



Konjunktur und Strategie

23. Januar 2025

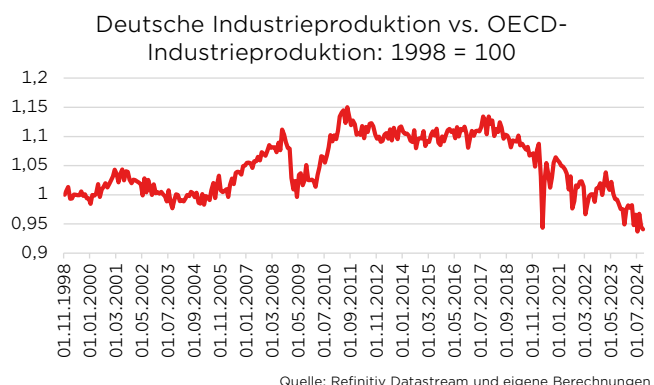
Deutschland im Rückwärtsgang: Mehr Reformen wagen!

Vor dem ersten Weltkrieg war Deutschland kaufkraftbereinigt hinter den USA und sehr knapp hinter China (hier gibt es aber große statistische Unsicherheiten) die drittgrößte Volkswirtschaft der Welt. Nach dem zweiten Weltkrieg entwickelte sich Deutschland von einem nahezu komplett zerstörten Land wieder zu einer bedeutenden Industrienation. In den 70er Jahren lagen nur noch die USA und Japan vor Deutschland. Heute befindet sich Deutschland (gemessen am nominalen BIP in US-Dollar und Dank des extrem schwachen Yen) wieder auf Platz drei, nachdem wir zeitweise von Japan auf den vierten Platz verwiesen worden waren.

Vor dem Hintergrund dieser Zahlen ließe sich sagen, dass das „Gejammer“ über den Standort Deutschland möglicherweise doch etwas übertrieben sei. Und in der Tat dominiert die deutsche Wirtschaft auch immer noch die europäische Wertschöpfung, und in absoluten Beträgen weist die deutsche Industrieproduktion nach wie vor ein gewaltiges Volumen auf. Zudem sprechen die Handelsbilanzüberschüsse dafür, dass wir in der Wettbewerbsfähigkeit noch nicht komplett kollabiert sind. Auf der anderen Seite fällt Deutschland seit etwa 2017 in der Industrieproduktion gegenüber dem Rest der Welt kontinuierlich zurück. In den letzten Jahren hat es auf dem Planeten keine große Volkswirtschaft gegeben, die so schnell und so stark industrielle Fähigkeiten und Produktion verloren hat wie Deutschland.

Die Gründe dafür sind vielschichtig. Zu nennen sind hohe Steuern, hohe Löhne, hohe Lohnnebenkosten, eine teilweise absurde Regulatorik auf realistischen Niveau, teilweise dysfunktionale oder aber zumindest viel

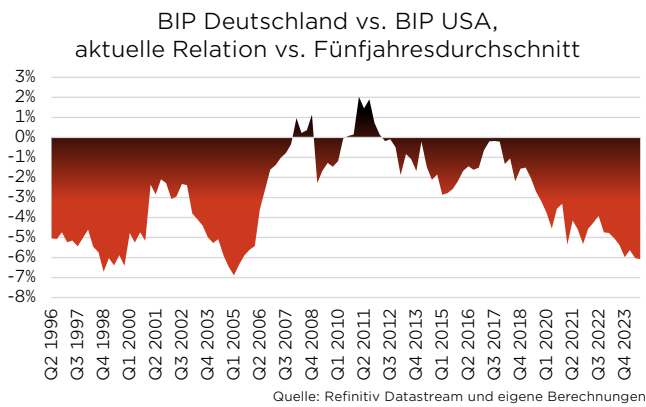
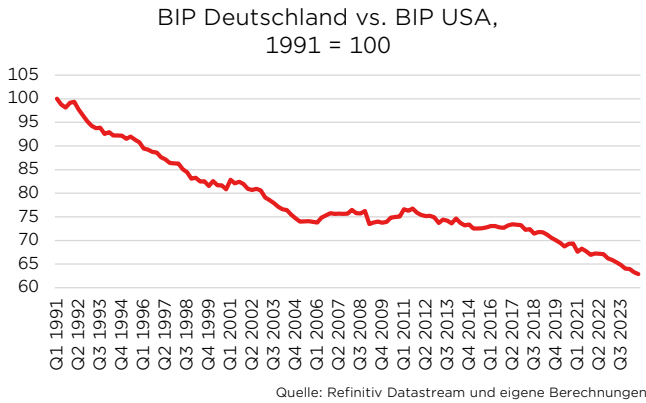
zu langsam arbeitende Behörden, eine fehlende Digitalisierung, das Unvermögen in politischen Kreisen strategisch zu denken und strategisch zu handeln, eine immer weiter nachlassende Bildungsqualität (von Grundschulen bis hin zu Universitäten) und ein vollkommen überfrachteter Sozialstaat, der bei Transferenzugsraten von um die 100% nur geringe oder keine Anreize zur Arbeitsaufnahme schafft. Das alles wird noch begleitet von einem ständig rückläufigen Jahresarbeitsstundenvolumen. Es gibt so gut wie kein Land auf der Welt, in dem Arbeitnehmer so wenig arbeiten wie in Deutschland. Und es gibt so gut wie kein Land auf der Welt, in dem pro Einwohner so wenig gearbeitet wird wie in Deutschland. Die Arbeitsmarktpartizipation ist eher gering, das effektive Rentenalter auch, die Teilzeitquote hoch, die Krankheitstage rekordverdächtig und die Zahl der Urlaubstage ebenfalls.



Besonders hart fällt dabei der Vergleich mit den USA auf. Die USA sind die Volkswirtschaft, die in der westlichen Welt in den letzten Jahrzehnten besonders erfolgreich gewachsen ist, daher sind die USA in gewisser Weise die Benchmark für effizientes Wirtschaften in demokratischen Gesellschafts- und Wirtschaftsformen. Und hier ist der Vergleich mit Deutschland schon seit

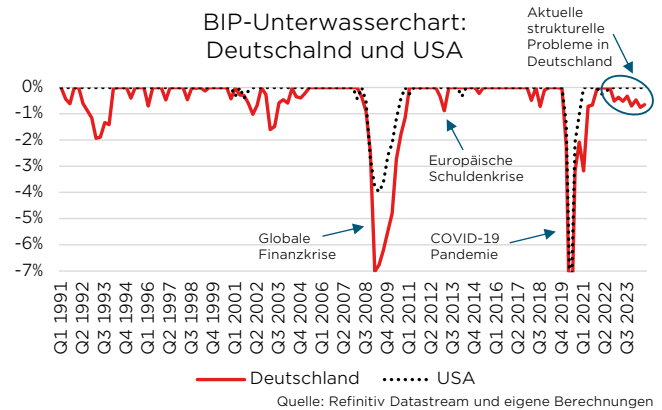
Konjunktur und Strategie

Jahrzehnten nicht besonders schmeichelhaft. Besonders augenscheinlich wird das in der folgenden Grafik, in der das deutsche BIP zum US-BIP in ein Verhältnis gesetzt wurde; der Quotient aus beiden Größen wurde zur besseren Interpretierbarkeit im Jahr 1991 auf 100 indiziert.



Die Aussage der obigen Grafik muss man sich einmal auf der Zunge zergehen lassen. Zwischen 1991 und 2004 hat Deutschland relativ zu den USA in der Wertschöpfung 25% an Boden verloren. Am Ende dieses Prozesses galt Deutschland damals (ähnlich wie jetzt) als „kranker Mann“ Europas. Und dann passierte etwas Erstaunliches, das heute leider kaum noch gewürdigt wird. Der damalige Bundeskanzler Schröder reagierte auf diese systematische Talfahrt mit der sog. Agenda 2010. Die Agenda 2010 war im Kern ein Reformprojekt, das auf eine leichte Entschlackung des Sozialstaates und eine Betonung angebotspolitischer Ideen hinauslief. Die Eingriffsintensität war nicht besonders hoch und der Umfang der Maßnahmen letztlich begrenzt, und doch war die Wirkung gewaltig. Das Programm, das zwischen 2003 und 2005 weitgehend umgesetzt wurde, zeigte sofort Wirkung. Gegenüber der OECD verbesserte sich die Entwicklung der deutschen Industrieproduktion signifikant, und der ewige Abwärtstrend der Wertschöpfung gegenüber den USA wurde zum Halten gebracht. Aufschlussreich ist auch

eine Betrachtung der relativen Wertschöpfung (Deutschland vs. USA) gegenüber einem gleitenden Fünfjahresdurchschnitt dieser relativen Größe. Zum Zeitpunkt der Umsetzung der Agenda 2010 lag diese Zeitreihe auf einem Allzeittief, begann dann aber sofort zu drehen und lag dann einige Zeit später sogar im positiven Bereich. Seit etwa 2017 fallen wir aber in den alten Trott zurück und haben in dieser Betrachtung wieder die dramatisch schlechten Werte erreicht, die damals den Kanzler Schröder veranlassten, das Heft des Handelns in die Hand zu nehmen.



Es gibt noch eine Betrachtung, die alle Alarmglocken schrillen lassen müsste. Berechnet man für die deutsche und die US-amerikanische Wertschöpfung einen Unterwasserchart, der Rückschläge der jeweils aktuellen Wertschöpfung gegenüber einem zuvor erreichten Höchststand aufzeigt, dann erkennt man, dass Deutschland und die USA zwischen 2005 und etwa 2017 einen ähnlich positiven Verlauf aufwiesen. Der stärkere Rückgang 2008 war nur der größeren deutschen Zyklizität in der Wertschöpfung geschuldet, der kurzfristige Einbruch 2012 war Ergebnis der europäischen Schuldenkrise. Strukturelle Probleme kann man in dieser Zeitspanne für Deutschland nicht erkennen. Das hat sich in den letzten Jahren geändert. Erneut tut sich eine Lücke zwischen den USA und Deutschland auf, die struktureller Natur ist. Wir befürchten, dass Deutschland in den kommenden Jahren vor dem Hintergrund der America-First-Politik unter Trump noch viel mehr in das Hintertreffen geraten wird. Bundeskanzler Willy Brandt forderte einst von den Deutschen, mehr Demokratie zu wagen. Jetzt ist der Zeitpunkt gekommen, wieder mehr Reformen zu wagen. Tun wir das nicht, wird Deutschland zeitnah und in rasender Schnelle einen weiteren gewaltigen Bedeutungs- und Wohlfahrtsverlust erleben.

Dr. Christian Jasperneite

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	23.01.2025	16.01.2025	20.12.2024	22.10.2024	22.01.2024	29.12.2023
Aktienmärkte	14:46	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	44157	2,3%	3,1%	2,9%	16,2%	17,2%
S&P 500	6113	3,0%	3,1%	4,5%	26,0%	28,2%
Nasdaq	20009	3,5%	2,2%	7,7%	30,3%	33,3%
Russell 2000	2304	1,6%	2,7%	3,2%	16,2%	13,6%
DAX	21325	3,2%	7,2%	9,8%	27,8%	27,3%
MDAX	25915	1,6%	1,4%	-4,3%	0,6%	-4,5%
TecDAX	3660	3,1%	7,2%	8,1%	10,8%	9,7%
EuroStoxx 50	5206	1,9%	7,1%	5,4%	16,2%	15,1%
Stoxx 50	4515	1,4%	6,2%	1,4%	10,8%	10,3%
Nikkei 225	39959	3,6%	3,2%	4,0%	9,3%	19,4%
MSCI Welt	3838	2,4%	3,1%	2,9%	20,4%	21,1%
MSCI Welt SRI	3644	3,0%	3,7%	2,6%	17,2%	17,1%
MSCI Emerging Markets	1082	1,5%	0,9%	-5,2%	12,3%	5,7%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	131,85	34	-229	-98	-262	-537
Bobl-Future	116,88	-5	-130	-202	-75	-240
Schatz-Future	106,58	-6	-53	-24	70	3
3 Monats Euribor	2,67	-7	-10	-43	-127	-124
3M Euribor Future, Dez 2025	2,08	1	22	-73	-53	-22
3 Monats \$ Libor	4,36	2	2	-36	-110	-104
Fed Funds Future, Dez 2025	3,94	2	-1	-58	-14	11
10-jährige US Treasuries	4,63	2	10	43	53	76
10-jährige Bunds	2,51	-1	22	20	26	51
10-jährige Staatsanl. Japan	1,21	3	17	26	58	59
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,42	1	16	-7	-47	-28
IBOXX AA, €	3,10	-5	13	8	-23	3
IBOXX BBB, €	3,54	-6	14	4	-45	-21
ML US High Yield	7,40	-10	-19	3	-58	-39
Rohstoffmärkte						
Rohöl Brent	79,07	-2,0%	8,6%	4,1%	-1,2%	1,8%
Gold	2738,09	0,7%	4,2%	-0,2%	35,4%	32,6%
Silber	30,78	-0,3%	4,6%	-11,0%	36,7%	26,9%
Kupfer	9105,45	-0,2%	3,1%	-3,5%	10,3%	7,6%
Eisenerz	101,40	0,9%	-2,3%	-3,4%	-25,1%	-25,6%
Frachtraten Baltic Dry Index	893	-12,7%	-9,8%	-39,7%	-41,2%	-57,4%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0404	1,3%	0,1%	-3,9%	-4,5%	-5,8%
EUR/ GBP	0,8444	0,3%	1,8%	1,4%	-1,3%	-2,6%
EUR/ JPY	162,50	1,3%	-0,2%	-0,4%	1,0%	3,9%
EUR/ CHF	0,9445	0,7%	1,6%	0,9%	-0,1%	2,0%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Jan Mooren
+49 40 3282-2132
jmooren@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.