

Eine kleine Wirtschaftsbilanz der Ära Merkel:

Was nun zu tun ist

Dr. Michael Heise on Global Economics
September 2021



Wie gut steht Deutschland nach 16 Jahren einer unionsgeführten Bundesregierung im Bereich der Wirtschaft da? Im internationalen Vergleich sicherlich nicht schlecht. Dennoch gibt es neben dem Licht auch erhebliche Schatten in der wirtschaftlichen Bilanz der Ära Merkel. Auf der Habenseite der Entwicklung seit 2005 stehen ein deutlicher Beschäftigungsaufschwung und ein kräftiger Rückgang der Arbeitslosigkeit. Ein erheblicher Teil dieses Erfolges hat allerdings mit den Nachwirkungen der Wirtschaftsreformen einer rot-grünen Regierung in den Jahren 2003 bis 2005 zu tun: Stichwort „Agenda 2010“.

Anzuerkennen ist auch, dass schon einige Jahre vor der Corona-Krise Überschüsse im Staatshaushalt realisiert wurden. Und dank einer soliden Haushaltssituation hat Deutschland die verschiedenen Krisen in den Merkel Jahren – die große Finanzkrise, die Euro-Schuldenkrise und die Coronakrise – relativ gut meistern können.

Das gesamtwirtschaftliche Wachstum lag im Schnitt nur bei 1,1 Prozent

Schon etwas weniger positiv erscheint die Bilanz im Hinblick auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum, das jahresdurchschnittlich nur rund 1,1 % betrug und damit deutlich geringer war als in früheren Jahrzehnten. Das verhaltene Wachstum spiegelte sich auch in der Entwicklung der real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte wider, die trotz der positiven Beschäftigungsentwicklung in den 15 Jahren bis 2020 nur um 1 % p.a. gestiegen sind. Hierbei spielt auch eine Rolle, dass sich die Steuer- und Abgabenbelastung in Relation zur gesamten Wirtschaftsleistung seit 2005 deutlich erhöht hat, von rund 38,8 auf 41,5 % (nach VGR). Die Beschäftigungsgewinne und die sinkende Arbeitslosigkeit der vergangenen 15 Jahre sind nicht genutzt worden, um die Abgabenbelastungen zu senken.

Auch in Bezug auf ein stärkeres Wachstum der Investitionen und der Produktivität hat sich die Lage in den letzten anderthalb Jahrzehnten nicht wesentlich gebessert. Zwar ist die Quote der öffentlichen Investitionen etwas gestiegen, was jedoch an der Einrechnung von Militärausgaben liegt. Mit 2,6 % sind sie nach wie vor relativ gering. Die privaten Investitionen (ohne Wohnungsbau) sind in Relation zur Wirtschaftsleistung etwa so hoch wie 2005 (12,5%). Zusammengerech-



net liegen die Investitionen in Deutschland nach wie vor deutlich unter dem heimischen Sparaufkommen. Die Folge ist ein hoher Außenhandelsüberschuss, der bei fast 6 % des BIP liegt und im Ausland regelmäßig auf Kritik stößt.

Die deutsche Wirtschaft ist in erheblichem Maße vom Export abhängig

Diese Abhängigkeit ist sogar noch gestiegen, wie man an der Exportquote ablesen kann, die von rund 38 % im Jahr 2005 zwischenzeitlich auf 47 % gestiegen war und selbst im Corona-Krisenjahr 2020 immer noch bei rund 43 % lag. Zu wünschen übrig lässt auch das Wachstum der durchschnittlichen Arbeitsproduktivität, die im Zeitraum 2006-2020 bei nur 0,7 % lag (je Arbeitsstunde gemessen), das ist deutlich niedriger als in früheren Jahrzehnten.

Der geringe Produktivitätsfortschritt ist sicherlich kein Thema, das bei Wahlen Begeisterungstürme auslösen kann, aber er ist dennoch für unsere wirtschaftliche Zukunft von entscheidender Bedeutung: Von der Produktivitätsentwicklung wird es abhängen, wie stark die Löhne in Zukunft steigen können und von der Lohnentwicklung hängt es ganz wesentlich ab, wie stark die Renten und andere Sozialleistungen zunehmen werden und sich die Einnahmen des Staates entwickeln.

Wirtschaftspolitische Erwartungen an die neue Regierung

Von der neuen Regierung wäre eine Wirtschaftspolitik zu erwarten, die bei diesen Schwachstellen ansetzt. Um das langfristige Wachstumspotenzial und die Produktivität zu steigern und damit möglichst gut bezahlte Arbeitsplätze langfristig zu sichern, müsste sich die Wirtschaftspolitik insbesondere auf die Investitionen und Innovationen in der Wirtschaft sowie auf die Qualität des Humankapitals konzentrieren. Gerade in einer Zeit, in der sich die Wirtschaft in einer doppelten Transformation hin zur Klimaneutralität und zur weitgehenden Digitalisierung befindet, sind ausreichend hohe Investitionen, wirkungsvolle Innovationen und sehr gut qualifizierte Arbeitskräfte gefragt.

Wie lässt sich das erreichen? In der privaten Wirtschaft hängt es vor allem von den Rahmenbedingungen und der Attraktivität des Standorts Deutschland ab, in welchem Umfang Kapazitäten aufgebaut werden. Dabei spielen Kriterien wie steuerliche Belastungen, Lohnkosten, Energiekosten, Bürokratielasten, zügige Planungs- und Genehmigungsprozesse, Rechtssicherheit, qualifizierte Arbeitskräfte und die Qualität der öffentlichen Infrastruktur in Bezug auf Verkehr, Digitalinfrastruktur sowie Energienetze eine wichtige Rolle. Manches ist sehr gut in diesem breiten Katalog an Rahmenbedingungen in Deutschland, doch in der Gesamtschau ist der hiesige Standort offenbar nicht so attraktiv, wie es für eine ausgewogenere und stärkere Steigerung des Wohlstands erforderlich wäre.

In Bereichen wie dem Bürokratieabbau sind Fortschritte schwer zu erkennen

Natürlich haben die Koalitionsregierungen in den vergangenen Jahren versucht, in verschiedenen Bereichen Verbesserungen herbeizuführen, etwa indem bei der Bildung und Innovation die Ausstattung der Universitäten verbessert, Forschung und Entwicklung und Start-ups stärker gefördert und Schulen und Kindergärten besser ausgestattet wurden. Auch in die Modernisierung der öffentlichen Infrastruktur sind zusätzliche Gelder in verschiedenen Bereichen bereitgestellt worden, die aber angesichts langwieriger Planungs- und Genehmigungsprozesse und hoher bürokratischer Erfordernisse oft nur in sehr kleinen Teilen abgeflossen sind. Große Fortschritte sind schwer zu erkennen.

Beim Bürokratieabbau, der immer wieder versprochen wird, gibt es eher Beispiele für Bereiche, in denen der bürokratische Aufwand gesteigert wurde, als solche, wo er deutlich reduziert werden konnte. Die Erfahrung lehrt, dass das Argument der Bürokratielasten für die Wirtschaft schnell beiseitegeschoben wird, wenn „höhere“ politische Ziele erreicht werden sollen, wie etwa bei den Regulierungen zum Mindestlohn, Lieferkettengesetz oder der Finanzmarktregulierung.

Handlungsbedarf gibt es in vielen Einzelbereichen der Wirtschaftspolitik

Eine große Bedeutung für die wirtschaftliche Zukunft Deutschlands und die Wettbewerbsfähigkeit seiner Unternehmen und Arbeitsplätze liegt in der Energie- und Umweltpolitik. Das große Projekt einer möglichst raschen CO₂-Neutralität muss effizienter angegangen werden, als es bisher geschehen ist. Wir haben einen moderaten Fortschritt

bei der Reduzierung der CO₂-Emissionen erkaufte durch sehr hohe Strompreise, gestiegene CO₂-Abgaben, einen teuren Kohleausstieg und hohe staatliche Subventionen. Erneuerbare Energie bleibt ungenutzt, weil Energienetze und Speichermedien fehlen. So werden Arbeitsplätze eher gefährdet als neu geschaffen.

Handlungsbedarf gibt es, wie diese Beispiele zeigen, in vielen Einzelbereichen der Wirtschaftspolitik. Für die zukünftige Entwicklung der Einkommen und der Beschäftigung ist darüber hinaus eine übergreifende, ganzheitliche Sichtweise erforderlich. Wenn wirtschaftspolitische Entscheidungen getroffen werden, die den Unternehmen und Arbeitnehmern zusätzliche Belastungen auferlegen, etwa bei Sozialausgaben oder Energiekosten, dann sollten die Wirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit im Blick bleiben und durch eine Verbesserung von Rahmenbedingungen an anderer Stelle – etwa durch eine erstklassige Infrastruktur oder niedrigere steuerliche Belastungen – in einem ausgewogenen Verhältnis stehen.

Gefährlich wird es für eine positive Entwicklung des Wohlstandes, wenn sich Belastungen für die Wirtschaft und Arbeitnehmer kumulieren, weil alle Sparten der Politik scheinbar gute Gründe für höhere Abgaben, Steuern oder strengere Vorschriften haben. Deutschland ist über die Jahre und Jahrzehnte in diese Richtung gegangen: Hohen Kosten und Steuerbelastungen stehen immer weniger herausragende Stärken gegenüber, wie einst eine erstklassige Infrastruktur oder hocheffiziente Verwaltungen.

Für eine wohlstandsfördernde und investitions- und innovationsintensive Wirtschaftsentwicklung muss die Politik einen verlässlichen und ganzheitlichen Kompass haben. Er sollte signalisieren, dass bei Entscheidungen, die mit höheren Belastungen für Unternehmen und Arbeitnehmer einhergehen, auch Verbesserungen an anderer Stelle oder Entlastungen, gegenüberstehen.

Am Ende kommt es darauf an, die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft und ihre Investitions- und Innovationsfähigkeit zu stärken und damit die Sozialsysteme und die Finanzierungsmittel des Staates langfristig zu sichern. Das gilt vor allem in einer Zeit mehrfacher „Mega“-Herausforderungen, wie die notwendige Dekarbonisierung oder Digitalisierung der Wirtschaft. Diese Aufgaben sind unter der Bedingung eines zunehmend knapper werdenden Erwerbspersonenpotenzials und einer alternden Gesellschaft umso schwerer zu bewältigen. Es bleibt zu hoffen, dass sie nach dem Wahlkampf in das Zentrum der Aufmerksamkeit der neuen Regierung rücken.

Fazit für Anleger

Für die internationalen Kapitalmärkte dürfte die Wahl in Deutschland keine wesentlichen Auswirkungen haben. Für Anleger mit einem starken Fokus auf Deutschland sind der Wahlausgang und die sich anschließende Koalitionsbildung jedoch von großer Bedeutung. Bei einer Fortsetzung der großen Koalition oder einer unionsgeführten Bundesregierung wird ein hohes Maß an Kontinuität zu erwarten sein. Im Falle einer rot-grünen Regierung sind schon weitergehende Änderungen in Richtung höherer Staatsausgaben sowie höherer Steuern und Sozialabgaben sowie zusätzliche staatliche Interventionen zu erwarten. Kurzfristig mag eine expansive Finanzpolitik an den Aktienmärkten

Eine Wirtschaftsbilanz der Ära Merkel

Prof. Dr. Michael Heise on Global Economics – September 2021

Seite 3

en positiv aufgenommen werden, längerfristig wird das Produktionspotential durch noch mehr staatliche Einflussnahme in Deutschland eher geschwächt. Auswirkungen sollte der Wahlausgang insbesondere auf Branchenebene haben, etwa im Hinblick auf erneuerbare Energien, konventionelle Energien, Automobilwirtschaft und andere Bereiche der Industrie.

Eine kleine Wirtschaftsbilanz der Ära Merkel			
	2005	2020	
Zahl an Erwerbstätigen	39,3 Mio.	44,8 Mio.	😊
Arbeitslosenquote	11,70%	5,80%	😊
Abgabenquote (nach VGR)*	38,80%	41,30%	😞
Exportquote*	38,10%	43,40%	😐
Außenbeitrag*	5,20%	5,70%	😐
Investitionsquote Staat*	1,93%	2,65%	😐
Nicht-staatliche Investitionsquote* (ohne Wohnungsbau)	12,10%	12,30%	😐
Durchschnittswerte über den Zeitraum 2006-2020			
Finanzierungssaldo des Staates		0,6%	😊
Wachstum des realen BIP		1,1%	😐
Wachstum der realen verfügbaren Einkommen		1,0%	😞
Wachstum der Arbeitsproduktivität/h		0,7%	😞

* jeweils in Relation zum BIP
Quelle: marcoadvisors

Hinweise zu Anlagestrategie- Anlageempfehlung gem. § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. VO (EU) Nr. 596/2014

Allgemeines

Die Anlagestrategie- und/oder Anlageempfehlungen (nachfolgend „Analysen“ genannt) werden von der LeanVal Research GmbH nur zu Informationszwecken erstellt.

Weder die LeanVal Research GmbH noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung der Analysen oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit diesen entstehen. Die Analysen stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bilden diese oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage der Analysen. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die Analysen können insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen. Die in den Analysen enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen der jeweiligen Verfasser. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der LeanVal Research GmbH und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen ("Information") sind primär für Kunden der LeanVal Research GmbH in Deutschland bestimmt. Sollte der ursprüngliche Empfänger die Analyse weiterleiten, so ist er verpflichtet, dies unter Einhaltung bestehender Regelungen und Gesetze zu tun und es ergibt sich hieraus keinerlei Verpflichtung der LeanVal Research GmbH gegenüber einer dritten Partei. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden. Die Verteilung der Analysen in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz die Analysen gelangen, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung der Analysen und ihrer Inhalte im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der LeanVal Research GmbH gestattet.

Informationsquellen

Sämtliche Analysen werden auf der Grundlage der Daten eines Datenanbieters sowie von allgemein zugänglichen Quellen („Informationen“) erstellt, die die LeanVal Research GmbH für zuverlässig hält. Die LeanVal Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der LeanVal Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und LeanVal Research GmbH haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die LeanVal Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen. Obwohl die Analysen mit aller Sorgfalt zusammengestellt werden, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die LeanVal Research GmbH, deren Anteilseigner, Organe und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen, die aus in den Analysen enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Datenquelle für alle historischen Kurse ist Morningstar und LeanVal Research.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von der LeanVal Research GmbH analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, NAV-Bewertungen und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell. Die errechneten Scores (Value, Quality, Stability, Growth) sind das Ergebnis eines proprietären Modells der LeanVal Research GmbH. Sie ergeben sich aus dem Vergleich fundamentaler Kennzahlen des quantitativ analysierten Unternehmens im Verhältnis zu Vergleichsunternehmen innerhalb eines Sektors (ggf. einer Region). Hinweise zur generellen Vorgehensweise befinden sich unter www.leanval.investments. Das absolute Kursziel und damit verbunden die absolute Einschätzung (unterbewertet, neutral überbewertet) ergeben sich unter Verwendungen eines in die Zukunft gerichteten DCF- oder ROIC (Return on Invested Capital) Verfahrens. Als Grundlage dienen hierbei die Schätzungen der zukünftigen Gewinne. Die Gewinnschätzungen basieren entweder auf einem Konsensus oder werden von der LeanVal Research GmbH selbst vorgenommen.

Aktualisierungen

Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Analysen besteht nicht. Die LeanVal Research GmbH behält sich vor, Aktualisierungen von Analysen unangekündigt vorzunehmen. Eine regelmäßige Aktualisierung dieses Dokuments ist nicht vorgesehen.

Compliance

Die LeanVal Research GmbH hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationsbarrieren, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Einhaltung wird durch den Compliance-Beauftragten überwacht.

Erläuterung der Empfehlungssystematik

Die relative Einschätzung basiert auf den verschiedenen Scores der einzelnen Unternehmen in den Bereichen Value, Quality, Stability, Growth und Momentum welche mit den Durchschnittswerten des Gesamtmarktes und/oder auch mit den jeweiligen Sektoren verglichen werden. Die Unternehmen werden auf einer Skala von 0 bis 100 eingestuft. Hieraus werden die drei Ratings „unattraktiv“ (0 bis 30 auf der Skala), „neutral“ (31 bis 70 auf der Skala) und „attraktiv“ (71 bis 100 auf der Skala) abgeleitet. Die relative Einschätzung kann sich aufgrund der hohen Komplexität der Scores und der vielfältigen Abhängigkeiten zwischen den analysierten Unternehmen kurzfristig ändern.

Das Ratingsystem der LeanVal Research GmbH für die absolute Bewertung umfasst die Ratings „unterbewertet“, „fair bewertet“ und „überbewertet“. Das Rating einer Aktie basiert auf der erwarteten Rendite für die kommenden sechs bis zwölf Monate. Die erwartete Rendite setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen. Änderungen des Diskontierungsfaktors oder der prognostizierten Cashflows können zu erheblichen Änderungen des Kursziels führen.

Ratingsystem der absoluten Bewertung:

Buy	Potenzial > +15%
Hold	Geringes Aufwärts- und Abwärtspotential
Sell	Potenzial < - 15%

Interessenkonflikte

In den Finanzanalysen sind Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit - der Mitarbeiter der LeanVal Research GmbH, die die Analyse erstellt haben, - der LeanVal Research GmbH als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen oder - der sonstigen für die LeanVal Research GmbH tätigen und an der Erstellung mit-wirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten, anzugeben. Offenlegungspflichtige Informationen über Interessen oder Interessenkonflikte liegen insbesondere vor, wenn

1. wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen oder Unternehmen und den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, bestehen,
2. o.g. Personen oder Unternehmen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen (Market Making/ Designated Sponsoring),
3. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
4. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden waren oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielten, soweit von der Offenlegung dieser Informationen keine vertraulichen Geschäftsinformationen betroffen sind,
5. o.g. Personen oder Unternehmen mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen haben,
6. o.g. Personen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahrnehmen oder
7. o.g. Personen oder Unternehmen sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf die Emittenten haben, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

LeanVal Research GmbH
Die Geschäftsführung
Köln, 2021