

Hüfners Wochenkommentar

Zölle und Wechselkurse in den USA

18-26

4. Juli 2018

- › Zölle und Wechselkurse sind zwei konkurrierende Instrumente im Werkzeugkasten der Außenwirtschaftspolitik.
- › US-Präsident Trump arbeitet bisher nur mit Zöllen. Dabei sind Abwertungen effizienter zur Verbesserung der Leistungsbilanz.
- › Ich schließe nicht aus, dass Trump bei weiter steigendem Defizit in den laufenden Posten versuchen wird, den USD auf den Devisenmärkten zu schwächen.

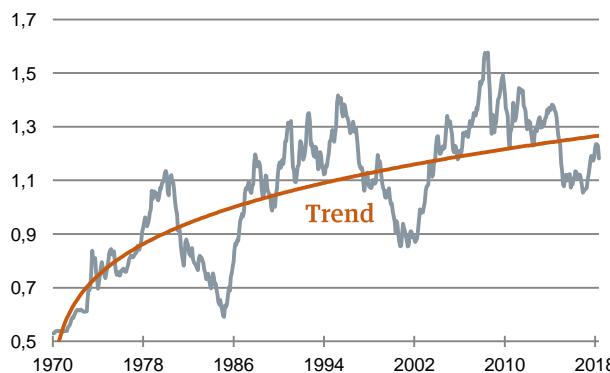
Es gibt einen Widerspruch in der Zollpolitik des amerikanischen Präsidenten. Auf der einen Seite möchte er die Position der US-Unternehmen auf den Weltmärkten verbessern und das Leistungsbilanzdefizit verringern. Auf der anderen Seite verzichtet er aber auf das effizienteste Mittel, dieses Ziel zu erreichen, nämlich die Wechselkurspolitik. Er verlässt sich allein auf Zölle. Könnte es sein, dass uns hier noch eine Überraschung bevorsteht?

Zölle und Wechselkurse sind zwei konkurrierende Instrumente im Werkzeugkasten der Außenwirtschaftspolitik. Mit beiden kann ein Land seine Position auf den Weltmärkten verbessern. Wechselkursveränderungen wirken dabei sehr viel kraftvoller. Sie beeinflussen nicht nur einzelne Unternehmen und Branchen, sondern den gesamten Handel mit Gütern, Diensten und den Kapitalverkehr. Sie sind sozusagen ein Holzhammer verglichen mit einer Pinzette, die die Zölle darstellen.

Zölle haben demgegenüber den Nachteil, dass sie den marktwirtschaftlichen Preisbildungsprozess verzerren. Wer Zölle erhebt, muss stets mit Vergeltungsmaßnahmen der Betroffenen rechnen. Das Ganze kann sich zu einem Handelskrieg hochschaukeln. Das ist es, was derzeit gerade zwischen den wichtigsten Spielern im Welthandel passiert. Der frühere Präsident Ronald Reagan, an dem sich Trump bisweilen orientiert, hat sehr viel mit Wechselkursen gearbeitet. Warum hält sich Trump mit diesem Instrument so zurück? Vier Gründe könnten hier eine Rolle spielen.

DER UNTERBEWERTETE USD

Euro-/USD-Kurse vor 1999 aus DM abgeleitet



Quelle: Bundesbank, eigene Berechnung

Erstens: kann man Zölle gezielt zur "Bestrafung" einzelner Länder, Branchen und Unternehmen (zum Beispiel in China) einsetzen. Dieses dirigistische Denken entspricht dem Naturell des amerikanischen Präsidenten. Dirigismus ist für ihn ein Ziel an sich.

»Es gibt immer mehr Beobachter, die wegen der höheren Zinsen und der besseren Konjunktur in den USA und wegen der zunehmenden Probleme in Europa einen stärkeren USD erwarten.

Ich halte dagegen.«

Zweitens: Zölle sind einfacher zu handhaben als Wechselkursveränderungen. Bei Zöllen reicht ein Federstrich (beziehungsweise eine "Executive Order") des Präsidenten. Bei Wechselkursveränderungen muss man dagegen entsprechende Marktbewegungen hervorrufen. Das erfordert die Zusammenarbeit mit anderen Ländern. Bei Ronald Reagan gab es die berühmt gewordene internationale Währungskonferenz im New Yorker Plaza Hotel. Sie führten zu einer starken Abwertung des USD. Solche internationalen Konferenzen mag Donald Trump aber nicht (schon gar nicht mit Europäern und Japanern).

Drittens: kann der Präsident über Wechselkursveränderungen auch in seiner eigenen Administration nicht allein entscheiden. Er braucht die Zusammenarbeit mit der Zentralbank. Ich vermute zwar, dass die Federal Reserve sich einem ausdrücklichen Wunsch des Präsidenten nicht entgegenstellen würde. Der Chef der Federal Reserve Jay Powell ist von Trump ernannt worden. Er hat sich bisher nicht gegen Trump gestellt. Allerdings führt er seine Zinserhöhungen konsequent durch (was Trump sicher nicht gefällt). Zudem weist er sehr zum Ärger des Präsidenten immer wieder darauf hin, dass es in der amerikanischen Wirtschaft kritische Stimmen gegenüber den Zöllen gibt. Hier wäre also Überzeugungsarbeit nötig.

Viertens: Trump kommt als Unternehmer aus der Realwirtschaft. Er hat gegenüber dem monetären Sektor ein eher

Hüfners Wochenkommentar

Zölle und Wechselkurse in den USA

18-26

4. Juli 2018

distanziertes Verhältnis. Ich sehe im Augenblick keinen ausgewiesenen Währungsexperten in der Administration. Das kann er allerdings schnell ändern, wenn die bisherigen zollpolitischen Instrumente nicht wirken.

Diese Argumente erklären, weshalb Trump sich bei den Wechselkursen bisher zurückgehalten hat. Sie sind aber nicht so stark, dass man eine Abwertung des USD für alle Zukunft ausschließen sollte. Ich halte eher das Gegenteil für wahrscheinlich. Denn ich gehe davon aus, dass sich die Leistungsbilanz der Amerikaner in diesem Jahr nicht verbessern, sondern verschlechtern wird. Das Defizit ist schon im ersten Quartal gestiegen. Die Steuersenkung verringert die inländische Ersparnis relativ zur Investition noch weiter. Die Zollpolitik wird daran nichts ändern. Trump wird – wenn er nicht die Notbremse zieht – am Ende seiner Amtszeit mit einem höheren Leistungsbilanzdefizit dastehen. Das wird er nicht mögen.

Hinzu kommt, dass der Dollar bei den gegenwärtigen Kursen ohnehin überbewertet ist. Trump hätte es nicht schwer, unter diesen Umständen die Unterstützung der Wirtschaft für eine Abwertung zu bekommen. Auch auf den Devisenmärkten würde er auf Verständnis stoßen. Die Kaufkraftparität liegt bei USD 1,32 je Euro. Sie ist damit beträchtlich höher als der gegenwärtige Kurs. Die Grafik zeigt, dass die ganz langfristige Euro-/USD-Entwicklung einen Mittelkurs

von 1,30 signalisiert. Früher gab es US-Präsidenten, die sich einen starken USD als Wahlkampf-Argument wünschten. Bei Trump vermute ich das eher nicht.

Im Augenblick dreht sich die Stimmung an den Märkten. Es gibt immer mehr Beobachter, die wegen der höheren Zinsen und der besseren Konjunktur in den USA und wegen der zunehmenden Probleme in Europa einen stärkeren USD erwarten. Ich halte dagegen. Ich würde mich nicht wundern, wenn Trump auf Dauer Einfluss auf den USD nimmt. Er würde dann eher schwächer und sich in Richtung auf USD 1,30 bewegen.

Für den Anleger

Gehen Sie davon aus, dass der handelspolitische Ärger der Europäer mit dem amerikanischen Präsidenten noch nicht vorbei ist. Es wird noch weitere Zölle geben. Wenn sie nicht die von Trump gewünschte Wirkung entfalten, wird er sich bemühen, den USD auf den Devisenmärkten schwächer werden zu lassen. Dollar-Investments sind für Anleger derzeit sowohl auf der Zins- als auch auf der Aktienseite recht attraktiv. Passen Sie aber auf, dass Ihnen dabei der Wechselkurs nicht in die Quere kommt.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com.
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf 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 Werbemittelung 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 ausgehändigter 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 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 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 können.