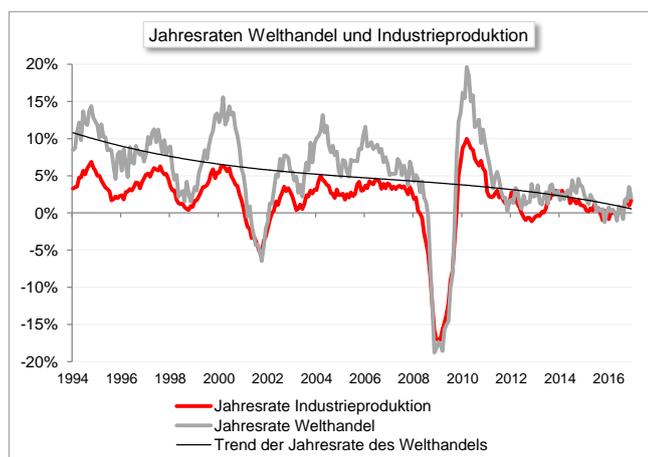


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Erleben wir gerade das Ende der Globalisierung?

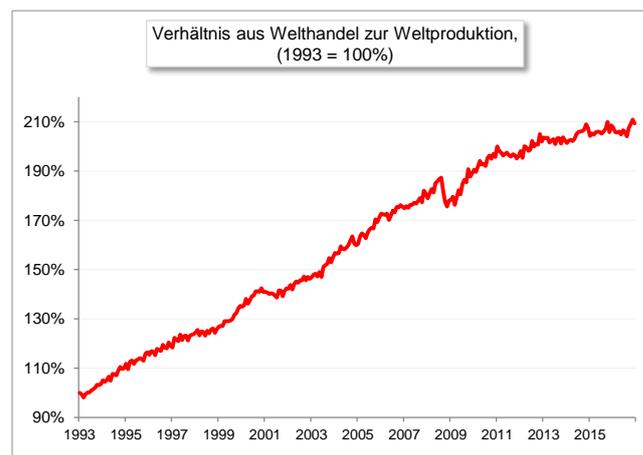
Die letzten Jahrzehnte waren geprägt von einem beispiellosen Anstieg des Welthandels. Je nachdem, welche Zeitreihe man verwendet, ist der Welthandel in den letzten 25 Jahren in etwa um den Faktor 2,5 angestiegen. Der Grund für diesen rasanten Anstieg liegt in der Globalisierung. In den letzten Jahrzehnten wurden Wertschöpfungsketten zunehmend aufgebrochen. Wertschöpfungsketten wurde internationaler und bei vielen Gütern machte es Sinn, auf günstigere Produktionskapazitäten in Osteuropa und vor allem Asien zurückzugreifen. Diese ganze Entwicklung wurde durch handelspolitische Rahmenbedingungen gefördert, denn weltweit wurden in den letzten Jahren Handelsbarrieren systematisch abgebaut. Ein gutes Beispiel dafür ist die NAFTA in Amerika, aber beispielsweise auch die Einrichtung des europäischen Binnenmarktes, die Aufnahme Chinas in die WTO im Jahre 2001 sowie viele bilaterale Handelsverträge zwischen Ländern und Wirtschaftsregionen. Die im Zuge dieser Handelserleichterungen stattfindende Globalisierung zeigte auch in der Preisentwicklung ihre Spuren. Nicht ohne Grund durchlebte die Weltwirtschaft in den letzten Jahrzehnten rückläufige Inflationsraten, und nicht selten stand das Gespenst der Deflation vor der Tür. Inzwischen hat sich das Thema Deflation erledigt; es hat vielmehr den Anschein, dass die Preise und Inflationsraten nun eher wieder steigen. Ein Grund für diesen neuen Trend könnte in der Entwicklung des Welthandels liegen. Wenn die Globalisierung den Wettbewerb erhöht und Inflationsraten gesenkt hat, könnte nicht ein Auslaufen der Globalisierung zu einer Umkehr der Preisentwicklung beigetragen haben? Eine erste, sehr einfache Möglichkeit, die These schwächer werdender Globalisierungstendenzen zu überprüfen besteht darin, die Wachstumsrate des Welthandels zu betrachten.



Hier fällt auf, dass die Wachstumsrate des Welthandels von im Trend 10% (im Jahresvergleich) nun auf fast 0% gefallen ist. Interessant ist zudem der Vergleich mit der Wachstumsrate der globalen Industrieproduktion. Während bis vor wenigen Jahren die Wachstumsrate des Welthandels i.d.R. oberhalb der Wachstumsrate der globalen Industrieproduktion lag, haben sich beide Wachstumsraten nun im Trend mehr oder weniger angeglichen. Dabei mag zunächst über-

raschen, dass der Welthandel überhaupt über eine sehr lange Periode stärker wachsen kann als die Produktion. Aber genau dieser Sachverhalt ist das Wesensmerkmal der Globalisierung – eine leicht wachsende Produktion geht mit einem stark wachsenden Handel einher, da die Produktion international immer weiter aufgefächert wird, um komparative Vorteile nutzen zu können. Wenn sich nun dieser Sachverhalt geändert hat, ist dies nicht nur ein empirischer Befund, sondern hat auch eine tiefere ökonomische Bedeutung.

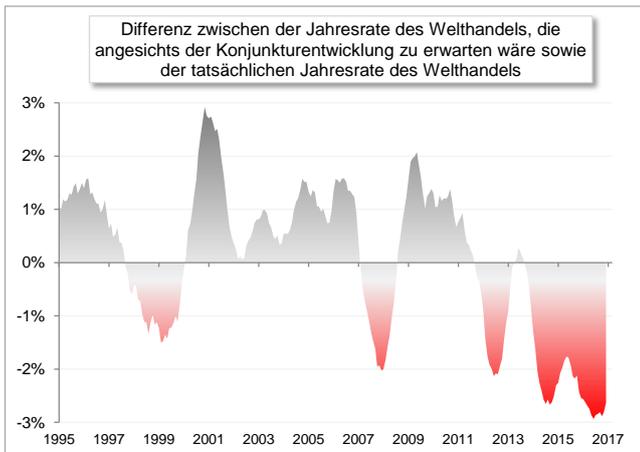
Um aufzuzeigen, dass hier tatsächlich eine Art Regimewechsel stattgefunden hat, haben wir den Welthandel (als Niveaugröße) in Relation zur weltweiten Industrieproduktion gesetzt und diesen Wert für das Jahr 1993 auf 100% indiziert. Das Verhältnis vom Welthandel zur Weltproduktion ist dann in den Jahren 1993 bis 2012 von 100% auf etwa 200% gestiegen, d.h. der Welthandel ist stärker gewachsen als die Industrieproduktion, um sich danach fast nur noch seitwärts zu bewegen.



Inzwischen hält diese Seitwärtsbewegung nun schon mehrere Jahre an und steht in starkem Kontrast zur Entwicklung in der Zeit vor 2012, in der das Verhältnis zwischen beiden Größen nahezu linear immer weiter angestiegen ist. Aus dieser Perspektive ist aus unserer Sicht mehr oder weniger eindeutig der empirische Beleg erbracht worden, dass der Welthandel und damit die Globalisierung in eine neue Phase eingetreten ist.

Kritiker könnten an dieser Stelle trotzdem einwenden, dass es vielleicht nicht ausreicht, das Niveau des Welthandels ausschließlich mit dem Niveau der globalen Industrieproduktion zu vergleichen und daraus derart bedeutungsschwere Rückschlüsse zu ziehen. Wir haben uns daher der Problematik und Fragestellung noch auf eine weitere Weise genähert, indem wir die Jahresrate des Welthandels in einer multiplen Regression mit der Jahresrate der globalen Industrieproduktion und den Jahresraten der OECD-Frühindikatoren für die Industrie- und BRIC-Länder erklärt haben. Die tatsächliche Wachstumsrate des Welthandels haben wir dann mit der Wachstumsrate verglichen, die sich aufgrund der konjunkturellen Entwicklung eigentlich hätte ergeben sollen. Die Differenz zwischen den beiden Wachstumsraten ist dann die Wachstumsrate des Welthandels, die

nicht mit konjunkturellen Effekten erklärt werden kann, sondern letztlich nur mit strukturellen Sachverhalten.



Das Ergebnis dieser Berechnung ist vergleichsweise frappierend. So zeigt sich, dass die Wachstumsrate des Welthandels zwischen 1993 und 2012 fast immer oberhalb dessen lag, was vor dem Hintergrund der konjunkturellen Entwicklung „normal“ gewesen wäre. Genau dies wäre aber auch zu erwarten gewesen, wenn man die These vertritt, wonach in diesem Zeitraum auch die Globalisierung ihr Maximum an Dynamik aufwies. Interessant ist nun die Beobachtung, wonach etwa ab 2012 die Wachstumsrate des Welthandels fast konstant (!) unterhalb der Wachstumsrate lag, die man angesichts der konjunkturellen Entwicklung hätte erwarten können. Das gilt auch und besonders am aktuellen Rand: Auch jetzt müsste die Wachstumsrate – historische Relationen vorausgesetzt – etwa 3% oberhalb der tatsächlichen Wachstumsrate liegen, um mit der aktuell sehr guten Konjunkturentwicklung kompatibel zu sein.

Bedeutet dies nun, dass der Welthandel nicht mehr wachsen wird? Diese Interpretation ist sicher nicht zulässig, da der Welthandel auch in Zukunft wachsen wird, so lange die Produktion steigt. Es gibt aber auch keinen Grund zur Annahme, dass die Weltwirtschaft zum alten Modus der Globalisierung zurückkehrt und stärker wachsen wird als die Produktion. Dafür gibt es viele Gründe. Zum einen ist es grundsätzlich zu einer gewissen Sättigung gekommen. Unternehmen, die Produktionsstätten ins Ausland verlagern wollten, haben dies bereits getan. Darüber hinaus sind insbesondere Produktionsstandorte in Asien durch Lohnsteigerungen unattraktiver geworden, so dass es für viele Unternehmen zunehmend Sinn macht, die Produktion von Vor- und Teilprodukten nach (Ost-) Europa zurückzuholen – nicht selten mit dem damit einhergehenden Vorteil einer tendenziell besseren Qualität der Produkte. Zum anderen führen neue Produktionsverfahren mittelfristig dazu, dass die Produktion ohnehin eher wieder lokal werden kann. Adidas beispielsweise produziert seit Herbst letzten Jahres einen (momentan noch kleinen) Anteil seiner Laufschuhe wieder in Deutschland. Der Vorteil der niedrigeren Lohnkosten durch Auslagerung der Produktion in Niedriglohnländer spielt eine kleinere Rolle als noch vor fünf Jahren – die Schuhe werden im Falle Adidas von Robotern gefertigt. Ein weiteres Stichwort ist der 3D-Druck, der die gesamte Industrie revolutionieren könnte; der Handel würde nicht mehr mit physischen Teilen sondern mit digital verfügbaren

3D-Kopien stattfinden. Ein immer größer werdender Teil der Wertschöpfung entsteht schon jetzt nicht in der eigentlichen physischen Produktion, sondern im digitalen Bereich. Ein Beispiel dafür ist auch das autonome Fahren. Die dazu benötigte Sensorik, die im Auto verbaut wird, ist relativ günstig und fällt im Vergleich zum Preis des Autos kaum ins Gewicht. Der Mehrwert entsteht erst durch die intelligente Auswertung und Nutzung der Daten, und dafür ist kein Handel notwendig.

Sollte sich dieser Trend fortsetzen, hat dies Implikationen für Volkswirtschaften und Kapitalmärkte. Volkswirtschaftlich geht mit einer geringeren Globalisierungsdynamik – wie schon erwähnt – u.U. ein leicht steigendes Inflationsniveau einher, wobei dieser Effekt nicht überschätzt werden sollte. Trotzdem muss dieser Trend einer abnehmenden Globalisierungsdynamik insgesamt nicht wohlfahrtsmindernd sein, denn letztlich handelt es sich um einen marktendogenen Prozess. Wenn es schwieriger wird, komparative Vorteile zu nutzen, weil sich Produktionsverhältnisse immer weiter angleichen, ist es nur logisch und auch unkritisch, wenn die Wachstumsrate des Handels abnimmt. Die Angleichung von Produktionsverhältnissen ist übrigens ein gutes Beispiel dafür, dass langfristig überall Globalisierungsgewinner entstehen können. Die Länder, die vor etwa 30 Jahren begonnen haben, Teil der internationalen Wertschöpfungsketten zu werden, stehen heute bedeutend besser da als die Länder und Regionen, die aus vielen Gründen immer noch nicht an diesem Trend partizipieren, siehe Afrika.

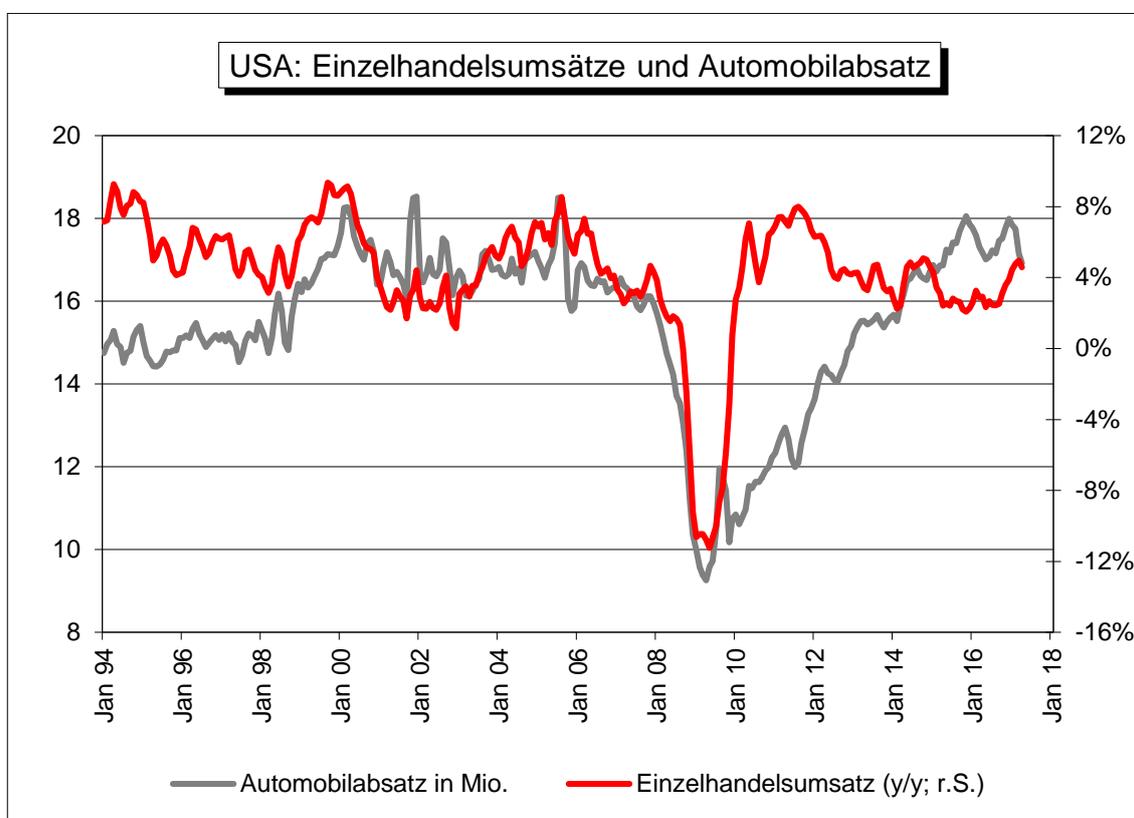
Kritisch wird dieser Sachverhalt erst, wenn über die normalen Marktprozesse hinaus eine gesellschaftliche Bewegung entsteht, die Globalisierung generell verteufelt und damit den Austausch von Waren und Dienstleistungen grundsätzlich behindert. Leider befinden wir uns zunehmend in einer Situation, in der selbst politische Eliten die Sinnhaftigkeit einer internationalen Arbeitsteilung nicht erkennen oder verstehen und negieren, welche Wohlfahrtseffekte diese Globalisierung für Konsumenten und Länder gebracht hat. Zu allem Überfluss gehört auch der derzeitige US-Präsident zu den Menschen, die nur sehr oberflächliche Vorstellungen davon haben, welche Effekte von einer Arbeitsteilung ausgehen können. Seine Äußerungen zur NAFTA und EU lassen dies erkennen. Auch in Europa existieren einige Regierungen, die zu einer eher protektionistischen Sichtweise tendieren. Sollte sich diese politische Einstellung in den kommenden Jahren weiter durchsetzen, wird der zunächst eher marktgetriebene Trend einer abnehmenden Globalisierung durch protektionistische Maßnahmen verstärkt und könnte damit die Weltwirtschaft in eine Rezession stürzen. Noch ist dies aber kein realistisches Szenario, und die Erfahrung zeigt, dass gerade in Fragen der internationalen Handelspolitik keine abrupten Trendwenden typisch, üblich und machbar sind. Auch US-Präsident Trump wird dies vermutlich noch im Laufe der kommenden Monate verstehen. Das ändert aber nichts daran, dass Wirtschaftshistoriker eines Tages auf die Zeit von 1990 bis 2012 zurückblicken werden und nur staunen können – wir gehen jedenfalls jede Wette ein, dass sich die vergangene Entwicklung des Welthandels in den kommenden Jahrzehnten nicht wiederholen wird.

Wochenausblick für die Zeit vom 22. Mai bis 26. Mai 2017

	Jan.	Feb.	Mrz.	Apr.	Mai.	Juni.	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	56,4	56,8	58,3	58,2	58,2		23. Mai
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	53,4	54,4	55,6	55,4	55,7		23. Mai
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	109,9	111,1	112,4	112,9	113,1		23. Mai
D: Ifo-Geschäftserwartungen	103,3	104,2	105,7	105,2	105,3		23. Mai
D: Ifo-Lageeinschätzung	117	118,4	119,5	121,1	121,4		23. Mai
D: GfK Konsumklima	9,9	10,2	10,0	9,8	10,2	10,4	24. Mai
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. Flash	55,2	55,4	56,2	56,7	56,5		23. Mai
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl. Flash	53,7	55,5	56,0	56,4	56,5		23. Mai

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: US-Autoabsatzschwäche zeigt erste Wirkung



Von der großen, existentiellen Krisen der Jahre 2008 und 2009 hat sich der Automobilmarkt in den USA in den Folgejahren deutlich erholt. Wurden 2009 nur etwa 10 Millionen PKWs und sogenannten Light Trucks verkauft, wurde im letzten Jahr mit 17,5 Millionen Fahrzeugen ein neuer Rekord aufgestellt. Dabei hat auch der gesunkene Benzinpreis geholfen, der dazu geführt hat, dass bei den US-Amerikanern spritfressende SUVs besonders en vogue waren. Doch in diesem Jahr schwächelt die Nachfrage, und eine Kehrtwende ist kurzfristig nicht in Sicht, da Automobilverkäufe in recht regelmäßigen Zyklen verlaufen. In den vergangenen Jahren haben viele US-Amerikaner erst ein neues Fahrzeug erworben, das sie nun für einige Jahre fahren werden, ehe sie es durch ein Neues ersetzen. Die Folgen der anhaltenden Absatzschwäche

machen sich mittlerweile bei den Herstellern bemerkbar. Ford ist diese Woche vorgeprescht und hat in den USA den Abbau von 10% der Belegschaft angekündigt, da volle Händlerbestände und Rabattaktionen Druck auf die Unternehmensgewinne ausüben. Für die US-Wirtschaft hat der Automobilsektor zwar längst nicht mehr die Bedeutung wie früher, doch spürt die Industrie schon das etwas ungünstigere Umfeld. Insgesamt dürften jedoch der boomende Technologiesektor und der sich stetig erholende Immobiliensektor die US-Wirtschaft konjunkturell weiterhin stützen. Eine kleine Delle bei einzelnen Unternehmen und Sektoren könnte jedoch noch sichtbar werden. US-Präsident Trump, der zigtausende neue Jobs im produzierenden Gewerbe versprochen hat, kommt diese Entwicklung sicherlich nicht gelegen.

	Stand	Veränderung zum			
	18.05.2017 15:57	04.05.2017 -1 Woche	10.04.2017 -1 Monat	10.02.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	20558	-1,9%	-0,5%	1,4%	4,0%
S&P 500	2357	-1,3%	0,0%	1,8%	5,3%
Nasdaq	6129	0,9%	4,2%	6,9%	13,9%
DAX	12567	-0,6%	3,0%	7,7%	9,5%
MDAX	24531	-2,0%	1,4%	6,5%	10,6%
TecDAX	2187	2,1%	6,3%	16,9%	20,7%
EuroStoxx 50	3556	-2,0%	2,2%	8,7%	8,1%
Stoxx 50	3218	-0,3%	1,9%	5,9%	6,9%
SMI (Swiss Market Index)	8924	-0,6%	3,6%	5,5%	8,6%
FTSE 100	7419	2,4%	0,9%	2,2%	3,9%
Nikkei 225	19900	2,3%	5,9%	2,7%	4,1%
Brasilien BOVESPA	60470	-6,8%	-6,5%	-8,6%	0,4%
Russland RTS	1070	-1,1%	-1,4%	-8,1%	-7,2%
Indien BSE 30	30435	1,0%	2,9%	7,4%	14,3%
China Shanghai Composite	3090	-1,2%	-5,5%	-3,3%	-0,4%
MSCI Welt (in €)	1883	-1,8%	-2,9%	-0,7%	2,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	1009	1,2%	0,3%	3,8%	11,0%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	161,67	77	-132	-224	-248
Bobl-Future	131,82	30	-73	-198	-181
Schatz-Future	112,17	-1	-30	-23	-12
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	0	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,30	1	-2	-6	0
3 Monats \$ Libor	1,18	0	3	14	18
Fed Funds Future, Dez 2017	1,29	4	5	19	0
10-jährige US Treasuries	2,21	-15	-15	-22	-24
10-jährige Bunds	0,34	-5	12	2	23
10-jährige Staatsanl. Japan	0,05	2	-1	-4	0
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,13	-5	11	6	7
US Treas 10Y Performance	572,11	-0,5%	-0,3%	0,3%	0,5%
Bund 10Y Performance	605,59	-0,2%	-1,9%	-0,8%	-1,2%
REX Performance Index	483,35	0,1%	-0,6%	-0,4%	-0,4%
IBOXX AA, €	0,75	1	12	4	7
IBOXX BBB, €	1,38	-2	-2	-17	-12
ML US High Yield	6,09	-2	-6	-8	-37
JPM EMBI+, Index	816	0,0%	1,3%	2,5%	5,6%
Wandelanleihen Exane 25	7245	0,0%	2,5%	4,9%	4,8%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	406,23	0,7%	-2,7%	-6,1%	-3,4%
MG Base Metal Index	287,46	-0,5%	-3,9%	-5,2%	2,7%
Rohöl Brent	51,93	5,7%	-7,2%	-8,7%	-8,4%
Gold	1256,77	2,2%	0,4%	2,1%	8,6%
Silber	16,22	-0,2%	-9,5%	-9,8%	1,1%
Aluminium	1859,50	-2,5%	-2,7%	-0,4%	9,1%
Kupfer	5475,25	-0,8%	-4,2%	-10,0%	-0,9%
Eisenerz	60,00	-5,5%	-18,4%	-30,2%	-25,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	960	-4,4%	-22,0%	36,8%	-0,1%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1109	1,7%	5,0%	4,5%	5,4%
EUR/ GBP	0,8532	0,7%	0,0%	0,2%	0,0%
EUR/ JPY	123,33	0,0%	4,8%	2,2%	-0,1%
EUR/ CHF	1,0873	0,3%	1,8%	1,9%	1,2%
USD/ CNY	6,8881	-0,1%	-0,2%	0,1%	-0,9%
USD/ JPY	114,29	1,6%	3,0%	0,9%	-2,2%
USD/ GBP	0,7681	-0,8%	-4,5%	-4,1%	-5,1%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@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 herein 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.