

MAKROPERSPEKTIVEN

Liegt Trump doch richtig? Handelskonflikt und Finanzmärkte

Wenn man wie Donald Trump sein Leben lang in Immobilien investiert hat, überrascht es nicht, dass er den Erfolg seiner Präsidentschaft nicht an Zustimmungswerten, sondern an der Entwicklung der US-Volkswirtschaft im Allgemeinen und der Aktienkurse im Speziellen gemessen sehen möchte.



von Dr. Ernst Konrad

Vor diesem Hintergrund ist ihm das amerikanische Handelsdefizit seit jeher ein Dorn im Auge. Es liegt aktuell bei über \$600 Mrd. pro Jahr, wobei das Defizit mit China allein für gut \$400 Mrd. verantwortlich ist. Größere Defizite gibt es außerdem gegenüber der EU, Mexiko und Japan.

Nachdem bereits Handelsabkommen mit Mexiko und Canada im letzten Jahr abgeschlossen wurden, erheben die USA seit September Zölle auf chinesische Produkte im Wert von \$250 Mrd. Über der EU und vor allem Deutschland hängt außerdem das Damoklesschwert von Strafmaßnahmen gegen Automobilexporte.

USA ALS VERMEINTLICHER GEWINNER AUF KOSTEN CHINAS...

In der aktuellen Debatte wird oft unterstellt, dass Zölle auf chinesische Produkte der amerikanischen Volkswirtschaft schaden, weil sie Importe für Verbraucher, aber auch für Unternehmen, die diese als Input nutzen, verteuern.

Analysen des ifo-Instituts haben allerdings gezeigt, dass drei Viertel der Belastung auf die chinesischen Produzenten überwältigt werden kann, weil die

Grafik 1: Das US-Handelsbilanzdefizit steigt seit 2013 unaufhaltsam...

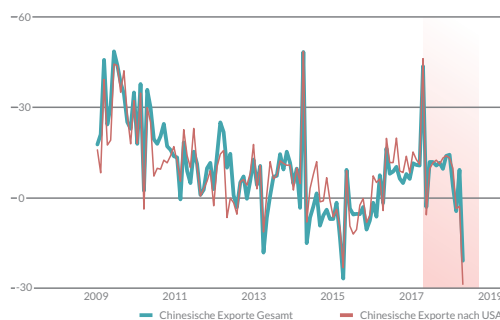


US-Behörden einen Sonderzoll gerade auf jene Produkte erheben, für die die Importelastizität besonders hoch ist (z.B. geringwertige Konsumgüter und einige Zwischenprodukte). Dadurch steigen die Verbraucherpreise nur unterdurchschnittlich.

Die erhoffte Verbesserung der amerikanischen Handelsbilanz hat sich bislang aber noch gar nicht eingestellt und wird auch in den nächsten Monaten hinter den Erwartungen zurückbleiben (vgl. Grafik 1), da die chinesischen Importe offensichtlich durch Einfuhren aus anderen Ländern und nicht aus heimischer Produktion ersetzt werden.

Gleichzeitig generieren die USA Zolleinnahmen in Höhe von ca. \$22,5 Mrd., die aber eben nur zu einem Viertel von den Inländern getragen werden, so dass ein Nettovorteil von gut \$18 Mrd. verbleibt. Trumps Strategie des „America First“ geht bislang in dieser Hinsicht auf, während die Exporte Chinas insgesamt und speziell in die USA jüngst geradezu kollabiert sind (vgl. Grafik 2).

Grafik 2: ...obwohl China inzwischen weniger exportiert



Die Verhandlungen zwischen den beiden Ländern ziehen sich in die Länge. Täglich gibt es zwar neue Wasserstandsmeldungen. Das geplante Treffen zwischen den beiden Präsidenten Trump und Xi ist aber erst einmal auf den April verschoben. Angesichts der jüngsten Wachstumsschwäche und dem Wegbrechen der Exporte hat vor allem die chinesische Seite Interesse an einer möglichst raschen einvernehmlichen Lösung.

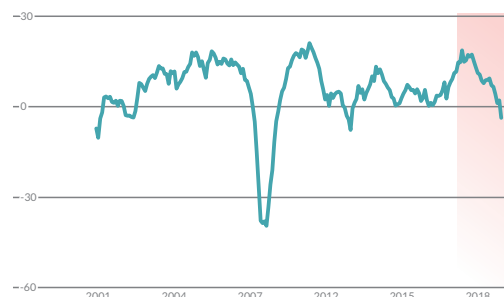
Das Abschmelzen oder gar Verschwinden des Handelsbilanzüberschusses wird aber auch den „Appetit“ Chinas auf US-Staatsanleihen bremsen. Der aktuelle Bestand liegt bei über \$1.100 Mrd. und stagniert mehr oder weniger seit 5 Jahren. Da die USA aber auf ausländische Kapitalgeber zur Finanzierung des Haushaltsdefizits angewiesen sind, das sich in den nächsten 2-3 Jahren wahrscheinlich von \$800 Mrd. in Richtung \$1.000 Mrd. vergrößern wird, und die FED aktuell (noch) nicht bereit ist, ihr Anleihekaufprogramm wieder aufzunehmen, könnten die Renditen der US-Treasuries höher sein, als es der amerikanischen Regierung lieb ist.

...UND DER EU

Während sich die Aufmerksamkeit auf die amerikanisch-chinesischen Verhandlungen konzentriert, sind die bislang gegen die EU verhängten Maßnahmen eher symbolischer Natur. Allerdings stehen Strafzölle auf Automobilexporte in Höhe von 25% im Raum, die die Wirtschaftsleistung innerhalb der EU um bis zu €30 Mrd. pro Jahr vermindern könnten, d.h. 0,2%.

Für Deutschland könnte diese Belastung bei bis zu 0,6% liegen. Bei einem erwarteten Wirtschaftswachstum von nicht einmal mehr 1% wäre ohne fiskalische Gegenmaßnahmen eine Rezession kaum zu vermeiden. Der Rückgang in den Exporterwartungen (vgl. Grafik 3) lässt jedenfalls nichts Gutes für die weitere konjunkturelle Entwicklung erwarten.

Grafik 3: Die ifo Exporterwartungen sind seit über einem Jahr rückläufig



„VERLIERER“ BREMSEN
US-KONJUNKTUR...

Nach 10 Jahren moderaten Aufschwungs zeigt auch die Weltkonjunktur deutliche Ermüdungserscheinungen (vgl. Grafik 4). Der wieder stärker um sich greifende Protektionismus kommt gerade zur Unzeit. Der Welthandel war im letzten Jahrzehnt einer der Wachstumstreiber. Verliert er seine Vorreiterrolle, werden auch die inländischen Nachfragekomponenten, v.a. die Investitionstätigkeit der Unternehmen, leiden.

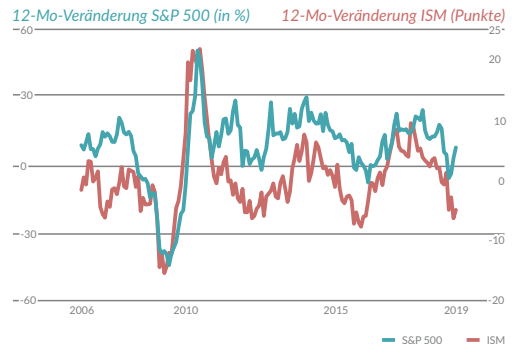
Grafik 4: Die Weltwirtschaft verliert merklich an Schwung



...ABER NICHT DEN „APPETIT“ AUF AMERIKANISCHE AKTIEN

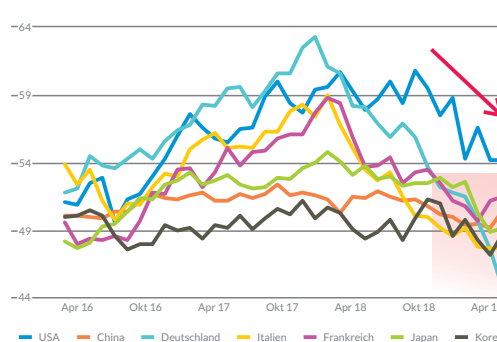
Dies wäre nicht weiter schlimm, wenn dieses Risiko sich bereits in den Börsenkursen widerspiegeln würde (vgl. Grafik 6: Divergenz zwischen ISM- & Aktienmarktentwicklung). Schwächere Konjunkturdaten werden im Gegenteil positiv in dem Sinne interpretiert, dass sie die FED von weiteren Zinserhöhungen abhalten wird. Aktuell haben sich die meisten Investoren jedenfalls nur für einen „soft patch“, aber keine nachhaltige Trendwende positioniert.

Grafik 6: US-Börsen unbeeindruckt von nachlassender Konjunktur



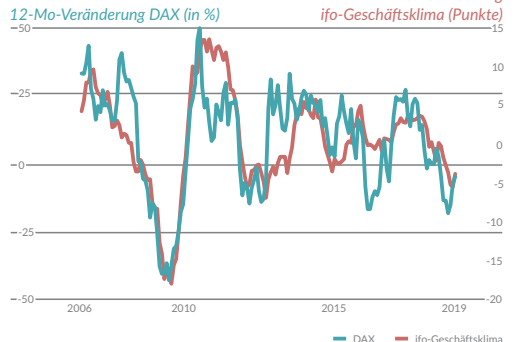
Selbst wenn die USA aus der ersten Runde des Handelskonflikts als Gewinner hervorgegangen sind, besteht die Gefahr, dass sie von den Verlierern, Asien und der EU, konjunkturell nach unten gezogen (vgl. Grafik 5: PMI Manufacturing USA, EU, Deutschland, JAP, Korea, China in einer Grafik) werden, zumal die positiven Effekte aus der Steuerreform, die für eine Verlängerung des Aufschwungs gesorgt haben, allmählich auslaufen.

Grafik 5: „Verlierer“ des Handelskonflikts dämpfen das Wachstum in den USA



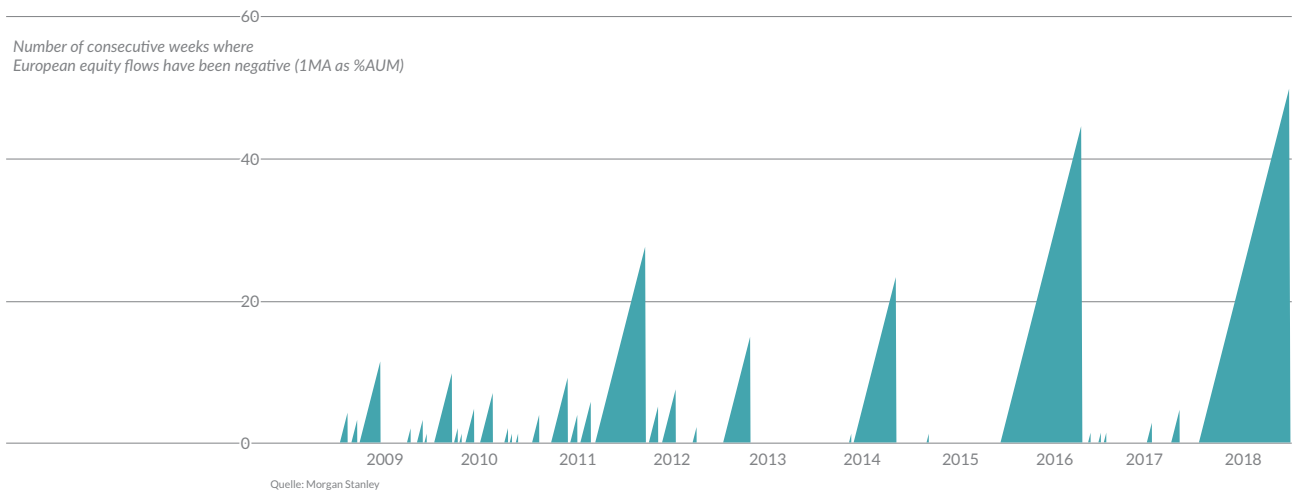
In der Eurozone zeigt sich ein anderes Bild. In unserem Investmentbericht hatten wir auf den übertriebenen Konjunkturpessimismus hingewiesen, den die Kurse gerade deutscher Aktien Ende 2018 signalisierten. Zwar hat sich diese „Lücke“ weitgehend geschlossen (vgl. Grafik 7). Der Sicherheitspuffer im Vergleich zu den USA ist somit größer und damit auch das Enttäuschungspotential geringer.

Grafik 7: „Sicherheitsmarge“ in Deutschland komfortabler



Für Europa spricht auch ein technisches Argument: Europäische Aktienfonds leiden seit mittlerweile 50 Wochen unter Mittelabflüssen, was seit dem Ende der Finanzkrise nicht mehr vorgekommen ist (vgl. Grafik 8). Viele Anleger haben Europa also bereits den Rücken gekehrt und scheiden als „forced seller“ aus. Laut Umfragen sind „Short-Positionen“ auf europäische Aktien außerdem die zurzeit weitaus populärste Strategie bei Hedgefonds. Deutsche und europäische Aktien haben deshalb nach unserer Einschätzung für die nächsten Monate das größere Potential.

Grafik 8: Exodus aus europäischen Aktien hält seit einem Jahr an



DISCLAIMER:

Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, soweit nicht anders vermerkt, Bloomberg.