

### Die Globalisierung hat ihren Zenit überschritten

Die Globalisierung hat die letzten Jahrzehnte geprägt, in Wirtschaft, Gesellschaft und auch an den Kapitalmärkten. Allerdings geht die aktuelle Welle der Globalisierung zu Ende und daran wird auch eine Einigung im Handelsstreit zwischen den USA und China nichts ändern. Ein Auslaufen der positiven Effekte der Globalisierung wird mittelfristig auch spürbare Konsequenzen für die Kapitalmärkte haben.

Dies ist jedoch keine einzigartige Entwicklung. Innovationen besonders bei Transport- und Kommunikationstechnologien sowie politische Öffnung sorgten seit jeher für ein schubweise engeres Zusammenrücken der Welt: Im 15. Jahrhundert war es die Entwicklung von hochseetüchtigen Segelschiffen, den Karacken, die es Christoph Kolumbus und Vasco da Gama erlaubten, ihre berühmt gewordenen Übersee-Expeditionen durchzuführen. Im 19. Jahrhundert waren es die Entwicklung von Dampfschiffen sowie der Telekommunikation, die Reduktion von Zöllen insbesondere in Europa und den USA und die Einführung des Goldstandards, welche eine Globalisierungswelle auslösten. Doch über die Zeit kommt es stets zu Globalisierungsgewinnern und -verlierern. Dies mündet dann in Populismus, protektionistischer Politik und einem bei schwacher Wirtschaftsentwicklung wieder zunehmenden Nationalfokus. Beispiele für solche Wendepunkte sind die Russische Revolution in 1917 oder die Weltwirtschaftskrise in den 30er-Jahren. Nach dem Zweiten Weltkrieg verhinderte der Kalte Krieg und auch die Importsubstitution in Indien und Lateinamerika lange eine starke Welle der Globalisierung, trotz technischer Fortschritte. Die Regionen entwickelten sich deshalb sehr unterschiedlich.

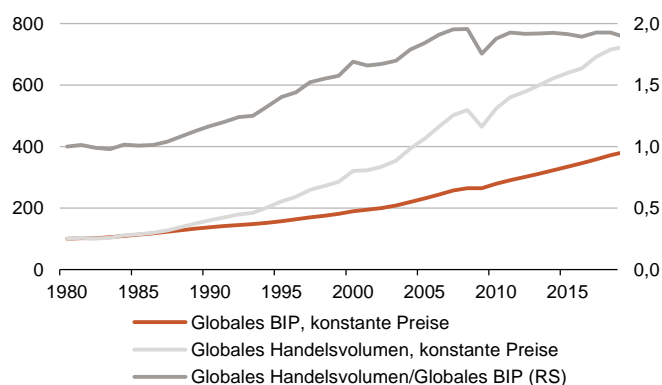
In den 1990er-Jahren startete die aktuelle Welle der Globalisierung, ausgelöst insbesondere durch den Zusammenbruch der Sowjetunion, die nachfolgende Ausweitung der EU und wirtschaftliche Reformen in China, Indien oder Lateinamerika. Die Zölle in den Industrieländern wurden mehr als halbiert. China und Indien traten der WTO bei. Vorher schwer zugängliche Ressourcen und Märkte wurden erschlossen. Ökonomisch betrachtet kam es zu einem Angebotsschock im Arbeitsmarkt mit dem Ergebnis einer Faktorpreisverschiebung zu Lasten der Arbeitskraft

Im **Fokus** kommentieren wir außergewöhnliche Marktereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

*Globalisierungswellen münden seit jeher in zunehmendem Populismus und protektionistischer Politik.*

**Abb. 1: Handel stieg jüngst nur noch mit Wirtschaftsentwicklung**

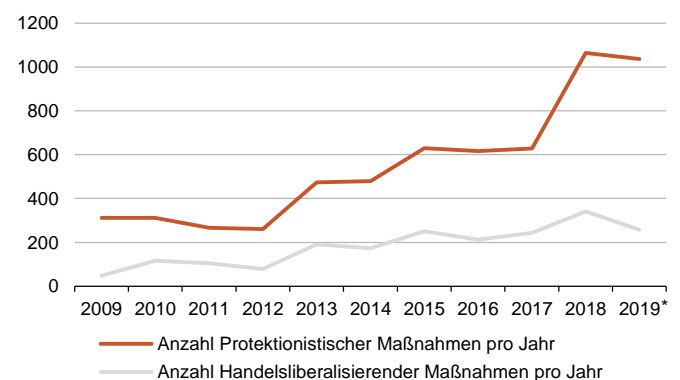
Globales Handelsvolumen von Gütern und Dienstleistungen und globales BIP in konstanten Preisen, indiziert auf 100 im Jahre 1980



Zeitraum: 01.01.1980-31.12.2018, jährliche Daten  
Quelle: Bloomberg, IWF, eigene Berechnungen

**Abb. 2: Protektionismus dominiert bereits seit der Finanzmarktkrise**

Anzahl der jährlich neu implementierten protektionistischen-, und handelsliberalisierenden Maßnahmen seit der globalen Finanzmarktkrise, \*bis einschließlich Oktober 2019



Zeitraum: 01.01.2009-31.10.2019, jährliche Daten  
Quelle: Global Trade Alert



und zugunsten des Kapitals. Riesige Containerschiffe, fallende Kosten für Zug- und LKW-Transporte sowie Fortschritte in der Kommunikation durch die Entwicklung des Internets befeuerten die Welle der Globalisierung zusätzlich. Die realen Kosten für ein dreiminütiges Telefongespräch zwischen London und New York fielen beispielsweise zwischen 1930 und 2000 um 99,9%. Die Kosten für eine Tonne Luftfracht pro Kilometer fielen von 1940 bis 1990 um 95%.

Von 1985 bis 2007 legte das Welthandelsvolumen doppelt so stark zu wie das globale Bruttoinlandsprodukt (Abb. 1). Die zunehmende wirtschaftliche Integration führte zu stärkerem Wirtschaftswachstum, insbesondere in den Schwellenländern, geringerer Inflation und niedrigeren Zentralbankzinsen. Unternehmen steigerten ihre Profitabilität deutlich. Wirtschaftsfreundliche Reformen, um im zunehmend globalen Wettbewerb bestehen zu können, begünstigten die Unternehmen zusätzlich. Seit 1995 sind die Unternehmensgewinne in den Industrienationen jährlich um ca. drei Prozentpunkte stärker gestiegen als das nominelle Bruttoinlandsprodukt. Das unterstützte die Preisentwicklung von Aktien, Anleihen und zumindest bis zur Finanzmarktkrise auch von Rohstoffen, denn die starke Investitionstätigkeit in den Schwellenländern sowie der Aufbau der dortigen Infrastruktur, insbesondere in China, waren sehr rohstoffintensiv. Die zunehmende ökonomische Integration begünstigt aber auch globale Finanzkrisen durch schnelle, grenzüberschreitende Ansteckung, wie die Finanzmarktkrise 2008/09 zeigte.

*Wirtschaftliche Integration und wirtschaftsfreundliche Reformen beflügelten die Profitabilität der Unternehmen.*

#### **Aktuelle Welle der Globalisierung läuft aus**

Seit der Finanzmarktkrise ist der Welthandel nur noch im Gleichlauf mit dem Bruttoinlandsprodukt gewachsen (Abb. 1). Die Finanzmarktkrise hat vielfach das Vertrauen gebrochen, dass die freie Marktwirtschaft sozial verträgliche Entwicklungen liefert. Die breite Bevölkerung in vielen westlichen Ländern fühlte sich als der vermeintliche Verlierer der Globalisierung, während die Kapitaleigner stark von steigenden Vermögenspreisen und niedrigen Zinsen profitierten. Die Ungleichheit der Vermögens- und Einkommensverteilung in den Ländern nahm kontinuierlich zu. Dies bereitete den Nährboden für das Erstarken populistischer, protektionistischer Politiker und damit der Gefahr, dass die Integration von Wirtschaften und Märkten teilweise zurück geschraubt wird. Beispiele sind die Erfolge populistischer Parteien in vielen Ländern Europas, die Brexit-Entscheidung oder der Handelsstreit zwischen den USA und China. Handelsprotektionistische Maßnahmen dominieren Liberalisierungsmaßnahmen bereits seit der Finanzmarktkrise – mit zunehmendem Ausmaß (Abb. 2). Migration aus ärmeren Ländern oder eine Wirtschaftskrise könnten die Stimmung gegen die Globalisierung weiter verschärfen.

*Die breite Bevölkerung in vielen Ländern fühlt sich als der Verlierer der Globalisierung.*

Auch sind die einfach realisierbaren Erträge der wirtschaftlichen Integration bereits geerntet. Die Mitgliedsstaaten der WTO stehen für 93% der Weltbevölkerung. Technologischer Fortschritt, insbesondere die Digitalisierung und Automatisierung, reduziert den Anteil der Arbeitskosten in der Produktion. Schrumpfende Arbeitskostendifferenzen zwischen Industrie- und Schwellenländern machen bei nicht mehr sinkenden Transport- und Kommunikationskosten lokale Produktion wieder attraktiver. Neue Technologien wie der 3D-Druck erlauben einfachere lokale Produktion und Konsumenten fragen aus ökologischen Gründen vermehrt lokale Produkte nach. Viele Unternehmen versuchen die Komplexität ihrer Lieferketten zu reduzieren und diese zu verkürzen. Globaler Handel wird also weniger wichtig.

*Digitalisierung und Automatisierung schmälern den bereits schrumpfenden Arbeitskostenvorteil der Schwellenländer.*

Zudem handelt es sich beim Handelsstreit zwischen den USA und China nur um den aktuellen Schauplatz einer neuen globalen geopolitischen Rivalität. Mit dem Erstarken von China geht es letztlich um die globale technologische und militärische Vorherrschaft sowie konkurrierende Gesellschaftsmodelle: liberale Demokratie vs. autoritärer Überwachungsstaat. Ein „Phase-1 Deal“ oder ein anderer amerikanischer Präsident wird dies nicht ändern. Deshalb ist zu erwarten, dass der globale Handel in den kommenden Jahren schwächer wachsen dürfte als die Wirtschaft. Dies ist 2019 bereits der Fall. Während die globale Wirtschaftsleistung weiterhin mit nominal rund 5-6% wächst, ist der globale Handel bereits rückläufig (Abb. 3).

### Mittelfristig weniger Erträge an den Kapitalmärkten

Eine permanente Trennung zwischen einem US- und einem China-geführten Handelsblock mit einem eisernen Vorhang für Technologien würde das globale Wirtschaftswachstum merklich reduzieren. Bereits jetzt belastet die hohe Unsicherheit über die zukünftige Weltordnung (Abb. 4) und den Fortgang der Globalisierung die Investitionstätigkeit westlicher Unternehmen. Aufgebaute Wertschöpfungsketten der Unternehmen verlieren vor dem Hintergrund einer zunehmenden De-Globalisierung ihren Wert. Es drohen hohe Abschreibungen. Infolgedessen dürften die Wachstumsaussichten in den nächsten Jahren begrenzt sein.

An den Kapitalmärkten ist in den kommenden 10 Jahren nicht mit vergleichbaren Erträgen wie in den letzten drei Dekaden zu rechnen, insbesondere nicht bei Anleihen. Auch dürften Aktien vom derzeitigen Niveau aufgrund einer De-Globalisierung geringere Renditen als im historischen Durchschnitt erzielen. Angesichts des derzeitigen niedrigen Renditeniveaus bei Anleihen dürften sie sich allerdings besser als Anleihen entwickeln. Zunehmend populistische westliche Regierungen dürften vermehrt auf fiskalpolitische Wachstumsimpulse und Zollschränken setzen, was mittelfristig zu steigender Inflation und steigenden Zinsen führen könnte.

Schwellenländer, die nicht bereits deutliche Fortschritte in der Wirtschaftsentwicklung gemacht haben und über keinen großen heimischen Absatzmarkt verfügen, dürften unter einer De-Globalisierung leiden. Zum einen dürften sie weniger ausländische Investments anziehen, zum anderen schwinden ihre Absatzmärkte.

Die aktuelle Globalisierungswelle läuft aus. Die Wohlstandsgewinne der letzten drei Dekaden werden sich so schnell nicht wiederholen lassen.

**Abb. 3: Wirtschaft wächst - Handel seit letztem Jahr rückläufig**

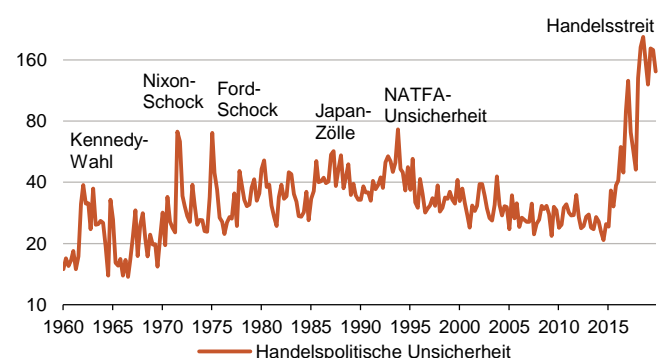
Prozentuale Veränderung des globalen Handelsvolumen im 3-Monats-Durchschnitt gegenüber dem Vorjahr seit der Jahrtausendwende



Zeitraum: 01.01.2000-31.10.2019, monatliche Daten  
Quelle: CPB, Bloomberg, eigene Berechnungen

**Abb. 4: Handelspolitische Unsicherheit erreicht Rekordniveaus**

Handelspolitische Unsicherheit basierend auf der Häufigkeit bestimmter Schlagwörter in Zeitungsmeldungen seit 1960



Zeitraum: 01.01.1960-31.10.2019, Quartalsdaten  
Quelle: Caldara et al. (2019). The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty.

*Der Handelsstreit zwischen den USA und China ist nur der aktuelle Schauplatz einer neuen geopolitischen Rivalität.*

*Eine zunehmende Rivalität zwischen den USA und China gefährdet internationale Wertschöpfungsketten.*

*Trotz Belastungen der Unternehmensprofitabilität dürften Aktien in der kommenden Dekade Anleihen schlagen.*



# IMPRESSUM

## HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie

## AUTOR



**Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie**  
Leiter des Bereich Multi Asset und zuständig für die Kapitalmarkt-  
meinung des Wealth and Asset Management  
+49 69 91 30 90-500 | bernd.meyer@berenberg.de

Zur Reihe Berenberg Märkte  
gehören folgende Publikationen:

- Monitor
- Fokus
- Investment Committee
- Protokoll

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

## WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung.

Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft.

Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 4. Dezember 2019

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
Telefax +49 40 350 60-900  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de](mailto:MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de)