

## Damoklesschwert Protektionismus?

27. Juni 2018

- Der zunehmende Protektionismus wird von vielen als eine der größten Gefahren für die weitere Entwicklung der Börsen angesehen.
- Zölle belasten einzelne Unternehmen. Sie verringern die Wohlfahrt der Bürger. Volkswirtschaftlich ist ihre Wirkung aber nicht so groß wie vielfach befürchtet.
- Die Erhebung von Zöllen wird an den Kapitalmärkten keinen Big Bang auslösen. Sie führt aber zu langfristigen Verschiebungen im internationalen Handel.

Protektionismus war der Schocker der Börse in den letzten Wochen. Die Amerikaner verschärften ihre Drohungen. Die Handelspartner reagierten mit Vergeltungsmaßnahmen. Die Anleger waren verunsichert. Der DAX ist in den letzten einhalb Wochen um 900 Punkte eingebrochen.

Das war im Prinzip das, was viele erwartet hatten. Ich möchte hier jedoch etwas Wasser in den Wein gießen. Natürlich gehen von protektionistischen Maßnahmen negative Effekte auf die Börsen aus. Ich glaube jedoch, dass bei dem Kurseinbruch auch andere Dinge eine Rolle spielten, wie die schwächer werdende Konjunktur oder die Zinserhöhung in den USA. Die negativen Wirkungen des Protektionismus werden sich erst später zeigen.

Rein theoretisch führt die Erhebung von Zöllen zu a) weniger Wachstum, b) mehr Inflation, c) einer Umlenkung von Handelsströmen und d) einer Verschlechterung der geopolitischen Situation. Schauen wir uns das im Einzelnen an.

---

»Man darf nicht  
alle Schuld dem  
Protektionismus in  
die Schuhe schieben.«

---

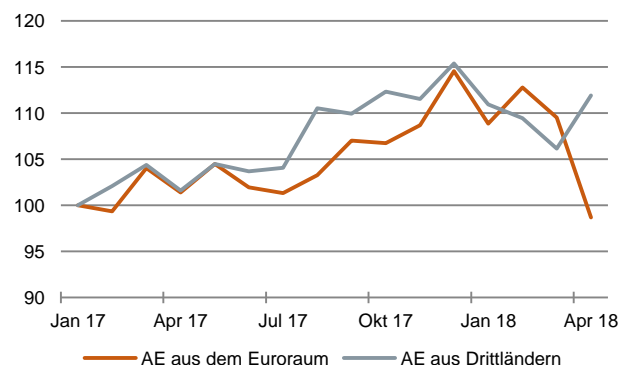
**Wachstum:** Wenn man die Wirkung von Zöllen mit ökonomischen Modellen untersucht, stößt man auf die erstaunliche Tatsache, dass die bisher ergriffenen Maßnahmen der Amerikaner und ihrer Partner das Wirtschaftswachstum fast überhaupt nicht beeinflussen. Die Abgaben auf Aluminium und Stahl sowie auf die chinesischen Einfuhren werden das reale Bruttoinlandsprodukt um vielleicht ein bis zwei Zehntel Prozentpunkte verringern. Wenn man die angedrohten Zölle auf Autos aus Europa und Japan dazu nimmt, kommt man auf etwas mehr. Es bleibt aber immer noch verkraftbar.

Interessant ist, dass das Wachstum sowohl in den USA als auch in China und Europa in ähnlicher Größenordnung betroffen ist. Es ist also keineswegs so, dass die USA einen Handelskrieg nur gewinnen können. Es gibt keine Gewinner, sondern nur Verlierer.

Hinzu kommen Effekte, die man in ökonometrischen Modellen nicht erfassen kann. Da ist einmal die Unsicherheit in den Unternehmen darüber, was alles noch passieren kann. Sie führt zu einem Attentismus der Investoren und Verbraucher. Der amerikanische Notenbankchef, Jerome Powell, hat in letzter Zeit mehrfach darauf hingewiesen, dass amerikanische Unternehmen Investitionen und Personaleinstellungen wegen der Unsicherheit über die Handelspolitik verschieben. In Europa ist ähnliches zu beobachten.

## AUFTRÄGE AUS DEM AUSLAND

Deutschland, Jan 17 = 100, saisonbereinigt



Quelle: Bundesbank

Hinzu kommt, dass sich das Produktivitätswachstum verlangsamt. Die Produktionsverflechtung zwischen den Unternehmen ist in den letzten Jahren außerordentlich schnell gewachsen. Manche Produkte werden im Verlauf des Produktionsprozesses mehrfach über die Grenzen hin und her transportiert. Das erhöht die Produktivität. Es muss jetzt wegen der Zölle zurückgefahren werden. Das trifft die USA wegen der Einbindung in den NAFTA-Raum stärker als Europa, das an den hiesigen Produktionsketten nichts ändern muss.

Gravierend sind ferner die Wirkungen auf einzelne Unternehmen. Der Automobilkonzern Daimler beispielsweise hat jetzt wegen der protektionistischen Belastungen eine Gewinnwarnung herausgegeben. Hier spielen aber auch die Diesellaffäre und andere strukturelle Probleme in dem Sektor eine Rolle. Man darf nicht alle Schuld dem Protektionismus in die Schuhe schieben.

## Damoklesschwert Protektionismus?

27. Juni 2018

**Inflation:** Auch hier dürften sich die Auswirkungen gesamtwirtschaftlich gesehen in engen Grenzen halten. Nach ökonomischen Modellen ist der Effekt geringer als ein Zehntel Prozentpunkt. Für den einzelnen Bürger kann das allerdings schon spürbar sein. Wer Whiskey trinkt, wird es nicht mögen, wenn dieser durch den Handelskrieg teurer wird.

**Umlenkung von Handelsströmen:** Längerfristig werden die Zölle zu einer Verschiebung der Handelsströme führen. Exporte und Importe zwischen Ländern, die nach wie vor frei sind von zusätzlichen Beschränkungen, werden zunehmen. Die anderen werden abnehmen. Allerdings geht diese Verlagerung nicht so schnell. Die Grafik zeigt, dass die deutschen Auftragseingänge aus dem Ausland zuletzt aus den Ländern des Euroraumes zurückgegangen sind, diejenigen aus Drittländern dagegen gestiegen sind. Das ist genau das Gegenteil von dem, was man eigentlich erwarten müsste.

**Geopolitische Veränderungen:** Der auf Dauer wichtigste Effekt ist die Zunahme der weltpolitischen Spannungen. Das schafft Unruhe, Unordnung und Unübersichtlichkeit in der Welt. So etwas mögen nicht nur die Börsen nicht. Manch einer denkt an die Weltwirtschaftskrise vor 90 Jahren, als der Zusammenbruch des Welthandels die Krise

verschärfte und am Ende den Weg zum Zweiten Weltkrieg ebnete.

Noch weiß niemand, wie weit der Handelskrieg diesmal gehen wird. Ich glaube nicht, dass es wie damals zu einer kumulativen Bewegung nach unten kommen wird. Der US-Präsident hat vor den Wahlen im Herbst dieses Jahres kein Interesse, dass es zu einer Rezession oder zu einem Börsen-Crash kommt. Allerdings wissen alle, wie unberechenbar Trump ist.

## Für den Anleger

Handelsbeschränkungen kommen als neuer Faktor in die Risikobewertung von Aktienkursen und Credit Spreads hinzu. Investieren Sie in Werte, die von solchen Nachrichten möglichst wenig betroffen sind. Ich vermute, dass das eher der Konsumgütersektor ist. Schauen Sie sich die Regionen an, die von der Umlenkung der Handelsströme profitieren. Das wird Europa sein. Die Makrowirkungen des Protektionismus werden nicht so offensichtlich sein. Die Konjunktur ist nicht gefährdet. Protektionismus ist eher ein schleichendes Gift, das sich erst auf Dauer bemerkbar macht.

**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 Meinungsäußerungen 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. Jede 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 Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdocuments (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.