



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

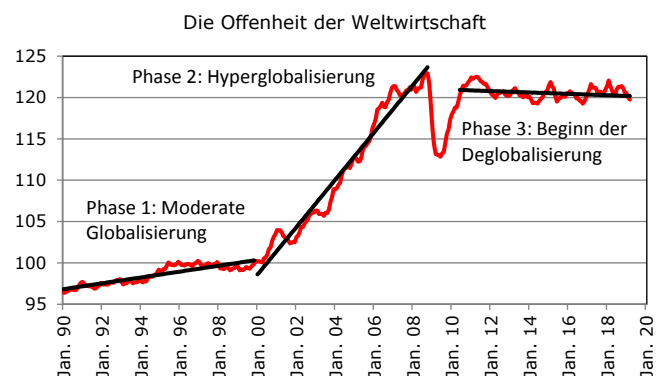
20. Juni 2019

### Das Ende der Globalisierung

Die Globalisierung, vor allem die zunehmende Verflechtung des internationalen Handels, war in den vergangenen dreißig Jahren einer der dominierenden Faktoren, der die Entwicklung der Weltwirtschaft geprägt hat. Die zunehmende Bedeutung des Internets, die rasante Zunahme der Digitalisierung, aber auch die Erschließung neuer Verkehrswege und die effizientere Nutzung von Transportmitteln haben die Globalisierung vorangetrieben. Ausschlaggebend für ihren großen Erfolg war zum einen die zunehmende Liberalisierung des Welthandels, die zu einem Abbau von Zöllen und nicht-tarifären Handelshemmnissen führte und zum anderen die positive Unterstützung durch die größte Wirtschaftsmacht der Welt. Ohne den „Schutz“ der USA hätte die Globalisierung niemals stattfinden können. Die seit dem Jahr 2000 zu beobachtende Phase der Hyperglobalisierung führte zu einer zunehmenden Fragmentierung der Produktion und der internationalen Wertschöpfungsketten, von der vor allem die Schwellenländer und hier in erster Linie China, das der Welthandelsorganisation (WTO) im Jahr 2001 beitrug, profitierten.

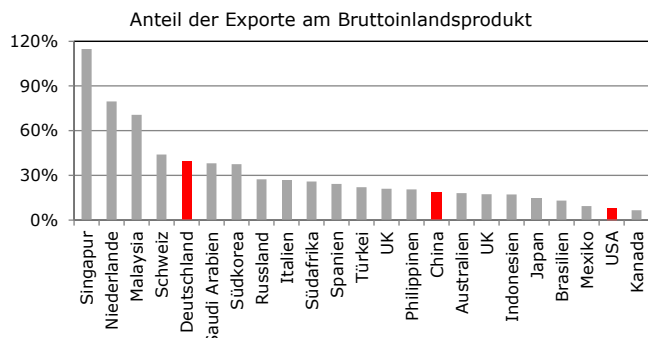
Doch seit der Finanz- und Wirtschaftskrise in den Jahren 2008 und 2009 wird die Globalisierung von vielen Bürgern und zunehmend auch von der Politik in Frage gestellt. Dies hängt insbesondere damit zusammen, dass die Bewältigung der Krisenfolgen in den marktwirtschaftlich orientierten westlichen Demokratien wesentlich mehr Zeit erfordert hat als dies in vielen autokratischen Ländern der Fall gewesen ist. So ist die Weltwirtschaft zwischen 1990 und 1999 um durchschnittlich 3,1 Prozent im Jahr gewachsen. Die Industrieländer wuchsen in diesem Zeitraum um 2,8 Prozent, die Schwellenländer um 3,6 Prozent. In der Phase der Hyperglobalisierung zwischen den Jahren 2000 und 2008 beschleunigte sich das globale Wachstum auf 4,3 Prozent pro Jahr. Dies lag aber nicht an den Industrie-

ländern, deren durchschnittliche Wachstumsrate auf 2,4 Prozent sank, sondern allein an den Schwellenländern, deren wirtschaftliche Dynamik in dieser Zeit deutlich zunahm und deren Wachstum im Mittel 6,5 Prozent pro Jahr erreichte. Abgesehen von der schweren Rezession im Jahr 2009 wächst die Weltwirtschaft zwar weiter, doch hat sich das globale Wachstum in den vergangenen zehn Jahren auf 3,4 Prozent verlangsamt. In diesem Zeitraum wuchsen die Industrieländer nur noch um durchschnittlich 1,5 Prozent, die Schwellenländer hingegen noch um 5,0 Prozent.



Dieser Sachverhalt, der kontinuierliche Abstieg der alten Industrieländer und der nahezu ungebremste Aufstieg der Schwellenländer, vor allem Chinas, hat in vielen westlichen Demokratien dazu geführt, dass liberale politische Ansichten bei den Wählern an Unterstützung verloren haben und stattdessen Politiker und Parteien, die populistische und nationale Ideen vertreten, an Zuspruch gewinnen. Am offensichtlichsten ist dies im November 2016 der Fall gewesen als Donald Trump zum 45. US-Präsidenten gewählt wurde. Spätestens mit seiner Wahl ist eine neue politische Doktrin zu beobachten: Die Abkehr von Wohlstand und Wachstum als wichtigste politische Ziele, hin

zur Verteidigung und Kontrolle der Macht. Die bisher nach vorne gerichtete politische Strategie wird umgedreht; in der Fußballersprache würde man vom „Umschalten von Angriff auf Verteidigung“ sprechen. Von daher dürfte es den USA bei dem von Trump angezettelten Handelsstreit mit China auch nur vordergründig um die Reduzierung des Handelsbilanzdefizits gehen. Viel entscheidender für den US-Präsidenten ist dagegen die Verteidigung der eigenen geostrategischen Vormachtstellung. Zölle und Handelsbeschränkungen sind Mittel zum Zweck, um die wirtschaftliche, militärische und technologische Vormachtstellung zu verteidigen. Dass China die eigenen Ambitionen auf diesen wichtigen Gebieten zurückstellen wird, ist jedoch unwahrscheinlich. Von daher gehen wir davon aus, dass der Handelsstreit zwischen den beiden Ländern anhalten wird. Die Hoffnung, dass es bei dem Treffen zwischen Trump und Xi nächste Woche auf dem G20-Gipfel in Osaka zu einem Durchbruch kommen wird, teilen wir nicht. Allerdings könnten beide Präsidenten Gesprächsbereitschaft signalisieren, sodass die Verhandlungen wieder aufgenommen werden. Dies dürfte die Börsen erfreuen, eine wirkliche Lösung des Problems ist aber nicht in Sicht.

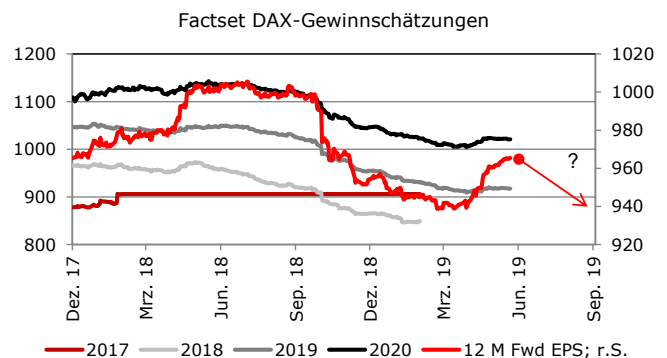


Welche Implikationen ergeben sich aus diesen Einschätzungen? 1. Der Streit zwischen den USA und China geht weiter und wird nicht schnell gelöst. Da auch die Demokraten ein Problem mit China haben, wird dieses Thema unabhängig vom Ausgang der US-Präsidentschaftswahl im nächsten Jahr die Märkte weiter beschäftigen. Der Ton könnte zwar bei einem demokratischen US-Präsidenten im Vergleich zu Trump etwas versöhnlicher klingen, inhaltlich sind aber keine großen Zugeständnisse der Amerikaner zu erwarten. 2. Das Handelsbilanzdefizit der USA nimmt weiter zu. Einem rückläufigen Fehlbetrag mit China stehen höhere Defizite mit Ländern wie Vietnam, Taiwan, Indien, Indonesien etc. gegenüber. 3. Der Aufstieg Chinas zur größten Volkswirtschaft der Welt ist dennoch nicht aufzuhalten. Das Wirtschaftswachstum Chinas wird zwar in den nächsten Jahren kontinuierlich zurückgehen, dennoch bleibt es allein aufgrund der Demografie höher als in den USA. China und auch Indien werden also in den kommenden Jahren (China) und Jahrzehnten (Indien) zu

dominierenden wirtschaftlichen Mächten – so wie es schon vor Beginn der industriellen Revolution bis Anfang des 19. Jahrhunderts der Fall war. 4. Die Globalisierung geht zu Ende. Die mit ihr verbundenen Wachstums- und Wohlfahrtseffekte verringern sich, sodass auch die globale Wachstumsrate in den nächsten Jahren vom Trend her zurückgehen wird. Länder, deren Wachstum stark von den Ausfuhren bestimmt wird, haben überdurchschnittlich viel zu verlieren. Dazu gehören Schwellenländer wie Singapur, Malaysia, Südkorea, Russland und Südafrika, aber auch Industrieländer wie die Niederlande, die Schweiz, Deutschland und Italien.

Für die Kapitalmärkte bedeutet das Szenario eines global geringeren Wachstums, dass die Inflationsraten niedrig bleiben und man zukünftig mehr über Deflation als über Inflation sprechen wird. Die globale Niedrigzinsphase wird sich fortsetzen, der im Moment zu beobachtende Rückgang der Kapitalmarktrenditen ist nicht nur ein temporäres Phänomen sondern dauerhaft – Japan lässt grüßen!

Was heißt das für Aktien? Das Argument der „Alternativlosigkeit“ bekommt angesichts immer niedrigerer Zinsen neue Nahrung. Da Anleihen immer teurer werden, könnten sich auch die Bewertungsmultiplikatoren für Aktien erhöhen. Dies spricht für höhere Aktienkurse. Allerdings werden die Unternehmensgewinne zukünftig wohl weniger stark ansteigen, denn weniger Wirtschaftswachstum führt im Trend auch zu geringeren Gewinnen – es sei denn, den Unternehmen gelingt es, ihre Margen mit geringeren Kosten zu verteidigen. Da die deutsche Wirtschaft mit ihrer hohen Exportquote von fast 40 Prozent der gesamten Wirtschaftsleistung zu den potenziellen Verlierern der neuen weltpolitischen Ordnung gehören könnte, dürfte es für die meisten Unternehmen im DAX eine besondere Herausforderung sein, ihre Erträge in der bislang gekannten Form zu steigern. Anleger müssen von daher die Gewinnentwicklung besonders im Blick behalten. Dies gilt aber nicht nur für den DAX, sondern für viele europäische Aktien und Indizes.



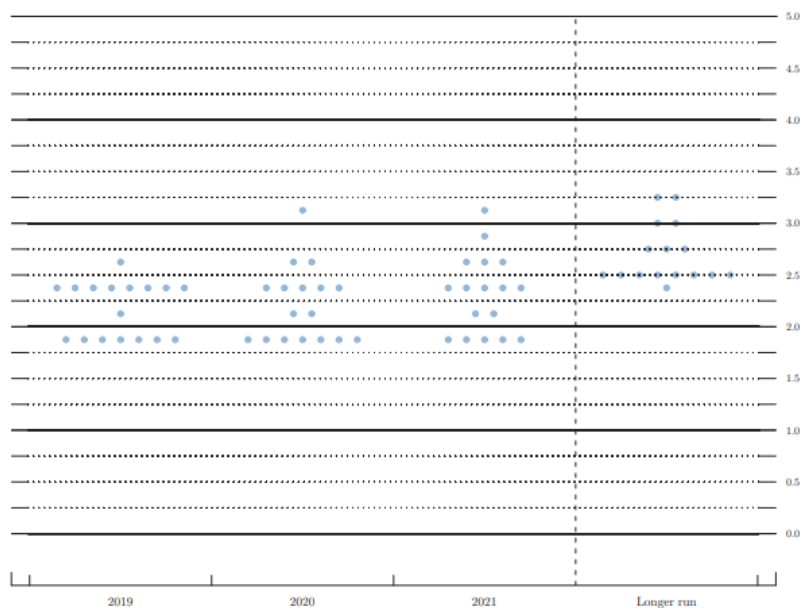
## Wochenausblick für die Zeit vom 24. bis 28. Juni 2019

	Feb	Mrz	Apr	Mai	Jun	Jul	Veröffentlichung
D: Ifo-Geschäftsklimaindex	98,8	99,7	99,2	97,9	98,7		24. Juni
D: Ifo-Geschäftserwartungen	94,0	95,6	95,3	95,3	95,0		24. Juni
D: Ifo-Lageeinschätzung	103,8	104,0	103,4	100,6	101,0		24. Juni
D: GfK Konsumklima	10,8	10,7	10,4	10,2	10,1	10,0	26. Juni
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,5%	0,5%	1,0%	0,3%	0,2%		27. Juni
D: vorl. Inflationsrate, y/y	1,7%	1,4%	2,1%	1,3%	1,4%		27. Juni
D: Importpreise, m/m	0,3%	0,0%	0,3%	0,1%			28. Juni
D: Importpreise, y/y	1,6%	1,7%	1,4%	1,5%			28. Juni
E-19: Geschäftsklima	0,69	0,54	0,42	0,30	0,29		27. Juni
E-19: Wirtschaftsvertrauen	106,2	105,6	103,9	105,1	104,3		27. Juni
E-19: Konsumentenvertrauen, final	-7,4	-7,2	-7,9	-6,5	-7,2		27. Juni
E-19: Industievertrauen	-0,4	-1,6	-4,3	-2,9	-3,4		27. Juni
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	1,5%	1,4%	1,7%	1,2%	1,3%		28. Juni
E-19: vorl. Kerninflationsrate, y/y	1,0%	0,8%	1,3%	0,8%	0,8%		28. Juni

MMWB-Schätzungen in rot

## Chart der Woche: Fed öffnet Tür für Zinssenkungen

Fed dot plot Juni 2019



Die US-Notenbank hat bei ihrer gestrigen Zinssitzung wie erwartet den Leitzins unverändert in der Spanne zwischen 2,25 und 2,50% belassen. Spannender waren aber ohnehin die Äußerungen zur zukünftigen Zinsentwicklung. Am Finanzmarkt wurden bereits im Vorfeld der Sitzung in Anbetracht von Wachstumsrisiken und schwächerer Inflation zwei Zinssenkungen in diesem Jahr eingepreist. Auch wenn das neue „dot plot“ noch keine zwei Zinsschritte impliziert, wurden die Erwartungen der Anleger keinesfalls enttäuscht. So äußerte sich Notenbankpräsidenten Powell, dass die Unsicher-

heiten insbesondere durch den Handelskonflikt zugenommen hätten und die Fed auf einen schwächeren wirtschaftlichen Ausblick reagieren werde (die Absicht „patient“ zu bleiben, kommt im aktuellen Statement nicht mehr vor). Auf Nachfrage schloss Powell gar eine Zinssenkung um 50 Basispunkte im Juli nicht aus. Mit dem gestrigen FOMC-Meeting ist die Wahrscheinlichkeit für Zinssenkungen somit weiter angestiegen. Der Zeitpunkt für den ersten Zinsschritt wird dabei von den volkswirtschaftlichen Daten in den kommenden Wochen abhängen.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	20.06.2019	13.06.2019	17.05.2019	19.03.2019	19.06.2018	31.12.2018
<b>Aktienmärkte</b>	17:26	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	26675	2,2%	3,5%	3,0%	8,0%	14,4%
S&P 500	2947	1,9%	3,0%	4,0%	6,7%	17,5%
Nasdaq	8047	2,7%	2,9%	4,2%	4,2%	21,3%
DAX	12367	1,6%	1,0%	4,9%	-2,5%	17,1%
MDAX	25631	0,6%	-0,6%	0,9%	-3,1%	18,7%
TecDAX	2864	0,6%	-0,1%	5,9%	2,2%	16,9%
EuroStoxx 50	3475	2,5%	1,5%	1,9%	1,2%	15,8%
Stoxx 50	3201	1,9%	2,0%	2,0%	5,0%	16,0%
SMI (Swiss Market Index)	9991	1,3%	3,4%	4,9%	18,0%	18,5%
FTSE 100	7440	1,0%	1,2%	1,6%	-2,2%	10,6%
Nikkei 225	21463	2,0%	1,0%	-0,5%	-3,7%	7,2%
Brasilien BOVESPA	100303	1,5%	11,5%	0,7%	40,5%	14,1%
Russland RTS	1389	3,1%	10,7%	13,9%	26,6%	30,3%
Indien BSE 30	39602	-0,4%	4,4%	3,2%	12,2%	9,8%
China Shanghai Composite	2987	2,6%	3,6%	-3,4%	2,7%	19,8%
MSCI Welt (in €)	2162	1,2%	1,2%	2,7%	4,7%	16,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	1038	1,7%	3,2%	-2,4%	-2,1%	9,1%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	172,16	62	510	820	1063	862
Bobl-Future	134,46	42	92	213	258	194
Schatz-Future	112,29	17	25	48	27	35
3 Monats Euribor	-0,34	-2	-2	-3	-1	-3
3M Euribor Future, Dez 2019	-0,46	-7	-11	-18	-34	0
3 Monats \$ Libor	2,39	-2	-14	-23	6	-42
Fed Funds Future, Dez 2019	1,62	-11	-52	-72	-103	-1
10-jährige US Treasuries	1,98	-11	-42	-64	-92	-71
10-jährige Bunds	-0,32	-8	-22	-43	-69	-57
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,16	-5	-11	-12	-19	-16
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,53	2	-6	-15	-50	-29
US Treas 10Y Performance	622,85	0,6%	3,5%	5,8%	11,0%	7,3%
Bund 10Y Performance	663,68	0,4%	1,7%	3,8%	7,9%	5,8%
REX Performance Index	497,66	0,3%	0,7%	1,6%	2,7%	2,0%
IBOXX AA, €	0,32	-7	-12	-26	-47	-56
IBOXX BBB, €	1,12	-13	-21	-42	-43	-94
ML US High Yield	6,55	-10	-14	-21	12	-146
JPM EMBI+, Index	873	1,0%	4,2%	4,5%	12,3%	10,3%
Wandelanleihen Exane 25	7348	0,0%	0,6%	2,4%	-0,8%	6,6%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	411,80	-0,3%	-0,2%	-2,1%	-7,1%	0,6%
MG Base Metal Index	291,46	0,4%	-2,1%	-8,9%	-16,1%	-1,1%
Rohöl Brent	64,28	4,0%	-11,5%	-4,8%	-14,2%	21,0%
Gold	1384,95	3,5%	8,5%	5,9%	8,7%	8,1%
Silber	14,99	0,7%	3,8%	-2,7%	-8,5%	-3,4%
Aluminium	1757,25	0,1%	-2,8%	-8,6%	-19,1%	-5,7%
Kupfer	5897,00	1,1%	-2,3%	-8,8%	-13,7%	-0,9%
Eisenerz	106,20	-0,1%	10,2%	23,2%	63,4%	53,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	1179	11,0%	13,4%	65,6%	-16,9%	-7,2%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1279	-0,1%	1,0%	-0,7%	-2,2%	-1,5%
EUR/ GBP	0,8884	0,0%	1,4%	3,8%	1,2%	-1,0%
EUR/ JPY	121,27	-1,0%	-0,9%	-4,2%	-4,3%	-3,6%
EUR/ CHF	1,1071	-1,2%	-1,9%	-2,5%	-3,7%	-1,8%
USD/ CNY	6,8511	-1,0%	-1,0%	2,0%	5,6%	-0,4%
USD/ JPY	108,11	-0,3%	-1,8%	-2,9%	-1,8%	-1,3%
USD/ GBP	0,7877	-0,1%	0,3%	4,5%	3,7%	0,3%

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

Bente Lorenzen  
+49 40 3282-2409  
blorenzen@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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.