



FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 2/2025 vom 18.03.2025

Zeitenwende 2.0 – Diesmal auch mit Konsequenzen

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- Dramatische Geschehnisse in den USA, leider in die falsche Richtung
- Zölle, Wachstumssorgen und Börsenkurse sind bei weitem nicht das größte Problem
- Was kann davon relevant für die Kapitalmärkte sein? Alles!
- Zeitalter der Sicht durch die rosa Brille ist beendet
- Neue Prioritäten: Wachstum und Wehrkraft statt Nachhaltigkeit um jeden Preis
- Das Potential einer geeinigten EU wird in der öffentlichen Diskussion meilenweit unterschätzt
- Upside nach massiver Underperformance gegen die USA über einen langen Zeitraum

Was sich zur Zeit unter aller Augen abspielt, hat das Potential für ganz große Verschiebungen in der Welt, auch an den Finanzmärkten. Zinseinkünfte dürften real weiterhin schwach bis negativ sein, der US-Dollar ist mit voller Absicht durch die amerikanische Regierung unter Druck, die freiheitliche Grundordnung in den USA ist gefährdet. Dagegen stehen ein nie dagewesener Druck und die Bereitschaft in der EU und in Deutschland, die politischen und wirtschaftlichen Zielsetzungen neu auszurichten. In Deutschland dürfte das größte Potential vorhanden sein. Dies liegt an der vergleichsweise geringen Staatsverschuldung und der bis dato am hemmungslosesten aufgebauten Bürokratie, deren Abbau entsprechende Erleichterungen bringen sollte, nachdem 20 Jahre nichts mehr auf Wachstum und alles auf Umverteilung und

Regulierung ausgerichtet war. Das Potential für die Aktien deutscher Unternehmen besteht dann nicht nur in einer höheren Ertragskraft, sondern noch mehr in der Reduktion der bei vielen Unternehmen hohen Risikoprämien und der Ausweitung der Bewertung in der Breite, wenn auch nicht mehr so in der Spitze. Das Sondervermögen spielt darin nur eine Rolle, entscheidend sind bei richtiger Umsetzung aber die Aspekte Bürokratieabbau und Wirtschaftswachstum. Letzteres kann auch dadurch entstehen, dass der Staat seine Aufgabe nicht in erster Linie darin sieht, alles zu verhindern was geht, sondern, wie es in einer freiheitlichen Gesellschaft sein sollte, die Menschen das machen lässt was sinnvoll ist.

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



Erster Disclaimer für den folgenden Text: Ich sehe mich nicht als Teil der links-grünen woken Blase. Ich habe nicht das Ende der Demokratie in Deutschland gesehen, nur wenn einmal die CDU den Kanzler gestellt hat. Nur falls sich jemand fragt, welcher Bias hinter dem nun folgenden steht.

Dramatische Geschehnisse in den USA, leider in die falsche Richtung

Um gleich den wichtigen zweiten Disclaimer vorneweg zu schicken: Wenn das Ganze, das wir zur Zeit erleben, nicht einem genialen Plan der USA entsprungen ist, den Westen aus seiner Lethargie aufzuwecken, vorneweg die EU, um sie für den Kampf gegen die Autokratien der Welt zu stärken, dann ist das, was wir gerade erleben, eine fundamentale Zeitenwende, die vielleicht nur temporär, vielleicht aber auch nachhaltig ist und alles verändert, was gerade noch festgemauert für Ewigkeiten stand. Die EU steht für vieles, was der neuen US-Regierung ein Dorn im Auge ist. Angesichts der Drohungen, die gegen Kanada, Dänemark, Panama, im Zollstreit, aber auch innerhalb der USA gegen Andersdenkende gemacht werden, ist es naiv von einem größeren Plan auszugehen, jenseits von dem, was sichtbar ist und jeden Tag sichtbarer wird. Kurz und knapp: Die USA sind unter dieser Verwaltung nicht mehr Teil der westlichen Wertegemeinschaft, im besten Fall auf dem Weg in eine Autokratie, im schlimmsten Fall unterwegs in den Faschismus. Was Korruption angeht, ist das, was sich gerade abspielt, höchstens einer Bananenrepublik würdig. Oder eben eine Kopie des gegenwärtigen Russlands. Für einen Eindruck sind 30 Minuten gut investiert in [Murphy: Six Weeks In, This White House Is On Its Way To Being The Most Corrupt In U.S. History](#), wenn man der Ansicht/Hoffnung anhängt, dass die neue Verwaltung vielleicht etwas grobschlächtig, aber im Ganzen sinnvoll

gegen eine allgegenwärtige Geldverschwendung vorgeht.

Was neben der Tatsache besonders bedrückend ist, ist die aus aktueller Sicht weitgehend fehlende Auflehnung der amerikanischen Bevölkerung gegen den Bruch von Regeln, die als ehern für einen Rechtsstaat galten. Insofern hat man sich vielleicht doch getäuscht mit dem Land of the Free, Home of the Brave. Es ist einfach, Regenbogenfahnen auf Demonstrationen „Gegen Rechts“ zu schwenken, wenn das der Mainstream ist. Wie schnell alles fallen kann: Vorletzte Woche erhielten wir Post von einem Proxy-Voting Service, die stets darauf achteten, dass in Aufsichtsräten auch Frauen einen Platz haben müssen, sonst sollte gegen die Verwaltung gestimmt werden. Jetzt sieht es so aus: Aktionären wird letztendlich empfohlen, ihre Unterstützung für Diversität und Inklusion nicht mehr auf Hauptversammlungen zum Ausdruck zu bringen, da die neue US-Verwaltung das nicht gerne sieht. Uns war dies nie ein Hauptanliegen bei unseren Investments, aber dass die, die dies bis gerade noch wie eine Monstranz vor sich hergetragen haben und jetzt sofort einknicken: Unfassbar.

Insofern sollte man angesichts dieses Opportunismus, und das ist nur ein Beispiel von vielen, nicht davon ausgehen, dass sich die Dinge schnell wieder in die Ausgangsposition zurückschwingen. Man sollte auch nicht annehmen, dass dies allein Donald Trump ist: Anscheinend ist er nur die Galionsfigur von Leuten, die ihre Agenda mit ihm umsetzen können, nachdem seine Art ja schon einmal ausreichend war, um zum Präsidenten gewählt zu werden. Was bedeutet, dass nach vier Jahren gar nichts zu Ende sein muss. Und die inneren Spannungen in den USA weiter zunehmen könnten.

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



Zölle, Wachstumssorgen und Börsenkurse sind bei weitem nicht das größte Problem

Man kann die Position einnehmen, und das tun die Aktienmärkte, wenn man oberflächlich darauf schaut, dass die Zölle das Problem sind und vielleicht alles gar nicht so schlecht ausgeht. Die USA sind ein gigantischer Binnenmarkt, damit dürfte auch ein guter Teil der Preissteigerungen aus Zöllen verwässert werden, und ansonsten pendelt sich die Sache z. B. dadurch ein, dass BMW mehr SUVs (Produktion in den USA) als Limousinen (Produktion in der EU und Mexiko) verkauft. Das Problem geht aber viel tiefer und viel umfassender.

Eherne Prinzipien der freien Welt werden hier angegriffen: Der Rechtsstaat, die Gewaltenteilung, Checks and Balances. Zölle sind nur ein Aspekt: An einem Tag eingeführt, am nächsten gestrichen, alles ohne Parlament, Handelspartner, Unternehmen zu fragen und das Ganze in irgendeiner Form mit einem Vorlauf und sinnvoll (wenn das in diesem Zusammenhang gesagt werden kann) zu gestalten. Bundesbehörden aufzulösen, ohne ihre Aufgaben neu zu regeln, ohne Betroffene zu hören, und dabei Ikonen des Rechtsstaats wie FDA, SEC, FBI, CIA oder die Steuerbehörde zu zertrümmern. Die Abos der bekanntesten Zeitungen wie NY Times oder Washington Post in US-Behörden nicht mehr zu bezahlen, stattdessen irgendwelche obskuren Presseerzeugnisse. Es geht hier nicht darum, dass dies ökonomisch relevant wäre, es geht darum, Meinungen zu unterdrücken, die einem nicht in den Kram passen. Und die immer schon bekannten Lügen Trumps, die wohl eher als Test dienen, die Loyalität seines Umfelds und seiner Anhänger zu prüfen: Wenn jeder weiß, dass dies eine Lüge ist und es trotzdem nicht bestritten wird, dann ist das ein Zeichen eines verlässlichen Anhängers. Und wer Golf von Mexiko sagt statt Golf von Amerika fliegt aus der Pressekonferenz.

Das zum Thema Free Speech, die es ja in Europa nicht mehr geben soll.

Katastrophal wird es bei zwei weiteren Themen (ohne hier alles andere auszuführen):

Ethisch und moralisch werden fest geltende Werte zerstört

Schon der temporäre Wegfall der Unterstützung der Ukraine zur Verteidigung ziviler Ziele durch die Raketenabwehr ist Hochverrat an einem eben noch unterstützten Land, das die gleichen Werte leben will wie die USA seit 250 Jahren, insbesondere, nachdem die USA daran beteiligt waren, die Ukraine von ihrer atomaren Bewaffnung zu „befreien“. Man kann in die Beziehung zu Putin hineininterpretieren, was man will, aber das wahre Gesicht der neuen US-Regierung zeigt sich hier. Hauptsache, der Präsident kann der Friedensstifter sein, egal zu welchen Konditionen.

Und zum zweiten: Migration bedeutet Stress für jede Gesellschaft. Die großen Ströme, die zur Zeit unter aller Augen stattfinden, haben zwei Ursachen: Kriege, die Russland/die UdSSR angefangen oder unterstützt hat, von Afghanistan über Syrien und Eritrea in unterschiedliche afrikanische Staaten. Und der Drogenkonsum in den USA, Europa und anderen reichen Staaten, die die Herkunftsländer der Drogen und der Flüchtlinge zu failed states in Mittel- und Südamerika gemacht haben. Kein normaler Mensch dort hat dies gewollt, und die Schuld liegt nicht in diesen Staaten. Die Art, mit der Trump die Menschen beschreibt, die aufgrund des Versagens der USA und anderer reicher Staaten keine andere Möglichkeit mehr sehen als aus ihrer Heimat zu fliehen, ist das intellektuelle Pendant zum Versagen der Verteidigung ziviler Ziele in der Ukraine. Als Deutscher kann man hier durchaus Parallelen sehen zu Julius Streichers Hetze gegen



die Juden. Und der Sturm auf das Kapitol, nachdem die Wahlniederlage 2020 nicht akzeptiert wurde, sieht aus heutiger Sicht weniger aus wie ein aus den Fugen geratenes Event, sondern erinnert an den Sturm auf die Feldherrnhalle in München am 9.11.1923. Mit anschließender Freilassung verurteilter Straftäter, sobald es Trump möglich war. Hört sich alles zu dramatisch an? Die letzten Jahre habe ich auch immer gedacht: Alles nicht so wild. Jetzt ist es wohl an der Zeit, auch mal den worst case als möglich zu betrachten.

Man soll sich hier nichts vormachen: Die Lage hat sich dramatisch geändert. Und wenn man sich denkt, dass nichts so heiß gegessen wird wie gekocht: Das ist nicht der Plan der US-Regierung.

Was kann davon relevant für die Kapitalmärkte sein? Alles!

Und ab hier versuchen wir die Auswirkungen auf die Kapitalmärkte zu bewerten.

Das wichtigste Asset eines Landes aus Investorensicht ist die Rechtstaatlichkeit und die Verlässlichkeit. Die ist in den USA empfindlich getroffen. Wir wissen nicht, was passiert, wenn vor den Zwischenwahlen die Stimmung sinken sollte: Bekommt dann jeder Amerikaner von der Notenbank 50.000 \$ überwiesen? Welche Regeln gelten für nicht-amerikanische Investoren? Angeblich wurde in Mar-a-Lago diskutiert, die Laufzeit ausstehender US-Staatsanleihen zu strecken, bei stabilen Coupons oder gar dessen Entfall, da bekanntermaßen die aktuellen Zinsen gestiegen sind und die Staatsverschuldung (daran ist Trump nicht allein schuld) aus dem Ruder läuft, was ökonomisch nichts anderes wäre als ein Default. Techunternehmer, die global Geschäfte machen, kriechen zu Kreuze, der Großaktionär des angeblich wertvollsten Autoherstellers beleidigt den mexikanischen Hauptkunden seines

Satellitenunternehmens, worauf dieser Aufträge im Wert von 7 Mrd. \$ storniert. Macht nichts, dafür erhält er einen Deal mit der Regierung und ein Wettbewerber (verizon) wird nach jahrelanger Vorbereitung rausgekickt. Wie sicher sind amerikanische Verteidigungssysteme, wenn mitten im Krieg die Ukraine verraten wird? Wie werden amerikanische Markenwerte belastet, die neulich noch für ganz andere Werte standen? Das Ganze vor dem Hintergrund, dass die USA bis zuletzt als letzte Bastion für den Fall der Fälle galten und Investoren deshalb bereit waren, hohe Bewertungen für den US \$ sowie US-Aktien zu bezahlen, kombiniert mit einer Volkswirtschaft mit geringen Ersparnissen und einer wachsenden Auslandsverschuldung. Die USA sind NICHT vom Rest der Welt über den Tisch gezogen worden, sie haben vielmehr Waren und Dienstleistungen für eine Billion US \$ pro Jahr bei ihren Lieferanten anschreiben lassen, indirekt in Form einer massiv steigenden Staatsverschuldung im Ausland, getilgt über steigende Inflationszahlen. Also: Verschlechterung bei Rechtstaatlichkeit, politischer Stabilität innen wie außen, chaotischer Wirtschaftspolitik, Schleifen von Institutionen der Staatlichkeit: Mir ist in keiner Form klar, warum man für so etwas noch eine Bewertungsprämie bezahlen muss. Außer dass es theoretisch die Möglichkeit gibt, dass dieser Spuk bald ein Ende hat.

Und jetzt zum Gegentrade.

Rechtstaatlichkeit wird ein noch knapperes Gut in der Welt

Vorweg ein kleiner Exkurs: Die Schweiz hat eine Demokratie, die ein paar Jahrhunderte älter ist als die der USA, eine Regierung, die fast alle Gruppen der Bevölkerung repräsentiert, über verschiedene Parteien und staatliche Ebenen. Mit ca. 1 Promille der Weltbevölkerung rechnerisch nicht zu

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



bedeutend, und doch mit einer Währung ausgestattet, die 50 % nach Kaufkraftparität überbewertet ist und die in der ganzen Welt für Solidität steht. Das ist die Prämie für Stabilität und Sicherheit, die man in einem freiheitlichen System, in dem man aber gezwungen ist, die unterschiedlichen Wünsche und Vorstellungen unter einen Hut zu bringen, erzielen kann. Und diese Regionen sind rarer geworden in der Welt, was man auch an den Goldpreisen als Ultima Ratio für Freunde der Sicherheit ablesen kann.

Man kann sich angesichts des nun drohenden Abdriftens der USA überlegen, wo man ähnliches, wenn auch nicht in der Perfektion findet. Und da bleibt an relevanten Regionen nicht viel mehr übrig als die EU. Die gerade noch auf dem unabänderlichen Abstieg war. Was ist die upside?

Ganz einfach vorneweg: Politische Führung ist gefordert, was auch nicht so schwierig wie in den letzten Jahren sein sollte. Die Defizite sind klar, der Schock durch die Ereignisse der letzten Jahre und Monate riesig, die Einigkeit in der politischen Mitte hoch. Die Merkeljahre in Deutschland waren geprägt dadurch, dass alles bestens aussah, Geld dank tiefer Zinsen kein Thema war, die Bürokratie vor sich hingewerkelt hat und alles immer komplexer gemacht hat, ohne dass es jemandem richtig weh tat. Die Verteidigung haben die USA geregelt, und (fast) jeder konnte sich in seinem moralischen Tun sonnen, in dem Verteidigung überflüssig war, Diversität und Inklusion aber eine große Rolle spielten, solange es nichts kostete.

Um es mit Wolfgang Schäuble zu sagen: „Isch over“.

Deutschland und die EU beginnen sich zu bewegen, und sie haben die Reserven dazu

Kurz und knapp und auf Deutschland bezogen, in der EU gilt oft Vergleichbares:

- Zunächst einmal sind Deutschland wie die EU auf einen Konsens ausgelegt, man ist gezwungen sich zu einigen. Und nur die dauerhafte Unterdrückung des Wählerwillens kann zu Verhältnissen wie jetzt in den USA führen. Deutschland und die EU waren auf dem Weg in diese Richtung, vielleicht kommt der Warnschuss noch rechtzeitig, bevor auch hier die Extremisten sich breit machen.
- Verteidigung, die äußere Sicherheit, ist Kern der Staatsaufgaben. Das kann man an den Aktien der Verteidigungsunternehmen jetzt auch wieder sehen, nachdem jahrelang nur so getan wurde, als hätte Deutschland eine Bundeswehr. Was nun alles möglich ist, und vielleicht auch auf anderen Politikgebieten, kann man an den Grünen und teilweise der SPD sehen: In ihrer Jugend noch gegen die Nachrüstung mit US-Raketen protestiert und den Weltuntergang beschworen, war das in überschaubarer Zeit eine 180Grad-Wende (auch wenn R. Habeck durchaus einer der ersten war, die auf die Probleme der Ukraine hingewiesen haben, zum Verdruss von SPD und z. T. CDU). Wenn es um die Existenz geht, dann kann man seine Meinung auch verändern. Und das ist keine Kritik, sondern eine erfreuliche Perspektive. Da sind die Grünen ganz Keynesianer: “When the facts change, I change my mind – what do you do, Sir?”
- Spare in der Zeit, dann hast Du in der Not: Die beiden diskutierten „Sondervermögen“ bzw. die Ausnahme der Verteidigung von der Schuldenbremse in Deutschland entsprächen, ausgegeben über zehn Jahre, ca. 2-3 % des BIP jährlich brutto, einschließlich der Rückflüsse an den Staat weniger. Sollte dies durch Gegenmaßnahmen flankiert werden wie dem Wegfall eines Feiertages oder dem Einfrieren von Sozialleistungen noch weniger. Also nicht das Drama, als das es jetzt angesehen wird.



- Deutschland weist einen Kapitalabfluss von mehr als 100 Mrd. € im Jahr auf. Der Leistungsbilanzüberschuss liegt bei mehr als 250 Mrd. €. Somit ist das Land rechnerisch nicht angewiesen auf externe Finanzierung und kann das Geld locker für diese Maßnahmen selbst aufbringen.
- Gleiches gilt für die EU, die ebenfalls auch ohne Deutschland einen erheblichen Leistungsbilanzüberschuss aufweist, was im Übrigen die Aussage der fehlenden Wettbewerbsfähigkeit teilweise konterkariert.
- Der Aktienmarkt ist historisch gesehen immer noch fair bis niedrig bewertet, von wenigen Ausnahmen, die aber die Indexbewertung nach oben ziehen, einmal abgesehen.
- Der Euro ist unterbewertet, dagegen haben wir angesichts der startenden Investitionen Zweifel, ob Anleihen bei Zinsen von weiterhin unter 3 % für deutsche Staatsanleihen eine gute Idee sind. Aber Zinssparer sind ja gewohnt zu leiden, mit einer nominal nahe Nullverzinsung in den letzten 10 Jahren, dafür aber auch gutem Schlaf (solange man nicht von der Realverzinsung geträumt hat).

Zeitalter der Sicht durch die rosa Brille ist beendet

Wenn man einmal die EU, ihre Staaten und ihr Agieren sowie die Ratio dahinter positiv beschreiben will, dann sieht das so aus: Durch die Einbindung der meisten gesellschaftlichen Kräfte sowie die unterschiedlichen Trends in den einzelnen Staaten kam es bisher (wir werden sehen, wie es weitergeht) nicht zu einem Graben wie in den USA. Kriege und Machtdemonstrationen wurden als pubertäre Verhaltensformen angesehen. Die EU war damit beschäftigt, die Welt zu einem besseren Ort zu machen: Sozial, umwelt- und ressourcenschonend, nichtdiskriminierend,

weltweit, und darauf wurde mit viel Vertrauen eine unendliche Akribie in der Bürokratie geschaffen, die letzten Endes über das Ziel hinausgeschossen ist und zur Wachstumsschwäche der letzten Jahre geführt hat.

Auch hier: Zeitenwende (mindestens light) alternativlos. Jetzt gibt es andere Prioritäten. Und wenn die hohe Leistungsfähigkeit und -bereitschaft in andere Bahnen gelenkt wird, hat dies vermutlich ein Potential, das heute unterschätzt wird. Was Unternehmen unterstützt, statt behindert, was Kosten spart und Umsätze bringt. Mit einem Verteidigungssektor, der erstmals seit Jahrzehnten wieder innovativ und nicht böse ist (so ist die Techindustrie in den USA entstanden), mit dem Abstrahlen von Infrastrukturinvestitionen in die gesamte Volkswirtschaft, mit höheren Zinsen und einer strukturell profitableren Finanzindustrie. Und wenn dies alles nicht mehr auf Behinderung, sondern effizientes Wachstum ausgelegt ist, ist mit entsprechenden Auswirkungen auf alle Bereiche der Volkswirtschaft zu rechnen.

Das ist alles nicht garantiert, aber die Voraussetzungen dafür waren seit langem nicht mehr so gut. Die USA hatten immer einen so großen Binnenmarkt, dass die Unternehmen, die sich dort durchsetzen konnten, einen riesigen, oft uneinholbaren Vorteil besaßen. Das lag nicht unbedingt an der besseren Technologie, es war oft die schiere Finanzkraft, mit der man sich zur Not auch Technologien in Europa kaufen konnte und eingemeindete. Ein ernsthafter europäischer Binnenmarkt könnte hier ein level playing field schaffen. Zudem stellt sich die Frage, welche Potentiale sich aus einem möglicherweise anstehenden Brain Drain aus den USA ergeben könnten. Man denke nicht nur an Tausende freigestellte Wissenschaftler in staatlichen Einrichtungen, sondern auch in den

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



Wissensindustrien, nachdem der Fokus der USA ja neuerdings eher Richtung Wiederbelebung der Stahl- und Werftenindustrie zu gehen scheint. Und dann sind da letzten Endes natürlich vor allem Talente aus aller Welt, die sich vielleicht nicht so gerne beschimpfen lassen. Wie gesagt, es liegt alles an Deutschland und der EU, auch hier einfach nur den roten Teppich auszurollen.

Neue Prioritäten: Wachstum und Wehrkraft statt Nachhaltigkeit um jeden Preis

Warum sollte man optimistisch sein, was den Veränderungswillen der EU angeht? Die EU wollte mit dem „Green Deal“ ein Narrativ entwickeln und ein Ziel setzen, hinter dem sich die Völker der EU vereinen konnten: Die ganze Welt kann davon profitieren, reiche Länder, zu denen die meisten EU-Staaten gehören, können sich das anfangs eher leisten und damit Kompetenzen aufbauen, die überall gefragt sein sollten, und letztendlich, wie Kanzler Scholz hoffte, Wachstumsraten wie in den 50er Jahren erreichen. Das hat nun aus verschiedenen Gründen nicht funktioniert: Zu bürokratisch, zu wenig Technologieoffenheit, zu langsam, zudem funktionierende Technologien abgestellt, ohne einen vergleichbaren Ersatz zu haben, kurz: zu viel gewollt, zu schlecht gemacht, zu viel Wohlstand verloren.

Es sieht so aus, als ob diese gigantische Verschwendung von Ressourcen in Europa so nicht weitergehen wird. Jetzt zeichnen sich mehr Flexibilität, realistischere Annahmen und mehr Offenheit ab, und gleichzeitig haben sich die technischen Möglichkeiten weiterentwickelt, um die Ziele des Green Deals zu erreichen. Die ganz große gemeinsame Aufgabe ist nun aber die Verteidigungsfähigkeit und die wirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit. Beispielsweise scheint es nun ganz schnell zu gehen, dass die europäischen Autohersteller hinsichtlich ihrer CO2-Compliance

sinnvollere Rahmenbedingungen erhalten werden, statt Strafen zu zahlen für Dinge, die sie nicht zu verantworten hatten oder noch besser: Zum Ausgleich Zahlungen zu leisten an Unternehmen, die keine Steuern zahlen, Arbeitnehmerrechte und Lieferkettenvorschriften nur mit dem Fernglas betrachten und zudem staatlich subventioniert wurden, am besten von Steuern, die die alteingesessenen Unternehmen bezahlt haben.

Und Beispiele dieser Art gibt es haufenweise, von subventionierten Haussanierungen, die einen energetischen Payback von 50 Jahren haben, erneuerbare Stromerzeugungsanlagen, die wild in die Landschaft gebaut werden, ohne dass sie irgendeinen positiven Beitrag zur Stromversorgung machen usw. Wenn die Energie, die in den letzten 15-20 Jahren destruktiv gewirkt hat, nun nur neutral gestellt oder sich sogar in die richtige Entwicklung dreht, dann ist sehr viel Luft nach oben. Der Druck durch die links- und rechtspopulistischen Parteien beginnt zu wirken, wenn auch nicht bei allen Beteiligten. Aber die Furcht, dass bei weiteren Wahlen in Europa Dinge passieren wie in den USA, sollte auch den verbohrtsten Ideologen zum Nachdenken bringen. Lassen wir uns überraschen.

Das Potential einer geeinigten EU wird in der öffentlichen Diskussion meilenweit unterschätzt

Zuletzt: Wenn man die Diskussion hört, dass die kleine EU zwischen den Großmächten nicht mehr viel zu sagen hat, kann man sich nur an den Kopf fassen angesichts dieser Verzerrung. Eine der drei Großmächte (ohne Indien) hat eine Wirtschaftskraft von Italien, schön, aber nichts, vor dem man in Ehrfurcht versinken muss. Ohne auf die Vielzahl relevanter Datenpunkte einzugehen, weil es zu offensichtlich ist: Etwas mehr Selbstbewusstsein, Faktenkenntnis und



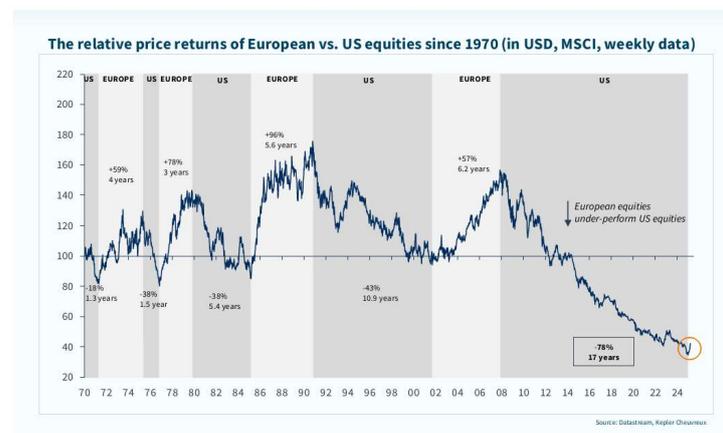
Bereitschaft, Dinge in Ordnung zu bringen können Wunder wirken.

Upside nach massiver Underperformance gegen die USA über einen langen Zeitraum

Wenn eine Aktie (und letzten Endes eine Volkswirtschaft) besser als erwartete und eingepreiste Wachstumsraten erzielt, steigen nicht nur die Gewinne, sondern es steigen auch die Bewertungen. In die Gegenrichtung funktioniert das genauso. Es deutet sich an, dass die EU ihre Wachstumsschwäche überwinden kann, und für die USA gilt genau das Gegenteil. Mindestens wird es aber schwierig sein, die hohen relativen Erwartungen noch zu übertreffen. Wenn sich diese Trends bewahrheiten, sind die Bewertungsdiskrepanzen, die immer noch auf einem Rekordhoch sind, nicht mehr gerechtfertigt. Diese Unterschiede gelten auch für Unternehmen mit vergleichbaren Assets in den gleichen Regionen, aber einem unterschiedlichen Unternehmenssitz. Ökonomisch ist das ziemlich sinnfrei, aber wenn man sein Geld via ETF-Asset Allocation nach Regionen investiert: Da kann man nicht so sehr ins Detail gehen. Und wenn man die anderen Assetklassen anschaut: Das ist eher der Ugly Contest. Die Inflation nicht mehr niedrig, im Gegensatz historisch gesehen zu den Zinsen, nach Kaufkraftparität überbewertete Währungen

(außer dem Yen) und Staatsschulden, die einem in vielen Staaten die Sorgenfalten auf die Stirn treiben sollten. Da bleibt nicht mehr viel übrig, in das man mit einer gewissen Zuversicht sein Kapital investieren will. In Deutschland sind, von den Rüstungsaktien und einzelnen Ausnahmen vor allem bei den großen Titeln abgesehen, viele Aktien historisch gesehen immer noch billig. Jetzt steht die Zeitenwende 2.0 an. Um nochmal Lord Keynes ins Spiel zu bringen: "When the facts change, I change my mind – what do you do, Sir?"

European outperformance: just a blip for now!



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.