



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

20. Februar 2020

Das große Disruptionsdefizit: Warum Deutschland ein Problem hat

Wenn wir gedanklich eine Zeitreise in das Jahr 1880 unternehmen, erleben wir wirtschaftshistorisch eine ungemein spannende Epoche. Denn hier begann eine Phase, in der Innovationen die Wirtschaftswelt - mit hoher Frequenz - so stark veränderten wie vermutlich nie zuvor in der Menschheitsgeschichte. Ständig gab es neue Durchbrüche in chemischen Verfahren, und die Elektrotechnik erlebte erste Höhenflüge und veränderte Stück für Stück die Welt. Im Maschinenbau führten neue Fertigungstechniken zu neuen industriellen Fähigkeiten, und mit der Jahrhundertwende bekam eine weitere Erfindung einen disruptiven Charakter: Das Automobil.

Deutschland hatte in dieser Phase bezüglich disruptiver Impulse in etwa die Bedeutung, die die USA heute einnehmen. Nicht ohne Grund war Deutsch in vielen naturwissenschaftlichen Fächern weltweit eine fast unverzichtbare Sprache, und an vielen Universitäten außerhalb Deutschlands wurde auf Deutsch gelehrt und publiziert. Für einen sehr großen Teil unserer heutigen industriellen Substanz sowie unserer Wohlfahrt wurde damals der Grundstein gelegt. Wenn heute noch Millionen von Menschen in Deutschland von der Automobil- oder Chemieindustrie leben, dann ist das immer noch die direkte Folge von wirtschaftlichen Prozessen und Fähigkeiten, die ihren Ursprung vor über 100 Jahren haben. Das Gleiche gilt für die nach wie vor sehr leistungsfähige deutsche Elektrotechnik und den Maschinenbau. Die wirtschaftliche Kraft dieser Branchen ermöglicht es uns bis heute, den stolzen Titel des Exportweltmeisters zu tragen, hohe Löhne zu zahlen und einen

Sozialstaat zu finanzieren, der wie wenig andere Staaten in der Welt Umverteilung betreibt. Ist damit alles gut? Aus unserer Sicht leider nicht. Denn die Sache hat einen Haken. Seit Jahrzehnten geht die Zahl der als disruptiv einzuordnenden Innovation in Deutschland zurück. Wenn man sehr strenge Kriterien anlegt, könnte man sogar behaupten, dass von Deutschland seit sehr langer Zeit gar keine relevante Disruption mehr ausgegangen ist.

Lange konnten wir die damit einhergehenden Probleme allerdings gut kaschieren, da die deutsche Wirtschaft in einer anderen Disziplin fast unangefochten gut war: Der evolutionären Verbesserung. Statt Produkte oder Prozesse von Grund auf neu zu denken, verbessern wir in Deutschland seit Jahrzehnten unaufhörlich bestehende Produkte. Motoren bekommen immer ein wenig mehr PS, ohne mehr Abgase ausstoßen und Gasturbinen und Generatoren produzieren immer ein wenig mehr Strom, ohne mehr Gas zu verbrauchen. Mit diesen ewigen Verbesserungen und der Fokussierung auf die Perfektion im Detail haben wir die Konkurrenten auf der ganzen Welt nicht selten in den Wahnsinn getrieben.

Inzwischen ist aber langsam der Punkt erreicht, an dem sich weitere evolutionäre Verbesserungen nur noch mit hohem Aufwand und mit immer geringerem Effekt realisieren lassen. Viele Produkte sind so ausgereizt, dass weitere Verbesserungen zunehmend an physikalische und chemische Grenzen stoßen. Es ist daher an der Zeit, disruptiv zu denken, ganz Neues zu wagen und öfter mal wieder bei Null anzufangen. Leider gibt es dafür in

Deutschland kaum die notwendige Kultur. Wir bräuchten wieder richtige „Haudegen“ (oder „Haudeginnen“), so wie sie einst Siemens, AEG, Daimler oder Junkers in ihrer Frühphase prägten. So wie heute ein Elon Musk, der sich nicht um etablierte Prozesse und Verfahren schert und den Mut hat, einfach alles neu zu denken. Aber genau daran scheint es zu hapern. Warum wir das behaupten können? Weil unsere Analysen nahelegen, dass Deutschland kaum in den Branchen vertreten ist, die einen positiven disruptiven Charakter haben. Und besonders stark in den Branchen vertreten ist, die unter disruptiven Prozessen leiden.

Das ist keine oberflächlich getroffene Aussage, sondern basiert auf einer Auswertung von etwa fünf Mio. Datenpunkten. Aufmerksame Leser dieser Publikation können sich in diesem Zusammenhang vielleicht an die Ausgabe vom 16.1.2020 erinnern – dort haben wir uns mit der Frage beschäftigt, wie disruptive Unternehmen identifiziert werden können. Die Antwort lautete – sehr kurz zusammengefasst – wie folgt: Wenn eine positive Disruption beginnt visibel zu werden, zeigt sich dies in typischen Mustern des Verlaufes der Analystenschätzungen von Bilanzkennzahlen. Etwas vereinfacht gesagt hinterlässt eine realwirtschaftliche Disruption auch eine Disruption (also einen Strukturbruch) in den Unternehmensdaten. Und genau nach diesem Strukturbruch suchen unsere Algorithmen. Der Charme dieser Vorgehensweise liegt nun darin, dass diese Daten nicht nur auf Unternehmensebene wertvolle Aussagen zulassen, sondern auch auf Branchenebene hochaggregiert werden können. Um eine besonders breite Datenbasis zu haben, haben wir die größten 5000 börsennotierten Unternehmen einem Disruptionstest unterzogen und darauf aufbauend ein Disruptionsranking auf Branchenebene erstellt.

Das Ergebnis ist vergleichsweise eindeutig. Auf den ersten Plätzen befinden sich Branchen, in denen deutsche Unternehmen wenig vertreten sind, während ausgerechnet die letzten beiden Plätze (Chemie und Autos) von deutschen Unternehmen dominiert werden. Wenn man die durchaus berechtigte Basishypothese aufstellt, dass Branchen mit positivem disruptiven Potenzial hohe Wachstumsraten aufweisen und Branchen mit negativen disruptiven Tendenzen eher schrumpfen und an Bedeutung verlieren, hat Deutschland ein ganz ernsthaftes Problem. Natürlich könnte man die These aufstellen, dass eine Analyse, die sich auf 20 Branchen beschränkt

und damit eine wenig granulare Einteilung vornimmt, möglicherweise ein wenig holzschnittartig ist.

Rangliste der Branchen nach Disruptionstendenzen

| Rang | Globale Aggregation Industrieklassifikation 2 |
|------|---|
| 1 | Technology |
| 2 | Construction & Mats |
| 3 | Health Care |
| 4 | Food, Bev. and Tobacc |
| 5 | Financial Services |
| 6 | Consumer Prod & Svs |
| 7 | Drug & Grocery Stores |
| 8 | Utilities |
| 9 | Ind. Goods & Services |
| 10 | Real Estate |
| 11 | Retailers |
| 12 | Insurance |
| 13 | Travel & Leisure |
| 14 | Energy |
| 15 | Banks |
| 16 | Media |
| 17 | Telecommunications |
| 18 | Basic Resources |
| 19 | Chemicals |
| 20 | Automobiles & Parts |

Aus diesem Grund haben wir die gleiche Analyse auch für eine sehr granulare Industrieklassifikation vorgenommen (die Ergebnisse finden sich auf der nächsten Seite). Leider lassen auch diese Ergebnisse, die 170 verschiedene Branchen und Industriesektoren auswerten, keinen anderen Schluss zu. Wie man es auch dreht und wendet - Deutschland ist kaum dort vertreten, wo sich positives disruptives Potenzial entfaltet. Und wir sind überdurchschnittlich stark dort vertreten, wo Probleme vor der Tür stehen.

So wundert es auch nicht, dass Deutschland auf dieser Datenbasis in einem Länderranking schlecht abschneidet und nur im Mittelfeld landet. Teilweise deutlich besser stehen beispielsweise die USA, Großbritannien, die Schweiz, China, Schweden, Indien, Frankreich oder Taiwan da. Wir sehen dies als ernsthaften Weckruf. Wenn sich hier nichts Substanzielles ändert, kommen sehr harte Jahre auf die deutsche Volkswirtschaft zu.

Konjunktur und Strategie

Rangliste der Branchen mit **positiven** Disruptionseigenschaften auf Basis einer granularen Auswertung

| Rang | Industrieklassifikation Level 5 |
|------|---------------------------------|
| 1 | Health Care Mgmt. Svs |
| 2 | Prod. Tech. Equipment |
| 3 | Footwear |
| 4 | Recreational Vehicles |
| 5 | Mortgage Finance |
| 6 | Household Appliance |
| 7 | Electronic Components |
| 8 | Cosmetics |
| 9 | Defense |
| 10 | Home Construction |
| 11 | Semiconductors |
| 12 | Toys / Electronic Games |
| 13 | Insurance Brokers |
| 14 | Medical Equipment |
| 15 | Medical Services |
| 16 | Fin. Data Providers |
| 17 | Prof. Business Support |
| 17 | Brewers |
| 19 | Distillers & Vintners |
| 20 | Computer Services |
| 21 | Health Care Facility |
| 22 | Bldg: Climate Control |
| 23 | Eng. & Contract Svs |
| 24 | Consumer Lending |
| 25 | Medical Supplies |
| 26 | Infrastructure REITs |
| 27 | Computer Hardware |
| 28 | Pharmaceuticals |
| 29 | Drug Retailers |
| 30 | Construction |

Rangliste der Branchen mit **negativen** Disruptionseigenschaften auf Basis einer granularen Auswertung

| Rang | Industrieklassifikation Level 5 |
|------|---------------------------------|
| 140 | Automobiles |
| 141 | Machinery: Tools |
| 142 | Chemicals: Divers. |
| 143 | Glass |
| 144 | Elec. Eq: Pollution |
| 145 | Railroad Equipment |
| 146 | Consumer Svs: Misc. |
| 147 | Luxury Items |
| 148 | Auto Parts |
| 149 | Other Specialty REITs |
| 150 | Tires |
| 151 | Nondur. Household Prod |
| 152 | Mge REITs: Comm. |
| 153 | Chem. & Syn. Fibers |
| 154 | Mge REITs: Resid. |
| 155 | Forms & Bulk Print |
| 156 | Plastics |
| 157 | Auto Services |
| 158 | Photography |
| 159 | Paper |
| 160 | Diversified Materials |
| 161 | Alternative Fuels |
| 162 | Health Care: Misc. |
| 163 | Textile Products |
| 164 | Machinery: Engines |
| 165 | Hotel & Lodging REITs |
| 166 | Timber REITs |
| 167 | Vending & Catering |
| 168 | Mge REITs: Divers. |
| 169 | Offshore Drill & Svs |
| 170 | Diamonds & Gemstones |

Überblick über Marktdaten

| Aktienmärkte | Stand | Veränderung zum | | | | |
|--------------------------------|---------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|
| | 20.02.2020 17:41 | 11.02.2020 -1 Woche | 17.01.2020 -1 Monat | 15.11.2019 -3 Monate | 15.02.2019 -12 Monate | 31.12.2019 YTD |
| Dow Jones | 29049 | -0,8% | -1,0% | 3,7% | 12,2% | 1,8% |
| S&P 500 | 3369 | 0,3% | 1,2% | 8,0% | 21,4% | 4,3% |
| Nasdaq | 9737 | 1,0% | 3,7% | 14,0% | 30,3% | 8,5% |
| DAX | 13664 | 0,3% | 1,0% | 3,2% | 20,9% | 3,1% |
| MDAX | 29177 | -0,1% | 1,8% | 7,3% | 19,9% | 3,1% |
| TecDAX | 3264 | 0,4% | 3,5% | 8,8% | 26,3% | 8,3% |
| EuroStoxx 50 | 3842 | 0,4% | 0,9% | 3,5% | 18,5% | 2,6% |
| Stoxx 50 | 3522 | 0,4% | 1,3% | 5,5% | 17,2% | 3,5% |
| SMI (Swiss Market Index) | 11184 | 0,7% | 3,2% | 8,5% | 21,0% | 5,3% |
| FTSE 100 | 7457 | -0,6% | -2,8% | 2,1% | 3,0% | -1,1% |
| Nikkei 225 | 23479 | -0,9% | -2,3% | 0,8% | 12,3% | -0,8% |
| Brasilien BOVESPA | 114977 | -0,3% | -3,0% | 7,9% | 17,9% | -0,6% |
| Russland RTS | 1536 | -0,2% | -6,2% | 6,0% | 30,4% | -0,8% |
| Indien BSE 30 | 41170 | -0,1% | -1,8% | 2,0% | 15,0% | -0,2% |
| China Shanghai Composite | 3030 | 4,4% | -1,5% | 4,8% | 13,0% | -0,7% |
| MSCI Welt (in €) | 2431 | 1,4% | 3,6% | 8,9% | 22,8% | 7,3% |
| MSCI Emerging Markets (in €) | 1104 | 1,4% | -0,9% | 7,6% | 11,8% | 3,1% |
| Zinsen und Rentenmärkte | | | | | | |
| Bund-Future | 174,66 | 40 | 305 | 381 | 819 | 417 |
| Bobl-Future | 134,78 | 13 | 85 | 42 | 164 | 115 |
| Schatz-Future | 112,04 | 2 | 13 | 2 | 17 | 13 |
| 3 Monats Euribor | -0,40 | 1 | -1 | 0 | -9 | -2 |
| 3M Euribor Future, Dez 2020 | -0,45 | -1 | -7 | -2 | -36 | 0 |
| 3 Monats \$ Libor | 1,69 | -1 | -13 | -21 | -99 | -22 |
| Fed Funds Future, Dez 2020 | 1,19 | -6 | -19 | -9 | -102 | 0 |
| 10-jährige US Treasuries | 1,52 | -8 | -32 | -33 | -115 | -40 |
| 10-jährige Bunds | -0,44 | -5 | -19 | -11 | -54 | -25 |
| 10-jährige Staatsanl. Japan | -0,04 | 2 | -3 | 4 | -2 | -2 |
| 10-jährige Staatsanl. Schweiz | -0,77 | -4 | -18 | -25 | -48 | -30 |
| US Treas 10Y Performance | 655,96 | 0,0% | 2,4% | 2,6% | 12,1% | 3,1% |
| Bund 10Y Performance | 673,47 | 0,1% | 1,7% | 0,8% | 5,3% | 2,3% |
| REX Performance Index | 496,82 | 0,1% | 0,6% | 0,2% | 1,4% | 0,7% |
| IBOXX AA, € | 0,12 | -2 | -14 | -8 | -52 | -18 |
| IBOXX BBB, € | 0,67 | -3 | -19 | -22 | -106 | -24 |
| ML US High Yield | 5,86 | -6 | -3 | -52 | -107 | -18 |
| JPM EMBI+, Index | 918 | 0,4% | 2,0% | 6,4% | 11,0% | 3,0% |
| Wandelanleihen Exane 25 | 7946 | 0,4% | 2,2% | 4,7% | 12,6% | 3,8% |
| Rohstoffmärkte | | | | | | |
| CRB Spot Index | 401,12 | -0,4% | -2,3% | 2,6% | -3,0% | -0,1% |
| MG Base Metal Index | 282,66 | 1,1% | -7,1% | -3,3% | -7,8% | -5,8% |
| Rohöl Brent | 59,68 | 10,1% | -7,7% | -5,8% | -9,5% | -10,0% |
| Gold | 1620,66 | 3,6% | 4,1% | 10,5% | 23,2% | 6,6% |
| Silber | 17,80 | 1,1% | -1,4% | 4,8% | 13,7% | -0,7% |
| Aluminium | 1692,50 | -1,0% | -5,6% | -3,8% | -7,3% | -5,0% |
| Kupfer | 5796,75 | 1,2% | -7,2% | -0,5% | -6,4% | -5,7% |
| Eisenerz | 85,70 | 2,8% | -9,6% | 3,5% | -3,2% | -6,4% |
| Frachtraten Baltic Dry Index | 465 | 11,2% | -38,3% | -65,7% | -27,2% | -57,3% |
| Devisenmärkte | | | | | | |
| EUR/ USD | 1,0790 | -1,0% | -2,9% | -2,2% | -4,2% | -4,0% |
| EUR/ GBP | 0,8377 | -0,7% | -1,6% | -2,2% | -4,4% | -1,1% |
| EUR/ JPY | 120,71 | 0,8% | -1,3% | 0,6% | -3,0% | -1,0% |
| EUR/ CHF | 1,0610 | -0,5% | -1,2% | -2,9% | -6,4% | -2,2% |
| USD/ CNY | 7,0225 | 0,8% | 2,4% | 0,2% | 3,7% | 0,8% |
| USD/ JPY | 109,89 | 0,1% | -0,2% | 1,0% | -0,6% | 1,2% |
| USD/ GBP | 0,7766 | 0,5% | 1,2% | 0,2% | -0,2% | 2,9% |

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

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

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

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

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

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@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.