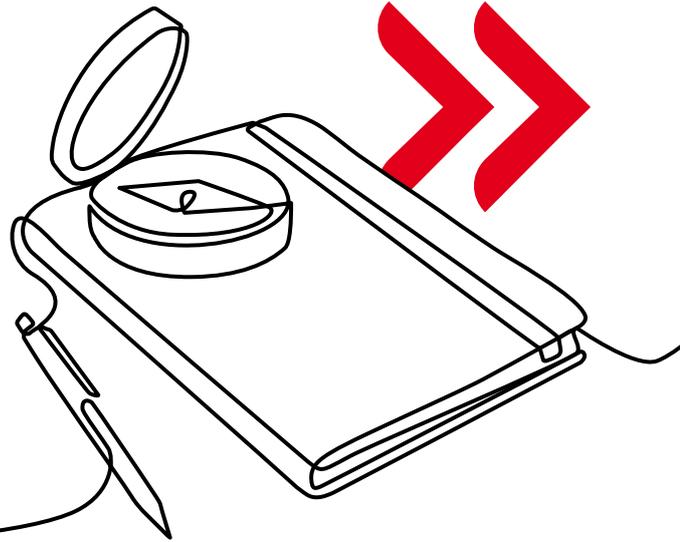


Letter from the Editor

Eine neue industrielle Ordnung

Edoardo Campanella,
Director and Chief Editor of The Investment Institute
25. Juli 2025



Letter from the Editor ist unsere zweiwöchentliche Wochenendlektüre,
in der wir das große Ganze betrachten.

Übersetzung der englischen Originalversion vom 19. Juli 2025

Ein neues Unternehmenszeitalter zeichnet sich ab. Die Dominanz spezialisierter, Asset-Light-Unternehmen wird durch Industriepolitik, Protektionismus, geopolitische Spannungen und die KI-Revolution in Frage gestellt. Großunternehmen gewinnen zunehmend die Kontrolle über weitere Produktionsstufen zurück und stellen das alte Organisationsmodell der vertikalen Integration wieder her. Vor allem Tech-Unternehmen verknüpfen Software und Hardware wieder. Dies ist ein langsamer Prozess, der sich plötzlich beschleunigen könnte – und die Rückkehr der Unternehmensgiganten wird weitreichende Folgen haben. Sie wird den Wettbewerb zwischen den Großmächten beeinflussen, kartellrechtliche Herausforderungen mit sich bringen, die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer erhöhen und die Kluft zwischen dem Westen und dem globalen Süden vergrößern.

Hallo aus dem Investment Institute!

Diese Woche hatten wir das Vergnügen, Jeromin Zettelmeyer, Direktor von Bruegel, im Rahmen unserer Webinar-Reihe "40 Minuten mit" zu Gast zu haben. Unser Gespräch drehte sich unweigerlich um die Rolle Europas in einer Trumpschen Welt.

Für die Ordnungsmacht Europäische Union, deren wichtigste Art der internationalen Einflussnahme Regulierungen waren, die globale Standards setzten, stellt das Ende des regelbasierten internationalen Systems eine existenzielle Herausforderung dar.

Diese Veränderungen wirken sich nicht nur auf die weltweite Machtverteilung aus. Sie revolutionieren die Art und Weise, wie sich Volkswirtschaften und vor allem Unternehmen organisieren.

Besonderes Augenmerk richtet sich darauf, wie protektionistische Maßnahmen, beispielsweise Zölle, Anforderungen an die Ursprungsregeln und ähnliche protektionistische Schritte Unternehmen daran hindern, ausländische Märkte zu erschließen und sich auf ihre Geschäftstätigkeit auswirken – zum Beispiel, indem Unternehmen ihre Produktion ins Ausland verlagern, um Zölle zu vermeiden.

Was jedoch darüber entscheidet, ob sich Unternehmen auf ihre Kernaktivitäten spezialisieren oder vertikal integrieren, ist nicht, wie leicht sie ihre Endprodukte im Ausland verkaufen können, sondern wie einfach der Zugriff auf ihre Ressourcen ist, um diese exportierten Waren produzieren zu können. Darüber hinaus erschwert wirtschaftlicher Zwang das Global Sourcing, indem er lange Wertschöpfungsketten fragmentiert: tarifäre und nichttarifäre Maßnahmen erhöhen die Beschaffungskosten für Unternehmen, während eskalierende geopolitische Spannungen die Verringerung der Abhängigkeit von potenziell rivalisierenden Ländern erfordern.

In der heutigen Ausgabe werde ich mich mit der folgenden Frage befassen:

Welche Art von neuer industrieller Ordnung schafft der Protektionismus?

Wir stehen wahrscheinlich vor einem neuen Unternehmenszeitalter, in dem die Unternehmensgiganten noch größer werden könnten – zumindest in einigen Schlüsselsektoren. Große Unternehmen versuchen, die Kontrolle über weitere Produktionsstufen zurückzugewinnen und horizontal zu expandieren, und bieten eine Vielzahl von Endprodukten an. Dies hängt nicht nur mit dem Handelskrieg zusammen, sondern auch mit der digitalen Revolution und der Rückkehr der Industriepolitik, die diese Dynamik verstärkt. In den USA (getrieben durch Innovation) und in China (getrieben vom Staat) zeichnen sich diese Veränderungen bereits ab, während Europa hinterherhinkt. Letztlich wird die entstehende neue globale Industrieordnung den Wettbewerb zwischen den Großmächte gestalten, enorme kartellrechtliche Herausforderungen (insbesondere in Europa) mit sich bringen, die globalen Kapitalströme beeinflussen und gleichzeitig die politische Dynamik innerhalb der Gesellschaften verändern.

Von groß auf klein ...

Im Laufe des letzten Jahrhunderts hat sich die Unternehmenslandschaft, insbesondere in den USA, grundlegend gewandelt von vertikal integrierten, anlagenintensiven Giganten hin zu schlanken, Asset-Light-Unternehmen. Dieser Wandel, der durch geopolitische, wirtschaftliche und technologische Kräfte vorangetrieben wurde, hat die Art und Weise, wie Unternehmen arbeiten, neu definiert.

Zwischen 1897 und 1904, in einer Zeit, die als "Große Bewegung der Unternehmenszusammenschlüsse" bekannt ist, wurden 4.228 Unternehmen zu 257 Unternehmen zusammengefasst.

Es entstanden Titanen wie US Steel, DuPont und Standard Oil, die Branchen durch horizontale Integration (Übernahme von Wettbewerbern) und vertikale Integration (Übernahme von Lieferanten und Händlern) dominierten. Standard Oil kontrollierte von den Ölquellen bis zu den Raffinerien alles, während sich Fords Imperium von der Stahlproduktion bis zur Kautschukplantage im Amazonas-Regenwald erstreckte, verkörpert durch den Slogan **"Von der Mine bis zum fertigen Auto; Eine Organisation."**



**Eine seismische
Verschiebung
von vertikal integrierten,
anlagenintensiven Giganten
hin zu schlanken, Asset-
Light-Unternehmen**

Um sich vor der gegenseitigen Zerstörung der Wettbewerbsfähigkeit zu schützen, versuchten die Räuberbarone, den Wettbewerb untereinander zu begrenzen, indem sie Preise festsetzten, die Produktion einschränkten, Profite teilten und lokale Märkte aufteilten. Schließlich führten diese Kartelle zur Einführung von kartellrechtlichen Vorschriften und zur Zerschlagung von Monopolen. Bis in die fünfziger Jahre blieb die vertikale Integration jedoch die dominierende Unternehmensstruktur im Westen, um den Anforderungen der Kriegsanstrengungen gerecht zu werden und Lieferkettenrisiken in einer instabilen Welt zu minimieren.

Gegen Ende des 20. Jahrhunderts begann sich dieses Modell aufzulösen. Bei der Just-in-Time-Fertigung von Toyota wurde der Schwerpunkt auf Effizienz statt auf Kontrolle gelegt. Fortschritte in den Bereichen Logistik, Kommunikation und globaler Handel ermöglichten es Unternehmen, nicht zum Kerngeschäft gehörende Funktionen auszulagern, was eine "Auflösen und Verkaufen" Mentalität entfachte. Die Globalisierung eröffnete wettbewerbsfähige Märkte in Asien, während Informations- und Schifffahrtstechnologien die Lieferketten über Grenzen hinweg fragmentierten. Die Unternehmen begannen damit, die Kontrolle jeder Produktionsphase umzustellen auf die Koordination mit externen Lieferanten, wodurch eine klare Hierarchie zwischen wissensintensiven, kapital- und arbeitsintensiven Unternehmen entstand. Um diese betriebswirtschaftliche Revolution klarer hervorzuheben, lassen Sie uns den obigen Slogan von Ford mit dem von Apple vergleichen: **"Designed von Apple in Kalifornien. Montiert in China"**.

... und zurück zu groß

Dieses Modell der vertikalen Fragmentierung wird nun an mehreren Fronten in Frage gestellt.

- **Die Unterbrechungen der Lieferketten** – verursacht durch die Pandemie, den Krieg in der Ukraine, den zunehmenden Protektionismus und die Spannungen zwischen den USA und China – haben die Schwachstellen dieses Modells offengelegt. Laut einer Umfrage von Bain & Company planen 80% der CEOs und COOs die Lokalisierung von Lieferketten durch Reshoring, Nearshoring oder Split-Shoring, wobei 65% dies bereits umsetzen. Geopolitische Risiken und Lieferverzögerungen zwingen Unternehmen dazu, Resilienz vor Effizienz zu stellen.
- **Die Rückkehr der Industriepolitik** verstärkt diesen Wandel. Sie fördert die heimische Produktion in kritischen Sektoren wie Verteidigung und verringert die Abhängigkeit von rivalisierenden Nationen. Herkunftsregeln, wie sie durch den Inflation Reduction Act von Präsident Biden eingeführt wurden, schaffen Anreize für Standortwechsel. In den USA verändern die parteiübergreifende Unterstützung für die Wiederbelebung der Fertigung in Verbindung mit protektionistischen Maßnahmen der Trump-Ära die Inputkosten und zwingen Unternehmen, ihre Produktionsstandorte zu überdenken. Für amerikanische Autohersteller birgt die Fragmentierung der Produktion in den USA, Mexiko und Kanada das Risiko, künftigen Zollerhöhungen ausgesetzt zu sein, was lokalisierte oder vertikal integrierte Modelle vorteilhafter macht. Strengere Umweltauflagen veranlassen auch Unternehmen wie IKEA, das Wälder in Rumänien und in den USA besitzt, die Rohstoffbeschaffung aus Gründen der Nachhaltigkeit und Widerstandsfähigkeit zu kontrollieren.
- **Der Technologiesektor** ist führend auf dem Weg zur vertikalen Integration. Jahrzehntlang haben Technologieunternehmen Software- von Hardwarelösungen entkoppelt und sich auf die Codierung konzentriert, während sie die Infrastruktur ausgelagert haben. Früher lag der Fokus von Big Tech auf der horizontalen Integration, der Übernahme von Wettbewerbern – wie es Facebook mit Instagram oder WhatsApp gemacht hat – um die Nutzerbasis zu erweitern. KI verändert jetzt die Prioritäten. Unternehmen wie Apple, einst ein Verfechter der Fragmentierung, entwickeln Custom Semiconductors (anwendungsspezifische integrierte Schaltkreise). Microsoft investiert in erneuerbare Energien, um datenintensive KI-Vorgänge zu unterstützen und die Kontrolle über die gesamte Datenpipeline aus Qualitäts- und Leistungsgründen sicherzustellen. KI selbst ermöglicht die vertikale Integration, indem sie die Abläufe über Produktionsstufen hinweg optimiert und so die Effizienz und den Wettbewerbsvorteil steigert. In China ist Huawei das bemerkenswerteste Beispiel für vertikale Integration.
- **KI und die Cloud** erleichtern auch die horizontale Expansion – den Ausbau der Geschäftstätigkeit in angrenzenden Märkten, um Daten und die Nutzerbasis wirksam einzusetzen. China liefert in dieser Hinsicht bemerkenswerte Beispiele.

Alibaba, das als E-Commerce-Riese begann, hat in die Bereiche Cloud Computing, digitale Unterhaltung und Fintech expandiert. Ähnliches geschah mit Tencent, das als Spieleplattform begann. Auch Amazon in den USA hat mit seinem Prime-Angebot eine ehrgeizige horizontale Expansion durchlaufen.

- **Im Wettbewerb um Elektrofahrzeuge** stehen Tesla und BYD beispielhaft für diesen Trend der End-to-End-Steuerung. Teslas Gigafabriken integrieren Fertigung und Softwareentwicklung, auch wenn das Unternehmen immer noch auf externe Batterielieferanten angewiesen ist. BYD, ursprünglich ein Batteriehersteller, kontrolliert nun den Lithiumabbau und besitzt Frachtschiffe für den weltweiten Vertrieb. Im Mediensektor spiegeln die Verlagerung von Netflix vom Vertrieb zur Eigenproduktion und die Einführung von Disney+ durch Disney diesen breiteren Trend hin zu vertikaler Kontrolle wider und signalisieren eine strategische Wende über Branchen hinweg.

Eine andere Welt

Unternehmen neigen dazu, ihre Organisationsmodelle an das externe Umfeld anzupassen, um Chancen zu nutzen und Risiken zu minimieren. Die Globalisierung ebnete den Weg zur vertikalen Desintegration, so wie die Spannungen unter den Großmächten zu Beginn des vergangenen Jahrhunderts in Richtung vertikaler Integration drängten. Da Unternehmen auch mächtige politische Akteure sind, könnten ihre organisatorischen Präferenzen bestimmte globale Trends verstärken.

Aus diesem Grund wird die Rückkehr der Unternehmensgiganten sowohl aus makroökonomischer als auch aus geopolitischer Sicht folgenreich sein. Natürlich werden nicht alle Sektoren auf die gleiche Weise betroffen sein. Upstream Sourcing ist für viele Unternehmen weltweit nach wie vor die praktischere Option, insbesondere in Sektoren mit niedrigen Margen. Wenn man bedenkt, dass die Marktkapitalisierung der Glorreichen Sieben etwa 35% des S&P 500 ausmacht, wäre eine Transformation, die nur einen Bruchteil der Unternehmen betrifft, immer noch signifikant.

Die vertikale Integration wird **die Machtdynamik innerhalb und zwischen den Volkswirtschaften** verändern. Die Konzerngiganten werden im Inland mehr politischen Einfluss gewinnen, was sich auf die Entscheidungsmacht auswirken wird. In den USA beispielsweise hat die politische Einmischung von Big Tech während Trump 2.0 zugenommen. Gleichzeitig könnten große Unternehmen auch für Regierungen zu einer attraktiven Beute werden. In China unterstützt die Zentralregierung, in ihren Bestrebungen auf eine technologische Vorreiterrolle, Big-Tech-Unternehmen finanziell. Wenn die Grenzen zwischen Regierungen und Unternehmen verschwimmen, könnte sich der Neomerkantilismus ausbreiten – denn ein ausländisches Unternehmen ins Visier zu nehmen, bedeutet faktisch, eine rivalisierende Nation ins Visier zu nehmen.

In einer Welt der Tech-Giganten **droht Europa benachteiligt zu werden**. Es fehlen die Tech-Titanen der USA und Chinas. In den USA treibt Innovation den Konsolidierungsprozess voran. In China ist es der Staat. Im Wettbewerb der Großmächte werden die Grenzen in Zukunft verschwimmen, wobei Unternehmen und staatliche Akteure wahrscheinlich das gleiche Spiel spielen. Europa hingegen steckt immer noch in der alten Debatte über nationale Champions und hat Schwierigkeiten, die Mechanismen zu aktivieren, die erforderlich sind, um große, innovative Unternehmen hervorzubringen, wie im Draghi-Bericht hervorgehoben. Auch die Anti-Trust Gesetze, die große Unternehmen tendenziell bestrafen, in Verbindung mit teuren Vorschriften für KI und Datenmanagement, drohen die Wettbewerbsfähigkeit Europas zu untergraben.

Die Rückgewinnung weiterer Stufen der globalen Wertschöpfungskette bedeutet auch, **dass sich das Kräfteverhältnis auf dem Arbeitsmarkt auf der ganzen Welt verschieben wird**. Im Westen würde die Rückkehr der Großkonzerne und möglicherweise eine Renaissance der Produktion die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer erhöhen, vielleicht mit einer Wiederbelebung der Gewerkschaften (die auf dem Höhepunkt der Globalisierung der Produktionsverlagerung zum Opfer fielen). Die Entwicklungsländer, hingegen, würden schwer getroffen werden, und der Prozess der wirtschaftlichen Konvergenz könnte negativ beeinflusst werden. Dies würde die geopolitische Kluft zwischen dem Westen und dem globalen Süden weiter vergrößern.

Arbeitnehmer mit mehr Verhandlungsmacht könnten auf höhere Löhne drängen, was zu Inflationsdruck führen könnte, wenn er nicht durch höhere Produktivität kompensiert wird. Gleichzeitig besteht in einer Welt, in der komparative Vorteile nicht mehr die Haupttreiber für die strategischen Entscheidungen eines Unternehmens sind und Sicherheit wichtiger ist als Effizienz, das Risiko, dass die Kosten und damit die Inflation steigen. Dieser Inflationsdruck könnte aufgrund der Größe eines Unternehmens durch Skaleneffekte gemildert werden.

Wenn Unternehmen ihre Investitionen ankurbeln, um ihre Produktion vertikal zu integrieren, wird dies **den natürlichen Zinssatz** (den Satz, bei dem sich die Nachfrage nach Investitionen und das Angebot an Finanzmitteln ausgleichen, ohne Inflationsdruck zu erzeugen) **in die Höhe treiben** – und uns in ein finanzielles Umfeld mit dauerhaft höheren Zinssätzen transportieren im Vergleich zur Vergangenheit. Die andere direkte Konsequenz für Investoren wäre, dass diese Transformationen zu einem M&A-Boom führen könnten.

Ökonomen achten in der Regel nicht darauf, was auf der Mikroebene eines Unternehmens passiert, um makroökonomische Entwicklungen abzuleiten. Doch zum dritten Mal in mehr als einem Jahrhundert zeichnet sich eine neue Industrieordnung ab. Die Folgen für das Gleichgewicht zwischen Staat und Markt und den geopolitischen Wettbewerb dürften gravierend ausfallen.

Genießen Sie Ihr Wochenende!

Edo

Edoardo Campanella

Director and Chief Editor of The Investment Institute (UniCredit, Milan)

edoardo.campanella@unicredit.eu

UniCredit S.p.A.

The Investment Institute by UniCredit, Piazza Gae Aulenti, 4, I-20154 Milan

the-investment-institute@unicredit.eu

Rechtliche Hinweise

Glossar

Ein umfassendes Glossar zu vielen in diesem Bericht verwendeten Fachbegriffe finden Sie auf unserer Website:
<https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/glossary>.

Marketingmitteilung

Diese Veröffentlichung stellt eine Marketingmitteilung der UniCredit S.p.A., der UniCredit Bank Austria AG, der Schoellerbank AG und der UniCreditBank GmbH (im Folgenden gemeinsam als „UniCredit Group“ bezeichnet) dar, richtet sich an die breite Öffentlichkeit und wird ausschließlich zu Informationszwecken kostenlos zur Verfügung gestellt. Sie stellt weder eine Anlageempfehlung noch eine Beratungstätigkeit der UniCredit Group und schon gar nicht ein Angebot an die Öffentlichkeit oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Die hierin enthaltenen Informationen stellen keine Finanzanalyse dar, da sie nicht nur inhaltlich unvollständig sind, sondern auch nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Bestimmungen zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurden und keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Finanzanalysen unterworfen sind.

Die UniCredit Group, einschließlich aller ihrer Konzerngesellschaften, kann ein spezifisches Interesse an den hier genannten Emittenten, Finanzinstrumenten oder Transaktionen haben. Angaben zu der Offenlegung zu den von der UniCredit Group gehaltenen Interessen und Positionen sind abrufbar unter: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/conflictsofinterest-positiondisclosures>. Die in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen und/oder Beurteilungen stellen die unabhängige Meinung der UniCredit Group dar und werden, wie alle darin enthaltenen Informationen, nach bestem Wissen und Gewissen auf der Grundlage der zum Zeitpunkt der Veröffentlichung verfügbaren, aus zuverlässigen Quellen stammenden Daten gegeben, haben jedoch lediglich indikativen Wert und können sich nach der Veröffentlichung jederzeit ändern, für deren Vollständigkeit, Richtigkeit und Wahrheitsgehalt die UniCredit Group keine Gewähr übernimmt. Der Interessent muss daher in völliger Eigenständigkeit und Unabhängigkeit seine eigene Anlagebeurteilung vornehmen und sich dabei ausschließlich auf seine eigenen Überlegungen zu den Marktbedingungen und den insgesamt verfügbaren Informationen stützen, auch im Hinblick auf sein Risikoprofil und seine wirtschaftliche Situation. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Vor jeder Transaktion mit Finanzinstrumenten lesen Sie bitte die entsprechenden Angebotsunterlagen. Ferner ist zu beachten, dass:

1. Informationen, die sich auf die frühere Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Index oder einer Wertpapierdienstleistung beziehen, sind kein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.
2. Wenn die Anlage auf eine andere Währung als die des Anlegers lautet, kann der Wert der Anlage aufgrund von Wechselkursänderungen stark schwanken und sich unerwünscht auf die Rentabilität der Anlage auswirken.
3. Anlagen, die hohe Renditen bieten, können nach einer Herabstufung der Kreditwürdigkeit erheblichen Kursschwankungen unterliegen. Im Falle eines Konkurses des Emittenten kann der Anleger sein gesamtes eingesetztes Kapital verlieren.
4. Bei Anlagen mit hoher Volatilität kann es zu plötzlichen und erheblichen Wertverlusten kommen, die zum Zeitpunkt des Verkaufs zu erheblichen Verlusten bis hin zum Verlust des gesamten investierten Kapitals führen können.
5. Bei außergewöhnlichen Ereignissen kann es für den Anleger schwierig sein, bestimmte Anlagen zu verkaufen oder zu liquidieren oder verlässliche Informationen über deren Wert zu erhalten.
6. Wenn sich die Informationen auf eine bestimmte steuerliche Behandlung beziehen, ist zu beachten, dass die steuerliche Behandlung von der individuellen Situation des Kunden abhängt und sich in Zukunft ändern kann.
7. Beziehen sich die Informationen auf künftige Ergebnisse, so ist zu beachten, dass sie keinen zuverlässigen Indikator für diese Ergebnisse darstellen.
8. Diversifizierung garantiert weder einen Gewinn noch schützt sie vor Verlusten.

Die UniCredit Group kann in keiner Weise für Tatsachen und/oder Schäden verantwortlich gemacht werden, die jemandem aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen können, einschließlich, aber nicht beschränkt auf Schäden aufgrund von Verlusten, entgangenen Gewinnen oder nicht realisierten Einsparungen. Der Inhalt der Publikation - einschließlich Daten, Nachrichten, Informationen, Bilder, Grafiken, Zeichnungen, Marken und Domainnamen - ist, sofern nicht anders angegeben, Eigentum der UniCredit Group und unterliegt dem Urheberrecht und dem gewerblichen Rechtsschutz. Es wird keine Lizenz oder ein Nutzungsrecht gewährt, und daher ist es nicht gestattet, den Inhalt ganz oder teilweise auf irgendeinem Medium zu reproduzieren, zu kopieren, zu veröffentlichen und für kommerzielle Zwecke zu nutzen ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der UniCredit Group, mit Ausnahme der Möglichkeit, Kopien für den persönlichen Gebrauch zu erstellen. DE 25/1