

## Wer andern eine Grube gräbt ...

11. April 2018

- Die protektionistischen Maßnahmen der Amerikaner werden den USA vermutlich mehr schaden als ihren Partnern.
- Das US-Leistungsbilanzdefizit wird noch größer. Das Wirtschaftswachstum wird sich abschwächen. Konsumenten stellen sich schlechter.
- Die Börsen haben das richtige Gespür: Erstmals seit Langem entwickelt sich der EURO STOXX 50 besser als der amerikanische S&P 500.

Wer einen Streit anzettelt, muss davon überzeugt sein, dass er erstens für die richtige Sache kämpft und dass er zweitens die Auseinandersetzung auch gewinnen kann. Am Anfang schien das bei den handelspolitischen Maßnahmen des amerikanischen Präsidenten auch der Fall gewesen zu sein. Vollmundig verkündete er, dass ein Handelskrieg gut für Amerika sei und dass er leicht zu gewinnen sei. Inzwischen mehren sich aber Zweifel.

»Die Erhebung von Zöllen  
schadet den USA mehr  
als sie ihnen nutzt.«

Natürlich geht die Anhebung von Einfuhrzöllen schnell und bedarf keiner mühsamen Verhandlungen mit dem Kongress. Man kann auch leicht argumentieren, dass sie zu mehr Wachstum führt. Denn die einheimischen Firmen können mehr produzieren. Sie verdienen mehr und können auch neue Jobs schaffen. Das Handelsbilanzdefizit geht zurück, weil weniger importiert wird.

Das alles klingt überzeugend. Nur leider ist es nicht richtig oder besser: Nur ein Teil der Wahrheit. In den USA würde man das "Voodoo Economics" nennen. Wenn man das Ganze nämlich zu Ende denkt, kommt genau das Gegenteil heraus: die Erhebung von Zöllen schadet den USA mehr als sie ihnen nutzt.

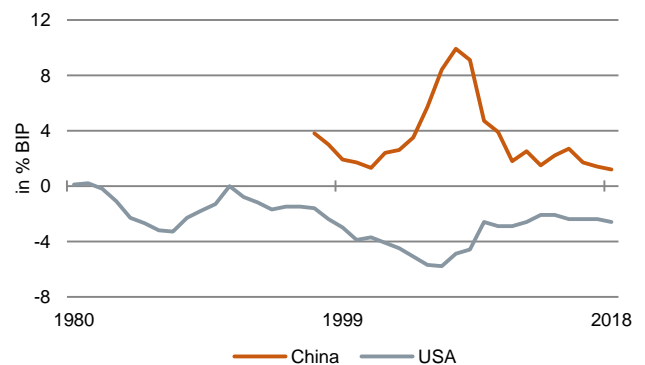
**Erstens** darf man nämlich nicht nur die Unternehmen betrachten, sondern muss auch die Verbraucher berücksichtigen. Dann sieht die Bilanz schlechter aus. Denn die amerikanischen Verbraucher sind bei einer Zollerhöhung keine Gewinner, sondern Verlierer. Die Güter, die sie kaufen, werden teurer. Ihre Kaufkraft verringert sich.

Volkswirtschaftlich gesehen kommt es zu einer Umverteilung zugunsten der Unternehmen und zu Lasten der Konsumenten. Das kann nur dadurch ausgeglichen werden, dass die Unternehmen den Verbrauchern etwas von ihren Gewinnen abgeben, wie einige das zum Beispiel bei der jüngsten Steuerreform getan haben. Es könnte allerdings sein, dass die Zunahme der Beschäftigung für einige Verbraucher wichtiger ist als der Verlust bei der Kaufkraft.

**Zweitens** geht das Leistungsbilanzdefizit der USA nicht zurück, sondern steigt. Denn makroökonomisch entspricht der Saldo der Leistungsbilanz immer der Differenz zwischen Investitionen und Ersparnis. Wenn der Fehlbetrag kleiner werden soll, dann geht das nur dadurch, dass mehr gespart beziehungsweise weniger investiert wird. Beides erfordert eine restriktive Finanzpolitik, also das Gegenteil von dem, was in den USA durch die riesige Steuersenkung gerade geschieht. Wenn die Wirtschaftspolitik bei ihrem expansiven Kurs bleibt (was ich glaube), dann wird das Defizit größer. Auch in den 80er Jahren – in den Zeiten Ronald Reagans – ging das Leistungsbilanzdefizit nach oben (siehe Grafik).

## USA UND CHINA IM STREIT

Leistungsbilanzsaldo



Quelle: IMF

**Drittens** wird das Wirtschaftswachstum durch die Erhebung der Zölle nicht größer, sondern kleiner. Denn wenn sich das Leistungsbilanzdefizit erhöht, dann gibt es mehr Importe und / oder weniger Exporte. Beides sind Abzugsposten vom Sozialprodukt. Da die Beschäftigung zunimmt, wird die Produktivität der US-Industrie abnehmen oder sich nicht mehr so stark erhöhen.

**Viertens:** Noch schlechter sieht es für die USA aus, wenn man die Gegenmaßnahmen der von einer Zollerhöhung betroffenen Staaten berücksichtigt. Wenn sie die Zölle erhöhen, dann gehen dadurch die US-Exporte zurück. Arbeitsplätze fallen weg. Die Leistungsbilanz verschlechtert sich noch mehr.

## Wer andern eine Grube gräbt ...

11. April 2018

**Fünftens** muss man natürlich auch die längerfristigen Wirkungen berücksichtigen. Aus Erfahrung wissen wir, dass Branchen, die durch Zölle geschützt werden, in ihren Anstrengungen zur Produktivitätssteigerung nachlassen. Sie werden träge. Das mindert das Wachstum und auf Dauer auch die Beschäftigung. Umgekehrt bemühen sich im Ausland Unternehmen, die durch Zölle belastet werden, in besonderer Weise, um die Nachteile zu kompensieren.

Ich wäre daher nicht überrascht, wenn China seinen Strukturwandel zugunsten der Hochtechnologie noch schneller vorantreibt. Es könnte sein, dass es am Ende in puncto Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit besser dasteht als ohne Trumps Zölle. Darauf deutet hin, dass sich das Land von dem Handelsstreit relativ unbeeindruckt zeigt. Es hat zwar auch Zölle angekündigt. Der chinesische Präsident Xi hat aber Anfang der Woche selbstbewusst eine weitere Öffnung der Märkte seines Landes angekündigt und einen stärkeren Schutz des geistigen Eigentums. Das würde die amerikanischen Zölle ins Leere laufen lassen. Trump könnte es allerdings als einen Erfolg seiner Maßnahmen verkaufen.

Unabhängig von allen theoretischen Überlegungen nimmt der Widerstand der amerikanischen Wirtschaft gegen die handelspolitischen Maßnahmen zu. Zudem haben die US-Börsen negativ reagiert. Seit Anfang März hat sich der S&P 500 deutlich schlechter entwickelt als der EURO STOXX 50. Das hat es in diesem Ausmaß schon lange nicht mehr gegeben.

## Für den Anleger

Natürlich stellt die Gefahr eines Handelskrieges zwischen Amerika und dem Rest der Welt eine Belastung der Börsen dar. Sie nimmt zu, je länger sich der Streit hinzieht. Aber sie ist nicht so groß wie vielfach befürchtet. Ich kann mir nicht vorstellen, dass Trump mit seiner Zollpolitik eine stärkere Konjunkturabschwächung oder gar einen Aktien-Crash riskiert, schon gar nicht in einem Wahljahr. Positiv für die Europäer ist, dass die Amerikaner wieder EU-Aktien kaufen.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).

Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

## Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsaussagen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des U.S. Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und Wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode, Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.