

teleskop

Nr. 5
6/2022



WIE DEGLOBALISIERUNG WIRKT

Die internationale Vernetzung der
Wirtschaft wird in Frage gestellt.
Die Folgen sind vielfältig.

Wie Deglobalisierung wirkt

4

Im Nachhinein ist es deutlich erkennbar: Die Finanzkrise hat die internationale und globale Vernetzung aus der Spur geworfen. Jetzt beginnt eine Phase der Deglobalisierung.

Interview

16

«Wir benötigen mehr Optionen» Auch beim Liechtensteiner Bauzulieferer Hilti stehen Veränderungen in Sachen Lieferanten an, verrät CEO Christoph Loos.

Anlageideen

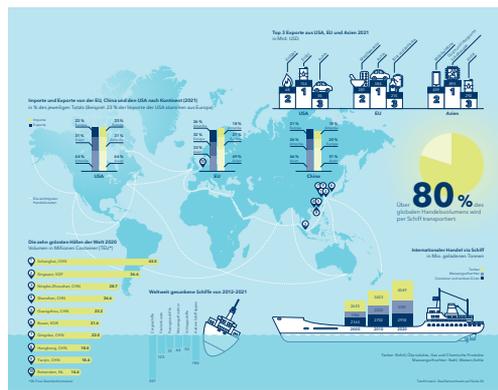
23

Deglobalisierung ist ein schleichender Prozess, der auf das Radar von Investoren gehört. Wir haben dazu vier Anlageideen.

Infografik

14

Waren reisen per Schiff



Werkstattbericht:

Wie misst man (De-)Globalisierung?

9

Geldpolitik: In den letzten 40 Jahren sind die Zinsen gesunken, während der internationale Handel explodiert ist. Ein Zufall?

Und geht es jetzt in die andere Richtung? 10

Das Objekt: Der Standard-Frachtcontainer ist der stille Helfer der Globalisierung.

13

Die Neuorganisation der Lieferketten genießt derzeit bei vielen Unternehmen höchste Priorität.

18

Fred Kindle: Der bekannte Top Manager (Ex-ABB und Ex-Sulzer CEO) und Mehrfachverwaltungsrat verrät sein bestes und sein schlechtestes Investment.

20

Ausblick: Viel Arbeit für Zentralbanken.

22

Der andere Blick: Wirtschaftlich gesehen stockt die Globalisierung. In gesellschaftlicher Hinsicht ist dieser Trend nicht erkennbar. Vier Beispiele.

24

TREND- UMKEHR

Liebe Leserin, lieber Leser

Nehmen Sie ein elektrisches Gerät oder ein Spielzeug in die Hand, und es wird höchstwahrscheinlich «Made in China» draufstehen. Das ist Globalisierung: Verlagerung von Arbeitsplätzen und freier Warenverkehr.

Dieses Modell erhält Risse. Es gibt Zeichen für eine wirtschaftliche Deglobalisierung. So gelingt es der Welthandelsorganisation (WTO) nicht mehr, Erleichterungen zu beschliessen. Im Gegenteil, dem Handel werden Hürden in den Weg gelegt (vgl. Seite 4).

Der globale Warenstrom war schon gestört, bevor die Corona-Pandemie Lieferketten auseinanderriss, eine Situation, die sich durch den Krieg in der Ukraine noch verschlimmert hat. Versorgungssicherheit ist plötzlich wieder ein Thema, und auch die Nachhaltigkeit spielt bei der Relokalisierung eine Rolle.

Zahlreiche Unternehmen überlegen sich, die Produktionsprozesse neu zu gestalten. Wie der liechtensteinische Bauzulieferer Hilti diese Frage angeht, erläutert CEO Christoph Loos im Interview (vgl. Seite 16). Hilti ist ein Beispiel unter vielen (vgl. Seite 18).

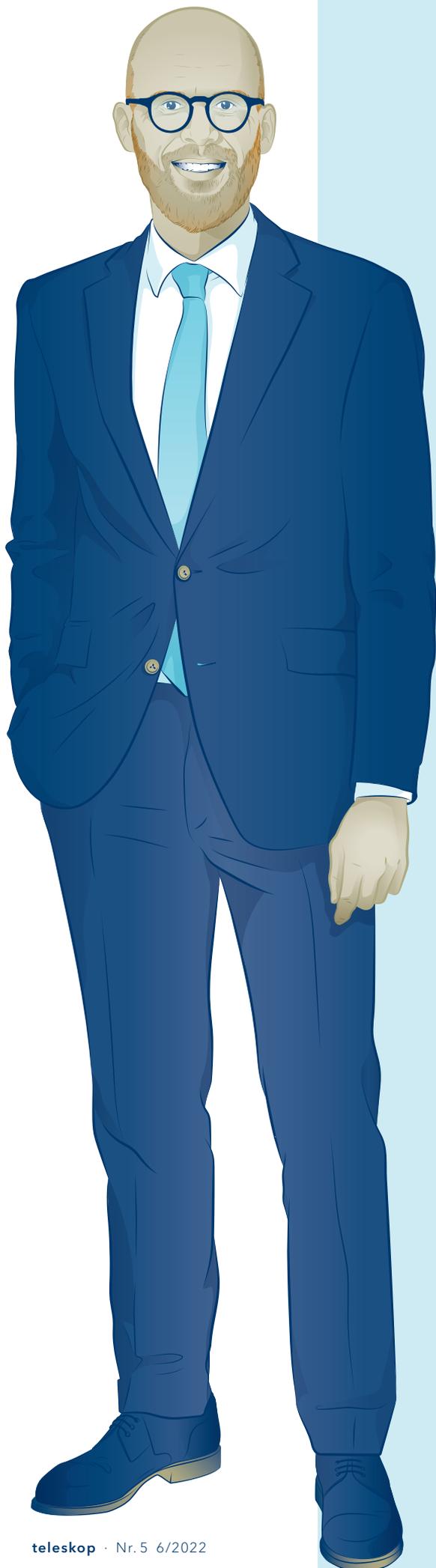
Als Anleger haben wir uns gefragt, ob die Deglobalisierung Inflation und somit Zinsen steigen lässt, entgegen der Entwicklung der letzten 40 Jahre. Doch das Narrativ von mehr Handel und sinkender Inflation stimmt so nicht (vgl. Seite 10), das ist eine gute Nachricht.

Wie lange diese wirtschaftliche Deglobalisierung dauern wird, ist offen. Es ist ein langsamer Prozess, den Anleger beachten sollten.

Ich wünsche Ihnen eine anregende Lektüre.



Dr. Felix Brill
Chief Investment Officer VP Bank





WIE DEGLOBA- LISIERUNG WIRKT

Nach einer fulminanten Phase der Globalisierung ist die Entwicklung gebremst worden. Erst kam die Finanzkrise, die Direktinvestitionen einbrechen liess. Dann folgten der Handelsstreit zwischen den USA und China, eine Pandemie und ein Krieg. Wir glauben, die ökonomische Globalisierung hat vorerst ihren Zenit überschritten. **Bernd Hartmann**

Merger Monday heisst das Phänomen im Jargon des Finanzmarkts. Zwei Unternehmen schliessen sich zusammen. Sie einigen sich in allen Details übers Wochenende, wenn die Börse geschlossen ist. Und am Montag wird die Fusion (engl. «merger») angekündigt. In den 90er- und in den Nuller-Jahren gab es Hunderte solcher Transaktionen, bei denen ein Unternehmen ein anderes schluckte. Ziel dieser Übernahmen war es, vor allem bei jenen, die über Grenzen hinweg erfolgten, mehr Märkte zu erschliessen und Kosten zu sparen. Gerade in der Industrie hiess das häufig, Arbeitsplätze nach Asien oder an einen anderen günstigeren Ort zu verlagern.

Dieser Trend, die Globalisierung von Produktionsprozessen und Kapitalfluss, stockt. Zwar stehen momentan Lieferketten-Unterbrechungen und Versorgungsengpässe wegen der Covid-19-Pandemie sowie des Kriegs in der Ukraine und der Sanktionen im Vordergrund. Aber Sand ins Getriebe kam schon früher, schon lange vor dem Handelskonflikt zwischen den USA und China, der vom früheren US-Präsidenten Donald Trump 2018 angezettelt wurde.

Der Wendepunkt für die jüngste Globalisierungswelle, das kann im Nachhinein festgestellt werden, ist die globale Finanzkrise 2008/09: Anders als in den Jahrzehnten davor, legen die Volumen von global gehandelten Waren und Dienstleistungen seither weniger stark zu als die

Gesamtwirtschaft. Nach einer langanhaltenden Wachstumsphase ging ihr Anteil am globalen Bruttoinlandprodukt leicht zurück (vgl. Grafik). Stärker fällt der Rückgang der grenzüberschreitenden Direktinvestitionen aus (vgl. Grafik Seite 9). Was sind die Gründe dafür, und wie geht es weiter? Vier Aspekte sprechen aus unserer Sicht für eine Phase der Deglobalisierung.

1. Protektionismus und Geopolitik

Die Finanzkrise stellte auch die Globalisierung in Frage, die zuvor eine neue Dimension erreicht hatte und oft als Hyperglobalisierung bezeichnet wird. Die Integration der Schwellenländer in den Welthandel, allen voran 2001 durch den Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation (WTO), wurde vom Abbau von Zöllen und Handelshemmnissen begleitet. Unternehmen konnten dank Produktionsverlagerungen Kosten senken und Gewinne erhöhen. Konsumenten erfreuten sich an günstiger Importware, die ihre Ausgaben entsprechend schmälerte.

Der abrupte und rasante Wachstumseinbruch als Folge der Finanzkrise läutete eine Phase mit vermehrtem Protektionismus ein. Selbst Politiker wirtschaftsfreundlicher Parteien äusserten sich zunehmend globalisierungskritisch. Dies zeigt sich auch im mangelnden Fortschritt bei den Handelsgesprächen.

Globaler Handel gerät ins Stottern



■ Globale Exporte und Importe von Waren und Dienstleistungen (in % des globalen Bruttoinlandprodukts)

Die 2001 im katarischen Doha gestartete WTO-Runde über Handelserleichterungen in gut 20 Bereichen wurde nicht abgeschlossen und gilt mittlerweile als gescheitert. Statt globaler Abkommen gibt es vermehrt regionale Verträge, die Handelsräume zusammenschliessen. Auch wegen Trump scheiterte das Transatlantische Freihandelsabkommen (TTIP) zwischen den USA und der EU. 2018 schlossen die Pazifik-Staaten das Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership (CPTPP) und liessen dabei die USA ausser vor. 2022 trat mit der Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP) das weltgrösste Freihandelsabkommen in Kraft, welches neben China und Japan die südostasiatischen Länder sowie Australien und Neuseeland umfasst.

Die regionalen Fortschritte können nicht darüber hinwegtäuschen, dass immer offensichtlicher zu protektionistischen Massnahmen gegriffen wird. Trump attackierte damals China direkt, indem er unfaire Handelspraktiken unterstellte. 2018 begann seine Administration, Zölle auf chinesische Importen einzuführen. Noch härter traf es den chinesischen Netzwerkausrüster Huawei, der wegen Spionagevorwürfen von mehreren westlichen Staaten vom Aufbau ihrer 5G-Mobilfunkinfrastruktur ausgeschlossen wurde. Trumps Nachfolger Joe Biden wählt zwar einen gemässigten Ton, doch in der Sache unterscheidet sich seine Position gegenüber dem Reich der Mitte kaum von der seines Amtsvorgängers.

Die Frage ob an den Spionage-Vorwürfen gegenüber Huawei was dran ist, wurde bisher weder eindeutig geklärt noch ausgeräumt. Fakt ist, dass Staaten vermehrt eine nationalistisch geprägte Industriepolitik verfolgen. Mit der «Made in China 2025»-Strategie hat die chinesische Regierung zehn Branchen priorisiert, in denen sie führende chinesische Weltunternehmen formen will. Mit staatlicher Unterstützung begaben sich viele Unternehmen auf Einkaufstour im Ausland, um Schlüsseltechnologien zu erwerben. Ein Beispiel ist ChemChina, die den schweizerischen Saatgutkonzern Syngenta, der genetisch veränderte Produkte anbietet, übernahm. Ein anderes Beispiel ist der Roboterbauer Kuka aus Deutschland. Aber Industriepolitik gibt es nicht nur im Einparteistaat China.

So will die EU mit einem neuen Gesetz die Förderung der Halbleiterbranche ermöglichen. Es solle ein florierendes Halbleiter-Ökosystem von der Forschung bis zur Produktion und einer resilienten Lieferkette geschaffen werden, heisst es in der Ankündigung. EUR 43 Mrd. sollen

«Industriepolitik gibt es nicht nur in China.»

dafür mobilisiert werden. Begründet wird dieser Schritt mit der Versorgungssicherheit (siehe auch Punkt 2), schliesslich kommt kaum mehr ein Gerät oder eine Maschine ohne Mikrochips aus. Mit Subventionen sollen also Chiphersteller nach Europa gelockt werden. Ähnliches gilt auch für andere Zukunftsbranchen wie die Batterieindustrie. Die Grenzen zwischen begründeten Versorgungsängsten, Corona-Hilfen und wettbewerbsschädlicher Marktverzerrung sind fliessend.

2. Versorgungssicherheit

Die Globalisierung hat es Unternehmen ermöglicht, ihre Produktionsprozesse stark zu optimieren. Durch die globale Zusammenlegung der Fertigung ergab sich eine grössere Stückzahl, was zu einer hohen Auslastung und Skaleneffekten führte. Weitere Ersparnisse kamen aus dem Abbau von Lagern und Redundanzen, etwa

Was ist Globalisierung?

Für Güter, Dienstleistungen und Kapital ist in den letzten 50 Jahren ein globaler Markt entstanden. Das war durch eine intensive Vernetzung der Volkswirtschaften sowie die Reduktion von Zöllen und anderen Handelshemmnissen möglich. An der Spitze der Entwicklung standen multinationale Unternehmen, die, unterstützt durch neue Technologien, ihre Produktionsprozesse über die ganze Welt verteilen konnten. Globalisierung führte zu einer Auslagerung von Arbeitsplätzen meist in Schwellenländer, wo die Lohnkosten viel günstiger waren. Die Einbindung dieser Emerging Markets in die Weltwirtschaft gipfelte im Beitritt von China zur Welthandelsorganisation im Jahr 2001.

Anzahl handelspolitischer Interventionen weltweit (2009 bis 2020)



durch mehrere Zulieferer. Die Stückzahlen erlaubten Spezialisierung und Arbeitsteilung, was wiederum zu qualitativen Vorteilen führte.

Die Corona-Pandemie legte nun schonungslos die Schwachpunkte dieses ausschliesslich auf Effizienz getrimmten Systems offen. Die plötzlichen Grenzschliessungen hatten Lieferstopps zur Folge. Die Auswirkungen zeigten sich vor allem bei Produkten, die nur noch in wenigen Ländern hergestellt werden. Gemäss einer Untersuchung der EU-Kommission stammen ganze 80 % der Medikamentenwirkstoffe aus Indien und China. Bei Penicillin (gegen Bakterien) ist die Konzentration mit 90 % besonders hoch. Kurzzeitig verhängten einige Länder während der ersten Pandemie-Welle Exportverbote für medizinische Güter, was die bereits schon schwierige Lage zusätzlich verschärfte.

Im März 2021 zeigte sich ein weiterer Nachteil eng getakteter Lieferketten. Das havarierte Containerschiff Ever Given im Suezkanal (vgl. Seite 13) blockierte die für Europa so wichtige Passage. Aufgrund der sechstägigen Blockade konnten 370 Schiffe nicht rechtzeitig passieren.

3. Neue Technologien

Ein wesentlicher Treiber der Globalisierung sind die unterschiedlichen Lohnkosten. Unternehmen konnten ihre Gewinnmargen ausweiten, indem sie arbeitsintensive Fertigungsprozesse in Billiglohnländer verlagerten. Mittlerweile sind die Lohnkosten in Schwellenländern aber angestiegen, während die Löhne in den Industriestaaten stagnierten. Der produktivitätsbereinigte Vorteil hat abgenommen. Hinzu kommt der technologische Fortschritt bei der Robotisierung, der einen steigenden Auto-

matisierungsgrad ermöglicht. Dadurch sinkt der Anteil der Löhne an den Produktionskosten.

In den kommenden Jahren dürften vermehrt additive Fertigungsverfahren Einzug halten. Verfahren wie beispielsweise der 3D-Druck erlauben es, Kleinserien flexibel und kostengünstig vor Ort zu produzieren. Unternehmen können so kundenspezifisch produzieren, der Kostenvorteil der Massenproduktion an einem zentralen Standort nimmt ab. Die WTO schätzt, dass additive Fertigungsverfahren bis ins Jahr 2060 zu einem Rückgang des Welthandels um 20 % führen werden.

4. Kosten des globalen Handels

Jahrelang wurde die Globalisierung durch schwindende Handelshemmnisse begünstigt. Der internationale Handel dürfte nun aber wieder teurer werden. Zwar verharren die Zollabgaben auf einem wirtschaftsfreundlichen tiefen Niveau, doch werden mehr nichttarifäre Handelsbarrieren auf- als abgebaut. Dazu zählen etwa technische Qualitätsanforderungen an Produkte, mengenmässige Beschränkungen, Ausfuhrsubventionen oder auch Importquoten.

Diese zusätzlichen Vorschriften und Hemmnisse machen den Handel für Unternehmen aufwendiger und somit teurer. Die Beobachter von Global Trade Alert verfolgen seit 2008 die Veränderungen der Handelspolitik aller G20-Mitglieder. Während die Anzahl der Liberalisierungsschritte in den letzten fünf Jahren stagnierte, haben handelsschädliche Massnahmen um rund 60 % zugenommen (vgl. Grafik).

Bis anhin profitierte der internationale Warenverkehr auch von günstigen Transportkosten. Zum einen reflektieren die Preise fossiler Ener-

gieträger nicht die Umweltschäden, welche ihre Verbrennung anrichtet. Zum anderen besteht ein nicht unerhebliches Gefälle zwischen den Kosten des lokalen Verkehrs und des Überseetransports. Auf den von Lastwagen verwendeten Diesel werden hohe Abgaben fällig, die Flugfracht profitiert von steuerfreiem Kerosin. Frachtschiffe können immer noch billiges, aber dreckiges Schweröl tanken. Allerdings geht das Zeitalter der billigen fossilen Energie zu Ende. Die EU-Kommission will im Rahmen des «Fit für 55»-Pakets zur Senkung der Netto-Emissionen bis 2030 um 55 % sämtliche Steuerbefreiungen für fossile Energieträger aufheben und ab 2024 die Abgaben auf Kerosin schrittweise erhöhen.

Innerhalb der EU werden sich zudem die Kosten ausländischer Halb- und Fertigerzeugnisse erhöhen, wenn der geplante Klimazoll erhoben wird. Mit dieser Massnahme soll die heimische Industrie mit lokaler Produktion geschützt werden, denn die Umstellung auf CO₂-Neutralität wird die Fertigung verteuern. Durch den Aufschlag auf Güter aus Ländern mit laxeren Umweltstandards soll verhindert werden, dass zu Importen mit schlechterer Emissionsbilanz gegriffen wird. Importeure müssten ab 2026 Verschmutzungsrechte kaufen. Fraglich ist allerdings, ob dieser CO₂-Grenzausgleich nicht gegen die Handelsregeln der WTO verstösst.

Nicht nur Umweltthemen finden mehr Beachtung, sondern auch soziale Anliegen. Die Modekette H&M aus Schweden hat die Zusammenarbeit mit einem chinesischen Garn-Produzenten beendet, nachdem der Vorwurf erhoben wurde, dass sie und weitere Unternehmen von Zwangsarbeit in China durch internierte Uiguren profitieren. In Zeiten von Social Media können sich Unternehmen nicht mehr hinter ihren Zulieferern verstecken, denn Verfehlungen drohen sofort viral zu gehen. Einige westliche Länder, wie beispielsweise Deutschland, planen oder haben bereits beschlossen, Konzerne

juristisch für Menschen- und Arbeitsrechtsverfehlungen ihrer Zulieferer haftbar zu machen.

Ein neues Mass

Der Globalisierung weht ein eisiger Wind ins Gesicht. Ökonomische, ökologische, technologische und politische Gründe sprechen dafür, dass die Hyperglobalisierung mit der Finanzkrise endete und eine Phase der wirtschaftlichen Deglobalisierung begonnen hat. Dies bedeutet nicht das Ende der Globalisierung. Vielmehr werden die neuen Rahmenbedingungen zu einem Überdenken und Anpassen führen, bis ein neues Mass gefunden wird.

Zu einer kompletten Rückabwicklung wird es wohl nur in einzelnen Bereichen kommen, etwa in Sektoren von nationalem Interesse, aufgrund der Versorgungssicherheit oder der Industriepolitik. Dies ist zum Beispiel bei Medikamentenwirkstoffen denkbar. Welcher Anteil der Produktion zurückverlagert wird, hängt von Lohnkosten, Transportkosten und vom Ausmass der staatlichen Anreize ab. In anderen Bereichen dürften Unternehmen grösstenteils an der internationalen Arbeitsteilung festhalten, sie aber neu organisieren (vgl. Seite 16).

Allerdings könnten betriebswirtschaftliche Gründe gegen eine schnelle Verlagerung sprechen, wenn es sich um bestehende Produktionsanlagen handelt. Bei Kapazitätsausweitungen und Ersatzinvestitionen werden Unternehmen die Standortfrage kritisch prüfen. Um ihre Lieferketten resilienter aufzustellen, dürften Massnahmen wie Lagerhaltung oder mehrere Zulieferer aus verschiedenen Ländern bevorzugt werden (vgl. Seite 18). Um die Vorteile der Globalisierung mit den Aspekten der Versorgungssicherheit in Einklang zu bringen, werden Länder wie Unternehmen vermehrt auf regionale Zusammenschlüsse setzen. Für Unternehmen bedeutet dieser geringere Grad an Globalisierung nicht zwangsläufig, dass sie weniger international tätig sind.

Statt an einem Ort zu produzieren und die Waren dann weltweit zu verkaufen, werden sie zukünftig dort produzieren, wo sie absetzen. Länder nahe bei westlichen Wirtschaftszentren, wie Mexiko oder in Osteuropa, haben gute Chancen, in den regionalen Handelsverbund integriert zu werden. Die asiatischen Schwellenländer werden den Handel untereinander stärker forcieren. Diese Verschiebungen geben der Globalisierung ein neues Gesicht.

« Es werden mehr Handelsbarrieren auf- als abgebaut. »

WIE MISST MAN EIGENTLICH (DE-)GLOBALISIERUNG?

Weltweite Trends sind schwer festzumachen. Aber unmöglich ist es nicht. **Dominik Pross**

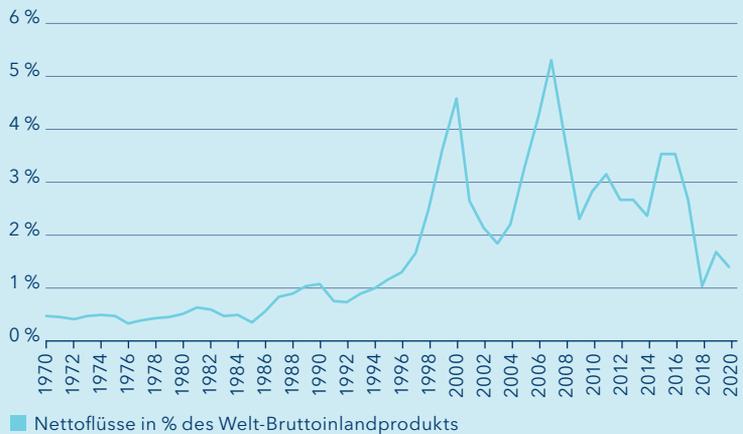
Wie mit allen langfristigen Trends ist es auch bei der (De-)Globalisierung nicht ganz leicht, die Trendbewegung zu messen. Grund dafür sind die zahlreichen Faktoren, anhand derer sich die Globalisierung oder eben die Deglobalisierung festmachen lässt.

Das zeigt sich am KOF Globalisierungsindex der ETH Zürich. Er bezieht 42 Variablen mit ein und ist zuverlässig in der Aussage. Aber wegen der Komplexität erscheint der Index zwangsläufig zeitverzögert. Die letzte Aktualisierung im Dezember 2021 beruhte auf Daten von 2019. Hinzu kommt, dass kurzlebige Phänomene die Indikatoren beeinflussen. Selbst der verlässlichste Indikator kann wegen einer Rezession wie der im Jahr 2020 fälschlicherweise eine Deglobalisierung signalisieren.

Daher ist neben der Aktualität auch eine lange Datenreihe nötig, um kurzfristige Schwankungen zu glätten. Wir haben vor allem zwei Statistiken herangezogen, die zeigen, dass eine Deglobalisierung wirkt: Handel in Prozent des globalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) (vgl. Seite 5) und der Nettozufluss von ausländischen Direktinvestitionen in Prozent des BIP (vgl. Grafik oben).

Diese Datenpunkte sind für die meisten Länder über einen langen Zeitraum hinweg ver-

Ausländische Direktinvestitionen weltweit



füßbar und werden regelmäßig aktualisiert. Exporte und Importe gemessen am nationalen oder globalen BIP zeigen, inwieweit es Verschiebungen im Handel gibt. Ein kontinuierlicher Rückgang dieser Zahl würde darauf hinweisen, dass in den importierenden Nationen der Konsum zunehmend durch im Inland produzierte Güter gedeckt wird.

Ausländische Direktinvestitionen (z.B. Unternehmenskäufe, Investitionen in Fabriken) bieten eine weitere Indikation, da besonders Schwellenländer von diesen abhängig sind. So sind etwa Vietnam und Bangladesch noch immer die Werkbanken der Welt. Ein rückläufiges Wachstum der Investitionen durch ausländische Unternehmen würde auf eine mögliche Reallokation der Investitionen hindeuten.

Allerdings ist der Rückgang in einem Land noch nicht aussagekräftig. Es gibt immer auch lokale Gründe, wie politische Veränderungen, die zu einer Verringerung führen können. Erst ein Rückgang der Investitionen in einer ganzen Region oder gar global dient als Zeichen für Deglobalisierung.

Zieht man folglich den Handel und die Investitionen zusammen heran, bieten sie ein Indiz für eine sich verändernde Welt im Warenhandel. Letztlich kann man sich aber nicht nur auf zwei Indikatoren stützen und muss stattdessen weitere quantitative sowie qualitative Informationen miteinbeziehen (vgl. Seite 4) und auf Unternehmensvertreter hören (vgl. Interview mit dem CEO von Hilti auf Seite 16). Zudem müssen politische Entscheidungen zu Zöllen oder Subventionen beachtet werden.

ZINSTREIBENDE WIRKUNG DES HANDELS WIRD ÜBERSCHÄTZT

In Industrieländern sind die Zinsen in den letzten 40 Jahren tendenziell gesunken. Als Treiber werden die Zunahme des internationalen Handels und die finanzielle Verflechtung ausgemacht. Doch Forscher zweifeln an diesem Einfluss auf die Geldpolitik.

Thomas Gitzel

Auf dem Höhepunkt der Globalisierung vor der Finanzkrise 2008/09 und mit der raschen Verbreitung des Internets auf Mobiltelefonen gab es wenig Skepsis, dass eine weltweite Verflechtung der Wirtschaft nur Vorteile bringen würde. Konsumenten spürten es im Portemonnaie, weil Online-Handelsplätze, darunter der allseits bekannte von Amazon, eine zuvor nicht gekannte Preistransparenz schufen. Suchergebnisse von teureren Anbietern wurden gar nicht mehr angeklickt, nur die Günstigsten fanden Käufer. Weil der Wettbewerb seit der Globalisierung weltweit spielt, hat diese Entwicklung geholfen, die Preise niedrig zu halten.

Wenn das stimmt, kann sich Globalisierung auf gesamtwirtschaftlicher Ebene, wo es nicht nur um Konsumprodukte geht, in sinkenden Importpreisen bemerkbar machen. Der Teil des Preiskorbs, der auf Importe zurückgeht, würde dadurch günstiger werden und die Inflationsentwicklung dämpfen. Dazu kommt: Werden Waren aus dem Ausland billiger, weil sie in Niedriglohnländern hergestellt wurden, haben heimische Arbeitnehmer weniger Möglichkeiten, höhere Löhne durchzusetzen. Dies beeinflusst den Preisauftrieb im Inland zusätzlich.

Darum ist es naheliegend, dass die zunehmende internationale Verflechtung auch zu sinkenden Inflationsraten geführt hat, was wiederum die Zinsen hat fallen lassen. Doch das stimmt nicht ganz, wie wir in diesem Artikel zeigen

« Preisentwicklungen
im Ausland sind wegen
der Importe von
hoher Relevanz. »

werden. Umgekehrt wird eine Deglobalisierung nicht einfach zum Anstieg der Zinsen führen.

Globalisierung als Preistreiber

Machen wir einen Schritt zurück: Inflation ist ein wesentlicher Treiber von Zinsen, neben der Konjunktur und den Wechselkursen. Notenbanken schauen sich diese Entwicklungen genau an, weil sie primär das Ziel der Preisstabilität verfolgen und entsprechend die Leitzinsen festsetzen. Ob die Globalisierung in den letzten vier Jahrzehnten zu sinkenden Zinsen beigetragen hat und in welchem Ausmass, das haben sich daher zahlreiche Forscher gefragt. Um es vorweg zu nehmen, ganz so einfach ist

es nicht. Was aber passiert: Die Globalisierung führt dazu, dass Preisentwicklungen im Ausland für inländische Verbraucher von hoher Relevanz sind. Denn der Preis des importierten Produkts oder der Dienstleistung wird sich entsprechend ändern. Steigen Löhne und Preise zum Beispiel in China, kann das direkte Implikationen für die Inflationsrate im Importland haben.

Dieser Effekt wird noch verschärft, wenn es für dieses importierte Produkt keinen inländischen Ersatz gibt, auf den ausgewichen werden kann. Beispiele hierfür gibt es derzeit zuhauf. Halbleiter aus Asien sind als Folge der Corona-Pandemie und der verhängten Lockdowns knapp. In Europa gibt es aber keine oder nur eine beschränkte Fertigung, auch als Folge der Globalisierung, weil die Herstellung ins Ausland verlagert wurde.

Wie das wirkt, zeigt der derzeitige Halbleitermangel im Automobilsektor. Die Produktion stockt, es kommen nur wenig neue Fahrzeuge auf den Markt. Konsumenten weichen daher auf Gebrauchtwagen aus. In der Folge stiegen die Preise sowohl für Neu- als auch für Gebrauchtwagen. Seit Herbst 2021 sind diese höheren Preise ein wesentlicher Treiber für die Inflationsraten in den USA und in Europa. Gestiegene Importpreise haben die Teuerung zusätzlich angefeuert. Eine breitflächige Herstellung inländischer Produkte als Ersatz könnte aktuell die Preisentwicklung sogar dämpfen.

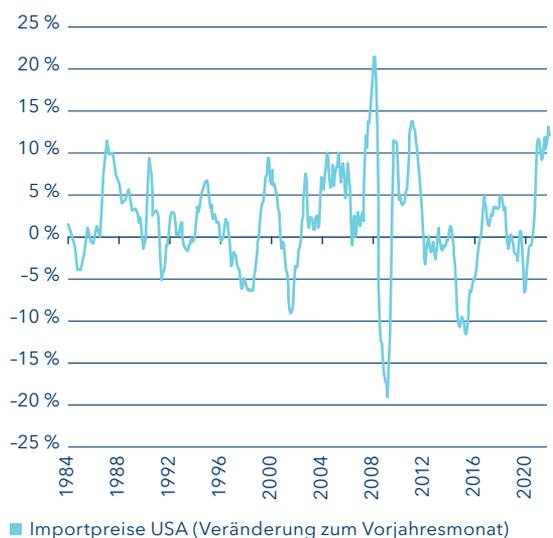
Wenn man annimmt, dass während der Globalisierung der letzten 40 Jahre Jobs in Niedriglohnländern verlagert und die dort hergestellten Güter zu tieferen Preisen angeboten wurden, dann sollte sich das in den Importpreisen zeigen. In den USA lässt sich dies aber nicht eindeutig erkennen (vgl. Grafik rechts).

Mit einer Erklärung dafür könnten global tätige Unternehmen sein, die mit ihren Produkten Märkte weltweit beherrschen, zum Beispiel Amazon, Google oder Microsoft, die in oligopolistischen Strukturen operieren. In diesen Märkten ist der Wettbewerb eingeschränkt,

was sich auf die Preise auswirkt. Globalisierung kann so auch gegenläufige Effekte auf die Inflationsraten haben.

Aus diesen Gründen kommen Forscher von der Europäischen Zentralbank (EZB) in einer im September des letzten Jahrs veröffentlichten Studie zum Ergebnis: Die Globalisierung hatte keinen signifikanten Einfluss auf den Inflationstrend der Industrieländer in den vergangenen 30 Jahren (vgl. Grafik Seite 12). Zu ähnlichen Ergebnissen kommt eine vergleichbare Untersuchung der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD). Der stärkste Rückgang der globalen Inflationsrate wurde in den 1980er und 1990er Jahren verzeichnet, als die letzte Welle der Globalisierung noch in den Kinderschuhen steckte. Darum fällt der empirische Zusammenhang zwischen einer Zunahme des internationalen Handels und dem Inflationstrend statistisch nicht signifikant aus.

Kein eindeutiger Effekt



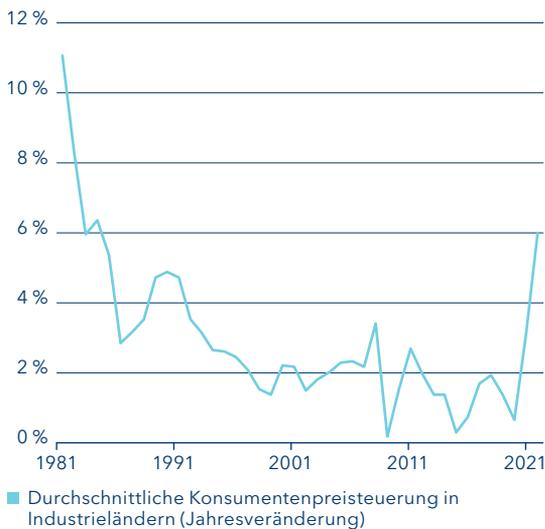
Einfluss offener Finanzmärkte

Wenngleich der intensiver gewordene Welt-handel keine deutliche Auswirkung auf den Inflationstrend hatte, so war die Globalisierung trotzdem nicht folgenlos für die Geldpolitik und

die Festsetzung der Zinsen. Denn Globalisierung beschränkt sich nicht nur auf den Handel, sondern umfasst in weitaus grösserem Umfang internationale Kapitalmarktverflechtungen.

So schlagen etwa Renditen europäischer Anleihen meist die gleiche Richtung ein wie die ihrer US-Pendants, unabhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung im Euro-Währungsraum. Damit wird der geldpolitische Transmissionskanal in seiner Wirkungsweise gestört, es wird also für die EZB schwieriger, ihre Geldpolitik im Euroraum durchzusetzen. Damit können sich dort Kredite verteuern, ohne jegliches Zutun der Zentralbank. Ähnliches war bereits in früheren Episoden beobachtbar. Die Notenbanken müssen deshalb die Entwicklungen an den globalen Finanzmärkten bei ihren Entscheidungen mitberücksichtigen. Und diese Komponente hat mehr Gewicht als die Preisentwicklung bei den Importen.

Inflationsraten während der Blütezeit der Globalisierung



Wie sich Deglobalisierung auswirkt

Wenn die Globalisierung einen geringen Einfluss auf den weltweiten Teuerungstrend und somit auf die Zinsen hatte, dann heisst das im Umkehrschluss: Eine Deglobalisierungsphase sollte keinen signifikanten Effekt auf die Inflationsraten haben. Das bedeutet aber nicht, dass eine Umkehr der Globalisierung ganz ohne Folgen bleibt.

Unternehmen sehen die Gefahr, dass sich die Vorteile der Globalisierung ins Negative verdrehen, etwa aufgrund massiv gestiegener Transportkosten, die kostentreibend wirken (vgl. Seite 18). Eine im Jahr 2021, also mitten in der

« Eine Phase der Deglobalisierung sollte keinen signifikanten Effekt auf Inflationsraten haben. »

Pandemie durchgeführte Umfrage des Leibniz-Instituts für Wirtschaftsforschung an der Universität München (Ifo) ergab, dass rund ein Fünftel der deutschen Industrieunternehmen plant, ihre Produktion zurück nach Deutschland zu verlagern.

Aus makroökonomischer Sicht stellt sich die Frage, ob diese Kosten an die Abnehmer weitergereicht werden können (preistreibend) oder nicht (nicht preistreibend). Derweil herrscht in der Wissenschaft weitgehend Einigkeit, dass die Globalisierung des Finanzsektors die Wirkung der Geldpolitik beeinflusst. Würden dem Kapitalverkehr wie beim Handel Hürden in den Weg gelegt und würde die Deglobalisierungstendenz auch den Finanzsektor ergreifen, dürfte dies die Geldpolitik wohl erheblich vereinfachen. Die Entwicklung der Zinsen wäre somit wieder vermehrt von der Zentralbank bestimmt.

DIE «BIG BOX» MACHTE ALLES ERST MÖGLICH

Christina Strutz

Schiffe beladen und entladen, das dauerte dem US-Spediteur Malcolm McLean zu lange und war zu teuer. Der Erfinder des Containers wollte Prozesse vereinfachen, günstiger und schneller machen.

Malcolm McLean begann seine Laufbahn als Tankwart, gründete aber schon kurz danach mit seinen Geschwistern Jim und Clara eine Spedition. Er selbst fuhr die Trucks.

Die Idee für die Container hatte er 1937, als er als Lastwagenfahrer am Hafen von New Jersey (USA) fast einen ganzen Tag warten musste, bis Baumwoll-Ballen in seinen Truck verladen wurden. Warum sollte es nicht möglich sein, dass der Anhänger eines Lastwagens direkt auf das Schiff gehoben wird und nicht die einzelnen Säcke, Ballen oder Kisten?

Es dauert dann allerdings noch bis April 1956, bevor McLeans erstes Containerschiff namens «Ideal X» den Hafen Newark in

Richtung Houston verliess – die Geburtsstunde der Containerschiffahrt hatte geschlagen.

Seine Idee bestach. Die Waren sind in den Blechkisten vor Wind, Wetter und Dieben geschützt und können rund um den Globus transportiert werden, ohne umgeladen werden zu müssen. Seitdem lautete der bestimmende Trend in der internationalen Logistik und Containerschiffahrt: grösser, schneller, effektiver.

Die Containerschiffe verursachten einen erheblichen Aufwand durch die erforderliche Neuorganisation in Häfen und Reedereien. Auch mussten die Container erst genormt werden, da sie nach amerikanischen Vorgaben gebaut wurden. Die Masse waren aber nicht tauglich für europäische Strassenverhältnisse, deshalb wurde nach langen Verhandlungen zwischen Europäern und Amerikanern der bis heute genutzte ISO-Normcontainer festgelegt: der Standardcontainer TEU (Twenty-foot Equivalent Unit) mit einem Volumen von 33 Kubikmetern. Sein grosser Bruder ist der FEU, der 40 Fuss (1 Fuss = 0.3 Meter) lang ist. Beide sind 8 Fuss breit und 8.5 Fuss hoch.

Container haben entscheidend dazu beigetragen, dass der Welthandel derart florieren konnte, global war fast jede gewünschte Ware verfügbar.



Erst der Fall «Ever Given» zeigte, wie riskant riesige Containerschiffe sein können. «Ever Given» zählt zu den grössten seiner Art mit einer Ladung von 20'000 TEU. Es steckte mehr als sechs Tage im Suezkanal fest und blockierte Hunderte von Schiffen. Schätzungen des Versicherungskonzerns Allianz zufolge betrug der tägliche Verlust durch den versperrten Suezkanal über neun Milliarden US-Dollar. Dazu kamen noch die Kosten der Bergungsarbeiten, der entstandene Reputationsschaden und die Gewinnausfälle für den Betreiber des ägyptischen Suezkanals.

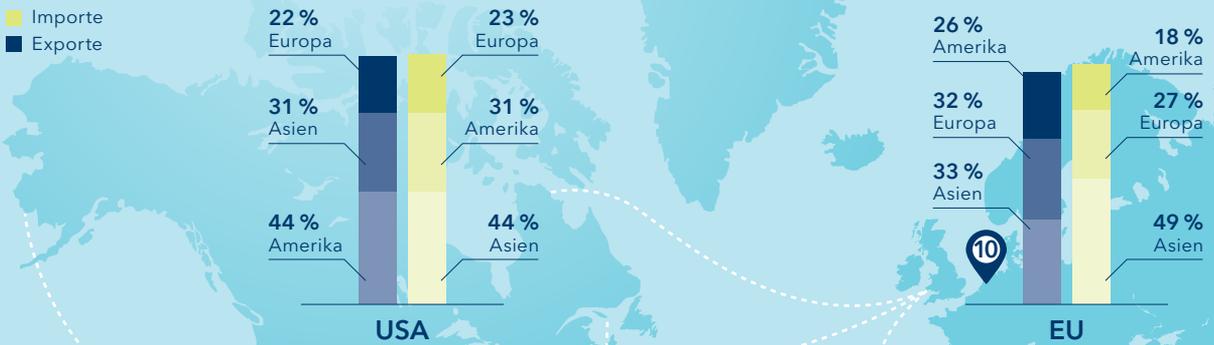
Wie sehr die Wirtschaft von Containern abhängig ist, zeigte auch die Corona-Pandemie eindrücklich. Als Folge der chinesischen Zero-Covid-Politik waren und sind immer wieder Häfen geschlossen, wo sich entsprechend Container stapeln. Waren konnten nicht verteilt werden, und es entstehen Lieferengpässe, die Auswirkungen auf den Handel der ganzen Welt haben. Der Siegeszug des Schiffcontainers ist damit vielleicht gebremst, aber sicher nicht gestoppt worden.

WAREN REISEN PER SCHIFF

Grösste Handelsvolumina werden in Asien verzeichnet, wo neun der zehn grössten Häfen liegen.

Importe und Exporte von der EU, China und den USA nach Kontinent (2021)

in % des jeweiligen Totals (Beispiel: 23 % der Importe der USA stammen aus Europa)



--- Die wichtigsten Handelsrouten

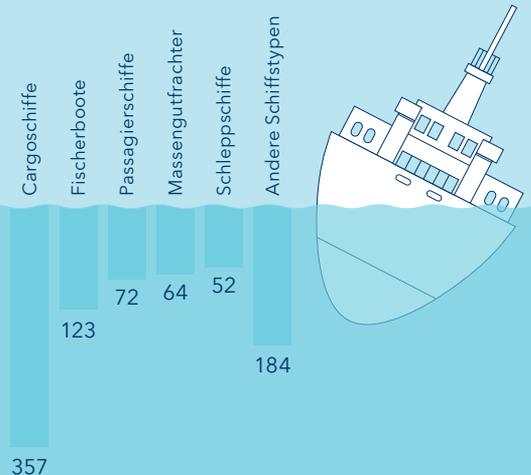
Die zehn grössten Häfen der Welt 2020

Volumen in Millionen Container (TEU*)

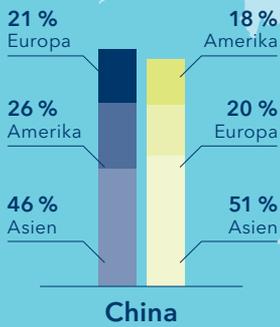


*20-Fuss Standardcontainer

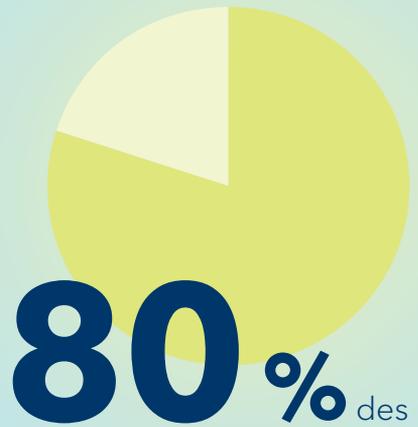
Weltweit gesunkene Schiffe von 2012-2021



Top 3 Exporte aus USA, EU und Asien 2021
in Mrd. USD



China



Über 80% des globalen Handelsvolumens wird per Schiff transportiert.

Internationaler Handel via Schiff
in Mio. geladenen Tonnen



Tanker: Rohöl, Ölprodukte, Gas und Chemische Produkte
Massengutfrachter: Stahl, Weizen, Kohle

«WIR SUCHEN MULTIOPTIONALITÄT»

Es ging lange gut, an einem Ort für die Welt zu produzieren. Strafzölle, die Pandemie und der Krieg in der Ukraine verändern das, wie Christoph Loos, CEO des Werkzeug- und Befestigungsspezialisten Hilti im Interview erklärt.

Interview: Clifford Padevit

Herr Loos, stehen wir vor einer Deglobalisierung?

Es kommt auf alle Fälle zu grossen Veränderungen in der weltweiten Arbeitsteilung. Und in der Tendenz wird dies wohl eher zu weniger Globalisierung führen als zu mehr.

Was heisst das konkret?

Wir hatten alle lange die Vorstellung, die Welt werde immer arbeitsteiliger, man könne immer dort produzieren, wo es am günstigsten ist und von dort die ganze Welt beliefern. Das ist heute leider eine zu naive Vorstellung. Der Handelskonflikt zwischen den USA und China, als über Nacht Zölle eingeführt wurden, hat das gezeigt. Und während der Pandemie gab es Lockdowns, durch die ganze Länder zuzugingen.

Wie geht Hilti damit um?

Wir benötigen ein Setup mit mehr Optionen. Wir brauchen einfach in verschiedenen Teilen der Welt verschiedene Versorgungsmöglichkeiten, um nicht von zwei oder drei Ländern abhängig zu sein. Das führt noch nicht notwendigerweise zu weniger Globalisierung, das führt einfach zu Veränderungen.

Wie wirkt sich der Krieg in der Ukraine aus?

Russland tut uns weh. Finanziell waren es etwa drei Prozent des Unternehmens, das haut uns nicht um. Aber insgesamt tut es sehr weh, denn es war eine wirklich fantastische Organisation. Wir haben nach der Wende dort begonnen, die Einheit wuchs auf 1'300 Mitarbeiter, wir sind führend in fast allen unseren Märkten, und jetzt bricht alles zusammen. Das war wirklich ein Superteam.

Welche Auswirkungen hat der Krieg auf längere Sicht?

Es kommt vermehrt wieder das Denken in Kategorien: Wem vertraue ich, wem nicht. Das führt wahrscheinlich dazu, dass man eher ein bisschen näher bei sich zuhause produziert. Das gab es in den letzten 30 Jahren überhaupt nicht. Und das führt wohl in der Tendenz zu weniger Globalisierung, genau wie das Thema Nachhaltigkeit, letzteres hauptsächlich wegen der Reduktion der Transportwege.

Sie arbeiten derzeit an der Strategie für 2030. Wie gehen Sie diese Entwicklungen an?

Das Thema, an dem wir bei unserer Versorgungsstrategie am meisten arbeiten, heisst Multioptionalität. Wir machen kein Szenario, wo wir sagen: Wir vertrauen den Amerikanern mehr als den Chinesen, und deswegen verlagern wir alles nach Europa und Amerika. Wir haben ja mit Trump gesehen, was in den USA passieren kann. Wir wollen so aufgestellt sein, dass wir unsere Herstellung verschieben können, falls etwas passiert in der Welt. Wer weiss, was langfristig zum Beispiel in China und Taiwan passiert. Stand heute fahren wir gut mit unserem «Local for global»-Setup in China. Aber wir wollen vorbereitet sein. Und wenn eine Veränderung gar nie notwendig wird, dann freuen wir uns und hatten einfach zusätzliche Kosten. Das ist wie eine Versicherungsprämie, die wir akzeptieren müssen.

Dann waren US-Strafzölle während der Präsidentschaft von Donald Trump nur ein Vorspiel?

Das war ein Weckruf. Wenn Sie eine globale Lieferkette bauen und sich überlegen, wo Sie was für die Welt produzieren, dann treffen Sie

Annahmen und kommen auf einen Standort. Wenn plötzlich die Parameter ändern und Einfuhrzölle von 40 oder 50 % erhoben werden, dann verändert sich diese Rechnung komplett. Genau das hat die Trump-Administration gemacht, was zu einem enormen Vertrauensverlust geführt hat. Wir haben damals die Produktion von Stahlnägeln von China nach Mexiko verlagert, weil die USA darauf keine Zölle erhoben.

Aber so einfach ist das ja meistens nicht?

Nein, denn wir stellen technisch anspruchsvolle Produkte her. Da braucht es Mindestvolumen und sehr viel Kompetenz. Das führt dazu, dass wir in der Regel zwei Werke für jeden Produktbereich haben. Wir können nicht einfach fünf daraus machen. Aber wir arbeiten daran, auf drei oder vier zu kommen, nur dauert das natürlich zwei, drei Jahre. Das führt zu kleineren Werken, die weniger effizient sind, und resultiert in höheren Kosten. Dafür wird die Versorgungskette robuster.

Kann man denn einfach woanders die gleiche Kompetenz finden wie zum Beispiel in China für Elektronik?

Es ist schwierig. Weltweit sind Cluster entstanden, in China eben für elektrische Geräte und Mobiltelefone. Das können nur fünf oder sechs Länder auf der Welt. Dann geht man eben dahin, wo man zwar auch Elektronik kaufen kann, aber noch nicht alles so eingespielt ist wie in China. Dort versucht man dann, neue Partner zu qualifizieren und langfristige Beziehungen aufzubauen.

Multioptionalität ist teurer. Können Sie diese Kosten einfach weitergeben?

Wir geben uns viel Mühe. Aber wir müssen aktuell Preiserhöhungen machen, die ich in meinen 20 Jahren bei Hilti nicht erlebt habe, weil sich zum Beispiel der Stahlpreis verdoppelt hat. Wir können nicht alles weitergeben, wir sehen es also auch in unserer Marge.

Wie spürt Hilti die aktuellen Versorgungsprobleme?

Es knirscht an allen Ecken und Enden. Das begann 2021 und hat sich noch akzentuiert. Es gibt keine Ware und ein massives Transportproblem. Selbst wenn Sie etwas kaufen können, müssen Sie es noch an den richtigen Ort bringen. Wir hatten bisher nie Situationen, wo wir grössere Lieferschwierigkeiten hatten, die so massiv bei den Kunden durchgeschlagen sind. Wir haben derzeit nennenswerte Bestellungen, die wir nicht liefern können.

Welche Produkte sind betroffen?

Alle Formen von Elektronik, inklusive Chips. Elektromechanische Komponenten, die für Steuerungen benötigt werden, Stahl ist ein Thema, auch chemische Grundprodukte, wie Kunststoffe, oder Batteriezellen, wovon es zu wenig Angebot gibt.

Angefangen hat dies in der Pandemie. Wie hat Corona Hilti als globalen Konzern verändert?

Wir sind ein Unternehmen, das stark auf Beziehungen und Teamwork setzt und mit Kompetenzübertragung funktioniert. Da spielt der persönliche Kontakt eine grosse Rolle. Dann haben wir ja auch den Direktvertrieb, bei dem unsere Aussendienstler sehr viel reisen, um nahe beim Kunden zu sein. Also wird Reisen auch in Zukunft eine grosse Rolle spielen. Wir reisen wieder mehr, aber das Niveau vor der Pandemie werden wir nicht mehr erreichen.

ZUR PERSON



Seit 2014 führt Dr. **Christoph Loos** als CEO den Hilti-Konzern mit Sitz in Schaan (FL), bekannt für die roten Koffer der von ihm hergestellten Werkzeuge. Bereits seit 2007 gehört der Deutsche der Konzernleitung an. Er verantwortete zunächst den Bereich Finanzen und Konzernentwicklung und übernahm dann den Bereich Emerging Markets sowie das globale Energie- und Industriegeschäft. Ende 2022, nach 21 Jahren bei Hilti, gibt der 54-Jährige die operative Leitung ab und wird Präsident des Verwaltungsrats.

Anmerkung: Die Ansichten und Meinungen, die im Experteninterview geäussert werden, können von der Meinung der VP Bank abweichen.

NEUORGANISATION DER LIEFERKETTEN GENIESST HÖCHSTE PRIORITÄT

Die globale Verknüpfung von Warenströmen, Produktionsprozessen und Technologien stösst an ihre Grenzen und stellt Unternehmen vor eine neue Herausforderung. Viele von ihnen denken über eine Rückverlagerung nach. **Marcello Musio**

Das Geschäftsgebaren zahlreicher Volkswirtschaften und Unternehmen beruht auf einer eng verzahnten Logistik rund um den Globus, die Zulieferer, Produzenten und Konsumenten miteinander verknüpft. Globale Liefer- bzw. Wertschöpfungsketten haben spätestens seit den 1990er-Jahren stark an Bedeutung gewonnen und sind laut einer gemeinsamen Studie der Weltbank und anderer internationaler Organisationen ein zentraler Faktor zur Erklärung des sprunghaften Anstiegs des internationalen Handels in der Dekade vor der Finanzkrise. Diese Globalisierung schaffte viele Vorteile und eröffnete neue Möglichkeiten.

Von Globalisierung profitiert

Mehr als 36 Millionen Arbeitsplätze in der EU sind von Exporten in Drittländer abhängig. Jede Milliarde Euro an Exporten in Nicht-EU-Länder unterstützt gemäss EU-Kommission im Schnitt 13'000 Jobs in der EU (2017). Unternehmen haben von der Globalisierungsdynamik profitiert. Exemplarisch für die deutsche Autoindustrie hat beispielsweise BMW Absatz und Produktion radikal über den Globus verteilt und vernetzt. Über drei Dutzend Fabriken in Deutschland, Südafrika, China und den USA bilden ein Netz aus Zulieferern und Fertigmern.

Die Finanzkrise in den Jahren 2008/09 warf diese Entwicklung zurück. Aufgrund hoher Ungewissheiten, in Europa zusätzlich wegen der Schuldenkrise, wurden internationale Investitionen zurückgeschraubt; weltweit gesehen erreichten die Netto-Direktinvestitionen

den Stand von vor der Krise nicht mehr (vgl. Seite 9). Dazu gesellte sich die Verschlechterung der aussenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen, als die USA unter dem damaligen Präsidenten Donald Trump Konflikte mit mehreren Handelspartnern vom Zaun brachen. Mit Strafzöllen und Gegenmassnahmen wurde der Welthandel erheblich gestört.

Weltweite Cluster

Spätestens die Corona-Pandemie hat die Schwächen der grenzüberschreitenden Verknüpfung von Warenströmen und Produktionsprozessen offengelegt. Die Faustregel «Gefertigt wird, wo Arbeit billig ist» scheint nicht mehr überall anwendbar. Inzwischen gilt zunehmend «Produziere dort, wo dein Kunde ist», zumal sich die Lohnniveaus in unterschiedlichen Teilen der Welt seit den 1990er-Jahren zum Teil drastisch verändert haben. Der niederländische Elektronikkonzern Philips zum Beispiel lässt seine Premium-Rasierapparate wieder im Heimatland produzieren und kehrte in diesem Bereich China den Rücken. Laut Philips ist ein Produktingenieur in Shanghai inzwischen genauso teuer wie in Drachten.

Das ist auch eine Folge der enormen geografischen Konzentration, die sich mit der globalen Arbeitsteilung ergeben hat, namentlich in China. Laut dem Schweizer Lift- und Rolltreppenhersteller Schindler kommen beispielsweise 70 % der weltweiten Komponenten für die Aufzug- und Rolltreppen-Industrie aus einem Umkreis von nur 100 Kilometern rund um

Schanghai. Ob mit einer baldigen Gegenbewegung, sprich Deglobalisierung, zu rechnen ist, wird sich erst noch zeigen. Eins ist sicher, Risiken ausgehend von grenzüberschreitenden Wertschöpfungsketten haben für Unternehmen einen höheren Stellenwert erhalten. Überall finden Diskussionen über ein Reshoring (Rückverlagerung von Produktionsstätten aus Schwellenländern in die Industriestaaten) oder Nearshoring (stärkere Regionalisierung von Produktionsnetzwerken) statt (ein Beispiel dafür liefert der liechtensteinische Werkzeug- und Befestigungsspezialist Hilti, vgl. Interview mit dem CEO auf Seite 16). Die Lieferketten haben die Aufmerksamkeit der Führungsetage erlangt und werden als entscheidender Wachstumsfaktor anerkannt.

« Stihl hat sich von der Just-in-time-Produktion verabschiedet und setzt auf ein gut gefülltes Lager. »

Höhere Kosten

Das Weltwirtschaftsforum (WEF) hat bereits im Februar 2020 und somit unmittelbar vor Beginn der Corona-Pandemie empfohlen, dass Unternehmen «Nearshoring-Optionen» zur Verkürzung der Lieferketten prüfen sollten. Viele haben bereits reagiert und stellen sich auf eine neue Handels-Weltordnung ein, wie prominente Beispiele zeigen.

So hat der Einkaufschef des Volkswagen-Konzerns begonnen, die einzelnen Zulieferer und wiederum deren Lieferanten zu überwachen und sich intensiver um die gesamte Lieferkette zu kümmern. Volkswagen ist auch bereit, mehr Geld in die Hand zu nehmen für Zulieferteile und für neue Lager. Ein anderes Beispiel ist Stihl, der führende Hersteller von Ketten- und Motorsägen aus Deutschland. Er hat bereits nach der Finanzkrise die Produktion kritischer

Teile wieder zurück in die Heimat geholt. Stihl hat sich von der Just-in-time-Produktion verabschiedet und setzt stattdessen auf ein gut gefülltes Lager. Das deutsche Logistik-Unternehmen Dachser bläst ins gleiche Horn und prophezeit, dass ein Umdenken stattfinden wird. Es besitzt weltweit über 170 Lagerhallen und geht davon aus, dass das Angebot von Lagerplatz ein Zukunftsfeld ist, damit Lieferketten stabiler gestaltet werden können.

Auch die Beziehungen zwischen Käufern und Lieferanten haben sich verändert. So sind beispielsweise die Autohersteller Ford und General Motors angesichts der Halbleiterknappheit im letzten November eine strategische Vereinbarung mit Chip-Hersteller GlobalFoundries eingegangen. Die Grenzen zwischen den Geschäftsbereichen verschwimmen – mutige Unternehmen warten nicht drauf, dass sich die Lieferketten selbst entflechten. Der Bekleidungsfachhändler American Eagle kaufte für USD 350 Millionen Quiet Logistics, das ein Netzwerk von Logistikzentren mit modernster Robotertechnik unterhält.

Neue Arbeitsplätze

In einer globalisierten Welt gibt es zahlreiche Möglichkeiten, eine Lieferkette neu aufzubauen oder zu optimieren. Inditex, ein spanisches Bekleidungsunternehmen und Muttergesellschaft von Zara, hat 10 % seiner Produktion aus Asien nach Marokko und in die Türkei zurückverlagert. Unternehmen wie General Motors, Boeing, Ford und Intel haben in den letzten beiden Jahren Tausende von ausgelagerten Arbeitsplätzen in die Nähe geholt.

General Motors verlagert seine Batterieproduktion ins amerikanische Michigan, wo bald ein neues Zentrum für lithiumbasierte Produkte entstehen soll. Nach Angaben der US-Branchenorganisation Reshoring Initiative beabsichtigen rund 1'800 Unternehmen, in diesem Jahr Teile von ihrem Geschäft zurückzuverlagern. Auf diese Weise könnten in den USA rund 220'000 neue Arbeitsplätze geschaffen werden.

Die Beispiele zeigen: Die global vernetzte Produktion und der Handel rund um den Erdball sind ins Stocken geraten. Unternehmen haben begonnen, darauf zu reagieren, und merken, es ist kein leichtes Unterfangen. Vor allem aber spüren sie es in den Kosten und somit in den Margen – eine direkte Auswirkung des derzeitigen Deglobalisierungstrends.

FRED KINDLE

Erst CEO von Sulzer, dann von ABB: Der Top-Manager verrät, was ihn antreibt und warum es für ihn heute ein Privileg ist, auch einmal am Sonntag zu arbeiten.

Clifford Padevit

« Ich wollte
mich immer weiter-
entwickeln. »

Fred Kindle



Weit oberhalb von Schaan sitzt Fred Kindle am grossen Esstisch, der Blick reicht über das Rheintal. So wie er privat hoch oben angekommen ist, nach zahlreichen Umzügen erstmals im eigenen Heim, so hoch stieg er auch während seiner Karriere als Manager. Und das kommt nicht von ungefähr.

Von seiner Ausbildung über seine Jobs als Top-Manager und Verwaltungsrat bis hin zu seiner Tätigkeit als Unternehmer bei einem Finanzhaus, stets war für Kindle klar: Ohne die Bereitschaft, Risiken einzugehen, schafft man es nicht.

«Ich wollte mich im internationalen Wettbewerb bewähren», sagt der 63-Jährige im Gespräch. «Damit sind zwar Herausforderungen verbunden, aber man wächst daran, wenn man sie meistert.» Ein Blick auf seine Karriere macht es leicht, das zu beurteilen.

Er begann seine Laufbahn als Berater bei der internationalen Consultingfirma McKinsey, zunächst in New York und später in Zürich. Aber schon vier Jahre später wechselt er zum Industriekonzern Sulzer, wo er 1992 die Leitung des Bereichs Chemtech übernimmt – er ist Anfang 30. In dieser Zeit steckt das bekannteste Schweizer

Industriekonglomerat in einem riesigen Umbau. Kindle sollte es sein, der ab 2001 als CEO diesen Prozess mit einem radikalen Schritt beendet. Die Hälfte des Industriegeschäfts wird verkauft, das Unternehmen damit stärker fokussiert.

Was ihm half, beschrieb das Manager-Magazin «Bilanz» so: Kindle sei jemand mit blitzschneller Auffassungsgabe, der etwas auf das Wesentliche reduzieren kann. Er schrecke auch nicht vor unpopulären Massnahmen – siehe Sulzer – zurück, hiess es damals. Der damalige Chef des schweidisch-schweizerischen Industriekonzerns ABB wurde auf Kindle aufmerksam und holte ihn 2004 als CEO. Als nach vier Jahren sein Rücktritt bekannt wurde, gab der ABB-Aktienkurs um 8 % nach.

Wer dachte, Kindle würde jetzt einfach den nächsten Job als CEO annehmen, hatte ihn falsch eingeschätzt. «Ich wollte mich immer weiterentwickeln», sagt er. So wurde er Operating Partner bei der Beteiligungsgesellschaft Clayton Dubilier & Rice. Deren Geschäftsmodell ist es, Unternehmen zu kaufen, operativ zu verbessern und dann wieder zu verkaufen. Er sei kein «Finanzler», wie er selbst sagt. An dieser Tätigkeit habe ihn

gereizt, dass sie wie eine «operative McKinsey» war, weil man selbst Geld investierte. «Volles Risiko, Unternehmertum, spannend», resümiert er diese Zeit, während er in London stationiert war.

Inzwischen ist er mehrfacher Verwaltungsrat, aber anders als viele Manager kann und will er kürzer treten. Er hat sich aus dem Verwaltungsrat von Zurich Insurance verabschiedet, kürzlich auch aus dem des Schienenfahrzeugbauers Stadler, und seine Zeit beim Finanzdienstleister VZ Holding geht 2023 zu Ende. Das zeitintensivste Mandat ist nun jenes beim französischen Elektrotechnik-Konzern Schneider Electric. Da erlebte Kindle auch die Pandemie und die Lieferkettenprobleme hautnah mit. Er selbst ist froh, wieder reisen zu können. «Videocalls sind rasch und effizient, aber die Gespräche zwischen den Traktanden fehlen, der «social Glue» ging dabei verloren». Er sei kein Manager, der nur in der Zentrale sitzt und telefoniert.

«Heute kann ich es mir einteilen, wann ich arbeite», sagt Kindle. Wenn schönes Wetter sei, könne er golfen oder wandern und würde abends oder erst am Sonntag arbeiten. «Das ist ein Riesenprivileg.»



Mein bestes Investment

Bildung

«Ich bin jetzt 63 Jahre alt und habe Optionen zum Auswählen. Klar hatte ich Erfolg und Glück im Leben. Aber die Basis dazu war die gute Ausbildung, das war die beste Investition. Ich habe es mir auch nicht leicht gemacht und habe Maschinenbau an der ETH in Zürich studiert. Später absolvierte ich ein MBA an der Northwestern University in Chicago in den USA. Ich wollte mich im internationalen Wettbewerb bewähren.»



Mein schlechtestes Investment

Solaraktien nach Fukushima 2011

«Nach der Katastrophe dachte ich, Nuklearkraft sei zumindest für einige Zeit tot. Für mich war klar, dass ökologische Energie gefördert wird, Wind oder Solar. Ich habe drei Solartitel gekauft, die innert sechs Monaten fast 80 % an Wert verloren. Man darf eben nicht nur Wachstum anschauen, sondern muss auch die Industriestruktur beachten. China förderte grüne Energien, und der Preis für Solarpanels sank massiv.»

VIEL ARBEIT FÜR ZENTRALBANKEN

Felix Brill

Hinterher ist man immer schlauer. Das würden zwar nur die wenigsten Zentralbanker öffentlich zugeben. Aber denken werden es sich derzeit wohl viele, während sie hinter verschlossenen Türen mit den Kolleginnen und Kollegen diskutieren, ob die bereits ergriffenen und angekündigten Massnahmen ausreichen werden, um die Inflation in den Griff zu bekommen.

Im zweiten Halbjahr wird diese Frage nicht definitiv beantwortet. Immerhin werden einige Faktoren, die die Inflation in den letzten Monaten angefacht haben, schwächer oder sie fallen ganz weg. Ökonomen sprechen diesbezüglich gerne von Sonder- und Basiseffekten, gerade im Zusammenhang mit den Energiepreisen. Die Crux ist jedoch, dass jederzeit neue Sondereffekte wie etwa ein Gasembargo auftauchen können, welche die Preise erneut steigen lassen. Wenn uns die letzten Monate eines gelehrt haben, dann dies: Die Simulation von Basiseffekten ist zwar hilfreich, sie ist aber keine akkurate Inflationsprognose.

Rezession oder nicht?

Zentralbanken haben die Inflationsdynamik wohl zu lange unterschätzt. Jetzt müssen sie gegensteuern, und zwar kräftig. Die amerikanische Fed hat

signalisiert, dass sie an jeder der vier Sitzungen des Offenmarktausschusses im zweiten Halbjahr die Leitzinsen anheben wird. Zudem hat sie bereits begonnen, ihren Bestand an Staatsanleihen und hypotheckenbesicherten Wertpapieren abzubauen, um die in der Vergangenheit geschaffene Liquidität wieder zu reduzieren. Die Europäische Zentralbank wird im Juli erstmals die Zinsen erhöhen, selbst die bisher zurückhaltende Schweizerische Nationalbank könnte zur Tat schreiten.

Ob dies ausreichen wird, um die Inflation in den Griff zu kriegen, das fragen sich auch die Finanzmärkte. Wobei Inflation nicht isoliert betrachtet werden kann. Die Anschlussfrage, nämlich was die Aktionen der Zentralbanken für die Konjunktur bedeuten werden, wird aus unserer Sicht in den nächsten Monaten von zentraler Bedeutung für Finanzmärkte sein: Kommt es zu einer Rezession?

Defensiv bleiben

Konjunkturelle Vorlaufindikatoren haben sich bereits deutlich eingetrübt. Unternehmen und Konsumenten äussern sich in Konjunkturumfragen weit weniger zuversichtlich als noch vor einem halben Jahr. Besonders auffällig sind die hohen Inflationserwartungen

« Kommt es zu einer Rezession? »

der Konsumenten. Das ist kein gutes Zeichen. Inflation heisst Kaufkraftverlust. Je mehr sich diese Erwartung festsetzt, umso mehr werden sich Haushalte dazu veranlasst sehen, den Gürtel enger zu schnallen.

Nichts tun ist also keine Option für Zentralbanken. Je beherzter sie aber vorgehen, umso stärker werden sie die Konjunktur bremsen. Für Anleger heisst das, im Portfolio defensiv ausgerichtet zu sein und nicht gleich auf optisch tiefe Bewertungen in Aktien anzuspringen. Im Anleihensegment ist die Anpassung noch im Gange. Trotz des Anstiegs der Renditen bleiben die Zinsänderungsrisiken erheblich. Deshalb haben wir das Untergewicht bei Staatsanleihen nur reduziert, nicht ganz geschlossen. Alternative Anlagen wie Gold und Insurance-linked Securities sind wichtiger denn je, um das Portfolio weniger anfällig gegenüber der Zins- und Aktienmarktentwicklung zu machen.

WIE MAN DEGLOBALISIERUNG BERÜCKSICHTIGEN KANN

Bernd Hartmann

01

Global anlegen – jetzt erst recht

Anleger sollten aus einer weniger globalisierten Wirtschaft nicht falsche Schlüsse ziehen und etwa weniger international investieren. Sind die einzelnen Länder wirtschaftlich weniger eng miteinander verbunden, entwickeln sie sich weniger im Gleichschritt. Im Portfolio sollte dies dazu führen, dass der Gleichlauf der einzelnen Regionen, die so genannte Korrelation, verringert wird. Besonders für opportunitätsorientierte Anleger aus wachstumsschwachen Regionen wie Europa wird internationales Anlegen noch wichtiger.

03

Automatisierung/ Roboterisierung

Bei einer Rückverlagerung der Produktion aus Billiglohnländern drohen hohe Personalkosten. Ausserdem ist fraglich, ob genügend Fachkräfte zur Verfügung stehen. Ökonomisch macht dies somit nur Sinn, wenn die neue Produktionsanlage stark automatisiert wird. Roboter spielen hierbei eine besondere Rolle. Nicht nur in der industriellen Fertigung, sondern beispielsweise auch in der Medizin werden sie immer wichtiger. Dank Automatisierung und Roboterisierung können Produktionsverlagerungen in Hochlohnländer wirtschaftlich sinnvoll sein.

02

Verlierer vermeiden, Gewinner kaufen

Der Transportsektor hat von eingeschränkten Kapazitäten und höheren Frachtraten während der Pandemie profitiert. Die Veränderung der Lieferketten, höhere Transportkosten und vermehrte lokale Produktion wird die Branche vor grosse Herausforderungen stellen. Der Grat zwischen Verlierern und Gewinnern ist schmal. Der blosse Transport von A nach B verliert an Bedeutung, stattdessen werden intelligente Lagerlogistik und smarte Dienstleistungen gefragt sein.

04

Kleinere Unternehmen (Small und Mid Caps) beachten

Multinationale Konzerne gelten als die Profiteure der Globalisierung. Sie waren gross genug, die Vorteile für sich und ihre Aktionäre zu nutzen. Kleinere Unternehmen, sogenannte Small und Mid Caps, hatten oftmals das Nachsehen. Dabei gelten sie als besonders innovativ und flexibel. Durch ihre Präsenz kennen sie die Bedürfnisse vor Ort besser, was ihnen in einer Welt mit mehr lokalem Fokus entgegenkommt. Doch Achtung, das Segment gilt als zyklisch und weniger liquide. Ein Einstieg bietet sich an, wenn sich die Rezessionsorgen verziehen und sich das Finanzmarktumfeld stabilisiert hat.

LÄSST SICH DAS RAD ZURÜCKDREHEN?

In wirtschaftlichen Belangen mag eine Deglobalisierungsphase eingeläutet sein. In gesellschaftlicher Hinsicht hingegen ist das nicht absehbar. Vier Beispiele. **Clifford Padevit**

Globalisierung ist keine Einbahnstrasse. Das bekommen jetzt Produktionsstandorte zu spüren, die für den Weltmarkt herstellen, wie zum Beispiel China. Indem sich die Kunden verabschieden oder nach näher gelegenen Alternativen Ausschau halten, wird das zentrale Produktionsmodell in Frage gestellt (vgl. Seiten 4, 16).

Doch Verfügbarkeit von Vorprodukten, Transport- und Lagerkapazität bezieht sich auf den Handel oder die Herstellung von Gütern, vom Kinderspielzeug aus Plastik bis zum Auto. Das ist aber nicht das ganze Leben, auch wenn der Konsum der Haushalte einen Grossteil der volkswirtschaftlichen Nachfrage ausmacht.

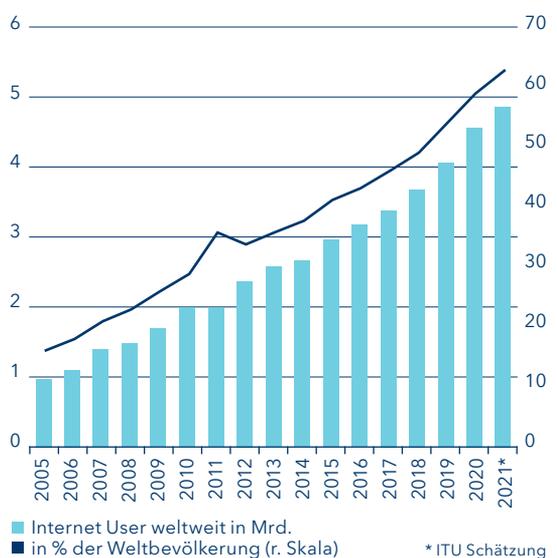
Sollte sich in der Wirtschaft eine Deglobalisierung einstellen oder die Globalisierung eine Pause einlegen, so heisst das nicht, dass automatisch in anderen Bereichen dasselbe passiert. Wir haben vier Beispiele für gesellschaftliche Themen und Entwicklungen herausgegriffen, wo sich keine Trendumkehr erkennen lässt:

1. Internet und Social Media

Aktuell benutzen gemäss der International Telecommunication Union (ITU), einer UNO-Agentur, 4.9 Milliarden Menschen weltweit das Internet, mit grossem Wachstum während der Pandemie. Das sind gut zwei von drei Personen rund um den Globus. Anders als in den Anfängen bedeutet Zugang zum Internet heute meist, das Smartphone zu zücken. Gut also, dass gemäss ITU 95 % der Menschen im Bereich eines dafür nötigen Mobiltelefonsignals leben.

Mit der Welt verbunden zu sein, ist also keine Illusion, sondern für viele möglich. Gesellschaftlich sind neben E-Mail vor allem Social Media Apps wie Facebook, Twitter, Instagram oder Telegram relevant. Dadurch kann sich heute

Steigende Internetnutzung



eine jede und ein jeder selbst ein Netzwerk erarbeiten oder sich einem anschliessen, ohne an Grenzen zu denken. Ein Twitter-User in Bogotá folgt einer Person in Manila. Ein Fotograf aus Luzern ist ein Follower auf Instagram eines Grafikers aus Johannesburg. Grenzen der Kommunikation gibt es keine mehr. Es bilden sich sogar globale Gruppierungen mit realer Wirkung, so machtvoll ist der # (Hashtag) geworden. Es gab schon #arabspring, #metoo oder auch #fridaysforfuture. Die internationale und persönliche Vernetzung von Menschen mit Hilfe moderner Kommunikationsmittel lässt sich nicht mehr bremsen oder umkehren.

2. Tourismus

Die Zahl der Touristen weltweit steigt unentwegt. Natürlich wurde diese Bewegung jäh gestoppt wegen der Einschränkungen aufgrund der Corona-Pandemie. Die Branche hat

sich in den letzten 70 Jahren gemäss Welttourismusorganisation UNWTO enorm entwickelt. Als Grund sieht die Organisation den Anstieg der Mittelklasse, die sich Reisen ins Ausland leisten konnte. Hinzu kamen Low-Cost Airlines und das Internet. Letzteres erlaubte es, selbst günstige Flüge und Hotels zu buchen.

So ist Tourismus zu einem bedeutenden Wirtschaftszweig geworden. Gemäss Daten des World Travel & Tourism Council in Zusammenarbeit mit Oxford Economics gingen vor der Pandemie rund 10 % des weltweiten Bruttoinlandsprodukts auf das Konto der Reisebranche. Zahlen der UNWTO zufolge sind im Zeitraum von 2010 bis 2019, also dem Jahr vor der Pandemie, die internationalen Ankünfte von Touristen um über die Hälfte auf 1.5 Milliarden gestiegen. Im ersten Jahr der Pandemie (2020) ist die Zahl jedoch um über 70 % eingebrochen. Der Ansturm von Ferienreisenden auf die Flughäfen im Frühling, speziell zu Ostern, beweist die Rückkehr der Lust am Reisen.

Sicher, Tourismus ist nicht mehr so unbeschwert. Flugreisen sind aus Sicht der CO₂-Bilanz schädlich. Die Reisebranche ist zudem abhängig von der Einkommensentwicklung. Aber die Lust drauf, die Welt zu erkunden, lässt sich nicht einfach stoppen, schon gar nicht, wenn sich alle gegenseitig Fotos schicken.

3. Migration

Auch die Migration über Grenzen hinweg hat mit der Vernetzung der Welt zugenommen. Die internationale Organisation für Migration, die IOM, schätzt im jüngsten Jahresbericht, dass 281 Millionen Menschen global Migranten sind, das entspricht rund 4 % der Weltbevölkerung. Das sind Personen, die nicht mehr im Land leben, aus dem sie kommen. Rund 40 % davon sind Flüchtlinge, die vertrieben wurden. Die Mehrheit verlässt die Heimat aber, um ein Einkommen zu finden.

Längst sind Migranten ein wichtiger ökonomischer Faktor. Sie schicken den Daheimgebliebenen grosse Summen von Geld. Gemäss IOM waren es im Jahr 2020 weltweit ganze 702 Milliarden Dollar während es um die Jahrhundertwende erst 128 Milliarden Dollar gewesen waren. Internationale Migration lässt sich nicht aufhalten, ob forcierte (zum Beispiel durch Kriege in der Ukraine oder in Syrien) oder wirtschaftliche. Ein zusätzlicher Treiber, so schätzt die Weltbank, ist der Klimawandel. Demzufolge könnten sich bis 2050 weitere 200 Millionen Personen gezwungen sehen, von zuhause wegzuziehen.

Grenzüberschreitende Migration nimmt zu



4. Kultur

So wie Unternehmen für ihre Produkte den Weltmarkt erschliessen, haben sich Künstler und ihre Galerien ebenfalls weltweit Käufer gesucht. Dabei kam es zupass, dass sich die Anzahl Millionäre weltweit in den letzten rund 20 Jahren fast verdreifacht hat. Gemäss der jährlichen Studie des Beratungsunternehmens BCG, «The Future of Wealth», stieg die Anzahl Dollarmillionäre von 8.9 Millionen im Jahr 1999 bis 2019 auf über 24 Millionen.

Die Kunstmessen Art Basel oder Frieze in London sind gute Beispiele, wie sich die Kunstszene globalisiert hat. Das Museum Louvre aus Paris eröffnete einen Ableger in Abu Dhabi in den Vereinigten Arabischen Emiraten, die Guggenheim Stiftung mit Ablegern in den USA und Europa wird ihr folgen. Auch in anderen Disziplinen der Kunst ist die Globalisierung längst unumkehrbare Realität. Musik- und Filmstreaming sind heute Standard. Bands oder Pop-Acts machen schon längst eine «World Tour». Das gleiche gilt für Symphonieorchester.

Für alle Arten von Kunst sind neue Einflüsse Anstoss für kreative Ideen. Daher ist es im Kulturbetrieb überhaupt nicht absehbar, dass die globale Vernetzung endet und sich Akteure hinter Staats- oder Sprachgrenzen zurückziehen.

Diese vier Beispiele zeigen, dass die Globalisierung längst auch in anderen Lebensbereichen zum dominanten Trend geworden ist. Natürlich werden die wirtschaftlichen Anpassungen auch das weitere Umfeld berühren. Aber die Vernetzung mit Gleichgesinnten rund um den Globus, die Lust am Entdecken von neuen Orten oder Kulturen, das wird bleiben.

IMPRESSUM

CIO-Office · VP Bank AG
Aeulestrasse 6 · 9490 Vaduz
T +423 235 61 73 · F +423 235 76 21
cio-office@vpbank.com

Redaktionsteam

Dr. Felix Brill, Chief Investment Officer
Felipe Gomez de Luis, Head of Group Communications & Marketing
Dr. Thomas Gitzel, Chief Economist
Bernd Hartmann, Head of CIO Office
Marcello Musio, Head of Equity and Bond Selection
Clifford Padevit, Head of Investment Communication
Dominik Pross, Investment Strategist
Christina Strutz, Investment Communication

Gestaltung & Illustrationen

Katja Schädler, Senior Visual Designer

Erscheinungshäufigkeit

Halbjährlich

Erscheinungsdatum

17. Juni 2022

Redaktionsschluss

9. Juni 2022

Quellen für die Grafiken

Seite 5: World Bank - World Development Indicators, VP Bank
Seite 7: Global Trade Alert, VP Bank
Seite 9: World Bank - World Development Indicators, VP Bank
Seite 10: Bloomberg, VP Bank
Seite 12: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2022, VP Bank
Seiten 14-15: Infografik

- ITC Trade Map
- UNCTAD: Review of Maritime Transport 2018 und 2021
- Allianz AGCS-Safety-Shipping-Review-2022
- worldshipping.org
- tradingeconomics.com

Seite 24: International Telecommunication Union (ITU), VP Bank
Seite 25: International Organisation for Migration (IOM), VP Bank

Fotos

Seite 17: Zur Verfügung gestellt
Seite 20: Zur Verfügung gestellt

Druck

BVD Druck+Verlag AG, Schaan



Wichtige rechtliche Hinweise

Diese Dokumentation wurde von der VP Bank AG (nachfolgend Bank) erstellt und durch die Gesellschaften der VP Bank Gruppe vertrieben. Diese Dokumentation stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Die darin enthaltenen Empfehlungen, Schätzungen und Aussagen geben die persönliche Auffassung des betreffenden Analysten der VP Bank AG im Zeitpunkt des auf der Dokumentation genannten Datums wieder und können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Dokumentation basiert auf Informationen, welche als zuverlässig eingestuft werden. Diese Dokumentation und die darin abgegebenen Einschätzungen oder Bewertungen werden mit äusserster Sorgfalt erstellt, doch kann ihre Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit nicht zugesichert oder gewährleistet werden. Insbesondere umfassen die Informationen in dieser Dokumentation möglicherweise nicht alle wesentlichen Angaben zu den darin behandelten Finanzinstrumenten oder deren Emittenten. Weitere wichtige Informationen zu den Risiken, welche mit den Finanzinstrumenten in dieser Dokumentation verbunden sind, zu den Eigen-geschäften der VP Bank Gruppe bzw. zur Behandlung von Interessenkonflikten in Bezug auf diese Finanzinstrumente sowie zum Vertrieb dieser Dokumentation finden Sie unter https://www.vpbank.com/de/rechtliche_hinweise.

Daten weisen die Richtung. **Menschliche Weitsicht** den Weg.

Moderne Analysetools lassen uns Anlagechancen präziser erkennen denn je. Damit aus Datensätzen Datenschätze werden, braucht es Investmentspezialisten, die Daten nicht blind vertrauen. Sondern sie zu interpretieren wissen. vpbank.com/research





