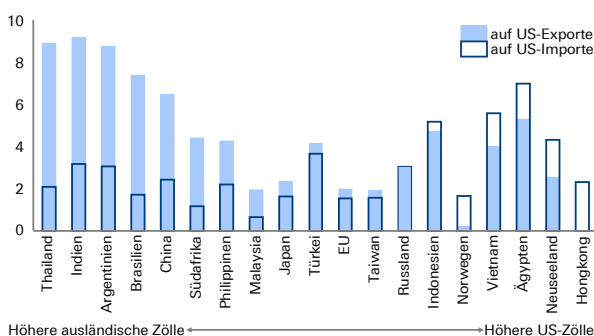


Metzler: Freier Handel ist kein stabiles Gleichgewicht

Der Trend einer immer stärkeren Liberalisierung des Welthandels seit dem Zweiten Weltkrieg ist wirklich eine erstaunliche Leistung der Kooperation zwischen den ökonomisch wichtigsten Ländern. Mit dem sukzessiven Abbau von Handelsschranken über viele Jahrzehnte hinweg wurde das notwendige Vertrauen dafür geschaffen, dass alle Länder entsprechend ihren Zusagen kooperieren, und die Volkswirtschaften hatten ausreichend Zeit für die notwendigen Anpassungen an das veränderte Wettbewerbsumfeld. Jede Handelsliberalisierung schafft für jedes Land per saldo einen Wohlfahrtsgewinn – der jedoch im Inland ungleich verteilt ist. In den USA ist nun das Gefühl entstanden, dass es infolge der Globalisierung zu viele Verlierer gibt und die Politik nun gegensteuern muss. Ein Blick auf die internationalen Zölle zeigt, dass dies nicht ganz unberechtigt ist. So sind US-Exporteure in vielen Ländern mit höheren Zöllen konfrontiert als ihre ausländischen Konkurrenten in den USA.

US-Exporteure sind in vielen Ländern mit höheren Zöllen konfrontiert als ihre ausländischen Konkurrenten in den USA

Bilaterale Zölle (in %)



Quellen: WTO, US Census Bureau, Goldman Sachs Global Investment Research

Der Handelskonflikt könnte sogar einen positiven Effekt auf das weltweite Wirtschaftswachstum haben, wenn es der Trump-Administration gelänge, die Handelspartner zu einer Senkung von Zöllen und einer Öffnung ihrer Märkte zu bewegen. Sie geht jedoch damit große Risiken ein, da ein freier Handel kein stabiles Gleichgewicht bedeutet, sondern den Regeln des klassischen „Gefangenendilemmas“ unterliegt.

An einem hypothetischen Beispiel mit den USA und China als Akteuren lässt sich dieses Dilemma erläutern.

Wenn beide Länder keine Zölle erheben, erhält jedes Land den hypothetischen Pay-off von 3 Einheiten und damit den höchsten Pay-off. Donald Trump ist jedoch der Meinung, dass China von unfairen Handelspraktiken profitiert und gegenwärtig eher der Zustand „hohe Zölle in China und keine Zölle in den USA“ vorherrscht, bei dem China einen Pay-off von 4 erhält und die USA keinen.

Handelspolitik: Ein klassisches „Gefangenendilemma“ Hypothetische Pay-offs

		USA	
		Keine Zölle	Hohe Zölle
China	Keine Zölle	3 / 3	0 / 4
	Hohe Zölle	4 / 0	1 / 1

- Kooperatives Gleichgewicht mit niedrigen Zöllen auf Basis der Meistbegünstigung, der Gleichbehandlung und der Gegenseitigkeit
- Unkooperatives Gleichgewicht mit hohen Zöllen auf Basis der Marktmacht: Zölle könnten weltweit um mehr 30 %-Punkte steigen

Quelle: Metzler

Aus Sicht von Donald Trump muss China seine Zölle senken und Märkte öffnen, damit beide Länder wieder gleichmäßig vom gemeinsamen Handel profitieren. Sollte China aus Sicht von Donald Trump nicht ausreichend auf seine Forderungen eingehen, könnte er seine Drohungen wahr machen und die Zölle für chinesische Waren anheben. China würde sich dann in der Situation „hohe Zölle in den USA und keine Zölle in China“ sehen und versuchen, die heimische Industrie mit hohen Zöllen zu schützen. Sehr schnell würde dann das Gleichgewicht „hohe Zölle in beiden Ländern“ erreicht werden – mit negativen Folgen für den Welthandel und die Weltwirtschaft. Die Zölle könnten in diesem Fall weltweit um mehr als 30 %-Punkte steigen. Diese etwas theoretische Ausführung soll zeigen, wie fragil der freie Welthandel ist und wie stark er von der Kooperation aller ökonomisch wichtigen Länder abhängt.

USA: Ende der Schwächephase beim Konsum

In den USA enttäuschten die Konsumdaten im Januar und Februar, was jedoch mit den verspäteten Steuer-rückzahlungen von etwa 200 Mrd. USD zusammenhängen könnte. Im März war das Geld endlich bei den Steuerpflichtigen angekommen und dürfte den Einzelhandelsumsätzen (Montag) einen kräftigen Schub ge-

geben haben. Darüber hinaus dürften auch die Industrieproduktion (Dienstag), das Beige Book (Mittwoch) sowie der Philadelphia Fed Index (Donnerstag) die gute Konjunktur der US-Wirtschaft untermauern. Zuletzt enttäuschte jedoch der Wohnummobiliemarkt, was schon jetzt ein Signal für die bremsenden Effekte der US-Geldpolitik sein könnte: NAHB-Index (Montag) sowie Wohnungsbeginne und -genehmigungen (Dienstag).

Europa: Unsicherheit belastet

Der ZEW-Index (Dienstag) dürfte aufgrund der gestiegenen Unsicherheit merklich gefallen sein. Darüber hinaus werden noch aus Großbritannien die Arbeitsmarktdaten (Dienstag), die Inflationsdaten (Mittwoch) und die Einzelhandelsumsätze (Donnerstag) veröffentlicht – alles wichtige Einflussfaktoren für die Zinsentscheidung der Bank von England. So rechnen die Finanzmarktakteure bis spätestens zur Sitzung am 2. August mit einer Leitzinserhöhung auf 0,75 %.

Asien: Inflation in Japan und BIP in China

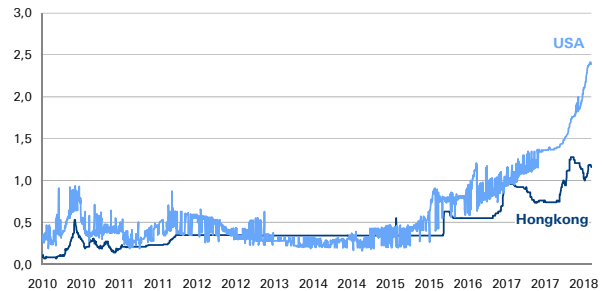
In Japan haben sich die Löhne schon etwas nach oben bewegt – folgt jetzt die Inflation (Freitag)? In China werden die BIP-Daten (Dienstag) fürs erste Quartal veröffentlicht. Die Mehrheit der Volkswirte erwartet ein Wachstum von soliden 6,8 %.

Hongkong: Erstes Opfer der US-Leitzinserhöhungen?

Hongkong hat seine Währung fest an den US-Dollar gebunden. Die Metropole muss daher der US-Zinspolitik eins zu eins folgen. In den vergangenen Wochen hat sich jedoch eine ungewöhnlich große Zinsdifferenz zwischen beiden Ländern ausgebildet. Der Zinssatz für drei Monate ist in den USA auf etwa 2,4 % gestiegen, während er in Hongkong nur bei etwa 1,2 % liegt.

Hohe Zinsdifferenz schafft Anreiz für Arbitrage

Zinssatz für drei Monate in %



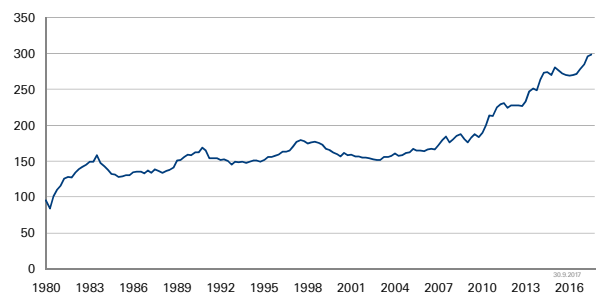
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand 12.4.2018

Es besteht somit ein Anreiz, sich in Hongkong zu den niedrigen Zinsen zu verschulden und den Betrag in den USA zu höheren Zinsen anzulegen. Gestern musste die Zentralbank in Hongkong schon mit etwa 100 Mio. USD intervenieren, um den Wechselkurs zu stabilisieren. Sie hat jedoch noch etwa 500 Mrd. USD an Währungsreserven und kann damit noch lange Zeit Kapitalabflüsse finanzieren.

Nichtsdestotrotz muss die Zentralbank von Hongkong früher oder später den US-Zinsen folgen, da sonst mehr und mehr Kapital aus Hongkong abfließen würde. Vielleicht scheut die Zentralbank von Hongkong derzeit höhere Zinsen, da sich die Verschuldung im privaten Sektor in den vergangenen zehn Jahren auf 300 % des BIP nahezu verdoppelt hat. Auch ist es Hongkong anders als China nicht gelungen, die Verschuldung in den vergangenen zwei Jahren zu stabilisieren.

Hongkong: Anhaltender Trend einer steigenden Verschuldung

Verschuldung der privaten Haushalte und Unternehmen in % des BIP



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand 30.9.2017

Die Zentralbank von Hongkong hat somit auch kaum Möglichkeiten, die eigene Währung zu verteidigen, sollte es zu größeren Turbulenzen kommen. Höhere Zinsen könnten nämlich eine Schuldenkrise im Inland auslösen. Die Zentralbank von Hongkong muss somit

einen Mittelweg gehen, den Zins langsam wieder an den US-Zins angleichen, aber auch einen stetigen Kapitalabfluss mit Hilfe der Devisenreserven finanzieren. Im besten Fall folgt vor dem Hintergrund der hohen privaten Verschuldung und der steigenden Zinsen ein wirtschaftlicher Abschwung, im schlimmsten Fall eine Schuldenkrise.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.