



Das deutsche Geschäftsmodell

Notwendigkeit einer neuen Standortagenda



Dr. Michael Heise on Global Economics

Oktober 2022

Die deutsche Wirtschaft ist in schweres Fahrwasser geraten: Ukrainekrieg und Energiekrise haben bestehende Probleme noch verstärkt – und die Politik veranlasst, sich vor allem um aktuelle Fragen zu kümmern. Eine Inaktivität in der Standortpolitik ist aber genauso riskant.

Es ist unbestreitbar, dass die deutsche Wirtschaft unter erheblichen Belastungen steht. So erwarten Bundesregierung wie auch die vier Wirtschaftsforschungsinstitute eine rückläufige Wirtschaftsleistung von -0,4 % in 2023. Deutschland steht damit am Ende der Wachstumsskala der entwickelten Länder.



Schwarzmaler unterschätzen stabilisierende Faktoren

Viele erwarten aufgrund der Energiekrise eine Deindustrialisierung und damit auch langfristig einen Verlust an Wohlstand in der deutschen Wirtschaft. Eine Rezession ist also Konsens. Aber wie tief wird sie? Derzeit wirken mehrere Abwärtskräfte zusammen. Die schwere Energiekrise hat exorbitante Preissteigerungen insbesondere für Gas und Strom nach sich gezogen. Viele private Haushalte, Gewerbetreibende und Unternehmen bangen um ihre wirtschaftliche Existenz, weil sie Energierechnungen nicht bezahlen können oder mit großem Verlust produzieren. Zusammen mit steigenden Lebensmittelpreisen hat die Energiekrise den Anstoß für eine Inflation gegeben, die selbst die Ölpreiskrisen der 1970er Jahre in den Schatten stellt.

Die Kaufkraftverluste bremsen die Konjunktur, zumal die hohen Aufwendungen für den Energieimport dem heimischen Kreislauf entzogen werden. Dieser Bremseffekt wird durch einen Zinsanstieg verstärkt, mit dem die EZB gegen den schubartigen Anstieg der Inflation und die zunehmenden Inflationserwartungen ankämpft.

Es gibt aber auch stabilisierende Faktoren. Erstens hat die marktwirtschaftliche Anpassung an den Gas- und Strompreisschock begonnen. Durch Ersparnisse beim Verbrauch, die Erschließung neuer Anbieter und verstärkte Anstrengungen zur Gewinnung von Gas und erneuerbaren Energien haben die Energiepreise bereits deutlich nachgegeben. Mit einer gewissen Verzögerung wird das die Inflationsraten und damit die Kaufkraftverluste der Konsumenten deutlich reduzieren.

Zweitens befinden sich die Länder der Eurozone und der OECD in einer Situation sehr hoher Arbeitsnachfrage und niedriger Arbeitslosigkeit. Viele Unternehmen suchen händeringend Arbeitskräfte, um die hohen Auftragsbestände, die sich vor allem aus der Zeit der Covid-Beschränkungen stammen, abzuarbeiten. Sicher werden die sehr hohen Zahlen an offenen Stellen im Zuge der derzeitigen Konjunkturabkühlung deutlich zurückgehen, aber es deutet kaum etwas darauf hin, dass große Entlassungswellen anstehen.

Drittens wirken beachtliche schuldenfinanzierte staatliche Entlassungsprogramme den Kaufkraftverlusten und Kostensteigerungen entgegen. Die Unterstützung des Staates ist vor allem in un-

teren und mittleren Einkommensbereichen notwendig, da viele Haushalte nicht in der Lage sind, die monatlichen Energiekosten zu begleichen und viele Gewerbetreibende vor einer Geschäftsaufgabe stünden. Für industrielle Großabnehmer von Energie sind Regelungen für den Anstieg für den Jahresbeginn 2023 vorgesehen, um die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten und weitere Produktionsstilllegungen und Insolvenzen in energieintensiven Bereichen zu vermeiden.

Die Deindustrialisierung ist ein Risiko

Allerdings stellt sich auch die Frage nach den langfristigen Perspektiven der deutschen Wirtschaft. Droht ein Wohlstandsverlust durch eine Deindustrialisierung und ein Scheitern des „Geschäftsmodells Deutschland“? Unbestreitbar ist, dass die Wirtschaft aufgrund ihres hohen Industrieanteils und ihrer Exportabhängigkeit von den Energiepreisen stärker belastet ist als andere Volkswirtschaften.

Die deutsche Industrie musste zwar immer mit hohen Energiekosten zurechtkommen, aber die plötzliche Vervielfachung macht viele Produktionen unrentabel. Würden die Gas- und Strompreise längere Zeit auf dem Durchschnittsniveau seit März 2022 bleiben, wäre mit einem Exodus an energieintensiven Produktionen zu rechnen. Um der Gefahr einer Deindustrialisierung entgegenzutreten, ist daher die Aussicht auf eine sichere und wirtschaftliche Energieversorgung wichtig. Die deutsche Energiewende erzeugt dagegen große Verunsicherung. Sie verzichtet auf Atomkraft und zunehmend auch die Verstromung von Gas und kommt nicht schnell genug bei erneuerbaren Energien voran. Im Ergebnis muss die klimaschädliche Kohlekraft wieder ausgebaut werden.

Neue Formen der Globalisierung bilden sich heraus

Zusätzliche Herausforderungen für die deutsche Wirtschaft bringen Veränderungen im internationalen Umfeld. Bereits seit der Finanzkrise ist eine relative Verlangsamung des Welthandels und des Weltkapitalverkehrs zu beobachten. Und als eine Folge der Ukraine Krise bilden sich neue Formen der Globalisierung heraus, in denen Deutschland seine Position noch behaupten muss. Dabei fällt weniger ins Gewicht, dass die Wirtschaftsbeziehungen zu Russland wohl geraume Zeit auf Eis liegen dürften. Bedeutsamer ist, dass das Geschäft mit China auch unter dem Blickwinkel hoher Abhängigkeiten auf der Export- und Importseite kritisch betrachtet wird. China hat sich nicht nur stärker mit Russland verbunden, sondern durch Staatsinterventionen in der Wirtschaft und die Kompromisslosigkeit bei der Durchsetzung politischer Ziele für große Verunsicherung gesorgt.

So sind viele Unternehmen im Begriff, ihr China-Engagement zu überdenken. Einen großangelegten Rückzug wird es zwar nicht geben, er hätte auch katastrophale Auswirkungen auf den

Wohlstand in Deutschland. Aber schrittweise werden die Unternehmen daran gehen, Beschaffungsmärkte, Absatzmärkte und Investitionsstandorte stärker zu diversifizieren. In der asiatischen Region könnten Länder wie Vietnam, Indien oder Indonesien davon profitieren. Ein großer Gewinner dürfte aber die USA sein, die mit einem si Absatzmarkt und beträchtlichen Subventionen für investitionsbereite Unternehmen locken.

Handelsbeziehungen und Kapitalverkehr werden sich in Zukunft stärker an geopolitischen Bedingungen orientieren. Länder mit ähnlichen Werten und kalkulierbaren politischen Rahmenbedingungen werden den Austausch intensivieren. Für die Weltwirtschaft im Ganzen ist dagegen eine gewisse Fragmentierung zu erwarten, da sich autokratisch regierte Blöcke stärker von den Volkswirtschaften der Demokratien absetzen. Handelsvorteile werden dadurch zunichte gemacht und die Kooperation in globalen Themen wie dem Klimaschutz wird erschwert.

Eine neue Standortagenda für Deutschland ist notwendig

Man mag Verständnis dafür haben, dass die Regierung ihre volle Aufmerksamkeit zurzeit dem Ukrainekrieg und seinen Folgen widmet. Inaktivität in der Standortpolitik ist gleichwohl riskant. Denn nur eine gute Standortpolitik ist der Garant dafür, dass das international und industriell ausgerichtete Geschäftsmodell Deutschlands auch in Zukunft erfolgreich für Arbeitsplätze und Wohlstand sorgen kann.

Standortprobleme kommen in langfristig niedrigem Wachstum, vergleichsweise geringen Investitionen und schwachem Produktivitätsfortschritt zum Ausdruck. Neben verlässlicher Energiepolitik bedarf es eines gesamtheitlichen Blicks auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die eine im Export- und Industrie-geschäft starke Volkswirtschaft benötigt. Je stärker die Politik Energieverbrauch und Umweltbeanspruchung verteuert, desto mehr muss sie darauf achten, dass andere Kostentreiber wie etwa Lohnnebenkosten oder bürokratische Erfordernisse oder die überdurchschnittlich hohen steuerlichen Belastungen in Deutschland zurückgeführt werden. Bei guten Standortbedingungen werden die Investitionen heimischer und internationaler Unternehmen hierzulande nicht ausbleiben.

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
Bleichstraße 52

60313 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69 9494 88 050
E-Mail: research@leanval.investments