicht

Es kommt (gefühl) meistens anders als man denkt

Das erste Quartal hatte es in sich: Statt einer Fortsetzung des zarten Aufschwungs, der sich in Europa und Deutschland andeutete, kam es mit dem Krieg der USA und Israels gegen den Iran zu deutlichen Rücksetzern am Markt. Die Energiepreise schossen nach oben, aber auch andere Rohstoffe wie Düngemittel, die aus der Region um den Golf exportiert werden, verteuerten sich. Die jenseits aller Aspekte des Kriegs entscheidende Frage betraf aber nicht die Höhe der Preise, sondern die der dauerhaft ausreichenden physischen Verfügbarkeit der Produkte. Die Finanzmärkte gehen von einer eher kurzen, über einige Wochen dauernden Auseinandersetzung aus, ablesbar nicht allein an den schnellen, aber nicht allzu wüsten Kursverwerfungen allgemein und den zwar gestiegenen Terminpreisen, die aber deutlich unter

den Preisen für sofort verfügbare Rohstoffe liegen. Wir haben die gleichen Erwartungen und sind demzufolge angesichts der niedrigen Bewertungen weiterhin weitgehend investiert, haben nicht abgesichert – was nur in Extremfällen denkbar wäre – und auch keine Kasse aufgebaut. Warum eine kurze Kriegsdauer aus unserer Sicht die wahrscheinlichste Entwicklung sein dürfte: Dazu weiter unten.

Wir können natürlich täglich diese Ausrichtung ändern, wenn es die Entwicklung in unseren Augen erfordern sollte. Aber die Entwicklung der letzten Tage bestärkt uns eher in unserer bisherigen Ansicht. Klar ist, dass für den Fall, dass tatsächlich 10-15% der weltweiten Öl- und Gasverbräuche nicht verfügbar wären, sich potenziell massive Auswirkungen ergeben könnten. Selbst das, was bisher schon nicht mehr geliefert

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



wurde, wird in den Wirtschaftskennzahlen sichtbar werden: Wachstum runter, Inflation rauf.

Top Down: Der Aktienmarkt hat gar nicht reagiert – Bottom Up: Massive Verschiebungen

Was den deutschen Aktienmarkt angeht, haben sich im ersten Quartal angesichts der dramatischen Entwicklungen in der Welt erhebliche unterschiedliche Kursentwicklungen ergeben. Schaut man auf den Index, ist nicht viel passiert: Leichte Verluste eben, was viele Betrachter dazu verleitet, anzunehmen, dass sich die Börse der Realität verweigert. Das wiederum ist in unseren Augen selbst eine Realitätsverweigerung und hat nichts mit den Tatsachen zu tun. Gewinner sind, und zwar in einem erheblichen Umfang, Unternehmen aus drei Bereichen:

- Alles um die Energie, nachdem die Preise gestiegen sind, und die strategisch offenen Flanken der EU wie in der Verteidigung vor vier Jahren wieder einmal deutlich wurden.
- Alles rund um die KI, wovon Energie natürlich noch zusätzlich profitiert, auch Halbleiterhersteller und Hersteller ausruster sowie Investitionsgüterhersteller im Umfeld.
- Und erstmals seit Jahren wieder die Chemie, die davon profitiert, dass insbesondere chinesische Hersteller aufgrund der global befürchteten Rohstoffknappheit mit ihren massiven Überkapazitäten nicht mehr die globalen Preise verderben.

Auf der Schattenseite befanden sich ebenfalls verschiedene Gruppen

- Die Gewinner des Vorjahres wie bspw. Banken, wo sich zwar das Umfeld (noch?) nicht eingetrübt hat, aber nach mehreren Jahren der Outperformance Gewinnmitnahmen nahe lagen.
- Naheliegend: Autohersteller und -zulieferer, Konsum, Tourismus.
- Vor allem aber Aktien, denen in der Vergangenheit eine überdurchschnittliche Qualität attestiert wurde

und die dementsprechend eine überdurchschnittliche bis hohe Bewertung aufgewiesen haben.

- Und zuletzt die Unternehmen, die neben der überdurchschnittlichen Qualität auch noch dank hoher erwarteter Wachstumsraten eine besonders hohe Bewertung verzeichneten. Das betrifft Unternehmen aus den Branchen Software, IT-Dienstleister, Medien und „Internetunternehmen“ aller Formen. Hier kann man die Kursverluste formal auf das Konto der Möglichkeiten und Versprechungen der KI buchen, damit man nicht zugeben muss, dass man schlicht und einfach zu hohe Bewertungen akzeptiert hat. Damit wollen wir nicht die Herausforderungen durch die KI kleinreden. Aber gelegentlich ändert sich das Umfeld, in dem ein Unternehmen operiert, und wenn man keine Risikoprämie verlangt hat, erfolgt der Absturz ungebremst.

Mithin haben die Aktienmärkte mitnichten die aktuellen Gegebenheiten nicht berücksichtigt, ganz im Gegenteil. Auch wenn dies aus Sicht eines Top-Down-Kommentators oder eines Anlagestrategen ganz anders aussieht.

Verwerfungen bringen erhebliche neue Chancen

Insofern haben sich durch die veränderten Bewertungen ganz neue Bereiche ergeben, die wir uns, teilweise erstmals seit mehr als zehn Jahren, wieder anschauen werden. Die grundlegenden Ursachen, warum viele Unternehmen eine überdurchschnittliche Bewertung hatten, haben sich ja nicht in Luft aufgelöst. Nachdem aber die Momentum-Investoren neue Spielwiesen entdeckt haben, gibt es bei den alten Lieblingen offensichtlich immer noch einen Überhang von Aktien, bei denen weiterhin Abgabedruck vorhanden ist. Insofern: Eile mit Weile, aber mit offener Einstellung.

Auffallend ist, dass es generell trotz der gewachsenen Unsicherheit keine Flucht in sichere Assets wie Staatsanleihen oder Edelmetalle gibt. Vielmehr steigen die Zinsen, auch aus der Furcht, dass nicht nur die Inflation aufgrund steigender Ölpreise steigen könnte,



sondern möglicherweise auch aus der Erwartung, dass die Schuldenorgien vieler Staaten eine natürliche Grenze erreicht haben könnten. Wir hoffen mal, dass die Notenbanken die gestiegenen Inflationsraten nicht zum Anlass nehmen werden, die Zinsen zu erhöhen: Die gestiegenen Preise sind restriktiv genug, und es wird auch nicht mehr Öl verfügbar, wenn die Zinsen steigen. Wir werden sehen.

Wir müssen über den Krieg am Persischen Golf reden

Für die Aktienmärkte wird in den nächsten Monaten das Relevanteste sein, wie sich der Krieg gegen den Iran weiterentwickelt. Daher auch von uns unsere Einschätzung und warum wir uns wie positioniert haben. Auch wenn wir keine Einsicht in den Kopf des US-Präsidenten haben und der sich sowieso jeden Tag etwas Neues ausdenkt, müssen wir uns ein Bild von der Lage machen. Das Folgende ist also keine Vorhersage, sondern eine Begründung für unsere Positionierung. Vielleicht sind die Annahmen richtig, vielleicht falsch, allerdings können wir nicht mit dem Kopf im Sand durch diese Krise fahren.

3

Denn eine Krise ist das, und sie kann noch schlimmer werden, darüber braucht man sich keinen Illusionen hinzugeben, und sie betrifft die Grundlage aller Volkswirtschaften, nämlich die zu angemessenen Preisen verfügbare Energie. Aus unserer Sicht ist das Entgleisen durch eine weitere Verschärfung des Kriegs – der Waffenstillstand ist logischerweise keine Garantie, dass der Krieg zu Ende ist – aber der unwahrscheinlichere Fall. Warum? Wir folgen einmal dem Gedankenmodell der „Preferences and Constraints“, also: Was wünschen sich die Beteiligten, und was sind die Limitierungen dieser Wünsche?

Ziele/Preferences:

USA und Israel: Regierung des Iran stürzen, Atomprogramm unmöglich machen, evtl. weitere Ziele wie die Kontrolle über Ölhandel und -produktion des Iran oder gleich des Nahen Ostens.

Iranische Regierung: Überleben.

Andere Anrainerstaaten: Opportunistisch, ein schneller Sieg der USA dürfte willkommen sein, ein längerer Krieg nicht.

Einschränkungen/Constraints:

USA und Israel: Möglichst wenige Soldaten verlieren, schnell den Krieg beenden (USA) wegen der Wahlen im Herbst und der Unbeliebtheit des Krieges (das ist in Israel anders), Kosten im Griff behalten, Verfügbarkeit von Haushaltsmitteln zur Kriegsfinanzierung, Begrenztheit des Waffenarsenals (vergleichsweise groß, leert sich aber zügig) und ebenfalls sehr wichtig: Die internationale Wirtschaft nicht durcheinanderbringen.

Iran: Keine.

Vergleich: Die USA haben für die Rettung ihres abgestürzten Piloten mehrere 100 Mio. Dollar „investiert“, die iranische Regierung hat für die Ergreifung 66.000 Dollar geboten.

Also ist der Krieg asymmetrisch in jeder Beziehung: Die Überlegenheit der USA und Israel bei der Bewaffnung einerseits, und die Bereitschaft durchzuhalten beim Iran andererseits. Der Iran wird sein Kriegsziel erreichen, wenn er länger durchhält als die USA bereit sind diesen Krieg zu führen, und das wiederum ist getrieben von den Auswirkungen auf die Weltwirtschaft und insbesondere auf die Wahlen in den USA. Der größte Hebel des Irans ist bekanntermaßen die Blockade der Transportwege für Öl und andere Rohstoffe, und hier kann er durch Drohungen oder Gewährlassen die Auswirkungen des Konflikts auf fast alle anderen Staaten steuern, und sei es nur durch die Höhe der Rohstoffpreise.

Unterschiedliche Voraussetzungen: Wir erwarten ein gefühltes Unentschieden

In unseren Augen gibt es also zwei Möglichkeiten (unterstellt, die USA gewichten die Vermeidung einer internationalen Wirtschaftskrise sowie höhere Inflationsraten in den USA höher als einen wann auch immer errungenen Sieg gegen das Regime des Irans): Ein schneller Sieg, oder ein baldiger Waffenstillstand,



unter welchem Label auch immer. Offensichtlich ist es so, dass die USA und Israel die Aufgabe und die Möglichkeiten des Iran unterschätzt haben. Die reichen zwar nicht für einen militärischen Sieg, aber möglicherweise für ein Durchhalten bis zu dem Punkt, an dem den USA der wie auch immer definierte Preis zu hoch wird.

Da der Schaden, der bisher angerichtet wurde, 1. gewaltig und 2. noch gar nicht richtig sichtbar ist, ist jeder Tag, den das Kriegsende eher kommt, wertvoll. Das Öl, das nicht auf die Reise geschickt wurde, wird in ein paar Wochen physisch fehlen, vor allem in Asien, aber auch in Europa. Das lässt sich dann auch nicht mehr durch höhere Preise regeln. Zudem leiden die (wenn auch nicht militärischen) Alliierten der USA, die Golfstaaten, ebenfalls unter dem Krieg, und die Beziehungen in diese Staaten werden je länger, desto mehr belastet. Gleichzeitig wird sich die Rolle Chinas weiter wandeln: Wahrscheinlich wird der Iran Tanker mit dem Ziel China passieren lassen, und gleichzeitig kann sich China als Vermittler zeigen, und dabei gleich ganz Asien vertreten.

Das alles sieht aus wie ein politisches Desaster für die USA, das je länger der Konflikt dauert, umso größer wird. Die Europäer haben den Braten gerochen und sagen, dass das nicht ihr Krieg ist. Dafür sollte die US-Regierung eigentlich dankbar sein, denn irgendwer wird mit dem Iran sprechen müssen, und wenn es nicht China sein soll, dann wären die Europäer eine Alternative, die eher im US-Sinn sein dürfte. Dass der Präsident das begreift, ist vermutlich nicht zu befürchten. Aber dass die Lage bei sich zu Hause hinsichtlich der Wahlen im Herbst immer schwieriger werden wird ist wahrscheinlich auch ihm klar. Außer die Wahl wird abgesagt, oder das Parlament wird weiter ignoriert. Dann hätten wir aber einen ganz anderen Fall, der aber auch nicht mehr auszuschließen ist.

Nicht auszuschließen: Der US-Plan geht auf, was auch nicht schlecht wäre für die Aktienmärkte

Alternativszenarien sollen auch genannt werden: Die USA besetzen den Teil des Iran, der für die sichere Durchfahrt durch die Straße von Hormuz erforderlich ist, lassen sich dafür noch Geld bezahlen (analog dem Suezkanal), und haben die Versorgung Asiens und vor allem Chinas mit Öl oder, allgemeiner, mit Energie und diversen Rohstoffen unter Kontrolle. Möglicherweise wird dies noch verbessert mit der Ablösung der iranischen Regierung dank militärischer Überlegenheit der USA und eine US-freundlichere Regierung. Einmal abgesehen von der damit verbundenen Abkehr der internationalen Ordnung seit fast 100 Jahren, den vermutlich hohen militärischen Kosten und dem verlorenen Ansehen der USA in aller Welt: Auszuschließen ist das nicht. Dann würden wir mit unserer Annahme, dass es zwar für einen überschaubaren Zeitraum schmerzhaft werden wird, sich dann aber wieder halbwegs auf dem alten Level einpendeln wird, falsch liegen. Je nachdem wie schnell dies vollzogen würde, wäre der allgemeine Schaden irgendwo zwischen gering und sehr hoch, nach einer geänderten Ordnung aber vorerst für die Börsen positiv. Nach den Erfahrungen der letzten Jahrzehnte mit den Auseinandersetzungen mit dem Irak, in Afghanistan oder Vietnam oder aktuell den russischen Erfahrungen in der Ukraine (und zuvor in Afghanistan), und das nach dem Versprechen, die USA aus Kriegen herauszuhalten: Es fällt schwer, zu glauben, dass die USA diesen Weg gehen werden. Die Unsicherheit ist schlicht viel zu hoch, und gleiches gilt für die zu erwartenden Kosten, außer bei einem zügigen Zerfall oder einer Wandlung der Regierung des Iran.

Wir bleiben angesichts der Chancen optimistisch

Was heißt das für das Investieren in deutsche Aktien? Hier sollte man zwischen den kurzfristigen und den strukturellen Folgen unterscheiden, über letztere kann man auch nur spekulieren.

Dass die Entwicklung negativ für die Konjunktur ist, hat sich herumgesprochen, auch wenn die Anpassungen



der Gewinnschätzungen noch Zeit in Anspruch nehmen werden. Es ist klar, dass die einzelnen Branchen in einem unterschiedlichen Ausmaß betroffen sind oder sein werden. Das hat sich auch schon in der Bewertung niedergeschlagen. Interessanterweise gibt es Branchen, die von der Lage, zumindest kurzfristig, sogar profitieren können. Für uns ist es relevant, irgendwo einen halbwegs belastbaren Mix aus Investments zu haben, die von der Rohstofflage nicht zu negativ betroffen sind, eventuell sogar profitieren, oder wo die Bewertungen so niedrig sind, dass dadurch auch eine schlechtere Entwicklung als erwartet abgemildert werden sollte.

Um einmal etwas Positives zu sagen: Angesichts des Geschehens und dessen, was noch passieren kann, sind die Kursverluste bisher überschaubar ausgefallen im Vergleich zu früheren Verwerfungen. Auch das spricht in unseren Augen für eine niedrige Bewertung. Gleichzeitig ist die Positionierung der Marktteilnehmer im Schnitt auf einem sehr bearish ausgerichteten Level, was ebenfalls für ein begrenztes Risiko spricht. Und aus der deutschen Politik wird endlich die Bereitschaft, Reformen anzugehen, sichtbar. Das ist angesichts der Erwartungen, die mit der aktuellen Bundesregierung verknüpft sind, ebenfalls positiv zu sehen.

Chancen durch den Aufbau einer erhöhten europäischen Resilienz

Die strukturellen Folgen der Krise in der internationalen Kooperation sind erst in groben Zügen erkennbar. Sie sind vor allem auf die Politik der USA zurückzuführen und sind in einer Welt, die im Zweifelsfall nicht mehr auf Zusammenarbeit setzt, überall sichtbar. Nun geht es politisch und ökonomisch um die Verbesserung der Widerstandsfähigkeit Europas: In Sachen Verteidigung, Ernährung, Energie. Im Bereich Verteidigung hat der Zug schon länger Fahrt aufgenommen, mit Ausnahme der politischen Ränder sind sich hier alle Parteien einig. Die Ernährung in Europa ist bekanntlich nicht das größte Problem. Bleibt die Energieversorgung: Nachdem das Thema CO₂-Vermeidung unter einem massiven Druck geraten ist, da

außer der EU niemand in der Welt dies als besonders dringend ansieht, sieht die Lage dank des Krieges der USA gegen den Iran für die Unternehmen, die zu einer größeren Autarkie Europas beitragen können, wieder anders aus. Davon werden unterschiedliche Unternehmen profitieren. Das ist aus unserer Sicht hinsichtlich der einzelnen Aktien *work in progress*, da hier politische Voraussetzungen erst noch geschaffen werden müssen, analog zum Aufbau der Verteidigungsfähigkeit. Hier könnten sich massive Chancen ergeben. Allerdings sehen wir einige sehr offensichtliche Gewinner des Themas Resilienz als bereits sehr gut bewertet an. Zumindest gibt es keine richtige „Margin of Safety“ mehr, insofern müssen wir hier passen. Analog vieler ehemaliger „Qualitätstitel“, die heute in unserem Fokus stehen.

Qualität billig wie lange nicht

Mit dem Blick auf das Marktgeschehen auf Einzelaktienebene komme ich nochmals auf die aktuelle Lage zurück: Hier ist festzustellen, dass sich einige Trends der letzten Zeit fortgesetzt haben. Zwar haben einige Gewinner des letzten Jahres Rücksetzer verzeichnen müssen. Dominierend aber war der Trend, dass hoch bewertete, ehemals als „Qualitätstitel“ wahrgenommene Unternehmen ihren relativen und absoluten Abwärtstrend bis zuletzt weitgehend ungebremst fortgesetzt haben. Wie die alte Geschichte: Wenn eine Aktie teuer ist, dann weist sie eben signifikante Risiken auf, die zwar nicht immer schlagend werden, aber wenn, dann heftig. Neben den Konsumaktien sind hier bspw. die Softwareunternehmen sowie die IT-Dienstleister zu nennen. Man kann das alles auf die KI-Entwicklung schieben, die so nicht vorhersehbar war. Vielleicht ist es aber auch so, dass Kurse mal wieder Nachrichten gemacht haben. Denn was hier Realität werden wird, das ist abzuwarten. Ansonsten sind außerhalb des Softwaresektors viele Unternehmen auf 10- oder 20-Jahrestiefständen in der absoluten und relativen Bewertung, und eben nicht die Unternehmen, die angeblich keine ausreichenden Qualitäten aufweisen. Wir bleiben der Ansicht, dass hier einige sehr



erfreuliche Chancen entstehen, die wir allmählich wahrnehmen wollen. Denn die Geschichten von vor ein paar Jahren haben sich gedreht, und für die Kursverluste, die Investoren erlitten haben, werden nun die Schuldigen gesucht. Das kann einige Zeit dauern, bis das verarbeitet ist. Allerdings bietet das Bewertungsniveau, das diese Aktien haben, einen mittelfristig gesehen guten Schutz gegen weitere nachhaltige Verluste, kombiniert mit deutlichen Chancen, wenn sich die Wolken verziehen werden. Optimalerweise wird dies ergänzt durch verschiedene Aktien, die vom Thema des nachhaltigen Aufbaus einer europäischen Resilienz profitieren sollten, bisher aber

aus unterschiedlichen Gründen noch nicht im Blickfeld der Investoren sind.

Somit bleiben wir wachsam, was die Weltlage angeht, und offen für neue Investments, die möglicherweise in Zukunft aus anderen Sektoren stammen könnten als denen, in denen wir in den letzten Jahren engagiert waren.

Ihr Martin Wirth

Disclaimer: Die in diesem Quartalskommentar enthaltenen Meinungsäußerungen 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.