



## FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 3/2025 vom 09.07.2025

# Politik dominiert die Finanzmärkte auch weiterhin

### Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Die US-Politik dominiert auch im zweiten Quartal die Finanzmärkte
- Einigkeit in Europa was die Verbesserung der Verteidigungsfähigkeit angeht ...
- ... aber die Reformbereitschaft ist weniger deutlich ausgeprägt
- Der Aktienmarkt orientiert sich an Fakten und nicht an Hoffnungen
- Bewertungsunterschiede zwischen den Segmenten des Marktes haben sich verringert
- Die Klärung der Zollfragen bringt Aufholpotential für zurückgebliebene Sektoren

1

### Die US-Politik dominiert auch im zweiten Quartal die Finanzmärkte

Das zweite Quartal 2025 startete mit einem Knall aus Washington namens Liberation Day, mit dem sich die gebeutelten USA nach Ansicht ihres weisen Anführers offensichtlich aus einer Jahrzehnte währenden Knechtschaft befreien sollten. Voller Vorfreude gingen die Börsen weltweit zunächst einmal in die Knie, um sich, als sich nach und nach herausstellte, dass doch nicht alles so heiß gegessen wie gekocht wird, wieder auf die vormaligen Höchststände zu erholen. Die geopolitische Strategie, die im ersten Quartal noch für umfassendes politisches Chaos vor allem in Europa gesorgt hatte, trat zunächst wieder in die zweite Reihe, bis zu den Auseinandersetzungen zwischen Israel und dem Iran, die allerdings auch wieder so schnell beendet wie begonnen wurden, was die heiße Phase der Auseinandersetzung angeht. Zuletzt wurde in den USA eine erhebliche Steuersenkung beschlossen, die das sowieso schon ausufernde Defizit in noch

bedenklichere Höhen treiben dürfte, denn im Gegensatz zum Präsidenten der USA gehen die Kapitalmärkte nicht davon aus, dass die Haushaltslücken mit den vergleichsweise geringen Zolleinnahmen auch nur ansatzweise geschlossen werden könnten. Dank des Doppeldefizits in Staatshaushalt und Leistungsbilanz sind die USA auf internationales Kapital angewiesen, um den anscheinend bescheidenen Wohlstand erhalten zu können. Dass die internationalen Investoren eine andere Meinung als die US-Regierung hinsichtlich Sinnhaftigkeit und Nachhaltigkeit dieser Maßnahmen haben, kann man an der Kursentwicklung des US-Dollar ablesen. Die Vorstellung der US-Regierung, dass internationale Lieferanten der USA mal eben für die Gnade, dort ihre Produkte verkaufen zu können, auf 10, 25 oder 50% des Erlöses zu Lasten ihrer eigenen Marge verzichten könnten, ist an Absurdität schwer zu überbieten. Zumindest einen Vorteil haben die USA im Vergleich zu Europa auch in haushaltspolitischer

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



Hinsicht: Die Abgabenlast in Europa ist bereits auf einem Niveau, das leistungshemmend ist und rational gesehen nicht ausbaufähig erscheint (außer man ist aktiv in linken politischen Parteien). Bevor die USA also in eine Staatspleite rutschen, haben sie ganz andere Spielräume, um dem entgegenzuwirken, auch wenn das mit Disruptionen einher gehen wird.

In Summe: Die nachhaltigen Auswirkungen des chaotischen Verhaltens der US-Regierung sind weiter ungeklärt. Die Unsicherheit weltweit ist weiterhin hoch, was die Zölle, die geopolitischen Rahmenbedingungen, aber auch die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung betrifft. Das ist auch an der operativen Entwicklung vieler vor allem konjunktursensibler Unternehmen abzulesen. Immerhin scheint sich die Einstellung zu Russland wieder etwas an die europäische Sicht angenähert zu haben, was in diesen Zeiten alles andere als banal ist.

### **Einigkeit in Europa was die Verbesserung der Verteidigungsfähigkeit angeht...**

In Deutschland und Europa haben sich auch viele Dinge geändert, einiges zum Guten, allerdings nicht immer in der Geschwindigkeit, die zu erhoffen war. Wesentlicher Fakt ist die Einigkeit darüber, dass die Verteidigungsfähigkeit der europäischen Staaten wieder herzustellen ist, nachdem die USA nicht mehr in vollem Umfang als verlässlich angesehen werden und gleichzeitig Russland (und China) mindestens politisch gesehen Gegner geworden sind, die ebenfalls massiv an ihrer Aufrüstung arbeiten.

Was die wirtschaftlichen Perspektiven angeht, ist außer der Nutzung der haushaltspolitischen Spielräume, die durch die Veränderung der deutschen Schuldenbremse entstanden sind, noch nicht viel passiert. In anderen europäischen Staaten schaut man gespannt auf Deutschland und tut wenig oder kann nur wenig tun, nachdem die Verschuldung bereits heute in den meisten Staaten deutlich zu hoch liegt.

### **...aber die Reformbereitschaft ist weniger deutlich ausgeprägt**

Der eigentlich viel wichtigere Aspekt als die Frage nach einem schuldenfinanzierten Nachfrageschub sind der Abbau der Bürokratie und die Reform der Sozialsysteme. Diese Reformen befinden sich bestenfalls noch im Embryonalstadium. Es liegt auf der Hand, dass dies auch im besten Fall längere Zeit benötigt. Schließlich sind Gesetze zu ändern und danach Verfahren in einem erheblichen Umfang anzupassen. Allerdings ist weiter unklar, wieweit dies von der Politik überhaupt mitgetragen wird. Der Blick auf den SPD-Parteitag ist zutiefst deprimierend: Die Mehrheit der Delegierten ist offensichtlich der Ansicht, dass die Lage der SPD so schlecht ist, weil es zu wenig Sozialstaat, zu wenig Bürokratie, zu wenig Fürsorge gibt, das Thema Steuerung der Zuwanderung hingegen scheint gelöst zu sein. Einer der Vorsitzenden, der Vizekanzler, fällt fast bei der Wahl durch, nachdem er gewagt hat, das Misserfolgsrezept der SPD der letzten Jahre in Frage zu stellen. Immerhin kann man sich nun ein Bild machen, wer bei der Kanzlerwahl im Mai von der Stange gegangen ist. Das ist nicht nur eine Anekdote: Für Reformen braucht man die Parlamente und die Parteien, Visionen einzelner Regierungsmitglieder reichen da nicht aus. Und insofern bleibt die Umsetzung der notwendigen Reformen weiter unklar. Selbst für die Umsetzung einer Demographie-bedingt glasklar erforderlichen Rentenreform will man sich vier Jahre Zeit nehmen. Immerhin das ist geklärt.

### **Der Aktienmarkt orientiert sich an Fakten und nicht an Hoffnungen**

Am Aktienmarkt überwog dementsprechend in unserer Interpretation trotz deutlicher Kursgewinne die Skepsis hinsichtlich der Reformfähigkeit jenseits der gestiegenen Neuverschuldungsmöglichkeit. Die Unternehmen, die niedrig bewertet waren und sind, konnten dann deutlich zulegen, wenn sie auch im aktuellen Umfeld eine solide operative Entwicklung aufweisen oder sichtbar unmittelbar von den



angestoßenen Infrastruktur- oder Verteidigungsprojekten profitieren werden. Ein Beispiel sind die Banken und Versicherungen, aber auch Telekommunikationsunternehmen oder eine größere Zahl von Industrieunternehmen.

Dagegen verzeichneten Qualitätsunternehmen mit einer überdurchschnittlichen Bewertung eine deutliche Underperformance, nachdem sie in den letzten Jahren, auch getrieben durch die damals tiefen Zinsen, teilweise sehr hohe Bewertungen erreicht hatten. Wer ebenfalls litt waren die Unternehmen, die von einem konjunkturellen Aufschwung profitieren könnten, der aber aufgrund der beschriebenen Rahmenbedingungen noch nicht sichtbar war. Insofern kann man sagen, dass die versprochenen Reformmaßnahmen und die daraus resultierenden positiven Aspekte für die Gesamtkonjunktur noch in weiter Ferne vermutet werden. Dagegen ist die Zolldiskussion, die absehbaren staatlichen Investitionen, aber auch die allgemein noch schwache Konjunktur aktuell die Realität, und mehr Kredit ist der Aktienmarkt nicht bereit zu geben.

### **Die Bewertungsunterschiede zwischen den Segmenten des Marktes haben sich verringert**

In Summe stellt sich der Aktienmarkt in seiner Breite als ausgewogener bewertet dar als seit vielen Jahren. Im Vergleich zu den USA sind europäische Aktien weiter niedriger bewertet, like for like gerechnet, soweit man das tun kann. Interessant bleiben teilweise ehemalige Lieblinge der letzten Jahre, die aufgrund einer wahrscheinlich nur temporären Schwäche deutlich an Boden verloren haben, vor allem im Bereich der Mid- und Small Caps. Kein Unternehmen hat eine immer noch mögliche und auch nicht unwahrscheinliche Konjunkturerholung in seiner Bewertung erfasst. Was allerdings ebenfalls nicht vollständig berücksichtigt sein dürfte, ist die Schwäche des US-Dollar, die auf die Unternehmen unterschiedliche Auswirkungen haben wird. Manche Kursschwäche dürfte sich damit erklären, allerdings ist es bis zur Anpassung der Unternehmensprognosen

noch etwas Zeit, und erst dann werden die Schätzungen der Unternehmen wieder belastbarer sein als heute. Die meisten Unternehmen, die diesbezüglich Anpassungsbedarf haben, werden dies vermutlich mit den Halbjahreszahlen kommunizieren. Das könnte dann ein kursreinigendes Element sein und die Sicht der Investoren wieder auf die weitere Zukunft richten lassen.

Was wichtig ist, aber offenbleibt, sind die Auswirkungen der Disruptionen, die die amerikanische Regierung verursacht. Wir können uns vorstellen, dass dies für die nächsten ein bis zwei Jahre wichtiger sein wird als die Reformbereitschaft der Europäer: Kein klardenkender Investor trifft Entscheidungen für die nächsten Jahrzehnte, die durch eine präsidentielle Laune morgen schon obsolet sein kann. Insofern ist die Strategie des Abwartens naheliegend.

Dementsprechend finden viele Sachen einfach nicht statt. Das Handeln bleibt kurzfristig orientiert, womit sich das Wachstumspotential natürlich auch nicht verbessern wird. Das müssen nicht die ganz großen Entscheidungen sein wie die Frage, ob man in den USA eine weitere Autofabrik oder ein Stahlwerk errichten soll, das seine Produktion sowieso erst nach 2030 aufnimmt. Es sind auch kleine Dinge wie beispielsweise die extrem kurzfristige Ausrichtung beim Ordern von Chemikalien, wenn man nicht weiß, ob darauf Zoll fällig wird oder nicht bzw. ob man, um sicher zu gehen, gleich im Inland ordert, dafür aber einen höheren Preis zahlt, sollten die Zölle nicht eingeführt werden. Oder wie man die Lieferketten gestaltet, je nachdem ob ein alternativer Lieferort eine tiefere Zollbelastung mit sich bringt.

### **Die Klärung der Zollfragen bringt Aufholpotential für zurückgebliebene Sektoren**

Insofern befinden wir uns weiterhin in einer Zeit der Unsicherheit, mit entsprechenden Auswirkungen auf die Bewertung der davon besonders betroffenen Unternehmen. Diese Phase wird nicht dauerhaft sein, und selbst eine suboptimale Entscheidung was die US-Zölle angeht ist besser als gar keine, denn dadurch



existiert wieder eine Kalkulationsgrundlage, mit der man längerfristig wirksame Entscheidungen treffen kann. Sollte sich also alles normalisieren, selbst bei Einführung von höheren Zöllen als in der Vergangenheit (die letzten Endes die Importeure, ultimativ also die amerikanischen Wähler bezahlen werden), dann besteht Planungssicherheit, und allein diese dürfte ausreichen, die jetzt noch vernachlässigten Marktsegmente durch eine Normalisierung der Nachfrage wieder besser aussehen zu lassen.

Wie man sieht: Es ist immer etwas los, und man sollte immer fähig sein, sich an eine neue Lage anzupassen. Trotz der deutlichen Kursgewinne des ersten Halbjahres sind die Aussichten in Summe weiter durchaus solide.

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.