

Kapital & Märkte

September 2017

ELLWANGER & GEIGER
PRIVATBANK

48° 46' 41.84" N 9° 10' 39.22" O | Kunstmuseum Stuttgart

Sommer-Blues

Der IFO-Geschäftsklimaindex erreichte nach den Mai- und Juni-Rekordständen auch im Juli ein neues Allzeithoch. Die Augustzahlen bestätigen die gute Stimmung. Der IHS Markt-Einkaufsmangerindex (Industrie- und Dienstleistungssektor) markierte zwar kein neues Hoch, bleibt aber trotz eines kleinen Rückganges auf immer noch beeindruckendem Niveau und zeigt weiteres Wachstum an. Und zu guter Letzt bestätigt der IWF seine gute Einschätzung für die Weltwirtschaft für die im April angehobene Prognose einer in diesem Jahr um 3,5% wachsenden Wirtschaft. Nächstes Jahr soll das Wachstum sogar +3,6% betragen.

Wären das nicht gute Gründe für die Aktienmärkte zu einer veritablen Sommer-Rally anzusetzen? Eigentlich schon, denn auch andere Rahmenbedingungen, wie nach wie vor niedrige Zinsen, günstige Rohöl- und Rohstoffpreise und die Verlängerung der expansiven Geldpolitik, die der EZB-Präsident erst wieder im Herbst auf den Prüfstand setzen möchte, sollten als Unterstützungsfaktoren für die Aktienmärkte wirken. Einzig der feste Eurokurs (+10% vs. US-Dollar in 2017) könnte als Belastungsfaktor für die Gewinnentwicklung exportabhängiger europäischer Unternehmer gelten.

Aber die politischen Störfaktoren lassen die Aktienmärkte einfach nicht zur Ruhe kommen. Die irrational geprägte Vorgehensweise der türkischen Regierung,

die immer weiter eskalierende Nordkorea-Krise und nicht zuletzt die unzuverlässige, kaum mehr einschätzbare US-Politik mit einem nicht in den Kongress und Senat eingebundenen US-Präsidenten irritieren die Finanzmärkte sehr. Dies wird auch an den jüngst beschlossenen Sanktionen gegenüber Russland sichtbar, die der US-Kongress wohl gegen den Willen Trumps erlassen hat. Ungeachtet der positiven Wirtschaftsdaten aus dem europäischen Raum mehren sich die Zweifel, dass das angekündigte massive Konjunkturstützungsprogramm in den USA wie geplant umgesetzt werden kann. Die politischen Spannungen wachsen, aber die Konjunktur gibt sich bis dato von alledem relativ unbeeindruckt. Nur wenn sich die politischen Spannungen über den Sommer etwas abbauen, dürften die Aktienmärkte nach ihrer kleinen Korrektur zu der erhofften Sommer-Rally ansetzen.

Kampf um Inflation

Die US-amerikanische Notenbank FED macht's, die europäische Zentralbank EZB deutete an, es irgendwann machen zu wollen - die geldpolitischen Zügel anziehen. Damit gemeint ist die Abkehr von einer jahrelang sehr expansiv verfolgten Geldpolitik. Dies ist für die Finanzmärkte von Bedeutung, denn die massive Geldflutung der Märkte hat in den letzten Jahren zu einer starken Vermögenspreisinflation („asset price inflation“) geführt. Diese ließ Kurse von Sachwerten, wie Immobilien und Aktien, aber auch die von Anleihen stark

steigen. Viele Marktteilnehmer befürchten, dass eine Reduktion dieser Geldströme einen Teil dieser Kursanstiege wieder egalieren könnte. Das sehr langsame und maßvolle Vorgehen der FED, die bereits zwei Leitzinserhöhungen hinter sich hat, beweist allerdings, dass dieses Vorgehen nicht zwangsläufig zu crashartigen Szenen führen muss. Zudem gründet die Möglichkeit, die Geldpolitik restriktiv zu gestalten, immer in einem stabilen Wirtschaftsaufschwung mit steigenden Gewinnen für die Unternehmen. Dies müsste eigentlich die internationalen Aktieninvestoren auch in Europa froh stimmen, wenn die Konjunktur so gut läuft, wie derzeit, und der EZB dadurch Möglichkeiten eröffnet werden, zu einer Normalisierung ihrer Geldpolitik zu gelangen.

Die Marktakteure schauen demnach in den nächsten Wochen und Monaten wie das Kaninchen auf die Schlange und versuchen, die Inflationsdaten dahingehend zu interpretieren. Ob eine Leitzinserhöhung mehr oder weniger wahrscheinlicher wird. Europa als Hort der Stabilität mit sehr robusten Wirtschaftsdaten sieht sich unterdessen mit einer relativen Stärke seiner Währung konfrontiert. Die Schwächung des Euros zur Stützung der europäischen Wirtschaft war eines der Hauptziele der EZB-Geldpolitik. Seit Mario Draghi zumindest die Möglichkeit einer sachten Straffung derselben in den Raum stellte, hat sich das Sentiment gedreht. Der Euro hat seit Jahresbeginn zum US-Dollar 10% zugelegt, was die Währungsinvestments der „E&G-Vermögenstrategie Anleihen“ etwas belastet.



Von komparativen Vorteilen und Chlorhühnchen - Teil 1

Seit dem Ende des zweiten Weltkriegs hat der Weltfreihandel – nachdem er in Folge des ersten Weltkriegs und der Weltwirtschaftskrise massiv eingebrochen war – einen rasanten Anstieg erlebt und damit wesentlich zum noch nie dagewesenen globalen Anstieg des Wohlstands beigetragen. Nachdem der freie Welthandel spätestens seit den neunziger Jahren aus dem linken Lager in die Kritik geraten ist, kommt in jüngerer Zeit vermehrte Kritik vom anderen Ende des politischen Spektrums. Auch wenn sich die Argumente meist unterscheiden, ähnelt sich die Begründung: Freihandel würde dem Wohle der Menschen schaden. Wie stichhaltig diese Argumente sind, soll im Folgenden analysiert werden.

„Tausende von wichtigen und intelligenten Männern konnten das Prinzip des komparativen Vorteils niemals erfassen oder glauben, auch wenn es ihnen erklärt wurde.“ Paul Samuelson, Ökonom und Nobelpreisträger

Das wichtigste ökonomische Konzept zur Erklärung der Vorteile des Freihandels ist das des ‚komparativen Vorteils‘. Zusammengefasst besagt es, dass nicht die absoluten Produktivitätsvorteile bei der Herstellung von Gütern und Dienstleistungen entscheidend sind. Maßgeblich ist vielmehr, ob die Produktivitätsunterschiede zwischen Gütern in einem Land sich von denen anderer Länder unterscheiden. Das bedeutet, ein Land kann bei beiden Gütern eine höhere absolute Produktivität haben – d.h. der Ressourceneinsatz zur Herstellung einer Einheit des Gutes ist geringer – aber dennoch sind gegenseitige Handelsbeziehungen für beide Staaten vorteilhaft.

Ein einfaches Beispiel mit zwei Ländern und zwei Gütern soll dies verdeutlichen. Deutschland kann Autos und Weizen produzieren und benötigt für ein Auto 20 Arbeitsstunden und für eine Tonne

Weizen 5 Arbeitsstunden. Bulgarien muss für ein Auto 100 Arbeitsstunden aufwenden und für eine Tonne Weizen 10 Arbeitsstunden. Deutschland ist also bei der Herstellung beider Güter produktiver (20<60 und 5<10). Allerdings ist die relative Produktivität unterschiedlich: Deutschland muss um ein zusätzliches Auto zu bauen 4 Tonnen Weizen weniger erzeugen (20 Arbeitsstunden/5 Arbeitsstunden), wogegen Bulgarien dafür 10 Tonnen Weizen weniger produzieren müsste (100/10). Durch diese Differenz können beide Länder durch Handel besser gestellt werden. Deutschland baut mehr Autos, welche es nach Bulgarien exportiert und Bulgarien exportiert Weizen, statt Autos selbst zu bauen. Für jedes Auto das exportiert wird, werden 6 Tonnen Weizen mehr erzeugt (Bulgarien stellt 10 Tonnen zusätzlich her, Deutschland produziert aber nur 4 Tonnen weniger) als ohne Handel. Dieser Mehrertrag wird – abhängig vom relativen Marktpreis der Güter – zwischen beiden Staaten aufgeteilt, so dass beide Staaten sich besser stellen.

„Globalisierung und Freihandel fördern das Wirtschaftswachstum und führen bei vielen Gütern zu niedrigeren Preisen.“ Robert B. Reich, ehem. US-Arbeitsminister

Unabhängig vom komparativen Vorteil bestehen eine Reihe weiterer Vorteile. Erstens vergrößert und verbreitert der Freihandel das Warenangebot. Der Konsument – und damit wir alle – kann damit auch bei ähnlichen Produkten aus einem breiteren Angebot auswählen. Beispielsweise haben wir nicht nur zwischen einheimischen Früchten wie Äpfel, Birnen und Beeren die Wahl, sondern unser Angebot wird um Bananen, Orangen, Zitronen, Mangos, Kiwis und viele weitere Obstsorten ergänzt. Gleiches gilt auch für Produkte wie Autos oder Mode: Obwohl das heimische Angebot eine gute Auswahl bietet, kaufen wir japanische, italienische oder amerikanische Autos und haben Modeartikel aus Frankreich, den USA und vielen anderen Ländern im Kleiderschrank. Offensichtlich ziehen wir bei einem Teil unserer Käufe ausländische Produkte

vor und wir würden einen Nachteil erleiden, wenn uns diese nicht zur Auswahl stünden. Zweitens können Unternehmen bei internationaler Arbeitsteilung Skalenvorteile nutzen. Das bedeutet, wenn in größeren Mengen produziert wird, sinken die Stückkosten, da vom Produktionsvolumen unabhängige Kosten wie Verwaltung oder Forschung und Entwicklung auf eine größere Stückzahl verteilt werden können. Drittens dämpft der freie Handel die Konjunkturerinbrüche der heimischen Volkswirtschaft. Da die Konjunkturzyklen global weder zeitlich noch in ihrem Ausmaß synchron verlaufen, bleibt bei einer Rezession im Inland die ausländische Nachfrage nach den Exportgütern in der Regel relativ unverändert. Damit fällt die Rezession geringer aus, als wenn die inländischen Unternehmen ausschließlich den Heimatmarkt beliefern. Umgekehrt wirken die Importe bei einem Nachfrageboom inflationsdämpfend, da die gestiegene Nachfrage mit ausländischen Produkten bedient werden kann. Zuletzt erhöht der Freihandel den Wettbewerb. Was sich auf den ersten Blick möglicherweise negativ anhört, ist jedoch ein zentrales Element für Innovationen – und damit wirtschaftlichem Fortschritt – sowie für niedrige Konsumentenpreise. Unternehmen, deren Heimatmärkte von ausländischer Konkurrenz abgeschottet werden, verlieren ihre Innovationskraft, werden ineffizient und verlieren auf den Weltmärkten ihre Wettbewerbsfähigkeit.

„Protektionismus wird wenig tun, um Arbeitsplätze zu schaffen und wenn das Ausland Vergeltung übt, werden wir sicherlich Arbeitsplätze verlieren.“ Alan Greenspan, ehem. Vorsitzender der US-Notenbank

Nun stellt sich die Frage, welche Effekte die gängigen Maßnahmen zur Begrenzung des Freihandels haben. Die gängigste Form ist der Importzoll auf ausländische Güter. Dadurch steigen die Preise im Inland. Dies geht zu Lasten der Konsumenten im Inland – sie müssen mehr bezahlen und stehen damit auf der Verliererseite. Diese Erkenntnis steht im Widerspruch zu der oft gehörten Forderung, Handelsbeschränkungen zum



Wohle der Bevölkerung einzuführen. Zu den Gewinnern gehören die inländischen Produzenten, die durch den Zoll auf die ausländischen Wettbewerbsprodukte höhere Preise verlangen können, und der Staat, der den Zoll vereinbart. Der Netto-Effekt ist in der Regel negativ, d.h. die Mehrbelastung der einheimischen Konsumenten übersteigt die Gewinne der Produzenten und des Staates¹. Berücksichtigt man noch den Verlust der positiven Effekte aus den Skaleneffekten und der Innovationskraft, so sind die Auswirkungen des Importzolls auf das Land, das den Zoll eingeführt hat, mit Sicherheit negativ. Noch negativer wirken sich Exportsubventionen aus, da nun der Staat keine Steuereinnahmen erzielt, sondern Steuermittel aufwenden muss, um Exporte zu bezuschussen.

„China ist das protektionistischste Land unter den sehr großen Ländern. Sie sprechen mehr über den freien Handel, als sie diesen tatsächlich ausüben.“ Wilbur Ross, US-Handelsminister

Wie berechtigt ist die Kritik am Freihandel nun tatsächlich? Ein wichtiger Aspekt ist, dass der Freihandel fair sein muss. In diesem Sinne muss sichergestellt sein, dass keine wettbewerbsverzerrenden Maßnahmen zur Anwendung kommen. Dazu gehören etwa administrative Erschwernisse für Importe, um auf nicht-tarifärem Weg die Einfuhr zu begrenzen. Eine ebenfalls unfaire Praxis sind Subventionen, um Güter unter den Herstellungskosten verkaufen zu können und damit andere Anbieter aus dem Markt zu drängen. Vorübergehend ergeben sich daraus zwar Vorteile für das importierende Land in Form von niedrigeren Preisen. Doch drohen nach dem durch Preisdumping verursachten Ausscheiden der Wettbewerber umso höhere Preise. In Fällen, in denen Güter „unter ihrem normalen Wert“ verkauft werden, erlaubt auch die Welthandelsorganisation Schutzmaßnahmen. Ein Beispiel dafür sind die von der EU verhängten Strafzölle auf chinesischen Stahl oder die angekündigten Maßnahmen der USA gegen deutsche Stahlpro-

duzenten. Da die Bestimmung des „normalen Wertes“ einen breiten Spielraum bietet, können die Maßnahmen vor dem Schiedsgericht der Welthandelsorganisation angefochten werden. Bei der Diskussion ist zu beachten, dass häufig jedoch auch Schutzmaßnahmen gefordert werden, obwohl die ausländische Wettbewerber schlicht kostengünstiger produzieren, ohne subventioniert zu werden. In diesen Fällen ist die fehlende eigene Wettbewerbsfähigkeit „hausgemacht“ – wie z.B. durch fehlende Innovationen, zu starke Regulierung oder eine ineffiziente Unternehmensorganisation – und rechtfertigt keine Importbeschränkungen. Für die Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit sind vielmehr Reformen im eigenen Land nötig, was aber oft unpopulärer und politisch schwerer durchzusetzen ist, als die vermeintlich unfaire ausländische Konkurrenz anzuprangern.

„Bildung ist der Schlüssel zum Arbeitsmarkt und noch immer die beste Prophylaxe gegen Arbeitslosigkeit.“ Roman Herzog, ehem. Bundespräsident

Ein weiterer wichtiger Punkt ist, dass ein Land wie oben beschrieben als Ganzes vom Freihandel profitiert, es aber innerhalb eines Landes Gruppen geben kann, die schlechter gestellt werden. Dies sind in der Regel diejenigen Gruppen, die in dem Sektor aktiv sind, in dem das Land einen komparativen Nachteil hat, da durch die Importe die Preise für diese Güter sinken und Arbeitsplätze verlagert werden. Dass dies zu einem gesellschaftlichen Problem werden kann, hat unter anderem das Wahlverhalten in den klassischen Industrieregionen im Nordosten der USA bei der Präsidentschaftswahl gezeigt. Die Frage ist jedoch, wie das Problem am besten zu lösen ist. Abgesehen von Dumpingfällen würden Schutzzölle das Land als Ganzes wegen des teilweisen Verlusts der oben beschriebenen Vorteile des Freihandels schlechter stellen. Deshalb wäre es sinnvoller, die Vorteile innerhalb des Landes fairer zu verteilen. Dies sollte jedoch nicht in Form von monetären Transferleistungen erfolgen, da diese die Abhängigkeit von

staatlicher Unterstützung meist zu einem Dauerzustand machen. Sinnvoller sind Maßnahmen, die sowohl gesamtwirtschaftlich wachstumsfördernd sind als auch den Menschen Chancen auf neue, besser bezahlte Arbeitsplätze und sozialen Aufstieg bieten. Neben der Schaffung eines guten Investitionsumfelds gehören dazu insbesondere Investitionen in Bildung. Dies gilt vor allem vor dem Hintergrund, dass viele Arbeitsplatzverluste von der Politik zwar dem Freihandel zugeschrieben werden, jedoch eigentlich auf den permanent stattfindenden Strukturwandel zurückzuführen sind. In diesen Fällen würden Handelsbeschränkungen nicht nur dem Land als Ganzes schaden, sondern auch den Betroffenen ihre Arbeitsplätze nicht zurückbringen.

„Inklusive Wirtschaftsinstitutionen erfordern sichere Eigentumsrechte und wirtschaftliche Chancen nicht nur für die Elite, sondern für einen breiten Querschnitt der Gesellschaft.“ Daron Acemoglu, Ökonom

Ein immer wiederkehrendes Argument gegen Freihandel ist die Behauptung, dass weniger entwickelte Länder noch nicht wettbewerbsfähig wären und deshalb ihre Industrie vor ausländischen Produkten schützen müssten. Auch hier gilt das Argument, dass nicht die absolute, sondern die relative Produktivität maßgeblich ist und auch Länder mit geringer Produktivität in manchen Produkten komparative Vorteile besitzen. Wegen der geringen Produktivität haben diese Länder in der Regel deutlich niedrigere Löhne. Dies kann jedoch nicht dadurch geändert werden, dass sich das Land vom Weltmarkt abkoppelt, sondern nur dadurch, dass es durch gute institutionelle Rahmenbedingungen die Grundlagen für unternehmerische Investitionen legt, welche die Produktivität und damit auch das Lohnniveau steigern. Unter den richtigen Voraussetzungen führt dies nicht nur zu höheren Löhnen, sondern auch zu einer Veränderung der komparativen Vorteile und damit der Produktionsstruktur der Volkswirtschaft. Ein Beispiel dafür ist der Aufstieg der sogenannten Tiger-Staa-

¹ Ausnahmen sind bei sehr großen Ländern, die die Weltmarktpreise mit ihrer Nachfrage beeinflussen können, möglich. Allerdings gilt dies nur solange es keine Vergeltungsmaßnahmen anderer Länder gibt.



ten Südkorea, Taiwan, Singapur und Hongkong.

Zwischenfazit

Wir haben gesehen, dass Freihandel kein Nullsummenspiel ist, sondern sich für beide Länder positiv auswirkt. Neben der Nutzung der komparativen Vorteile profitieren die Einwohner eines Landes von einem breiteren Warenangebot, niedrigeren Preisen durch eine effizientere Produktion und einer geringeren Konjunkturanfälligkeit. Dementsprechend wirken sich Handelshemmnisse – wie etwa Importzölle – negativ auf den Wohlstand eines Landes aus.

Dennoch wird der Freihandel oft für hausgemachte Probleme verantwortlich gemacht. Seine Schwäche ist, dass Handel immer zwischen mindestens zwei Ländern stattfindet und es politisch oft bequemer ist andere Länder für die eigenen Probleme verantwortlich zu machen, als anfangs schmerzhaft Reformen im eigenen Land durchzuführen. Deutschland ist eine sehr offene Volkswirtschaft und damit stark vom Außenhandel abhängig, Deshalb ist im aktuellen Umfeld aufmerksam zu beobachten, ob die protektionistische Rhetorik tatsächlich zu entsprechenden Maßnahmen führt, die einen Handelskrieg auslösen könnten.

Solche Maßnahmen würden das Wirtschaftswachstum und damit die Aktienmärkte stark belasten. Speziell die exportorientierten deutschen Unternehmen würden darunter leiden.

In der nächsten Ausgabe geht es kommenden Monat um die aktuelle Kritik am Freihandel. Dabei wird zum einen auf die Problematik der Verlagerung von Arbeitsplätzen und zum andern auf die Diskussion um die Freihandelsabkommen CETA und TTIP eingegangen.



Ihr Ansprechpartner:

Patrick Nass
Asset Manager / Fonds Manager REITs
Private Banking

Telefon 0711/2148-236
Patrick.Nass@privatbank.de

Kapital & Märkte erhalten Sie sehr gerne auch als E-Mail. Wenn Sie hiervon Gebrauch machen möchten, senden Sie uns bitte eine E-Mail an: KapitalundMaerkte@privatbank.de

IMPRESSUM

BANKHAUS ELLWANGER & GEIGER KG
Börsenplatz 1, 70174 Stuttgart

Amtsgericht Stuttgart HRA 738

Persönlich haftender Gesellschafter:
Dr. Volker Gerstenmaier, Mario Caroli

Ihr Ansprechpartner:
Michael Beck, Leiter Asset Management
Tel.: 0711/2148-242, Fax: 0711/2148-250
E-Mail: michael.beck@privatbank.de

Redaktion:
Michael Beck, Patrick Nass

www.ellwanger-geiger.de/kapitalmarkt

Ausgabe September 2017

WICHTIGE HINWEISE

Die Darstellungen geben die aktuellen Meinungen und Einschätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder. Sie können ohne Vorankündigung angepasst oder geändert werden. Die enthaltenen Informationen wurden sorgfältig geprüft und zusammengestellt. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit kann nicht übernommen werden. Die Informationen sind keine Anlageberatung, Empfehlung oder Finanzanalyse. Für individuelle Anlageempfehlungen und umfassende Beratungen stehen Ihnen die Berater unseres Hauses gerne zur Verfügung. Die Urheberrechte für die gesamte inhaltliche und graphische Gestaltung liegen beim Herausgeber und dürfen gerne, jedoch nur mit schriftlicher Genehmigung, verwendet werden.

Ergänzende Hinweise:

- (1) Angaben zur steuerlichen Situation sind nur allgemeiner Art. Für eine individuelle Beurteilung der für Sie steuerlich relevanten Aspekte und ggf. abweichende Bewertungen sollten Sie Ihren Steuerberater hinzuziehen.
- (2) Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Entwicklungen.
- (3) Finanzinstrumente oder Indizes können in Fremdwährungen notiert sein. Deren Renditen können daher auch aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.