FPM-Kommentar **Reducing the Noise**

Martin Wirth – 1/2026 vom 23.01.2026

Bewertung und Konjunktur bieten Chancen in 2026, größeres Potenzial hängt von politischen Entscheidungen ab

Martin Wirth – Fondsmanager, Gründer und Vorstand der FPM AG

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

- 2025 war trotz der schwierigen Rahmenbedingungen ein sehr erfreuliches Jahr
- Die Performance individueller Aktien war allerdings breit gestreut
- Portfolios breiter aufgestellt aufgrund neuer Chancen
- Politische Rahmenbedingungen bleiben schwierig – die EU ist unter massivem Druck
- Die Unternehmen haben seit Jahren auf die Veränderungen reagiert…
- …die Politik ist gerade dabei, ihren Kurs zu ändern
- Das Ergebnis ist offen: Die Politik muss an ihren Taten gemessen werden
- Aktienbewertung auf Indexebene nicht mehr niedrig, was aber bei weitem nicht in der Breite gilt
- Ausblick und Gründe für Optimismus

Um schon einmal vorzugreifen auf die später folgenden Passagen: Auch am Höchststand des deutschen Aktienmarktes gibt es wie immer noch ausreichend viele Investmentchancen, und oft sind diese erst in den letzten Monaten und Quartalen entstanden. Die Tatsache, dass, anders als letzten April, die Märkte aufgrund der neuesten und noch wüsteren US-Drohungen nicht stärker in die Knie gegangen sind, könnte belegen, dass die Ankündigungen nach und nach abgestumpft wahrgenommen werden. Das könnte vor dem Hintergrund der im Vergleich zu den USA niedrigeren Bewertung vieler europäischer Aktien relevant werden.

Wenn man sich einmal nicht von den Trumpschen Eskapaden ablenken lässt, kann man eine Trendwende der deutschen Konjunktur feststellen, die seit dem Tiefstand im letzten Herbst stattgefunden hat: Von einem tiefen Niveau kommend und mittlerweile offensichtlich getrieben von den Erwartungen der angekündigten staatlichen Investitionen, aber vielleicht auch durch die Hoffnung, dass die Bürokratiekosten in Deutschland und Europa ihren Höhepunkt gesehen haben könnten.

2025 war trotz der schwierigen Rahmenbedingungen ein sehr erfreuliches Jahr

Das Jahr 2025 brachte an den internationalen Aktienmärkten mehr als erfreuliche Ergebnisse, und auch der deutsche Aktienmarkt bildete da keine Ausnahme. Vor den politischen und geopolitischen Verwerfungen erstaunt dies auf den ersten Blick. In Deutschland und letztendlich auch in Europa gab es mehr als ein Thema, das Begeisterungsstürme auslöste: Zum einen war da die Anpassung der

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

Schuldenbremse. Zum anderen versetzte in den USA und dem Rest der Welt die Vorfreude auf die unbegrenzten Möglichkeiten der Künstlichen Intelligenz die Märkte in Euphorie. Das erste Thema eher im ersten, das zweite im zweiten Teil des Jahres.

Die FPM Funds schnitten noch besser ab als die Gesamtmärkte und die Vergleichsindizes und profitierten von einer nach und nach stattfindenden Angleichung der Bewertungen der Aktien unterschiedlicher Branchen. Insbesondere Aktien, die lange Jahre unterbewertet waren, konnten bei einer verbesserten Ertragslage deutlich zulegen.

Die Performance individueller Aktien war allerdings breit gestreut

Unter der Oberfläche sind die Entwicklungen jedoch mitnichten unisono positiv: Die Spannbreiten der Kursentwicklungen waren wieder einmal enorm, und hier kommen dann eben doch die geopolitischen Spannungen sowie die erneut eher dürftige Konjunkturentwicklung ins Spiel.

Gewinner waren neben denen, die mit Verteidigung zu tun hatten, auch alle, die im Bereich der Stromerzeugung und -verteilung tätig sind, dem aller Erwartung nach explodierenden Strombedarf der Rechenzentren sei Dank. Gewinner waren auch die Profiteure steigender Zinsen, vorneweg die Banken, die nunmehr das fünfte Jahr in Folge die europäischen Indizes outperformed haben. Man sieht, welche schönen Dinge passieren, wenn tiefe Bewertungen auf operative Verbesserungen treffen. Daneben waren aber auch viele zyklische Titel signifikante Outperformer, insbesondere aus dem Bereich der Investitionsgüter, was angesichts der schwachen Konjunktur zunächst einmal überrascht, aber durch die Resilienz der Ergebnisse der Unternehmen sowie der Perspektive der neuen deutschen Schuldenstrategie erklärt werden kann.

Am anderen Ende der Performanceliste findet man vor allem Unternehmen, deren Ruf als Qualitätsaktien aufgrund der schwachen Konjunktur oder – oft noch schlimmer – durch unternehmensspezifische Entwicklungen gelitten haben, nachdem sie auch in Zeiten niedriger Zinsen ein stabiles Wachstum erzielten, das dann als garantierter Ertrag wahrgenommen wurde und attraktiv erschien, im Vergleich zu den nicht vorhandenen Zinserträgen. Oft kam es doppelt schlimm: Durch die steigenden Zinsen sind diese Attraktionen nicht mehr das wert, was in den letzten Jahren gerne bezahlt wurde, und wenn dann noch Enttäuschungen, aus welchem Grund auch immer, hinzutraten, mussten teilweise massive Kursverluste hingenommen werden. Hier kann man also das Gegenteil der oben genannten schönen Dinge sehen: Wenn hohe Bewertungen auf operative Eintrübungen treffen, dann kann schon einmal ein Großteil des Investments dauerhaft verloren gehen. Dadurch, dass der Gesamtmarkt so gnädig war und insbesondere die hochkapitalisierten Titel im Durchschnitt erfreulich abgeschnitten haben, ist diese Entwicklung auf Indexebene nicht sichtbar. Allerdings hat fast die Hälfte der DAX-Aktien 2025 mit einem Verlust abgeschlossen, meistens im soliden zweistelligen Prozentbereich.

Und noch einmal muss ich eine meiner Lieblingsregeln zitieren: Es gibt nur zwei Arten von Unternehmen – die, die Probleme haben, und die, die Probleme haben werden. Man sollte sich immer überlegen, was mit den Aktien von Unternehmen passieren kann, die als dauerhaft problemfrei bewertet werden, sobald sich diese Sicht der Dinge ändert.

Portfolios breiter aufgestellt aufgrund neuer Chancen

Immerhin hat diese Entwicklung uns, unserem bewertungsorientierten Investmentstil folgend, die Möglichkeit geboten, endlich einmal wieder auch das Exposure der von uns gemanagten Fonds im Bereich der stabileren Geschäftsmodelle auszubauen, nachdem die Bewertungen wieder auskömmliche Renditen ermöglichen sollten und nicht nur zur (wie man sieht: zeitlich begrenzten) Beruhigung der Nerven des Fondsmanagers dienen konnten.

Die besonders unter dem aggressiven chinesischen Wettbewerb leidenden Branchen schnitten im

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

Vergleich zu den Unternehmen, deren Aktienkurse unter den steigenden Zinsen litten, gar nicht mal so schlecht ab, wenn auch nicht so gut wie der Markt in Summe. Die Chemieaktien hatten noch am meisten zu leiden, die Autoaktien waren gar nicht mal so schlecht, und die Aktien der immer noch als Stahlunternehmen wahrgenommenen Thyssenkrupp schossen mit einer Kursverdreifachung den Vogel ab. Auch hieran kann man erkennen, dass die Bewertung zwar keine hinreichende, aber eine notwendige Bedingung für eine außergewöhnliche Performance ist, die bei entsprechenden Rahmenbedingungen wirksam wird, wie der geänderten Wahrnehmung von Thyssenkrupp als Rüstungskonzern.

Politische Rahmenbedingungen bleiben schwierig – die EU ist unter massivem Druck

Die Rahmenbedingungen des Investierens sind allgemein bekannt: China aggressiv, Russlands Verhalten außerhalb einer sinnvollen Diskussion, Ukrainekrieg unklar, aber vorerst stabil, und die US-Verwaltung erratisch, disruptiv und leider in keiner Form das, was unter einem verlässlichen Partner zu verstehen ist. Ergänzt wird dies mit dem jüngsten Ansatz, zur Not ein anderes Nato-Land zu bedrohen, womit die Nato mehr oder weniger Geschichte zu werden droht. Was alles zusammen die EU als Weicheier in aller Welt erscheinen lässt, die immerzu von regelbasierter Politik redet, der aber aufgrund fundamentaler Defizite immer weniger Staaten zuhören wollen.

Das hat dazu geführt, dass die EU (teilweise) aus ihrer Lethargie aufgewacht ist und die Einsicht langsam heranreift, dass die Politik der letzten Jahre und Jahrzehnte unter den geänderten Rahmenbedingungen in wesentlichen Teilen ein Schuss in den Ofen war. Dies wird jetzt noch zusätzlich untermauert durch die Gedankenblitze des US-Präsidenten in Bezug auf Grönland. Eine massive ökonomische Underperformance gegen die USA, von China und anderen Staaten ganz zu schweigen, Beschäftigung mit kleinteiliger Regulierung aller möglichen Sachverhalte bis hin zur Befestigung von Deckeln an Plastikflaschen, dagegen wenig bis nichts in den Bereichen künstliche Intelligenz, militärische Fähigkeiten, Innovationskraft und -förderung, garniert mit einer konstanten Bereitschaft zur Schwächung der Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen durch mehr Regulierung und Bürokratisierung. Vielleicht haben wir irgendetwas übersehen, was positiv zu bewerten ist, ad hoc fällt mir nichts ein. Und das hat alles seinen Preis, und die EU und Deutschland sind gerade dabei, diesen zu bezahlen. Die EU steht an einer entscheidenden Weggabelung: Sich an die neuen Regeln anpassen und mitspielen, oder obsolet werden.

Die Unternehmen haben seit Jahren auf die Veränderungen reagiert…

Nun wird auch auf politischer Ebene zur Kenntnis genommen, was sich in der Welt tut, nicht mehr nur bei den Unternehmen: Diese sind seit Jahr und Tag mit der Realität konfrontiert und haben in den letzten Jahren bereits ihre Schlüsse aus den schlechter werdenden Rahmenbedingungen gezogen und sind tätig geworden. Insofern ist es kein Wunder, dass trotz der schwächlichen Konjunktur in der EU und insbesondere in Deutschland die Ergebnisse der Unternehmen alles andere als depressiv ausfallen, solange sie rechtzeitig reagiert haben. Dass die Industrieproduktion in Deutschland so schwach ausfällt, ist der Öffentlichkeit offenbar erst jetzt aufgefallen. Den Schluss, dass die Rahmenbedingungen dafür ursächlich waren, hat dagegen erst eine Minderheit gezogen. Die Wertschöpfung findet nun eben in Osteuropa, in Amerika oder quer durch Asien statt. Das ist nicht schlimm oder sogar positiv für den Aktionär, für den Staat und die Sozialkassen allerdings mehr als unerfreulich.

Um mit dem Rest der Welt wieder mithalten zu können, sind jetzt nicht Erziehungsversuche, zusätzliche Regulierung und mehr Bürokratie erforderlich, sondern eine Zeitenwende nicht nur auf militärischer Ebene. Wenn diese ausbleibt, werden vielleicht nicht die europäischen Unternehmen, aber

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

ganz sicher die Staaten und ihre Bürger ihr blaues Wunder erleben.

…die Politik ist gerade dabei, ihren Kurs zu ändern

Gegenüber Deutschland war die Modifizierung der Schuldenbremse (abgeschafft ist sie noch lange nicht) Anlass für eine umfängliche Euphorie im ersten Quartal des Jahres, ausgehend allerdings auch von einem Niveau, das kaum noch zu unterbieten war. Diese Euphorie löste sich nach und nach auf, bis sie im Herbst des letzten Jahres fast wieder verschwunden war. Das ging Hand in Hand mit den politischen Prozessen, die vereinbarten Maßnahmen umzusetzen. Und anders als in Diktaturen und neuerdings in den USA, wo mal eben alles auf Zuruf des Potentaten in die Wege geleitet wird, dauert dies eben seine Zeit – zu lange für viele Investoren, die aufgegeben haben und weitergezogen sind.

Aber vielleicht sind die Aussichten besser als es den Anschein hat: In den Medien wird immer nur diskutiert was kontrovers ist, nicht das, was ziemlich geräuscharm beschlossen wurde. Und da ist der Bundesregierung einiges gelungen, kleinteilig, aber genauso ist die Überwucherung durch die Bürokratie ja auch einmal entstanden.

Das Zurückschneiden der Bürokratie ist in unseren Augen viel wichtiger als staatliche Ausgaben-programme. Selbst 100 Mrd. EUR p.a. entsprechen nur 2 % des deutschen GDPs im Laufe der nächsten Jahre, und zudem dürften dadurch andere Investments verdrängt werden. Und es darf nicht vergessen werden, dass aus dem Kernhaushalt offensichtlich einiges in das Sondervermögen übertragen wird, was ansonsten anders hätte finanziert werden müssen, so dass das tatsächliche Volumen geringer ausfallen wird als die offizielle Ankündigung suggeriert.

Dagegen erleichtert weniger Bürokratie die Dinge nicht nur hinsichtlich der Kosten der Planung und des Betriebs. Oft dürften Projekte überhaupt erst angegangen werden, wenn drohende Hindernisse weggeräumt werden. Denn jeder Unternehmer kann seine Zeit auch mit etwas anderem verbringen als mit Bittgängen zu Behörden.

Das Ergebnis ist offen: Die Politik muss an ihren Taten gemessen werden

Man sollte die anstehende Entwicklung mit einer offenen Einstellung verfolgen. Den Anstoß von außen hat es gegeben, und größer kann die Demütigung der EU kaum ausfallen. Gut ist zunächst einmal, dass Deutschland die Sonderprogramme intern finanzieren kann und nicht auf Kapitalzuflüsse angewiesen ist. Auch die anderen EU-Staaten sind per saldo Kapitalexporteure, im Gegensatz zu den USA. Wenn die Rahmenbedingungen in Europa besser werden sollten, ist das Kapital zur Finanzierung mehr als ausreichend.

Exkurs: Es stellt sich durchaus die Frage, was Investoren immer noch dazu bewegt, Kapital in ein Land zu exportieren, bei dem die Notenbankunabhängigkeit mit eindeutigen Motiven untergraben wird, der Respekt vor dem Eigentum selbst anderer Territorien nicht mehr vorhanden ist, vom Gläubigerstatus ganz abgesehen (siehe Mar El Lago Accord, der wohl nur nicht umgesetzt worden sein dürfte, weil das direkt zu einem Desaster am Bondmarkt geführt hätte), und in dem die Regierung Staatsbedienstete verteidigt, die Bürgern mal eben so mehrfach in den Kopf schießen. Exkurs Ende.

Die Bürokratielasten haben das Potenzial zu sinken. Immerhin hat allein der Stopp einer weiteren Zunahme der Bankenregulierung bei diesen zu der überragenden Performance beigetragen. Wenn Prozesse einmal eingeschwungen sind, werden sie effizienter gehandhabt, unabhängig davon, wie sinnvoll sie sind, und wenn nichts Neues dazu kommt, dann sinken die Bürokratiekosten absolut. Zu solch einem Stopp gehört politischer Wille, insbesondere gegen die Lobbyisten aus dem linken politischen Lager, bei denen der Staat bzw. die „Reichen“ immer alles zahlen sollen und jede noch so kleine Erleichterung stets ein Anschlag auf den Sozialstaat oder die Umwelt ist.

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

Durch den externen Druck sollte die Konzentration auf das Wesentliche geschärft werden, und das, was Teile der Verwaltung in den letzten Jahren und Jahrzehnten getrieben haben und was man meinte, locker mitfinanzieren zu können, nun einmal genauer auf seine Relevanz geprüft werden. Auch die größten Verfechter der EU und ihres Schaffens werden zugeben müssen, dass die Bedrohung der Freiheit durch Russland und anderer autokratischer Staaten sowie der Ansehensverlust in der Welt, der zu einer Bedrohung humanistischer Werte geführt hat, eine größere Gefahr sind als das Nichtvorhandensein einer umfassenden Arbeitszeiterfassung auch in Kleinbetrieben.

Und eines wird nach und nach zum Alleinstellungsmerkmal: Die Rechtsstaatlichkeit der europäischen Institutionen, was nicht ansatzweise in der Bewertung im Vergleich zu den USA reflektiert ist.

Aktienbewertung auf Indexebene nicht mehr niedrig, was aber bei weitem nicht in der Breite gilt

Schaut man auf den Aktienmarkt, so befinden sich die Bewertungen auf Gesamtmarktebene trotz der großen politischen Unsicherheiten, der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung und der wieder normalisierten Zinsen auf einem überdurchschnittlichen Niveau. Insofern waren die Renditeperspektiven schon einmal besser. Wie aber bereits erwähnt, ist unterhalb der Indexebene einiges an attraktiven Bewertungen sichtbar. Dazu gehören in unseren Augen nun auch stabilere Unternehmen, einige Wachstumsunternehmen, Unternehmen der Konsumgüterindustrie sowie des -handels, und immer noch Telekom-, Finanz- und viele Dienstleistungsunternehmen. Hier liegen die Bewertungen immer noch oder manchmal wieder auf einem Niveau, das solide Renditen erwarten lässt, auch ohne dass sowohl die Konjunktur anziehen oder die europäischen Staaten in den Entbürokratisierungsmodus wechseln müssen. Hinzu kommen einige gefallene ehemalige Lieblinge, deren Kurse mittlerweile vollkommen ausgebombt erscheinen. Man kann sich des Eindrucks nicht erwehren, dass Investoren meinen, mit ihren undifferenzierten Verkäufen die Unternehmen für das Nichteinhalten von Prognosen bestrafen zu können. Das führt oft zu sehr attraktiven Bewertungen. Allerdings benötigt bei einem stark beeinträchtigten Vertrauen ein Trendwechsel am Aktienmarkt seine Zeit. Somit ist eine vorerst begrenzte Positionierung in diesen Investments für uns das Mittel der Wahl.

Ausblick und Gründe für Optimismus

Wir bleiben somit zuversichtlich für 2026. Was darüber hinaus möglich ist, dafür dürften in den kommenden Monaten in der europäischen Politik die Grundlagen geschaffen werden.

Was bekommt man alles geboten bei einem Investment im deutschen Aktienmarkt? Zunächst einmal einen Rahmen der Rechtssicherheit, erfahrungsgemäß auf längere Sicht die wichtigste Voraussetzung für den Erfolg der Investments. Das, was man in einer wachsenden Zahl von Staaten außerhalb der EU beobachten kann, führt regelmäßig zum immergleichen Ergebnis, und wenn man auch nicht mit allem in der EU einverstanden ist, sind hier die rechtsstaatlichen Rahmenbedingungen weiterhin gegeben. Wo das in der Welt nicht gilt, kann jeder selbst beurteilen. Den Mut, auch unter solchen Rahmenbedingungen zu investieren, haben schon viele Investoren in der Vergangenheit teuer bezahlt: Da war man eben doch nicht schnell genug draußen, als die Musik stoppte.

Man muss auch nicht in solche Unternehmen überinvestiert sein, deren Erfolg vom Export in die USA abhängt. Das lässt sich in einem breit aufgestellten Portfolio kaum vermeiden, aber zumindest sollten die daraus resultierenden Risiken in der Bewertung berücksichtigt sein. Unternehmen, die in den USA tätig sind, ohne auf größere Importe angewiesen zu sein, werden aus heutiger Sicht unter der aktuellen Politik nicht übermäßig leiden, von temporären Einzelfällen abgesehen. Aber diese Präsenz sollte wahrscheinlich eher kritischer als in der Vergangenheit gesehen werden, als noch galt, dass mehr auch besser war.

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

Daneben gibt es aber eine Reihe von Unternehmen, die mit den USA oder dem Wettbewerb aus China nur wenig zu tun haben: Dienstleistungsunternehmen, die Markt- und Qualitätsführer sind, zu einstelligen KGVs, und zwar auf der Basis zyklisch eher niedriger Gewinne, wachsende Health Care-Unternehmen im Bereich des zehnfachen Gewinns, Finanzdienstleister, die ebenfalls in dieser Größenordnung bewertet sind, kombiniert mit einem soliden Wachstum, Immobilienunternehmen, die dank gestiegener Zinsen mittlerweile Renditen im zweistelligen Bereich erwarten lassen: Es gibt genug, was eine ausreichende Qualität hat, auch unter schwierigeren Rahmenbedingungen solide Renditen zu erzielen. Und wenn man vor einer Disruption im Finanzsystem Angst hat, was offensichtlich für die vielen Krypto- und Edelmetallfans gilt, dann hat man mit Aktien einen deutlich besseren Vermögensschutz als mit Anleihen oder Liquidität, zusätzlich kombiniert mit einer substanziell besseren laufenden Gewinnrendite.

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