

Stefan Kreuzkamp
Chief Investment Officer



In Kürze

- Wir untersuchen drei weit verbreitete Irrtümer der jüngeren Wirtschaftsgeschichte zum Thema Handel. Daraus leiten wir vier Lektionen ab, die bei der Beurteilung der jüngsten Handelsstreitigkeiten helfen.
- Der internationale Handel mit Waren und Dienstleistungen ist kein Nullsummenspiel. Im Allgemeinen ist er für alle beteiligten Länder von Vorteil.
- Der Freihandel ist unter Beschuss. Direkt und indirekt dürften sich die Ergebnisse dieser Schlacht auf Jahre hinaus auf Portfoliorenditen auswirken.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

Freihandel unter Beschuss

Weit verbreitete Irrtümer und welche Lektionen sich daraus ergeben

Ein goldenes Zeitalter, das es nie gegeben hat

Vor einiger Zeit ging der bekannte Handelsökonom und Nobelpreisträger von 2008, Paul Krugman, zum Angriff über. In mehreren Essays nahm er die handelspolitischen Prioritäten der neuen US-Regierung aufs Korn. Vor allem einige der wichtigsten Handelsberater des neu gewählten US-Präsidenten gerieten in seine Schusslinie. Krugman beschrieb sie als "Menschen, die eindrucksvoll über internationalen Handel sprechen, dabei aber über ökonomische Grundlagen hinwegsehen und Wirtschaftsdaten missbrauchen". Er räumte ein, dass "trotz Unkenntnis der Grundregeln internationaler Ökonomie (...) die bisher von der Regierung erzielten Erfolge für einen Verfechter des Freihandels recht zufriedenstellend sind". Nichtsdestotrotz beklagte er: "Seit etwa einem Jahrzehnt hat sich in der öffentlichen Diskussion eine auf Irrtümern aufbauende Denkweise über den Welthandel breit gemacht". Der damit gemeinte Präsident war – Bill Clinton. Krugmans Essays wurden in einem sehr unterhaltsamen und nach wie vor informativen Buch zusammengefasst und 1996 erstmals veröffentlicht.¹

Wer sich noch nie intensiver mit Fragen der internationalen Ökonomie befasst hat und etwas Zeit erübrigen kann, sollte zu einem Exemplar von Krugmans "Pop Internationalism" greifen. Diese Essays leisten nach wie vor einen ausgezeichneten Beitrag zum Verständnis des internationalen Handels – und wie sich die Denkweise der Ökonomen dazu entwickelt hat. Sie helfen auch beim Nachdenken darüber, wie das Welthandelssystem zu dem geworden ist, was es heute ist.

So wird es leichter, die jüngsten Handelsstreitigkeiten zu verstehen.

Eines liegt auf der Hand: Es ist nichts Neues, dass Politiker und Medien ökonomische Grundkonzepte falsch verstehen. Ebenso wenig neu sind die sich daraufhin erhebenden kritischen Stimmen der Vertreter dieser "trübsinnigen Wissenschaft". In der realen Welt können Handelsabkommen selten die Wunschvorstellungen der Ökonomen erfüllen. Schließlich ist Handelsliberalisierung, ebenso wie die Einführung von Zöllen, in der Regel das Ergebnis politischer Prozesse.

Rückblickend mögen die 1990er Jahre wie das goldene Zeitalter von Freihandel und Globalisierung erscheinen. Aber auch damals kam nur relativ schwache und wenig sachkundige Unterstützung von Politikern und der Öffentlichkeit. Nach heutigem Kenntnisstand lagen auch die Ökonomen mit einigen ihrer Grundannahmen falsch. In den nächsten drei Abschnitten wird erklärt, wie und warum

¹Krugman (1997). Die zitierten Passagen befinden sich auf S. 82, S. 113 und dem Umschlag. Alle Artikel finden Sie unter <https://go.dws.com/cio-view-artikel>

sich die drei Grundgedanken, auf die sich der Konsens eines goldenen Zeitalters stützte, als falsch herausstellten und welche Lehren daraus zu ziehen sind. Der erste Irrtum war und bleibt vor allem bei Politikern sehr beliebt. Die beiden anderen gehen eher auf das Konto älterer Ökonomen, zu denen auch ich mich zähle.

1. "Länder befinden sich, ähnlich wie Unternehmen, in einem globalen Wettbewerb; einige Länder gewinnen, andere verlieren."

In den 1990er Jahren rückte der internationale Wettbewerb immer stärker in den Fokus politischer Entscheidungsträger. Viele von ihnen, allen voran US-Präsident Clinton und Jacques Delors in Europa, sahen Länder, genau wie Unternehmen, in einem gewissen globalen Wettbewerb. In einem von immer stärkerem Konkurrenzdruck geprägten globalen Umfeld müssten sich Unternehmen ständig neu erfinden. Ähnliches, so die damals gängige These, gelte auch für Länder. Nur wer die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen entsprechend anpasse, könne zu den Gewinnern zählen. Dazu gäbe es keine Alternative.

2. "In den Vereinigten Staaten ist der Handel eher ein Nebenschauplatz. Die Hauptrolle spielt der technologische Wandel."

Sowohl Handel als auch neue Technologien können in kurzer Zeit Arbeitsplätze vernichten. Sind die Arbeitsmärkte flexibel genug, sollte die Beschäftigungslage aber auf längere Sicht kaum beeinträchtigt werden. Und obwohl der Handel genauso wie der technologische Wandel Lohnungleichheiten beeinflussen können, hat der Handel bisher nur eine Nebenrolle gespielt. Anders als beim ersten Irrtum war dies in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts tatsächlich weitgehend der Fall. So fielen zum Beispiel ab etwa 1970 die Löhne für niedrig qualifizierte Arbeiter in den Vereinigten Staaten immer weiter zurück. Der Handel hatte damit kaum etwas zu tun. Das änderte sich allerdings um etwa 1990, vor allem wenn man nicht nur die Beschäftigung in den Vereinigten Staaten insgesamt betrachtet, sondern einmal die lokalen Arbeitsmärkte näher unter die Lupe nimmt. Seitdem verliefen Arbeitsmarktanpassungen keineswegs reibungslos. Der Handel mit China hat offenbar zu großen Unterschieden in der regionalen Wirtschaftsleistung geführt. Das hatte zahlreiche Folgen, nicht zuletzt für die Wählerpräferenzen und das Wahlverhalten in den betroffenen Regionen.

3. "Obwohl Länder durch Handel zu Gewinnern und Verlierern werden, können und werden politische Prozesse in demokratischen Gesellschaften sicherstellen, dass die Gewinne auch recht schnell gerecht verteilt werden."

Dieser letzte Irrtum hatte wohl die gravierendsten Auswirkungen. Die Ergebnisse bei den letzten Wahlen und die jüngst entstandenen Handelsstreitigkeiten lassen sich durchaus als Revolte der Verlierer der Globalisierung gegen die Gewinner interpretieren – als verspätetes Zeichen für endlich beginnende politische Prozesse, die allerdings nicht ganz wie gewünscht oder erwartet verlaufen.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

Nachfolgend möchte ich jeden dieser Gedanken genauer untersuchen und dabei einige in meiner Generation von Ökonomen weit verbreitete Ansichten, die in die aktuelle Handelsdebatte einfließen, auf den Prüfstand stellen. Am Ende jedes Abschnitts versuche ich, aus den letzten 20 Jahren einige Lehren zu ziehen.

Das Schlusskapitel dieses Beitrags widmet sich **unserer Einstellung zu den laufenden Handelsgesprächen**. Dieses Kapitel kann auch unabhängig von den anderen Kapiteln gelesen werden. Es enthält ebenfalls eine letzte Lektion für Anleger und Marktkommentatoren.

Irrtum Nr. 1

"Nullsummenspiel"

"Länder befinden sich, ähnlich wie Unternehmen, in einem globalen Wettbewerb; einige Länder gewinnen, andere verlieren."

Als allgemeines Konzept führt die Vorstellung von Handel als Nullsummenspiel völlig in die Irre. Beim Handel zwischen zwei Menschen gewinnen in der Regel alle beide. Wenn einer einen Apfel hat, aber lieber eine Birne hätte, und der andere eine Birne hat, aber lieber einen Apfel hätte, können beide von einem Handel profitieren. Dieselbe Logik lässt sich auf nur leicht kompliziertere wirtschaftliche Beziehungen übertragen, wie wir sie häufig am Arbeitsmarkt finden. Wenn Sie sowohl Texte schnell am PC eingeben als auch gut wissenschaftlich formulieren können – besser als ich –, dann könnte es trotzdem für Sie Sinn machen, mich als Schreibkraft zu beschäftigen. So können Sie sich auf das konzentrieren, was Sie am besten können. Und ich würde im Lauf der Zeit bei der Texteingabe schneller werden.

Diese Logik trifft insgesamt auch auf Länder zu. Am besten stellt man sich internationalen Handel als Analogie zu einem Herstellungsprozess vor. Wie ein Herstellungsprozess wandelt der Handel Inputs (die Exporte Ihres Landes) in Outputs (die Importe, die Ihr Land jetzt mit den Exporterlösen kaufen kann) um. Generell werden sich beide Länder nur dann auf diesen Handel einlassen, wenn sie beide davon profitieren. Zur Veranschaulichung dieser Argumentation zitiert Krugman eine Parabel aus einem früheren Lehrbuch von James Ingram: Ein Mann gründet ein Unternehmen, das mit Hilfe einer geheimen Technologie aus amerikanischem Weizen, Bauholz und so weiter günstige hochwertige Konsumgüter herstellen kann. Der Unternehmer wird als industrieller Held gefeiert; obwohl einige seiner einheimischen Konkurrenten starke Einbußen erleiden, akzeptiert jeder, dass die freie Marktwirtschaft gelegentlich zu Verwerfungen führen kann. Als dann aber ein Reporter aufdeckt, dass er in Wirklichkeit Weizen und Holz nach Asien verschifft und von den Erlösen Konsumgüter kauft, wird er als Betrüger beschimpft, der amerikanische Arbeitsplätze vernichtet.²

Diese Geschichte dürfte aber die tatsächlichen Vorteile des Freihandels noch untertreiben. Nehmen wir etwa an, dass die

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

²Krugman (1997), S. 119ff

Alle Artikel finden Sie unter <https://go.dws.com/cio-view-artikel>

Vereinigten Staaten bereits erfolgreich Sojabohnen anbauen, aber bei der Fertigstellung von Konsumelektronikartikeln, wie etwa Handys, deutlich weniger gut mit China mithalten können. Dann wäre es durchaus naheliegend, dass die Vereinigten Staaten durch die Spezialisierung auf Sojabohnen und vielleicht den Entwurf, anstatt der Herstellung, von Handys im Lauf der Zeit in diesen Bereichen noch deutlich besser werden. Solche Überlegungen sind ein wichtiger Grund, warum die Unterstützung des freien Handels einer der wenigen Bereiche ist, in dem sich die meisten Ökonomen einig sind.

Argumente für freien Handel ...

Im März 2018 nahm mein Kollege Josh Feinman die wachsenden Handelsstreitigkeiten unter die Lupe (siehe ["A Closer Look"](#)). Sollten Sie seinen Beitrag damals nicht gelesen haben, kann ich Ihnen dies nur wärmstens empfehlen. Wie ein roter Faden zieht sich eine leidenschaftliche Verteidigung der Vorteile des Freihandels und die Aufklärung diverser Mythen durch seinen Artikel. Ein wesentlicher Aspekt betrifft weit verbreitete Irrtümer über bilaterale Handelsbilanzen.

"Sind Handelsdefizite nicht ein Zeichen dafür, dass ein Land durch den Handel 'verliert', vielleicht von anderen Ländern sogar ausgebeutet wird? Hmm... absolut nicht", schreibt Josh Feinman, bevor er näher ausführt: "Erstens ist es schwierig, in einer Welt integrierter globaler Lieferketten eine bilaterale Handelsbilanz richtig zu lesen. Vieles von dem, was China für den Export in die Vereinigten Staaten produziert, erhält in China nur den letzten 'Anstrich' und wurde in anderen Ländern entworfen und hergestellt.

Hier nun den gesamten Verkaufspreis des Endprodukts zu berücksichtigen, wäre eine große Übertreibung des China zuzuschreibenden Mehrwerts. Das ökonomisch relevante Volumen der Exporte Chinas in die Vereinigten Staaten würde dadurch deutlich überschätzt. Aber auch bei einer ordnungsgemäßen Berechnung haben bilaterale Handelsbilanzen keinerlei Bedeutung. Beinahe jeder hat ein großes Handelsdefizit bei seinem Laden an der Ecke – bei dem er viel kauft, aber an den er im Gegenzug nichts verkauft – und einen riesigen Überschuss bei seinem Arbeitgeber – an den er seine Arbeitskraft verkauft, bei dem er aber in der Regel nichts kauft. Aber nur wenige beklagen diese bilateralen Handelsungleichgewichte."

Am stärksten beeindruckt hat mich aber der Anfang seines Artikels. "Es sollte eigentlich nicht nötig sein", schreibt Feinman, "die Vorteile des internationalen Handels verteidigen zu müssen. Oder vor den Gefahren eines Handelskriegs zu warnen. Diese Fragen wurden über zwei Jahrhunderte lang in Analysen und Nachweisen zumindest für die überwältigende Mehrheit derjenigen, die sich mit diesem Thema befassen, hinreichend geklärt. Aber der Sirengesang des Protektionismus verliert niemals seine gefährliche Anziehungskraft."

Ich komme noch darauf zurück, warum ich diesen Einstieg so bemerkenswert finde. Zunächst bleibt festzuhalten, dass die Fakten absolut auf Josh Feinmans Seite stehen. Die Vorteile

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

internationalen Handels sind in der Tat hinreichend belegt. Auch wenn, wie bei jedem neuen Herstellungsprozess auch, einzelne Arbeiter und Branchen zu den Verlierern gehören können. In der oben erzählten Anekdote verschafft eine imaginäre "geheime Technologie", mit deren Hilfe die Vereinigten Staaten aus Weizen, Bauholz und Sojabohnen hochwertige Konsumgüter wie Spielsachen oder Waschmaschinen herstellen können, US-Farmern und Farmarbeitern einen höheren Lebensstandard. Gleichzeitig geht es den jetzt nicht mehr wettbewerbsfähigen Spielwaren- und Waschmaschinenherstellern und ihren Arbeitskräften schlechter. Für die Vereinigten Staaten insgesamt ist der Handel jedoch eine gute Sache – ebenso und aus denselben Gründen wie neue Technologien. Letzten Endes profitiert der Verbraucher.

... sind eigentlich Argumente für freie Märkte

Durch den Handel können sich Länder in den Bereichen spezialisieren, in denen sie am besten sind. Dies ist in der Regel für alle Beteiligten von Vorteil – sowohl in der Anfangsphase als auch später, wenn die Länder die Herstellung von Gütern und das Angebot an Dienstleistungen, bei denen sie schon relativ gut sind, weiter verbessern. Wird eine anfangs langsame Schreibkraft eingestellt, wird er oder sie letzten Endes schneller schreiben. Diese Lerneffekte sind einer der Gründe, warum die Vorteile des Handels und der Spezialisierung im Lauf der Zeit in der Regel zunehmen. Innerhalb einer Generation können die unterschiedlichen Entwicklungstendenzen einer offenen und freien Marktwirtschaft im Vergleich zu einem geschlossenen, staatlich gelenkten Wirtschaftssystem dramatische Folgen haben. Denken wir nur an die Situation früher in Ost- und Westdeutschland – oder heute an das Wohlstandsgefälle auf der koreanischen Halbinsel.

Gibt es Ausnahmen von dieser Regel? Ja, aber ein Blick auf Wirtschaftstheorie und Wirtschaftsgeschichte zeigt, dass diese Ausnahmen meist nur eingeschränkte praktische Bedeutung haben. So mag es nationale Industriezweige geben, die anfangs durch Zölle oder andere Formen staatlicher Hilfe geschützt waren und zu weltmarktführenden Unternehmen heranwachsen. Die frühe US-Handelspolitik und der deutsche Zollverein des 19. Jahrhunderts werden häufig als – wenn auch leicht fragwürdige – Beispiele dafür angeführt, wie dieser Schutz junger Industriezweige funktionieren kann.

Derartige Einmischungen von staatlicher Seite können, je nach Industriezweig, für das betreffende Land von Vorteil sein. Häufig wird in diesem Zusammenhang auf die Luftfahrtindustrie verwiesen. Angesichts der enormen Investitionssummen und der riskanten Forschung und Entwicklung scheinen nur sehr wenige Akteure weltweit in Frage zu kommen. So ist nicht allzu schwer zu erkennen, wie staatliches Eingreifen im richtigen Augenblick speziellen Ländern oder Regionen dazu verholfen hat, einer von zwei oder drei globalen Produzenten zu werden.

Ein genauer Blick auf solche Beispiele zeigt allerdings häufig, dass die Kosten derartiger Eingriffe den ökonomischen Gesamtnutzen deutlich übersteigen. Warum? Weil Regierungen und staatliche Verwaltungsapparate im Allgemeinen selten

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

die "besseren" Unternehmer sind. Ganz einfach ausgedrückt: Wer für freie Marktwirtschaft ist, sollte auch mit einseitiger Handelsliberalisierung kein Problem haben. Dieselben Argumente, die gegen staatliche Planung im Allgemeinen sprechen, lassen sich eins zu eins auch auf den Abbau von Zöllen und anderen Handelsbarrieren anwenden. Schließlich gibt es immer eine Alternative zu freien Märkten und freiem Handel – staatliche Eingriffe.

Dies zu erwähnen bedeutet natürlich nicht das Ende der Debatte. Sind industriepolitische Maßnahmen wirklich immer so schlecht und staatliche Bürokratien insgesamt so unfähig, erfolgversprechende Unternehmen auszuwählen, wie gerade angedeutet? Oder könnte die Regierung Trump und ihr chinesisches Pendant vielleicht Recht behalten, wenn sie bezüglich der chinesischen Industriepolitik der kommenden Jahre einen derartigen Streit vom Zaun brechen. China verfolgt bekanntlich das Ziel, in derzeit beliebten Bereichen wie Künstliche Intelligenz, Halbleiter, Elektromobilität und kommerzielle Luftfahrt großzügig hunderte Milliarden zu investieren. Bislang hatten jedoch nicht einmal die Chinesen ein besonders glückliches Händchen bei der Auswahl der künftigen Gewinner – vielleicht einmal abgesehen von sehr speziellen Bereichen wie etwa erneuerbaren Energiequellen. Wenn die Marktkräfte aus anderen Gründen versagen, kann das natürlich zusätzliche Argumente für staatliche Eingriffe liefern.³

Sollten Sie diesen Beitrag aber in 20 Jahren noch einmal lesen, könnte durchaus die Regierung irgendeines Landes bis dahin einen Weg gefunden haben, besser als die Privatwirtschaft mögliche Gewinner herauszupicken und industriepolitischen Maßnahmen konsequent zum Erfolg zu verhelfen. Zumindest gibt es theoretisch keinen Grund, warum nicht irgendwo auf der Welt Regierungsbeamte bessere Wagniskapitalgeber werden sollten als der Privatsektor. Vorerst würde uns dies allerdings eher überraschen.

Lektion Nr. 1

Nur Bruchteile der wirtschaftlichen Zusammenhänge wissen wir mit Sicherheit. Aber die Dinge, die wir wissen, sollten wir an andere weitergeben.

Das bringt mich zur ersten Lektion meiner Überlegungen. Einige Vorstellungen sind eindeutig und nachweisbar falsch und werden dies auch immer bleiben. Die Betrachtung von Handel in typischen Waren oder Dienstleistungen (zum Beispiel von Äpfeln und Birnen) als Nullsummenspiel fällt sicherlich in diesen Bereich. Je freier auf der ganzen Welt Handel möglich ist, desto besser werden sich alle Länder auf das spezialisieren können, worin sie gut sind. Unzählig viele andere ökonomische Lehrsätze ergeben aber "nur" vor dem Hintergrund der bisherigen Erfahrungen Sinn. Ob dies auch künftig so bleiben wird, wird und sollte von der weiteren Datenlage abhängen.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

³Die Debatte über Industriepolitik im Allgemeinen und der Chinas im Besonderen wird vermutlich nie enden. Zwei aktuelle Beiträge dazu finden sich bei Rodrik, D. (2013), der Chinas Industriepolitik eher positiv sieht, und Howell, A. (2016), der auf Basis aktueller empirischer Daten eher skeptisch ist.

Gerade in der Diskussion mit Nicht-Ökonomen muss der Ökonom diesen Unterschied verstehen, weil bei ihm nur dann die richtige Kombination aus intellektueller Demut und Rückgrat gelingt. Zur Veranschaulichung dient eine Anekdote, die Paul Samuelson, ein weiterer Nobelpreisträger, immer wieder gern erzählte:

"Unser Fach zeigt sich dann im besten Licht, wenn es um den internationalen Handel geht. Das wurde mir vor Jahren klar, als ich gemeinsam mit dem Mathematiker Stanley Ulam der Society of Fellows in Harvard angehörte. Ulam, der später die Monte-Carlo-Methode entwickeln und sich am Bau der Wasserstoffbombe beteiligen sollte, war bereits in jungen Jahren ein weltberühmter Topologe. Und er war ein reizvoller Gesprächspartner, der mühelos verschiedene Wissensgebiete miteinander verknüpfte. Immer wieder ärgerte er mich mit der Aufforderung "Nenne mir nur ein Konstrukt in den Sozialwissenschaften, das wahr und gleichzeitig nicht trivial ist." Nie konnte ich ihm eine Antwort geben. Aber jetzt, etwa dreißig Jahre später, fällt mir, sozusagen auf dem Treppenabsatz, eine passende Antwort ein: Ricardos Modell des komparativen Kostenvorteils. Der Nachweis also, dass Handel für beide Seiten gewinnbringend ist, auch wenn ein Land bei jeder einzelnen Ware gerechnet absolut mehr – oder weniger – produktiv ist. Dass dieses Modell logisch wahr ist, muss mit einem Mathematiker nicht diskutiert werden; dass es nicht trivial ist, wird von tausenden wichtigen und intelligenten Männern bestätigt, die selbst nach einer genauen Erklärung nie in der Lage gewesen sind, diese Doktrin zu begreifen oder an sie zu glauben."⁴

Die Tatsache, dass "tausende wichtige und intelligente Männer" und Frauen sie nicht verstehen, ist schon an sich interessant. Sie deutet auf Denkschwächen hin, vielleicht sogar Fehlfunktionen im menschlichen Gehirn. Die Liste der politischen Entscheidungsträger, die das Konzept des komparativen Kostenvorteils nie verstanden haben, dürfte jedenfalls ziemlich lang sein. Im Laufe der Zeit hat sich aber herausgestellt, dass es politischen Entscheidungsträgern gemeinsam durchaus gelingen kann, näher an die ökonomisch richtigen Antworten heranzukommen. Eine zentrale Rolle spielen dabei Institutionen, die helfen können, Denkfehler einzelner Entscheidungsträger aufzuspüren, zu vermeiden oder rückgängig zu machen.

Ein Lob auf die Welthandelsorganisation

Im Großen und Ganzen waren die liberalen Demokratien der westlichen Welt recht gut darin, früher oder später die "richtigen" Antworten auf ökonomische Herausforderungen zu finden. Das lag nicht zuletzt an den Institutionen im Inneren wie auf der zwischenstaatlichen Ebene. Eine besonders wichtige Neuerung war die Schaffung eines multilateralen Regelwerks für den internationalen Handel. Diese von den Vereinigten Staaten nach dem 2. Weltkrieg als politische Priorität propagierte Idee hat wahrscheinlich mehr als alles andere den Wohlstand auf der gesamten Welt gefördert. Diese bindenden Regeln stehen unter dem Schirm der Welthandelsorganisation (WTO). Auf den ersten

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

⁴Samuelson, P. (1969) S. 9

Blick scheint das den Gestaltungspielraum einzelner Länder einzuschränken.

In den Worten meiner jüngeren Kollegen handelt es sich hierbei aber um ein Feature, nicht einen Bug. Die WTO macht die Lösung von Handelskonflikten berechenbarer – zum Wohle der Verbraucher, Arbeitnehmer, Unternehmen und Finanzmärkte. Und internationales Handelsrecht kann, wie das Primat des Gesetzes allgemein, zur Eindämmung korrupter Praktiken beitragen. Bei bilateralen Verhandlungen zwischen zwei Ländern muss eine Branche oder Lobbygruppe ihren Einfluss nur bei einer oder höchstens zwei Regierungen geltend machen, um bevorzugt behandelt zu werden – indem beispielsweise als zeitlich begrenzte Entlastung dieser Branche das Ausmaß an Importen durch Zollkontingente eingeschränkt wird. Wenn Konflikte durch ein unabhängiges WTO-Tribunal geschlichtet werden müssen, ist dies wesentlich schwieriger. Denn so ein Tribunal entscheidet dann jeden einzelnen Fall auf Basis eines fest vereinbarten Regelwerks, unabhängig von nationalen politischen Befindlichkeiten oder Lobbyaktivitäten.

Ein multilaterales, regelbasiertes System kann auch durch politische Waghalsigkeiten entstehende Schäden beschränken. Sollte beispielsweise das Vereinigte Königreich ohne neues Handelsabkommen aus der Europäischen Union ausscheiden, hätte es immer noch die WTO-Regeln als Notlösung. Mit Hilfe des multilateralen Regelsystems der WTO gelingt außerdem etwas Wunderbares: Politiker, die mit ihren Partnern aus den verschiedensten Ländern der Welt über Handel diskutieren, verhalten sich häufig so, als ob sie selbst ein Anhänger von Ricardos Theorie des komparativen Kostenvorteils wären. Das gilt selbst unabhängig davon, wie sie persönlich zum freien Handel stehen. Bittet beispielsweise eine Schlüsselindustrie um Hilfe bei der Öffnung ausländischer Märkte, dann werden Sie als politischer Entscheidungsträger im Gegenzug wohl "Zugeständnisse" verlangen – besonders, wenn Sie den Handel als Nullsummenspiel betrachten. Ihre ausländischen Verhandlungspartner werden ebenso vorgehen. Und nach viel Hin und Her wird Ihr Abkommen aus einem Geben und Nehmen bestehen, das alle Beteiligten näher an den Freihandel bringt. Jede Zollreduzierung und jede Handelsbarriere, deren Abbau Sie "zugestehen", mag für Ihr Land durchaus auch aus reinem Eigeninteresse wirtschaftlich sinnvoll sein. Allerdings wäre sie politisch nicht durchsetzbar ohne die "Zugeständnisse", die Sie im Gegenzug erhalten.⁵

Aufgrund politischer Abhängigkeiten werden Argumente für den freien Handel häufig unter Vorspiegelung fragwürdiger Tatsachen vorgebracht. Auch wenn dies meistens weitgehend harmlos ist, können bleibende Schäden entstehen.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

⁵Eine ähnliche Logik gilt für bilaterale Handelsgespräche. Hier besteht jedoch eine Gefahr: Bilaterale Abkommen beinhalten in der Regel neue Hürden für nicht an den Gesprächen beteiligte Länder. Dadurch können Handelsströme umgeleitet werden. Die Wirtschaftstheorie kann nicht sagen, ob die Vorteile für die beteiligten Länder die Kosten überwiegen (in der Praxis ist dies allerdings häufig der Fall).

Irrtum Nr. 2

"Kaum langfristige Auswirkungen"

"In den Vereinigten Staaten ist der Handel eher ein Nebenschauplatz. Die Hauptrolle spielt der technologische Wandel."

Wir haben bereits gesehen, dass sich Handel und Technologie wirtschaftlich ziemlich ähnlich auswirken. Vielleicht ist das der Grund, warum Ökonomen ihr Denken über den Handel nur sehr langsam verändert haben. Rückblickend wird immer deutlicher, dass in den 1990er Jahren grundlegende Änderungen stattfanden. Chinas Eintritt in das Welthandelssystem nach über 70 Jahren weitgehender Isolation war eine solche Veränderung. Das ergibt sich aus einer ganzen Reihe wissenschaftlicher Untersuchungen der letzten Jahre. Inzwischen scheint klar, dass die Auswirkungen des "China-Schocks" wesentlich stärker und vielschichtiger, als ursprünglich gedacht, waren.

David Autor, David Dorn und Gordon Hanson wiesen in einer Studie 2013 nach, dass die wachsende chinesische Importkonkurrenz zwischen 1990 und 2007 eine entscheidende Rolle bei den Veränderungen an lokalen US-Arbeitsmärkten spielten. Dabei kam ihnen eine Besonderheit der amerikanischen Wirtschaft zu Hilfe. Innerhalb der Vereinigten Staaten sind einzelne Regionen häufig stark auf unterschiedlichste Branchen spezialisiert, gleichzeitig gibt es dazu auch bis in kleine Teilregionen heruntergebrochene, verlässliche Daten. Mit einem relativ neuartigen Ansatz gelang es ihnen daher, geographische Gebiete zu identifizieren, auf die sich der "China-Schock" besonders stark auswirkte: Zum Beispiel Pendlerregionen mit einigen großen Unternehmen, die sich auf die Herstellung von Spielwaren oder Waschmaschinen spezialisiert hatten.

Sobald der Konkurrenzdruck aus China stärker wurde, gingen die Beschäftigtenzahlen in diesen gefährdeten Branchen und Gebieten rapide zurück. Autor und seine Kollegen machen den "China-Schock" für etwa ein Viertel des Rückgangs der US-Beschäftigtenzahlen im verarbeitenden Gewerbe verantwortlich. Das machte sich nicht zuletzt in höheren staatlichen Ausgaben für Arbeitslosigkeit, Behinderung, Ruhestand und Gesundheitsvorsorge bemerkbar. Mit derselben Methode untersuchten die Autoren auch die Auswirkungen auf das Wählerverhalten bei den US-Präsidentenwahlen 2016, die politische Polarisierung und sogar die Heiratsaussichten junger Männer in den betroffenen Pendlerregionen.

Vor Trump war der Brexit

Als Reaktion auf die erste Studie von Autor und seinen Kollegen wurden auf beiden Seiten des Atlantiks eine ganze Reihe von Untersuchungen durchgeführt, die ihren Ansatz verfeinerten und erweiterten. Natürlich wird es noch eine gewisse Zeit brauchen, bis sich das Bild der (jüngsten) Wirtschaftsgeschichte klar umreißen

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

lässt.⁶ Und während sich die Globalisierung allgemein (und in China besonders) offensichtlich durch Umverteilung stark auf die lokalen Arbeitsmärkte auswirkte, wurde von Helpman, E. (2017) in einer Metastudie über die Forschungsliteratur vor kurzem festgestellt, dass ihre Auswirkungen auf die die relative Lohnentwicklung von Gut- und Niedrigverdienern insgesamt bescheiden waren. Trotz des Chinaeffekts, lässt sich durch die Globalisierung nur ein Bruchteil der zunehmenden Lohnunterschiede, sowohl innerhalb der reichen als auch innerhalb der ärmeren Länder erklären. Dieser Anstieg scheint eher anderen Faktoren, wie dem technologischen Wandel, den sich verändernden Arbeitsmarktstrukturen und weiteren, bislang noch nicht völlig verstandenen Kräften zuzuschreiben zu sein.

Aber auch wenn der "China-Schock" auf lokaler Ebene deutlicher zu Tage tritt als auf nationaler Ebene, scheint er sich stark auf das Wählerverhalten ausgewirkt zu haben. Das scheint übrigens nicht nur für die Vereinigten Staaten zu gelten. Mit einer ähnlichen Methode wie Autor kommt eine 2016 von zwei Italienern, Italo Colantone und Piero Stanig, durchgeführte Studie zu dem Schluss, dass steigende Importe aus China den Ausgang des Brexit-Referendums 2016 maßgeblich beeinflussten. Bei genauerer Untersuchung der englischen und walisischen Regionen, die für ein Ausscheiden aus der Europäischen Union gestimmt haben, scheint das Ausmaß der chinesischen Importkonkurrenz aussagekräftiger zu sein als beispielsweise jüngste Zuwanderungsmuster. Besondere Missstände beispielsweise durch immer schlechtere und finanziell schlecht ausgestattete öffentliche Dienstleistungen spielten zweifelsohne ebenfalls eine Rolle. Aber die Untersuchungsergebnisse von Colantone und Stanig deuten auf den lokalen wirtschaftlichen Niedergang durch den "China-Schock" als möglichen Hauptauslöser hin.

Demzufolge waren die zuwanderungsfeindliche Stimmung und der weit verbreitete Widerstand gegen Brüssel und das Establishment insgesamt nur Symptome. So lässt sich vielleicht auch ein bekanntes Brexit-Paradox erklären, nämlich dass die ablehnende Einstellung gegenüber Zuwanderern offensichtlich nur eine niedrige oder negative Korrelation zu den tatsächlichen Zuwanderungszahlen vor Ort aufweist. Regionen mit einem starken Zustrom von EU-Bürgern wie London haben in der Regel für einen Verbleib in der EU gestimmt. (EU-Bürger durften am Referendum nicht teilnehmen.)⁷

Auf lange Sicht

Natürlich lässt sich mit einer einzigen Entwicklung, auch wenn sie so bedeutend wie der Aufstieg Chinas zur Handelsmacht ist, nicht alles erklären. Andere Themen haben zweifelsohne ebenfalls eine Rolle gespielt. Einige davon haben, zumindest am Rande, auch mit dem Handel zu tun. So beklagen einige Ökonomen seit langem, dass die hohe Mobilität von Kapital und hochqualifizierten Arbeitskräften die Besteuerung der Gewinner der Globalisierung

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

⁶Besonders die Rolle Chinas bei der Schaffung von (Export-)Arbeitsplätzen ist noch näher zu untersuchen. Siehe u.a. Feenstra, R.; Ma, H.; Sasahara, A und Xu; Y. (2018).

⁷Aus ähnlichen Gründen, aber nicht ganz so überzeugend kommt eine ähnliche Analyse von Colantone, I. und Stanig, P (2017) zu dem Schluss, dass Importe aus China auch den Aufstieg rechtspopulistischer Nationalisten überall in Westeuropa gefördert haben.

Alle Artikel finden Sie unter <https://go.dws.com/cio-view-artikel>

erschweren kann. Dadurch würden für die Finanzierung öffentlicher Dienstleistungen und Umverteilungsmaßnahmen nicht genügend Mittel zur Verfügung stehen. Der Abstand zwischen Arm und Reich würde sich weiter vergrößern und die Unterstützung für den freien Handel weiter bröckeln.⁸

Der Vollständigkeit halber müssten weitere Veränderungen ebenfalls berücksichtigt werden. So treten an den US-Arbeitsmärkten zunehmend Monopson-Effekte auf.⁹ Das bedeutet, dass jeder Arbeitgeber eine gewisse Lohnsetzungsmacht hat – seine Einstellungspolitik wirkt sich deutlich auf die Marktlöhne für die von ihm am lokalen Arbeitsmarkt gesuchten Arbeitskräfte aus. Diese Arbeitgeber profitieren von ähnlichen Vorteilen wie Monopolisten an Produktmärkten. Somit könnten immer weniger Arbeitgeber in einigen der von Autor untersuchten Pendlerregionen ebenfalls zu der Misere beigetragen haben.¹⁰

Um die richtigen politischen Maßnahmen ergreifen zu können, muss aber dies alles berücksichtigt werden. Und nichts weist darauf hin, dass die Einführung von Zöllen auf Importe aus China den Niedergang umkehren könnte. Auch dass es eine Weile dauert, bis die Ökonomie begreift, was tatsächlich geschehen ist, ist nicht völlig ungewöhnlich. Ständig gibt es jede Menge große Ereignisse. Oft dauert es eine ganze Weile, bis sie sich in den Daten niederschlagen. Und noch heute diskutieren Wirtschaftshistoriker darüber, was genau welchen Beitrag zur Großen Depression der 1930er Jahre geleistet hat. Das bringt mich zu meiner zweiten Lektion.

Lektion Nr. 2

Wirtschaftsgeschichte ist in ihrer Entwicklung selten so eindeutig, wie sie später vielleicht einmal im Lehrbuch beschrieben wird. Und die empirischen Gesetzmäßigkeiten, die in den letzten Jahrzehnten zutrafen, gelten in Zukunft vielleicht nicht mehr.

Eines ist sicher: Nur weil der Aufstieg Chinas stärkere Auswirkungen auf Lohnungleichheiten, lokale Beschäftigung und Wählerverhalten hatte als ursprünglich angenommen, muss das nicht unbedingt so bleiben. Um die Fehler der Vergangenheit auszumerzen, könnte man versucht sein, jetzt genau das Gegenteil zu tun – und wieder falsch liegen.

Aber es geht auch besser. Wenn, um auf Samuelson zurückzukommen, hunderte wichtiger und intelligenter Ökonomen falsch liegen, könnte man aus ihren Fehlern lernen und darüber nachdenken, wie sie es hätten besser machen können. Bei der Diskussion über Handel gegenüber Technologie gibt es an den Ansichten von Ökonomen wie Paul Krugman in den 1990er Jahren sicherlich nichts auszusetzen. Die Daten waren relativ eindeutig, aus gutem Grund. Bis zum "China-Schock" ging es im

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

⁸Siehe u.a. Rodrik, D. (1998) und Rodrik, D. (1997).

⁹S. Naidu, S., Posner, E. und Weyl, G., (23. Februar 2018) mit einem Überblick über jüngste Entwicklungen und mögliche politische Reaktionen.

¹⁰Zur Veranschaulichung nehme man eine relativ ländlich geprägte Pendlerregion im Mittleren Westen. Vor 30 Jahren war eine Spielwarenfabrik der einzige große industrielle Arbeitgeber in dieser Region. Daneben gab es ein halbes Dutzend Krankenhäuser. Seitdem hat die Spielwarenfabrik aufgrund steigender Importe aus China ihre Tore geschlossen, während alle Krankenhäuser in einem Krankenhausverbund aufgingen. So kann der Verbund Druck auf die Löhne von Ärzten und Pflegepersonal in dieser Region ausüben. In diesem Beispiel lässt sich der handelsbezogene Anteil am relativen Lohnrückgang anhand der Daten nur schwer beziffern. Dasselbe gilt für die politische Wirkung.

Alle Artikel finden Sie unter <https://go.dws.com/cio-view-artikel>

internationalen Handel größtenteils um weitgehend ähnliche Güter und Länder, deren wirtschaftliche Entwicklung in etwa auf einer Stufe war. Seit den 1970er Jahren zeichneten sich in den meisten Industrieländern mehr oder weniger gleichzeitig Trends wie der Beschäftigungsrückgang im verarbeitenden Gewerbe, Zunahme im Dienstleistungsbereich und ein wachsender Lohnaufschlag für wesentlich besser ausgebildete Arbeitskräfte ab.

So erschien es wesentlich plausibler, diese Trends auf die ähnlichen Veränderungen bei der Produktionstechnologie in vielen Industrieländern zurückzuführen als auf den wachsenden Welthandel. Keiner sollte Paul Krugman vorwerfen, dass er die neu entstandene Realität nicht sofort berücksichtigte. Viele seiner frühen theoretischen Arbeiten beschäftigten sich genau mit den lokalen Effekten, die Autor und seine Kollegen letzten Endes in den Daten entdeckten.

Für mich gibt es aber zwei miteinander verknüpfte Denkfehler, die viele Ökonomen machten und immer noch machen. Der erste ist, dass wir oft gar nicht wahrnehmen, wie weit das mit Hilfe der Mikroökonomie Nachweisbare und die Funktionsweise einer Volkswirtschaft als Ganzes auseinanderklaffen. Nur an den Details lässt sich erkennen, was wirklich passiert sein dürfte. Die Studien von Autor und seinen Kollegen zeigen das anhand des "China-Schocks" sehr anschaulich. Das dürfte sich auf viele Bereiche übertragen lassen. Nehmen wir nur einmal die Abflachung der Phillips-Kurve. Die Abhängigkeit zwischen Löhnen, Arbeitslosigkeit und Verbraucherpreisen scheint in den letzten Jahrzehnten deutlich schwächer geworden zu sein. Viele verschiedene Faktoren dürften dazu beigetragen haben. Aber um genau herauszufinden, welche Faktoren ausschlaggebend waren und wie sie zusammenspielen, reichen einfache Narrative auf Ebene der Gesamtwirtschaft nicht aus. In einem Beitrag zur Phillips-Kurve gingen wir darauf ein, warum "die übliche Geschichte von Demographie, technologischem Wandel und Globalisierung nur ein Teil des Puzzles ist und mit den meisten Daten nicht übereinstimmt." (siehe "[Niedrig und langsam' - vorerst](#)") Dasselbe trifft wohl auf viele der impliziten Annahmen darüber, wie "die" Wirtschaft funktioniert, zu. Im Fachjargon ausgedrückt, fehlt vielen aktuellen makroökonomischen Überlegungen nach wie vor der mikroökonomische Unterbau – sowohl auf der theoretischen als auch auf der empirischen Ebene. Bis sich das ändert, müssen wir uns vor einem zweiten Denkfehler hüten. Ökonomen neigen dazu, Wähler oder Politiker, die von der strengen Lehre abweichende Maßnahmen vorschlagen, als Ignoranten zu betrachten. Es wäre aber besser, derartige Herausforderungen als Signal für in der realen Welt bevorstehende Veränderungen zu sehen, die sich erst Jahre später in den Daten niederschlagen. Dieser Punkt bringt mich zum dritten der eingangs erwähnten Irrtümer.

Irrtum Nr. 3

"Gewinne werden gerecht verteilt"

"Obwohl Länder durch Handel zu Gewinnern und Verlierern werden, können und werden politische Prozesse

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

in demokratischen Gesellschaften sicherstellen, dass die Gewinne auch recht schnell gerecht verteilt werden."

Dies war ganz eindeutig beim "China-Schock" nicht der Fall. Trump und Brexit tauchten schließlich nicht plötzlich aus dem Nichts auf. Vor beinahe zwei Jahren beschrieben wir in einem Special zum Auftakt unserer US-Wahlbeobachtungen das Thema Handel als Schlüsselfaktor für den Erfolg Donald Trumps bei den republikanischen Vorwahlen. "Dass er sich gegen den Freihandel aussprach, verschaffte ihm ein Alleinstellungsmerkmal. Anderen Kandidaten fiel es daher schwer, den Wählern ein glaubwürdiges Gegenangebot zu machen, ohne dabei die Unterstützung der Wirtschaft zu verlieren", schrieben wir damals (siehe ["Präsidentenwahlen 2016 in den USA"](#)).

Bei unseren Schlussfolgerungen unterstrichen wir, dass allein schon seine Kandidatur "die Unterstützung der Republikaner für den Freihandel bereits deutlich hat schwinden lassen – und dabei handelt es sich immerhin um eine einstmals zentrale Überzeugung republikanischer Politiker".

Wir plädierten dafür, dass "die Anleger (...) alte Faustregeln nur vorsichtig anwenden sollten. In den vergangenen 36 Jahren tendierten die Republikaner verlässlich zu einer marktfreundlichen Angebotsseite und entschieden in wirtschaftlich schwierigen Phasen pragmatisch über antizyklische Ausgaben. Es ist nicht mehr so klar, ob dies auch künftig der Fall sein wird. Bei einem Sieg Trumps könnte sich z.B. der bestehende Druck im Kongress erhöhen, den Handlungsspielraum der Fed zu beschneiden. Insgesamt dürfte es schwieriger werden, den politischen Kurs zu bestimmen."

Eines dürften allerdings sogar wir damals unterschätzt haben. Im Rückblick scheint ziemlich klar, dass weder die ungewöhnlichen politischen Anschauungen noch die Persönlichkeit des Präsidentschaftskandidaten allein für die damaligen politischen Turbulenzen verantwortlich waren. Hier spiegeln sich wohl eher die oben erwähnten tiefer gehenden strukturellen Faktoren wider, die sich in den letzten zwei Jahrzehnten vor der Wahl von Donald Trump – und der britischen Entscheidung, die Europäische Union zu verlassen – an den lokalen Arbeitsmärkten entwickelt haben. Das bringt mich zu meiner dritten Lektion.

Lektion Nr. 3

Wenn eine Reihe einst undenkbarer Dinge in schneller Abfolge passiert, sollten wir künftig das Undenkbare denken.

Beim Handel sehen es heute viele Investoren als selbstverständlich an, dass letzten Endes die ökonomische Rationalität die Oberhand gewinnt. Ich bin hier etwas skeptischer. Vielleicht liegt das an persönlichen Erfahrungen, die sich lebenslang auf die eigene Wahrnehmung auswirken. Meine Kindheit verbrachte ich nur wenige Autostunden vom Eisernen Vorhang entfernt. Vielleicht bin ich deshalb etwas weniger zuversichtlich als meine britischen oder amerikanischen Kollegen, dass schlechte wirtschaftliche

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

Maßnahmen einfach im Sande verlaufen – nur weil empirisch alles dafür spricht, dass sie mehr Schaden als Nutzen anrichten.

Hauptsächlich wohl deswegen, weil unsinnige ökonomische Vorstellungen häufig ein bleibendes Erbe hinterlassen, auch wenn ihre unmittelbaren, praktischen Folgen zuerst harmlos und begrenzt erscheinen. Die ebenso populäre wie schrullige Idee der 1990er Jahre, dass ganze Länder genau wie Firmen im globalen Wettbewerb stehen, ist ein gutes Beispiel. Anfangs hat sie vielleicht die Handelsliberalisierung und sonstige, an sich ordnungspolitisch vernünftige Maßnahmen, unterstützt. Längerfristig war dieser Denkansatz, dass Handel ein globaler Wettbewerb mit Gewinnern und Verlierern sei, allerdings gefährlich. Paul Krugman nahm sie in den 1990er Jahren völlig zurecht ins Visier. Denn dies war nicht nur ökonomisch unsinnig. Es hat auch Politikern den Weg geebnet, die ihre eigene Nation, sei es Italien, Frankreich, Großbritannien, China oder Amerika, über alle anderen stellen. Die jüngsten Handelsmaßnahmen der US-Regierung, die das Regelwerk der WTO untergraben, könnten auf längere Sicht ähnlich indirekte, und noch wesentlich gravierendere negative Auswirkungen auf die Wirtschaftspolitik haben.

Die wichtigsten Länder, die derzeit für das multilaterale, regelbasierte Handelssystem eintreten, das die Vereinigten Staaten lange Zeit mit getragen haben, sind Frankreich, Deutschland, Japan und China. Das mag so manchen erstaunen. Frankreich ist sowohl der Erfinder des Merkantilismus als auch der Idee "nationaler Champions". Deutschland hat eine lange Geschichte diverser Schutzmaßnahmen für neue Industriezweige und ist Verfechter eines Gedankens, der sich inzwischen in großen Teilen der Politik in der gesamten Eurozone verfestigt hat, nämlich dass Leistungsbilanzüberschüsse an sich eine vortreffliche Sache sind. Japan war lange Zeit das Aushängeschild für industriepolitische Maßnahmen, um bevorzugte Branchen international konkurrenzfähig zu machen. China wird häufig, und teils zu Recht, beschuldigt, serienmäßig gegen internationale Regeln, besonders beim Schutz geistigen Eigentums, zu verstoßen. Kurioserweise sind jetzt ausgerechnet diese Länder die verbliebenen "Verfechter des Freihandels". Mit diesem Gedanken im Hinterkopf wenden wir uns den aktuellen Diskussionen um den Handel zu.

Was von den laufenden Handelsgesprächen zu erwarten ist

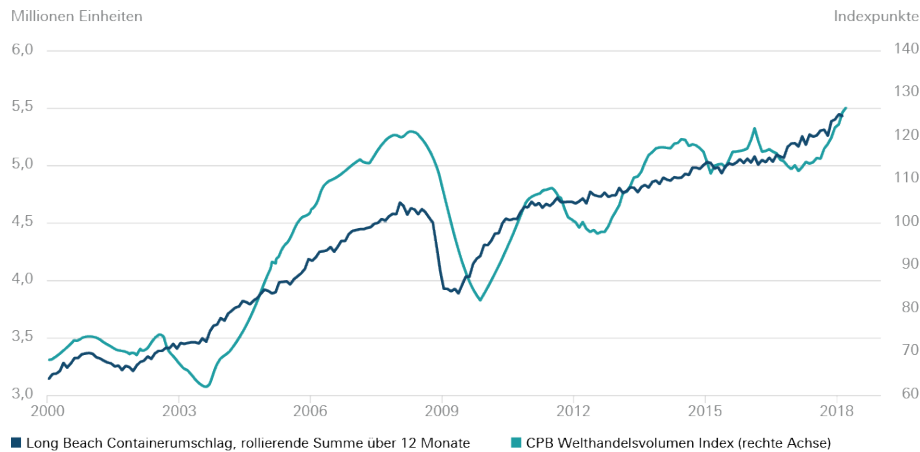
Handelsstreitigkeiten nehmen zu

In den letzten Monaten haben sich die Handelsstreitigkeiten verschärft – nicht nur zwischen den Vereinigten Staaten und China. Der Welthandel hat sich dennoch weiterhin ausgezeichnet entwickelt, wie einer unserer jüngsten ["Charts of the Week"](#) zeigt. Der internationale Handel mit Waren und Dienstleistungen verläuft in der Regel prozyklisch. In guten Zeiten steigt er überproportional stark an, während er in Rezessionen stark schrumpft. Folglich wurde er wohl vor allem dadurch stark unterstützt, dass immer größere Teile der Weltwirtschaft im Gleichschritt wuchsen.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

Bisher konnte das handelspolitische Säbelrasseln der Weltwirtschaft noch nichts anhaben



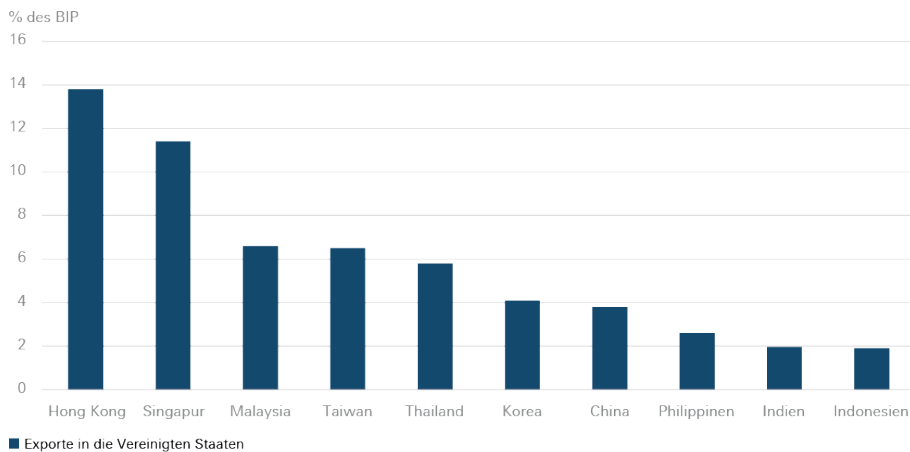
Quellen: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand 18.04.2018

Aber wird das in Zukunft so bleiben? Oder sind wir nur einige Tweets von einem Handelskrieg entfernt, der den weltweiten Aufschwung zu Fall bringen könnte? Schaut man sich die Zahlen näher an, wird ziemlich klar, dass die kurz- bis mittelfristigen Risiken überschaubar sein sollten. Meine Kollegin Elke Speidel-Walz, Chefvolkswirtin für Schwellenländer bei der DWS, hat genau dies gemacht. Als extremes Szenario stelle man sich eine Erhöhung der US-Zölle auf alle asiatischen Schwellenländer um 20 Prozent vor, woraufhin diese Märkte mit ähnlichen Maßnahmen zurückschlagen. Das US-Wirtschaftswachstum würde dadurch im ersten Jahr um ein Prozent und nach fünf Jahren um weitere 0,5 Prozent sinken. Kleinere, offenere asiatische Volkswirtschaften wie Hongkong, Singapur und Taiwan könnten aufgrund des Volumens ihrer Direktexporte in die Vereinigten Staaten und ihrer Rolle als Lieferanten von Vorprodukten für die Montage in China, stärker betroffen sein. Für China selbst dürften die Auswirkungen erstaunlich gering sein, ist doch der Beitrag des Nettohandels zum Wachstum des chinesischen Bruttoinlandsprodukts (BIP) niedrig und zudem rückläufig.

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

Exporte in die Vereinigten Staaten als Anteil am BIP



Quellen: Morgan Stanley, Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand 24.01.2018

Nachhaltige Auswirkungen setzen selbstverständlich voraus, dass Handelsbeschränkungen nicht nur angekündigt oder angedroht, sondern tatsächlich auch (dauerhaft) verhängt werden. Unserer Ansicht nach ist dies unwahrscheinlich. Auf von den Vereinigten Staaten auf Solarzellen und -module sowie auf Waschmaschinen neu erhobene Zölle in Höhe von 12 Milliarden Dollar folgten keine weiteren Maßnahmen zu spezifischen Konsumgütern. Die Ankündigung von Zöllen auf Stahl und Aluminium im März wurde in den folgenden Wochen so weit abgeschwächt, dass die Europäische Union, Kanada und Australien bis zum 1. Mai ausgenommen wurden, wobei diese Ausnahme inzwischen um einen weiteren Monat verlängert wurde. Südkorea wurde aufgrund einer Neufassung des Handelsabkommens mit den Vereinigten Staaten dauerhaft befreit.

Der Fall Südkorea

Das Handelsabkommen zwischen Südkorea und den Vereinigten Staaten ist äußerst aufschlussreich. Abgeschlossen wurde es wenige Tage nachdem US-Präsident Donald Trump via Twitter seine Pläne zur Einführung neuer Zölle auf Stahl und Aluminium angekündigt hatte. Südkorea erklärte sich einverstanden, einige administrative Hürden für den Verkauf von US-Autos im Land abzubauen, Zollverfahren zu vereinfachen und die Regeln, wieviel der staatliche südkoreanische Gesundheitsdienst für neue, in den Vereinigten Staaten hergestellte Medikamente bezahlt, nachjustieren. Das weitaus größte Aufsehen erregte jedoch das "Zugeständnis" Südkoreas, eine Quote zur Beschränkung seiner Stahlexporte in die Vereinigten Staaten auf 70 Prozent des jährlichen Durchschnitts der letzten Jahre zu akzeptieren. Offensichtlich war dies für die Regierung Trump eine "zufriedenstellende Alternative", um ihren Sorgen Rechnung zu tragen.¹¹

Wirtschaftlich wirkt sich eine Quote für US-Kunden genauso aus wie die Einführung von Zöllen. Beides führt zu höheren Inputkosten, wenn US-Unternehmen Stahl aus Südkorea kaufen. Der Unterschied besteht darin, dass die US-Regierung bei

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

¹¹<https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/president-donald-j-trump-fulfilling-promise-u-s-korea-free-trade-agreement-national-security/>
Alle Artikel finden Sie unter <https://go.dws.com/cio-view-artikel>

einer Quote keine Zölle einnimmt. Stattdessen werden die südkoreanischen Hersteller, die sich mit Glück eine Exportquote sichern konnten, diese Differenz in ihre Taschen stecken – auf Kosten der US-Käufer (und letzten Endes der US-Verbraucher). Wie bei den meisten Beschränkungen des freien Handels dürfte sowohl die koreanische als auch die US-Wirtschaft zu den Verlierern zählen, wobei Korea wohl etwas weniger, die Vereinigten Staaten etwas mehr verlieren werden, als dies bei Zöllen der Fall wäre. Es erscheint plausibel, dass bei einer Beschränkung der US-Stahlimporte durch Quoten oder Zölle mehr Arbeitsplätze bei US-Unternehmen, die Stahl kaufen, verloren gehen als in der US-Stahlindustrie "gerettet" oder geschaffen werden.

Dieses Abkommen könnte sich als Muster für die aktuellen Verhandlungen der Regierung Trump mit China und der Europäischen Union sowie mit Kanada und Mexiko über das nordamerikanische Freihandelsabkommen (NAFTA) erweisen. In all diesen Fällen dürfte die US-Regierung zur Freude ihrer Wählerschaft "Konzessionen" zugunsten politisch gut vernetzter Branchen erringen, hauptsächlich aber zu Lasten der US-Verbraucher.

Was Optimisten nicht ganz zu Unrecht denken

Implizit ist bei den Optimisten, die tendenziell mit raschen und wenig schädlichen Einigungen rechnen, eine Einschätzung, die durchaus einiges für sich hat. Diese Einschätzung ist, dass die US-Regierung die Ökonomie des Welthandels weder versteht noch sich sonderlich dafür interessiert.

(Dies beginnt mit so grundlegenden Binsenweisheiten wie der Tatsache, dass die aggregierte Leistungsbilanzposition eines Landes lediglich das Spiegelbild seiner Kapitalbilanz ist, also die Summe dessen, wieviel Unternehmen, Haushalte und die Regierung sparen und investieren.) Auf Basis der bisherigen Handelsgespräche deutet in der Tat einiges auf eine inhaltliche Überforderung der amerikanischen Verhandlungsteams hin. Aus diesem etwas zynischen Blickwinkel dürfte der Weg zu "Kompromissen" relativ einfach sein. Die sachkundigen chinesischen, europäischen, mexikanischen und kanadischen Verhandlungspartner müssten lediglich der koreanischen Strategie folgen – und den Vereinigten Staaten, meist auf Kosten der US-Importeure und letzten Endes der US-Verbraucher, das eine oder andere "Zugeständnis" machen.

Optimisten werden freimütig einräumen, dass auf dem Weg zum Kompromiss durchaus Gefahren lauern. Pokern amerikanische, chinesische und vielleicht auch europäische Verhandlungspartner zu hoch, könnte alles erst einmal aus dem Ruder laufen. Die Vereinigten Staaten könnten zusätzliche Zölle oder andere Beschränkungen einführen. Andere Länder könnten zurückschlagen. Unsicherheit könnte sich ausbreiten und das Klima bei Unternehmen und an den Finanzmärkten vergiften. Die unmittelbaren Auswirkungen dürften aber eher begrenzt sein. Weltwirtschaftlich betrachtet dürften ein paar verfehlte Zölle, Quoten oder andere Beschränkungen keinen allzu großen Schaden anrichten. Und noch lange bevor größere Schäden entstehen,

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

werden gezielte Maßnahmen, wie sie China bereits androht, die Wähler in kritischen, stark umkämpften US-Bundesstaaten vor den US-Zwischenwahlen zum Nachdenken anregen.

Das alles klingt recht plausibel, solange es um Entwicklungen in den nächsten sechs bis zwölf Monaten geht. Natürlich verfolgen wir sämtliche Diskussionen äußerst aufmerksam. Vorerst scheinen die wirtschaftlichen und finanziellen Auswirkungen der globalen Handelsstreitigkeiten aber, sowohl vom Ausmaß als auch der zeitlichen Dauer, eher überschaubar zu sein. Allerdings bleibt offen, ob die Konsensbeobachter nicht gleichzeitig die längerfristigen Gefahren für das Regelsystem des internationalen Handels unterschätzen.

Den Wald vor lauter Bäumen nicht sehen

Wie in den Abschnitten 1 bis 3 dieses Beitrags beschrieben, lohnt es sich durchaus, einmal gründlich über die jüngste Wirtschaftsgeschichte nachzudenken. Dabei stößt man schnell auf einige Irrtümer einzugestehen, die in den 1990er Jahren Denken und Diskussionen über den internationalen Handel beherrschten. Der erste Irrtum besteht in der Gleichsetzung von Handel mit einem Nullsummenspiel, in dem Länder miteinander konkurrieren. Wäre dies so, so spräche vielleicht in der Tat manches für staatliche Eingriffe. Dieser noch immer weit verbreitete Irrtum ist wohl auch einer der Gründe, warum die Effizienz industriepolitischer Maßnahmen inzwischen sowohl von den Vereinigten Staaten als auch von China für selbstverständlich gehalten wird. Wie oben beschrieben, erscheint dies äußerst zweifelhaft, und wenn man nur ein wenig an der Oberfläche kratzt, kommt in Wirklichkeit ein Angriff auf freie Märkte insgesamt zum Vorschein. Zweitens haben Ökonomen die negativen Auswirkungen des "China-Schocks" auf die lokalen Arbeitsmärkte, vor allem in Regionen, die für Trump und den Brexit stimmten, unterschätzt. Drittens haben demokratische Prozesse nicht zu fairer Gewinnverteilung aus der Globalisierung geführt. Die sich hieraus ergebenden Veränderungen in der Denkweise der Wählerschaft werden nicht so schnell wieder umkehrbar sein.

Wenn eine Reihe einst undenkbarer Dinge in schneller Abfolge passiert, sollten wir künftig das Undenkbare denken. Aus Anlegersicht geht es um wesentlich mehr, als wie sich der eine oder andere Zoll oder die eine oder andere Mengenbeschränkung bei US-Importen auf einzelne Handelspartner oder Branchen auswirken könnte.

Einen besseren Anhaltspunkt für die richtigen Schlussfolgerungen liefert eine inhaltlich hervorragende Kolumne des Ökonomen und Kolumnisten Martin Wolf in der Financial Times. "Donald Trump erklärt China den Handelskrieg", schreibt Wolf und erklärt, warum "keine souveräne Macht die demütigenden Forderungen der Vereinigten Staaten akzeptieren könnte".¹² Am allerwenigsten China, möchte ich hinzufügen. Es scheint fast, als wären die handelspolitischen Forderungen der Vereinigten Staaten von jemandem entworfen worden, der China absichtlich

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

¹²Wolf, M. (2018)

Alle Artikel finden Sie unter <https://go.dws.com/cio-view-artikel>

provozieren wollte. Wahrscheinlicher ist aber, dass der Autor der amerikanischen Forderungen einfach nur sehr wenig über die chinesische Geschichte, die beiden Opiumkriege¹³ und die enorme Bedeutung dieses Handelsdisputs aus dem 19. Jahrhundert für die chinesische Politik und das chinesische nationale Bewusstsein, weiß.

Lektion Nr. 4

Auch wenn Sie etwas nicht wissen oder nicht darüber nachdenken, kann es Ihrem Portfolio schaden.

Die Regierung Trump riskiert durch die Konfrontation mit China und ihr Verhalten als "rücksichtsloser Rüpel", wie sich Wolf ausdrückt, eine allgemeine Botschaft zu senden. Viele der unangemessenen Forderungen bestehen explizit darauf, dass China gar erst versuchen soll, sich im Rahmen der WTO-Regeln gegen die angedrohten US-Maßnahmen zu wehren. China wurde sogar aufgefordert, bereits bei der WTO eingereichte Beschwerden zurückzuziehen. "Regeln mögen für andere gelten, nicht für uns", scheint die Regierung Trump damit lautstark signalisieren zu wollen. Vorsichtig ausgedrückt erscheint dies unklug, besonders weil die Vereinigten Staaten in vielen Punkten wahrscheinlich recht gute Karten hätten, viele ihrer Forderungen mit Hilfe von WTO-Regeln und innerhalb der WTO-Verfahren durchzusetzen. Stattdessen riskieren sie durch die Missachtung der WTO bleibende Schäden zu hinterlassen, die wohl weit über die aktuellen Handelsgespräche mit China hinausgehen.

Könnten sich Menschen wie Paul Krugman und Martin Wolf hier täuschen? Selbstverständlich, und ich selbst natürlich umso mehr! Vielleicht unterschätzen wir die amerikanische Verhandlungsschläue und die Chancen, dass diese Taktik zu einem schnellen und für beide Seiten vorteilhaften Abkommen führen könnte. Kennen Sie den alten Aphorismus: "Nur Nixon konnte China besuchen."?¹⁴ Vielleicht hören wir schon bald Ähnliches von Donald Trump. Immerhin kommen die protektionistischen Tendenzen in den Vereinigten Staaten nicht aus dem Nichts, sondern dürften (auch) strukturelle Veränderungen in den lokalen Arbeitsmärkten einiger, bei den Präsidentschaftswahlen stark umkämpften, Bundesstaaten widerspiegeln. Insofern könnte vielleicht wirklich nur Trump allein ein Freihandelsabkommen aushandeln und den zornigen Wählern schmackhaft machen. Wer weiß, rückblickend könnte sogar ein Paul Krugman eines Tages bereit sein zuzugeben, dass "trotz der Unkenntnis der Grundregeln internationaler Ökonomie (...) die bisher von der Regierung erzielten Erfolge für einen Verfechter des Freihandels recht zufriedenstellend sind", so wie er das vor langer Zeit über die Regierung Clinton sagte.

Ein derartig positives Ergebnis würden wir sicherlich begrüßen, warnen aber Anleger vor den langfristigen Kosten einiger Verhandlungstaktiken, die vor kurzem von den Vereinigten Staaten

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

¹³In den beiden Opiumkriegen (1839-1842 und 1856-1860) gelang es den Europäern unter britischer Führung, China zum internationalen Handel, auch mit Opium, zu zwingen. Diese Kriege führten zu einer militärischen Niederlage Chinas und seiner diplomatischen Demütigung. Chinesische Geschichtsbücher beschreiben bis zum heutigen Tag die ersten Schüsse des Opiumkriegs als den Beginn eines "Jahrhunderts der Demütigung", in dem sich ausländische Mächte dauerhaft in die Angelegenheiten Chinas einmischen.

¹⁴Dies bezieht sich auf den China-Besuch des US-Präsidenten Richard Nixon 1972. Nixon war als eingefleischter Gegner des Kommunismus bekannt. Als solcher konnte er ein neues Verhältnis aushandeln, ohne einen Sturm der Entrüstung über den Verrat nationaler Interessen zu entfesseln. Dieser Besuch führte zur Aufnahme direkter diplomatischer Beziehungen mit der Volksrepublik China.

auf dem Weg dorthin eingesetzt wurden. Besonders eklatant ist das Beispiel eines chinesischen Handyherstellers. Es handelt sich um den viertgrößten Telekommunikationsausrüster der Welt. Neben anderen Verstößen gegen das nationale US-Recht wurde er für schuldig befunden, gesetzeswidrig US-Güter und Technologie in den Iran und nach Nordkorea geliefert zu haben. Anfang dieses Jahres stimmte er einem Bußgeld in Höhe von 900 Millionen Dollar zu, zuzüglich 300 Millionen Dollar ausgesetzter Zahlungen, sollte er seine Verpflichtungen nicht einhalten. Im April verhängte das US-Handelsministerium dann weitere Sanktionen und verbot US-Unternehmen in den nächsten sieben Jahren die Belieferung des chinesischen Übeltäters mit Soft- und Hardware. Als Begründung führte das Handelsministerium wiederholt falsche Aussagen des chinesischen Unternehmens an.

Wir wollen auf die konkreten, und durchaus nicht unstrittigen, Sachverhalte, die dem ursprünglichen Verfahren zugrunde lagen, hier nicht näher eingehen. Nehmen wir stattdessen einfach an, dass das chinesische Unternehmen die vermeintlichen Verstöße tatsächlich begangen hat. Selbst dann könnte man hier fragen, ob Exportbeschränkungen für hochtechnologische US-Bauteile wirklich eine sinnvolle Reaktion sind.

Aus rein pragmatischen Gründen sehe ich das nicht so. Durch diese sehr plötzliche und recht willkürliche Einführung eines Exportverbots signalisieren die Vereinigten Staaten Käufern in China und anderswo, dass ihre Zulieferungen vielleicht ähnlich plötzlich gestoppt werden könnten. Genauso gut könnte die amerikanische Regierung ganzseitige Anzeigen mit der Aufforderung "Hände weg von 'Made in the USA'" in der Weltwirtschaftspresse schalten. Zumindest wenn es um kritische Bauteile geht, die sich kurzfristig nicht so leicht anderswo besorgen lassen und die nicht zuletzt deshalb häufig hohe Margen aufweisen. Dieses Verbot hat nicht nur das chinesische Unternehmen lahmgelegt, sondern auch einige seiner US-Lieferanten. Einer davon, ein Hersteller optischer Bauteile aus Massachusetts, verlor beinahe 40 Prozent seines Marktwerts. Gemeinsam mit anderen US-Lieferanten muss er wohl ums Überleben kämpfen.

Mit dieser Vorgangsweise bevorzugt die US-Regierung de facto Stahlproduzenten auf Kosten von Herstellern optischer Bauteile. Im günstigsten Fall könnte man dies als eine etwas seltsame Methode bezeichnen, "Gewinner" und "Verlierer" zu bestimmen. Im schlimmsten Fall klingt es nach kapitalistischer Vetternwirtschaft. Das wäre wohl genau der Begriff, den Beobachter verwenden würden, wenn es um die Regierung eines anderen Landes ginge, das ähnliche Maßnahmen ergreift.

Weder nach US-Gesetzen noch nach internationalem Handelsrecht sollten Rechtsvorschriften und rechtsstaatliche Verfahren so umgesetzt werden. Die Achtung des Primats des Rechts und der privaten Eigentumsrechte, auch die eines ungeliebten Ausländers, ganz zu schweigen von seinen US-Handelspartnern, ist lange Zeit ein wichtiger Faktor gewesen, auf dem die "weiche" Macht der Vereinigten Staaten weltweit gründete. Dieser Respekt für den Rechtsstaat ist auch einer der häufig unterschätzten

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

Gründe, warum US-Unternehmen für ausländische Investoren so interessant sind.

Wenn das chinesische Unternehmen schuldig ist, sollte es mit der ganzen Härte des Gesetzes bestraft werden, unabhängig von eventuellen Zugeständnissen der chinesischen Regierung in anderen Bereichen. Ein siebenjähriges Verbot des Kaufs von US-Bauteilen erscheint etwas unverhältnismäßig, aber auch diese Frage sollte nicht mit den Handelsverhandlungen zwischen den beiden Regierungen verknüpft werden. Auch wenn es auf kurze Sicht günstig erscheinen mag, diese beiden Dinge miteinander zu vermischen, könnte dies später teuer zu stehen kommen.

Damit komme ich auf den hervorragenden Beitrag meines Kollegen Josh Feinman und diesen einen Satz, der mich besonders beeindruckte, zurück. "Es sollte eigentlich nicht nötig sein, die Vorteile des internationalen Handels zu verteidigen." Genauso wenig sollte es nötig sein, im Jahr 2018 erklären zu müssen, warum eine liberale Demokratie, freie Märkte und ein Rechtsstaat durchaus brauchbare Ideen sind, deren Vorzüge sich gegenüber anderen Konzepten in über zwei Jahrhunderten bewährt haben. Aber genau wie Josh Feinman implizit den freien Handel als selbstverständlich voraussetzt, so tun wir dasselbe mit den wirtschaftlichen und politischen Systemen, in denen wir leben.

Das könnte, wie die Geschichte zeigt, kurzsichtig sein. Ob die Wähler den freien Handel, freie Märkte und den Rechtsstaat insgesamt unterstützen, hängt sicherlich von vielen Faktoren ab. Einer davon ist vermutlich, ob dadurch insgesamt Wohlstand entsteht, ein anderer, ob die Früchte des Wohlstands gerecht verteilt werden. Vor allem aber ist entscheidend, ob Institutionen und Eliten in demokratischen Ländern in der Lage sind, ihre Legitimität zu verteidigen oder zurückzugewinnen, indem sie den neuen Herausforderungen mit effektiven Maßnahmen begegnen. In Staaten, in denen freie Märkte, private Eigentumsrechte und rechtsstaatliche Verfahren relativ jung sind, hängt die Unterstützung von noch relativ neuen Freiheiten nicht zuletzt auch davon ab, ob die Vereinigten Staaten mit gutem Beispiel vorangehen.

Die Welt hat sich lange darauf verlassen können, dass die Vereinigten Staaten die Rechtsstaatlichkeit und damit auch das bindende internationale Handelsrecht, unter dem Schirm der WTO zu verteidigen und zu stützen. Die Regierung Trump setzt nun diese großartige Errungenschaft amerikanischer Nachkriegsdiplomatie, ob bewusst oder unbewusst, aufs Spiel. Das Vertrauen in die WTO kann nur dann stark sein, wenn auch große und mächtige Staaten in gutem Glauben handeln. Und auch wenn die WTO, ihre Regeln und Mechanismen zur Schlichtung von Konflikten überleben – was in keinster Weise gesichert erscheint –, entstehen bereits durch das Ausloten dieser Grenzen unzählige gefährliche Präzedenzfälle, die andere Länder wie China künftig nutzen könnten.

Verhaltensnormen sind wesentlich leichter zu zerstören als aufzustellen. Dies trifft vor allem auf relativ neue Normen zu, wie die Normen zur Unterstützung des multilateralen, regelbasierten Rahmenwerks des internationalen Handelsrechts

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

und die WTO-Mechanismen zur Konfliktlösung. #WTO, #FreeTrade und # multilateral dispute-settlement procedures (Konfliktlösungsmechanismen) mögen im Zeitalter der #FakeNews vielleicht nicht wie ein besonders mitreißender Schlachtruf klingen. Mit Blick auf die möglichen Auswirkungen auf Ihr Portfolio in den nächsten Jahren könnte dies jedoch die bedeutendste Schlacht sein, die derzeit auf Twitter geschlagen wird. Und sollten Sie anderer Meinung sein, lade ich Sie herzlich ein, uns auf Twitter unter @DWS_CIO zu folgen und Ihre Meinung mit uns teilen.

Quellen

Acemoglu, D.; Autor, D.; Dorn, D; Hanson, G. and Price, B. (2016), "Import Competition and the Great U.S. Employment Sag of the 2000s", Journal of Labor Economics Bd. 34, No. S1: S. 141-198.

Autor, D.; Dorn, D; and Hanson, G. (2013) "The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States", American Economic Review 2013, 103(6): S. 2121–2168

Autor, D.; Dorn, D; and Hanson, G. (2016), "The China Shock: Learning from Labor Market Adjustment to Large Changes in Trade", Annual Review of Economics 8(1): S. 205-240.

Autor, D.; Dorn, D; and Hanson, G. (2017) "Importing Political Polarization? The Electoral Consequences of Rising Trade Exposure", NBER Working Paper No. 22637. Veröffentlicht im September 2016, überarbeitet im Dezember 2017

Autor, D.; Dorn, D; and Hanson, G. (2018), "When Work Disappears: Manufacturing Decline and the Falling Marriage Market Value of Young Men" NBER Working Paper No. 23173. Veröffentlicht im Februar 2017, überarbeitet im Januar 2018

Autor, D.; Dorn, D; Hanson, G. and Majlesi, K. (2017) " A Note on the Effect of Rising Trade Exposure on the 2016 Presidential Election", [Anhang zu Autor, Dorn, Hanson, and Majlesi "Importing Political Polarization? The Electoral Consequences of Rising Trade Exposure"] online verfügbar: <https://economics.mit.edu/files/12418>

Colantone, I. and Stanig, P (2017), "The Trade Origins of Economic Nationalism: Import Competition and Voting Behavior in Western Europe", BAFFI CAREFIN Centre research paper 2017-49.

Colantone, I. and Stanig, P. (2016), "Global Competition and Brexit", Bocconi Knowledge (Version vom 28. September). Online verfügbar: https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=RESConf2017&paper_id=315

Feenstra, R.; Ma, H.; Sasahara, A , and Xu; Y. (2018) "Reconsidering the 'China shock' in trade" VOX CEPR's Policy Portal, <https://voxeu.org/article/reconsidering-china-shock-trade>

Feinman, J. (2018) "Trade tensions: how worried should we be?", DWS, online verfügbar: https://dws.com/US/EN/resources/insights/market-insights/A_Closer_Look_by_Josh_Feinman_March_2018.pdf

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

Helpman, E. (2017), "Globalisation and Wage Inequality", Journal of the British Academy 5: S. 125-162.

Howell, A., (2016) "Picking 'Winners' in China: Do Subsidies Matter for Indigenous Innovation and Firm Productivity?", online verfügbar SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2865103> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2865103>

Kreuzkamp, S. (2016) „Präsidentenwahlen 2016 in den USA“ DWS, online verfügbar: <https://dws.com/de-de/insights/cio-view/article/praesidentschaftswahlen-2016-in-den-usa/>

Krugman, P. (1997) "Pop Internationalism" MIT University Press

Müller, J. (2018) „Niedrig und langsam“ ist nicht gleich ‚nie und nimmer‘ – Warum sich niedrige Arbeitslosigkeit nach wie vor auf Löhne und Preise auswirkt“, DWS, online verfügbar: <https://dws.com/de/insights/cio-view/article/niedrig-und-langsam-vorerst>

Naidu, S., Posner, E and Weyl, G., (23. Februar 2018) "Antitrust Remedies for Labor Market Power". Harvard Law Review, Forthcoming; University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper No. 850; U of Chicago, Public Law Working Paper No. 665.

O'Rourke, K. (2016), "Brexit: This backlash has been a long time coming", VOX CEPR's Policy Portal, <https://voxeu.org/article/brexit-backlash-has-been-long-time-coming>

O'Rourke, K. and J. Williamson (1999), Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth-Century Atlantic Economy, Cambridge, MA: MIT Press.

Rodrik, D. (1997), Has Globalization Gone Too Far?, Washington, DC: Peterson Institute for International Economics.

Rodrik, D. (1998), "Why do More Open Economies Have Bigger Governments?" Journal of Political Economy 106(5): S. 997-1032

Rodrik, D. (2013) "Green Industrial Policy", Institute for Advanced Study, Working Paper Number 101,

Samuelson, P. (1969) "Presidential Address by - The Way of an Economist," veröffentlicht in "International Economic Relations: Proceedings of the Third Congress of the International Economic Association, in Montreal am 27. September 1968," Macmillan

Wolf, M. (2018) "Donald Trump declares trade war on China", The Financial Times, online verfügbar: <https://www.ft.com/content/dd2af6b0-4fc1-11e8-9471-a083af05aea7>

Wood, A. (2017) "How globalisation affected manufacturing around the world", VOX CEPR's Policy Portal, <https://voxeu.org/article/how-globalisation-affected-manufacturing-around-world>

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

Glossar

Brexit

Kunstwort bestehend aus "Britain" und "Exit" zur Beschreibung des Ausscheidens Großbritanniens aus der EU

Bruttoinlandsprodukt (BIP)

Gesamtwert aller Waren und Dienstleistungen, die innerhalb eines Jahres in einer Volkswirtschaft erwirtschaftet werden

Korrelation

Statistische Kennzahl, die die Abhängigkeit zweier Zufallsvariablen misst

US Federal Reserve Board (Fed)

Zentralbank der USA

Welthandelsorganisation (WTO)

Internationale Organisation mit Sitz in der Schweiz, die sich mit der Regelung von Handels- und Wirtschaftsbeziehungen beschäftigt

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

Risikohinweise

Investitionen können Anlagerisiken unterliegen, die u.a. Marktfluktuationen, Regulationsänderungen, möglichen Verzug von Zahlungen und Verlust von investiertem Einkommen und Kapital beinhalten. Der Wert der Anlagen kann sowohl steigen als auch fallen. Es ist zudem möglich, dass Sie den ursprünglich investierten Betrag zu keinem Zeitpunkt zurück erhalten.

Anlagen im Ausland – Die Länder, in denen diese Anlagen platziert sind, könnten sich als politisch und/oder wirtschaftlich instabil herausstellen. Zudem wird der Wert von Anlagen in ausländische Wertpapiere oder andere Vermögenswerte durch etwaige Schwankungen in den Wechselkursen beeinflusst und jegliche Restriktion, die zur Verhinderung von Kapitalflucht erlassen wird, könnte es schwieriger oder gar unmöglich machen, ausländische Währung zu wechseln oder zurückzuführen.

Wechselkurs/ Ausländische Währung – Solche Transaktionen umfassen eine weite Bandbreite an Risiken, welche u.a. Währungs- und Abwicklungsrisiken enthalten. Wirtschaftliche oder finanzielle Instabilität, das Fehlen von fristgerechten und/oder zuverlässigen Auskünften über die finanzielle Situation sowie nachteilig verlaufende Entwicklungen politischer oder rechtlicher Natur könnten die Konditionen, Bedingungen, Marktfähigkeit und/oder den Preis einer ausländischen Währung substantiell und nachhaltig verändern. Verluste und Gewinne in ausländische Währung betreffenden Transaktionen werden auch von Währungsschwankungen betroffen sein, wann immer die Notwendigkeit eines Transfers des Produktwertes in eine andere Währung besteht. Zeitonenunterschiede könnten dazu führen, dass mehrere Stunden zwischen einer Zahlung in einer Währung und der kompensierenden Zahlung in einer anderen Währung verstreichen. Relevante Bewegungen in den Wechselkursen während der Abwicklungsperiode könnten eine ernsthafte Aufzehrung potenzieller Gewinne und/oder eine signifikante Erhöhung der Verluste zur Folge haben.

Hochverzinsliche festverzinsbare Wertpapiere – Das Anlegen in hochverzinslichen Anlagen, welche zu einer höheren Volatilität tendieren als festverzinsliche Wertpapiere einer guten Anlagebonität, ist spekulativ. Diese und hochverzinsliche Wertpapiere, welche durch Zinssatzänderungen und der Kreditwürdigkeit der Aussteller beeinflusst werden, beinhalten sowohl zusätzliches Kredit- als auch Ausfallsrisiko.

Hedge Fonds – Eine Anlage in Hedge Fonds ist spekulativ und beinhaltet ein hohes Maß an Risiko. Solche Anlagen sind nur für professionelle Kunden (MiFID Richtlinie 2004/39/EC Anhang II) geeignet. Es kann keine Garantie gegeben werden, dass das Anlageziel eines Hedge Fonds erreicht wird und/oder, dass Anleger ein Teil oder den Gesamtbetrag ihres Anlagevermögens zurückerhalten.

Rohstoffe – Das Verlustrisiko beim Handeln mit Rohstoffen (z.B. Industrierohstoffe wie Gold, Kupfer und Aluminium) kann von

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

substantieller Natur sein. Der Rohstoffpreis kann substantiellen Schwankungen in kurzen Zeitintervallen unterliegen und durch unvorhersehbare weltweite Politikmaßnahmen (einschließlich Geldpolitik) beeinflusst werden. Des Weiteren könnten die Bewertungen von Rohstoffen anfällig gegenüber solch nachteiliger globaler Entwicklungen in Wirtschaft, Politik und/oder Regulation sein. Vorausschauende Anleger müssen unabhängig die Eignung einer Anlage in Rohstoffen unter Berücksichtigung ihrer eigenen finanziellen Bedingungen und Ziele prüfen. Nicht alle Konzernfirmen oder Tochtergesellschaften der Deutschen Bank Gruppe offerieren Rohstoffe und/oder rohstoffbezogene Produkte und Dienstleistungen.

Anlagen in außerbörslichen Unternehmen sind spekulativ und umfassen signifikante Risiken, u.a. Illiquidität, höheres Verlustpotenzial und fehlende Transparenz. Das Umfeld für Anlagen in außerbörslichen Unternehmen ist zunehmend volatil und kompetitiv. Anleger sollten nur in den Fonds investieren, wenn der Anleger einem Verlust des Gesamtanlagebetrags standhalten kann. Angesichts der Restriktionen bezüglich Zurückziehungen, Transfers und Rückkäufe und unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Fonds in keiner Rechtsprechung unter die Gerichtsbarkeit der Wertpapiergesetze fallen, gilt eine Anlage in den Fonds als illiquide. Anleger sollten darauf vorbereitet sein, die finanziellen Risiken ihrer Anlagen über einen unbegrenzten Zeitraum zu tragen.

Anlagen in Immobilien könnten aufgrund einer Vielzahl an Faktoren nach der Akquirierung keine Wertentwicklung erzielen.

Anlagen in Immobilien, die keine Wertentwicklung erzielen, könnten substantielle Ausarbeitungsverhandlungen und/oder Restrukturierung erfordern.

Die Umwelt betreffende Verpflichtungen könnten insofern ein Risiko darstellen, als dass der Besitzer oder der Betreiber des Grundbesitzes haftpflichtig gemacht werden könnte für die Kosten, die bei der Entfernung oder der Sanierung von bestimmten gefährlichen Substanzen auf, unter, in oder um den Besitz herum auftreten. Zudem könnten sich die Länder, sofern Anlagen in Grund- und Hausbesitz im Ausland getätigt werden, als politisch und/oder wirtschaftlich instabil herausstellen. Schlussendlich könnte auch die Aussetzung gegenüber Schwankungen in Wechselkursen den Wert des Grund- und Hausbesitzes beeinflussen.

Strukturierte Lösungen sind aufgrund ihrer potentiellen Illiquidität, ihrer Optionalität, ihrer Frist zur Zurückzahlung und dem Auszahlungsprofil der Strategie nicht für alle Anleger geeignet. Wir, unsere Konzernunternehmen oder uns oder solchen Konzernunternehmen angeschlossenen Personen könnten: eine Long- oder eine Short-Position in einem Wertpapier, zu dem hier Stellung genommen wurde, bzw. in zugehörigen Futures oder Options unterhalten, Wertpapiere kaufen oder verkaufen, eine Position nehmen, um ein Nachfrager und Anbieter von Wertpapieren zu vermitteln oder sich an anderen etwaigen Transaktionen beteiligen, die solche Wertpapiere betreffen und Provision oder eine andere Kompensation verdienen. Berechnungen von Erträgen auf Instrumente könnten

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

möglicherweise an einen Index oder einen Zinssatz gekoppelt sein. In solchen Fällen könnten die Anlagen möglicherweise nicht für Personen geeignet sein, denen solche Indices oder Zinssätze unbekannt sind und/oder, die nicht in der Lage oder nicht Willens sind, die mit den Transaktionen verbundenen Risiken zu tragen. Produkte, welche in einer Währung gezeichnet sind, die nicht des Anlegers eigene Währung ist, unterliegen Änderungen in Wechselkursen, welche einen negativen Effekt auf den Wert, den Preis oder die Rendite der Produkte haben können. Diese Produkte sind möglicherweise nicht schnell realisierbare Anlagen und werden auf keinem regulierten Markt gehandelt.

Zusätzliche Risiken die beachtet werden müssen, umfassen Zinssatz-, Währungs-, Kredit-, politische, Liquiditäts-, Zeitwerts-, Rohstoff- und Marktrisiken. Bitte wägen Sie jegliche Risiken vorsichtig ab, bevor Sie eine Anlage tätigen.

Alle Markenrechte liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.

Wichtige Hinweise – Luxemburg, Österreich, Schweiz

Deutsche Asset Management ist der Markenname für den Geschäftsbereich Asset Management der Deutsche Bank AG und deren Tochtergesellschaften. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der Deutschen Asset Management anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Deutsche Asset Management, durch die Deutsche Bank AG, ihre Konzerngesellschaften und leitenden Angestellten sowie Mitarbeiter (zusammen die „Deutsche Bank“), hat dieses Dokument in gutem Glauben veröffentlicht.

Bei der Erstellung dieses Dokuments wurden die Anlagebedürfnisse, -ziele oder Finanzlage einzelner Anleger nicht berücksichtigt. Bevor sie eine Anlageentscheidung treffen, müssen Anleger ggf. mithilfe eines Anlageberaters entscheiden, ob die von der Deutschen Bank beschriebenen oder angebotenen Investitionen und Strategien unter Berücksichtigung ihrer Anlagebedürfnisse, -ziele und Finanzlage für sie geeignet sind. Des Weiteren dient dieses Dokument nur zu Informationszwecken/ als Diskussionsgrundlage, stellt kein Angebot, keine Empfehlung oder Aufforderung zum Abschluss einer Transaktion dar und ist nicht als Anlageberatung zu verstehen. Die Deutsche Bank erbringt keine steuerrechtliche oder juristische Beratung. Anleger sollten ihren Steuer- und Rechtsberater konsultieren, wenn sie die von der Deutschen Bank vorgeschlagenen Anlagen und Strategien in Betracht ziehen. Sofern nicht anders festgelegt, gibt es keine Garantie für Anlagen bei der Deutschen Bank. Anlageinstrumente sind, sofern nicht ausdrücklich anders vermerkt, nicht von der Federal Deposit Insurance Corporation („FDIC“) oder einer anderen Regierungsbehörde versichert und werden weder von der Deutschen Bank oder ihren Konzerngesellschaften garantiert noch stellen sie Verpflichtungen der Deutschen Bank oder ihrer Konzerngesellschaften dar. Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen aus Quellen stammen,

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

die als zuverlässig gelten, übernehmen wir keine Garantie für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zuverlässigkeit dieser Informationen, und eine Anlageentscheidung sollte sich nicht allein auf diese Informationen stützen. Alle Meinungen und Schätzungen in diesem Dokument, einschließlich Renditeprognosen, spiegeln unsere Beurteilung bei Redaktionsschluss wider, können ohne vorherige Ankündigung geändert werden und beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise nicht als zutreffend erweisen.

Dieses Dokument ist nicht das Ergebnis von Finanzanalyse/ Research. Die „Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse“ der Schweizerischen Bankiervereinigung finden auf die vorstehenden Darstellungen daher keine Anwendung.

Investitionen unterliegen verschiedenen Risiken, einschließlich Marktschwankungen, Kontrahentenrisiko, regulatorischen Änderungen, möglichen Verzögerungen bei der Rückzahlung sowie dem Verlust von Erträgen und der investierten Kapitalsumme. Der Wert von Anlagen kann steigen oder fallen und Anleger können möglicherweise nicht jederzeit den investierten Betrag zurückerhalten. Des Weiteren sind erhebliche Schwankungen des Werts der Anlage auch innerhalb kurzer Zeiträume möglich. Obwohl es nicht möglich ist, direkt in einen Index zu investieren, stellen wir Performancevergleiche zu einem Index oder mehreren Indizes als Orientierungshilfe zur Verfügung.

Diese Publikation enthält zukunftsgerichtete Elemente. Diese zukunftsgerichteten Elemente schließen u.a., jedoch nicht ausschließlich, Schätzungen, Projizierungen, Ansichten, Modelle und hypothetische Leistungsanalysen ein. Die hier dargelegten zukunftsgerichteten Erklärungen stellen die Beurteilung des Autors zum Datum dieses Materials dar. Zukunftsgerichtete Erklärungen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben könnten. Tatsächliche Ergebnisse können daher möglicherweise wesentlich von den hier enthaltenen Ergebnissen abweichen. Die Deutsche Bank gibt keine Stellungnahme ab und leistet keine Gewähr hinsichtlich der Angemessenheit oder Vollständigkeit dieser zukunftsgerichteten Erklärungen oder anderer, hier enthaltener, finanzieller Informationen.

Die Anlagebedingungen sind ausschließlich in den detaillierten Regelungen der Angebotsunterlage, einschließlich Risikoerwägungen, festgelegt. Bei Anlageentscheidungen sollten Anleger sich auf die finale Dokumentation zu der jeweiligen Transaktion und nicht auf die in diesem Dokument enthaltene Zusammenfassung stützen.

Die Performance in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge. Die hierin enthaltenen Informationen sind keine Zusicherung der oder Gewährleistung für die zukünftige(n) Performance. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich.

Dieses Dokument darf ohne unsere schriftliche Zustimmung weder vervielfältigt noch verbreitet werden. Die Verbreitung des

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)

vorliegenden Dokuments kann in bestimmten Jurisdiktionen, einschließlich der Vereinigten Staaten, durch Gesetze oder andere Bestimmungen eingeschränkt oder untersagt sein. Dieses Dokument ist nicht an Personen oder Rechtseinheiten gerichtet, die Staatsbürger oder Gebietsansässige einem Staat, Land oder einer sonstigen Jurisdiktion, einschließlich der Vereinigten Staaten, sind (oder ihren Sitz dort haben), in dem/der Verbreitung, Veröffentlichung, Verfügbarkeit oder Verwendung dieses Dokuments gegen Gesetze oder andere Bestimmungen verstoßen oder die Deutsche Bank AG dazu verpflichtet würden, bisher noch nicht erfüllten Registrierungs- oder Lizenzierungsanforderungen nachzukommen. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, müssen sich über solche Beschränkungen informieren und diese beachten.

© 2018 Deutsche Asset Management Investment GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: Deutsche Asset Management Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Zukunftsgerichtete Erklärungen und Prognosen beinhalten wesentliche Elemente subjektiver Beurteilungen und Analysen sowie deren Veränderungen und/oder die Berücksichtigung verschiedener, zusätzlicher Faktoren, die eine materielle Auswirkung auf die genannten Ergebnisse haben und sich als falsch herausstellen könnten. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Deutsche Asset Management Investment GmbH; Stand: 14.05.2018

CRC 057661 (05/2018)