

Auf die Wirtschaft kommt es an!



Dr. Michael Heise on Global Economics
Dezember 2021

Die neue Koalitionsregierung ist mit dem Ziel angetreten, Deutschland zu modernisieren und mehr Fortschritt zu wagen. Warum die richtige Wirtschaftspolitik bei der Erreichung dieser ambitionierten Ziele eine sehr wichtige Rolle spielt, erklärt Dr. Michael Heise.

Unser Land soll grüner, digitaler und schneller werden und bei alledem Freiheit, Demokratie und Gerechtigkeit voranbringen. Mit dem neuen Leitbild möchte die Koalitionsregierung einen Aufbruch in eine moderne und fortschrittliche Zukunft auslösen. Unterlegt wird die Zielsetzung im Rahmen des Koalitionsvertrages durch eine sehr umfassende Liste an politischen Absichtserklärungen und konkreten Vereinbarungen der Parteien für die nächsten vier Jahre.

Man kann allerdings damit rechnen, dass das politische Programm der ersten Dreierkoalition in Deutschland noch intensiv diskutiert werden wird – etwa im Hinblick darauf, welche Schritte Priorität haben und mit welchen konkreten Maßnahmen, die teilweise noch allgemein formulierten politischen Ziele angegangen werden. Manche Maßnahmen werden strittig bleiben und manche werden sich aufgrund fehlender Mittel als nicht durchführbar erweisen.

Die Finanzierbarkeit wird für viele Pläne eine schwierige Hürde sein

Da die Schuldenbremse der Verfassung nicht grundlegend geändert werden soll, wird die Neuverschuldung nach den Ausnahmejahren der Pandemie ab 2023 wieder sehr viel geringer sein müssen. Der Koalitionsvertrag beziffert nicht, wie viel Geld benötigt wird. Klar ist aber, dass es eine Menge sein wird. So sollen im Originalwortlaut „die 2020er Jahre zu einem Jahrzehnt der Zukunftsinvestitionen, insbesondere in Klimaschutz, Digitalisierung, Bildung und Forschung sowie Infrastruktur“ gemacht werden. Da-



zu werde eine Politik verfolgt, „die die Investitionen – privat, wie öffentlich – deutlich erhöht.“ Hinzukommen wird ein Finanzierungsbedarf durch steigende Sozialausgaben, wie etwa vom Familienministerium bereits angekündigt und wie in den Bereichen des Arbeitsministeriums und des Gesundheitsministeriums geplant.

Was gemacht werden kann und wie erfolgreich die Regierung sein wird, hängt entscheidend vom Verlauf der wirtschaftlichen Entwicklung ab. Man ist geneigt, an Bill Clintons Aussage „It's the economy, stupid“ zu erinnern. Nur wenn die deutsche Wirtschaft nach der Überwindung der Pandemie wieder auf einen Wachstumskurs kommt, ist mit den dringend benötigten Steuermitteln für den Staat zu rechnen, die er für seine ambitionierten Projekte braucht. Und nur bei positiver Einkommensentwicklung werden die zusätzlichen Belastungen etwa für den Klimaschutz, die Energiewende oder den Sozialstaat von den Bürgern und den Wählern akzeptiert werden.

Im Koalitionsvertrag fehlt ein ganzheitlicher Blick der Wirtschaftspolitik

Benötigt werden also günstige Rahmenbedingungen für einen Anstieg der Beschäftigung, für rückläufige Arbeitslosigkeit und einen möglichst großen Spielraum für produktivitätsorientierte Lohnsteigerungen. Darüber hinaus sollte es unstrittig sein, dass die grüne und die digitale Transformation der Wirtschaft vor allem durch privatwirtschaftliche Investitionen in die Erneuerung des Kapitalstocks und durch technologische Innovationen vorangetrieben werden muss. Auch das setzt eine starke und wettbewerbsfähige Wirtschaft voraus.

Das Ziel, die Wirtschaft zu stärken, um die großen Herausforderungen zu meistern, ist im Koalitionsvertrag mehrfach angesprochen, aber nicht durch ein umfassendes Handlungskonzept unterlegt. Es hätte ein eigenes Kapitel und eine ganzheitliche Betrachtungsweise verdient gehabt. Einzelne Ansatzpunkte finden sich verstreut in dem Regierungsplan. So ist es sicher richtig, dass staatlichen Investitionen in die Infrastruktur sowie die Ausgaben für Forschung und Bildung zur Stärkung der Wirtschaft beitragen. Sie setzen kurzfristige Konjunkturimpulse und tragen langfristig zur Verbesserung der Produktivitätsentwicklung bei. Allerdings ist zur Beurteilung der Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft und der Attraktivität des Standorts Deutschland mehr in den Blick zu nehmen als die Infrastruktur, die in manchen Bereichen als marode bezeichnet werden kann.

Zu den wichtigen Rahmenbedingungen für die Wirtschaft zählen auch Dinge wie die Lohnkosten, Lohnnebenkosten, Energiekosten, Steuerbelastungen, die Verfügbarkeit qualifizierter Arbeitskräfte, zügige Planungs- und Genehmigungsprozesse, Rechtssicherheit, Bürokratiekosten und mehr.

In der Summe dieser Faktoren startet Deutschland in die wirtschaftliche Transformation keineswegs aus der Pole-Position. Manches ist sehr gut in diesem breiten Katalog an Rahmenbedingungen in Deutschland, doch in der Gesamtschau fällt der Standort deutlich hinter andere zurück. Das Wachstum der Kapazitäten und der Investitionen ist seit Jahren relativ schwach, niedrige Produktivitätsfortschritte sind die Folge. Steigerungsfähig wären auch die Rolle von Start-Ups und die Dynamik wirtschaftlicher Innovationen in Deutschland.

Die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen und Arbeitsplätze hängt darüber hinaus sehr von der Energie- und Umweltpolitik ab. Beim Ziel der CO₂-Neutralität haben wir nur moderate Fortschritte erzielt, die aber in sehr vielen Bereichen mit hohen Kosten verbunden waren; nicht zuletzt mit überdurchschnittlich hohen Strompreisen für Unternehmen und Verbraucher. Erneuerbare Energien werden ausgebaut, bleiben aber teilweise ungenutzt, weil Energienetze und Speichermedien fehlen. So werden Arbeitsplätze eher gefährdet als neue geschaffen, da den Unternehmen Anreize zur

Produktionsverlagerung ins Ausland mit günstigeren Kostenbedingungen gegeben werden.

Was die neue Regierung in der Wirtschaftspolitik tun sollte

Von der neuen Regierung wäre eine Wirtschaftspolitik zu erwarten, die bei diesen Schwachstellen ansetzt. Ein Ansatzpunkt wäre die im internationalen Vergleich in Deutschland sehr hohe Steuer- und Abgabenquote. Explizite Reformen stehen hier leider nicht an. Im Gespräch sind derzeit lediglich steuerfreie Einzahlungen in die Rentenkasse und eine noch näher zu definierende „Superabschreibung“ für Investitionen in den Klimaschutz oder Digitalisierungsprojekte. Bei der Abgabenquote sind allein schon durch die demografische Entwicklung der kommenden Jahre zusätzliche Belastungen absehbar.

Umso wichtiger wäre es, wenn die Koalition ihre Ankündigung wahrmacht, die Wirtschaft von Bürokratie zu entlasten, schnellere (digitale) Planungs- und Genehmigungsverfahren zu erreichen und das Staatswesen in eine digitale Zukunft zu führen. Das alles wären bedeutsame Fortschritte, zumal Bürokratieabbau keine unmittelbaren Kosten verursacht. Allerdings sind Bürokratieabbau und schlankere Verfahren auch von früheren Regierungen immer wieder versprochen, aber nie wirklich umgesetzt worden. Die Erfahrung lehrt, dass das Argument der Bürokratielasten schnell beiseitegeschoben wird, wenn „höhere“ politische Ziele erreicht werden sollen, die es etwa bei den Regulierungen zum Mindestlohn, im Umweltschutz, beim Lieferkettengesetz oder der Finanzmarktregulierung gibt. Sollte die Regierung beim Bürokratieabbau und der Verfahrensbeschleunigung vorankommen, wäre das ein echtes Gütesiegel.

Fazit: Die Politik braucht ein ganzheitliches Konzept

Deutschland braucht eine starke wirtschaftliche Basis, um die grüne und die digitale Transformation zu bewerkstelligen und die Sozialsysteme auch in kommenden Zeiten mit weniger Erwerbspersonen und mehr Anspruchsberechtigten finanzierbar zu halten. Gerade der demografische Wandel wird erhebliche Herausforderungen für die Sozialsysteme und das öffentliche Budget mit sich bringen, die im Koalitionsvertrag nicht in vorderer Linie behandelt werden. An der Politik liegt es, die Voraussetzungen für eine starke wirtschaftliche Basis zu schaffen, indem die richtigen Rahmendbedingungen gesetzt werden, die die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft und die Attraktivität des Standorts nicht nur sichern, sondern möglichst deutlich verbessern. Soweit es zu Mehrbelastungen der Unternehmen und der Arbeitnehmer kommt, etwa um umweltpolitische oder sozialpolitische Ziele zu erreichen, sollten Entlastungen an anderer Stelle erwogen werden. Dagegen würde Deutschland an Wohlstand und wirtschaftlicher Stärke einbüßen, wenn zahlreiche zusätzliche Belastungen

Auf die Wirtschaft kommt es an!

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

Seite 3

LeanVal
RESEARCH

für die Wirtschaft und die Arbeitnehmer zusammenkommen, weil alle Sparten der Politik von der Sozialpolitik über die Umweltpolitik bis hin zur Gesundheitspolitik scheinbar gute Gründe für höhere Abgaben, Steuern oder strikere Regulierungen und Verbote haben. Den ganzheitlichen Blick auf die Rahmenbedingungen zu wahren, ist die Kernaufgabe der Wirtschaftspolitik und wird für den Erfolg der neuen Koalitionsregierung entscheidend sein. Ob die neue Regierung einen solchen Blickwinkel einnimmt, muss sich noch erweisen.

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 Informationsschranken, 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