



519 Bericht von Lukas Boer, Lukas Menkhoff und Malte Rieth

Restriktive US-Handelspolitik wirkt signifikant negativ auf Finanzmärkte

- Finanzmarktreaktionen auf US-Ankündigungen belegen Schädlichkeit restriktiver Handelspolitik
- 90 Prozent der 500 größten US-Unternehmen verlieren nach Handelsschock an Marktwert
- USA sollten im Interesse aller zu einer multilateralen Handelspolitik zurückkehren

527 Interview mit Lukas Boer

528 Kommentar von Claudia Kemfert

**Mit der Flut kommt die Erkenntnis:
Wir müssen handeln! Sofort!**

Die Lage des Kohlenmarkts

Kohlenabsatz in 1000 t
(Inlands- und Auslandskohle auf Steinkohle umgerechnet)

Zeit	Inlandsabsatz insgesamt	davon an				Ausfuhr
		Industrie	Hausbrand	Versorgungsbe-triebe	Verkehrsmittel	
1926 M.—D. . . .	10 175	4951	2663	1172	1364	3345
1927 „	11 890	6014	2992	1366	1489	3371
1928 „	12 134	5841	3342	1459	1469	3129
1929 „	12 943	5959	3841	1609	1508	3588
1930 1. Vj. M.—D.	10 296	5190	2250	1488	1346	3395
2. „ „	9 884	4492	2865	1323	1173	2888
3. „ „	10 317	4317	3335	1338	1303	3049
4. „ „	10 189	4500	2896	1391	1388	3019
1931 1. Vj. „	9 456	3898	3064	1205	1278	2951
2. „ „	8 886	3587	3015	1101	1161	2671
1931 Juli	9 451	3683	3419	1123	1204	2745

© DIW Berlin 1931

Die Umsätze an den inländischen Brennstoffmärkten, die von Mai bis Juli scharf zurückgegangen waren, haben sich im August und September wieder etwas erhöht; doch erreichte diese Zunahme nicht den saisonüblichen Umfang.

Der arbeitstägliche Gesamtabsatz deutscher und ausländischer Kohle auf dem Binnenmarkt dürfte im dritten Vierteljahr den des vorangegangenen Vierteljahrs kaum erreicht haben. Dabei ist der Anteil der ausländischen Kohlen an der deutschen Brennstoffversorgung, wenn auch wenig, gestiegen.

Der Kohlenverbrauch Deutschlands ist gegenwärtig niedriger als während der Krisis 1925/26 und entspricht etwa dem Verbrauch von Anfang 1924. Auf den Kopf der Bevölkerung gerechnet dürfte er im laufenden Jahr auf 1,9 t zu schätzen sein, gegen 2,09 t im Jahr 1924 und 2,67 t im Jahr 1929. Ein Rückgang ist vor allem für den Teil des Brennstoffbedarfs festzustellen, der unmittelbar vom Umfang der Wirtschaftstätigkeit abhängig ist. So hat der Kohlenbezug der Industrie, der schon seit Mitte 1929 schärfer als der Gesamtabsatz von Kohle gesunken war, in den vergangenen Monaten in Übereinstimmung mit dem erneuten Rückgang der industriellen Gütererzeugung abgenommen. Der Anteil der von industriellen Verbrauchern bezogenen Kohle am Gesamtkohlenabsatz, der im ersten Vierteljahr 1929 52,1 v. H. betragen hatte, ist auf 40,4 v. H. im zweiten Vierteljahr 1931 zurückgegangen. Der Koksversand an die Eisenindustrie stieg infolge einer vorübergehenden Erhöhung der Roheisengewinnung im Juli zwar etwas an, setzte aber in den folgenden Monaten den seit Anfang 1930 zu beobachtenden Rückgang mit unverminderter Schärfe fort.

Aus dem Wochenbericht Nr. 31 vom 28. Oktober 1931

IMPRESSUM



DIW Berlin — Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e.V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
www.diw.de
Telefon: +49 30 897 89-0 Fax: -200
88. Jahrgang 4. August 2021

Herausgeberinnen und Herausgeber

Prof. Dr. Tomaso Duso; Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.; Prof. Dr. Peter Haan;
Prof. Dr. Claudia Kemfert; Prof. Dr. Alexander S. Kritikos; Prof. Dr. Alexander Kriwoluzky; Prof. Dr. Stefan Liebig; Prof. Dr. Lukas Menkhoff; Dr. Claus Michelsen; Prof. Karsten Neuhoﬀ, Ph.D.; Prof. Dr. Carsten Schröder;
Prof. Dr. C. Katharina Spieß; Prof. Dr. Katharina Wrohlich

Chefredaktion

Dr. Anna Hammerschmid (Stellv.)

Lektorat

Laura Pagenhardt

Redaktion

Prof. Dr. Pio Baake; Marten Brehmer; Rebecca Buhner; Claudia Cohnen-Beck;
Dr. Hella Engerer; Petra Jasper; Sebastian Kollmann; Sandra Tubik;
Kristina van Deuverden

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice, Postfach 74, 77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Telefon: +49 1806 14 00 50 25 (20 Cent pro Anruf)

Gestaltung

Roman Wilhelm, Stefanie Reeg, DIW Berlin

Umschlagmotiv

© imageBROKER / Steffen Diemer

Satz

Satz-Rechen-Zentrum Hartmann + Heenemann GmbH & Co. KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

ISSN 0012-1304; ISSN 1860-8787 (online)

Nachdruck und sonstige Verbreitung — auch auszugsweise — nur mit Quellenangabe und unter Zusendung eines Belegexemplars an den Kundenservice des DIW Berlin zulässig (kundenservice@diw.de).

Abonnieren Sie auch unseren DIW- und/oder Wochenbericht-Newsletter unter www.diw.de/newsletter

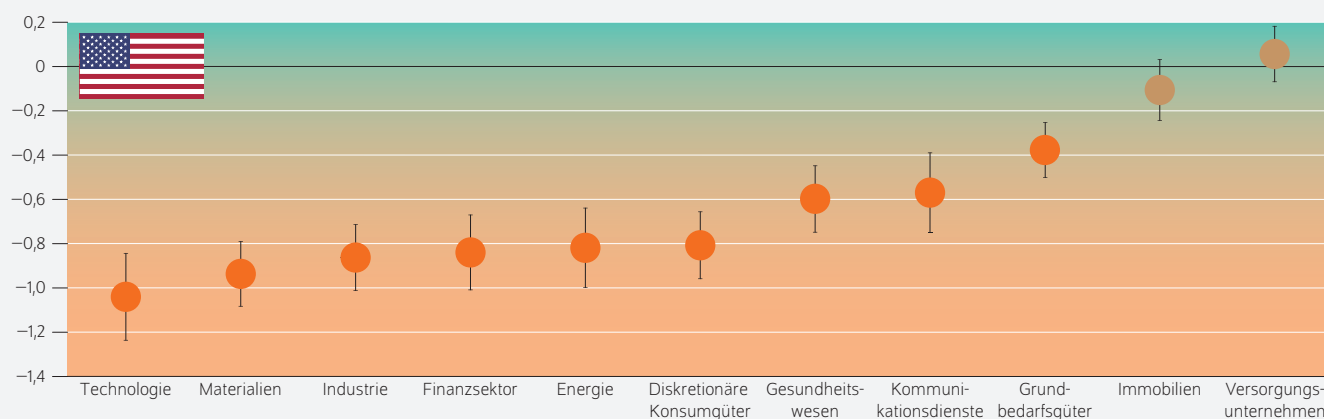
Restriktive US-Handelspolitik wirkt signifikant negativ auf Finanzmärkte

Von Lukas Boer, Lukas Menkhoff und Malte Rieth

- Studie untersucht anhand von Finanzmarktreaktionen, ob und inwieweit restriktive US-Handelspolitik gegenüber China der US- und Weltwirtschaft schadet
- Reaktion der Finanzmärkte auf US-handelspolitische Ankündigungen belegt langanhaltende Schädlichkeit der Handelspolitik
- Fast nur Verlierer: 90 Prozent der 500 größten US-Unternehmen verlieren nach restriktivem Handelsschock signifikant an Marktwert
- Fast alle US-Branchen und viele andere Länder sind über einen längeren Zeitraum von den US-Maßnahmen negativ betroffen
- USA sollten zu einer regelgebundenen, multilateral ausgerichteten Handelspolitik zurückkehren – im eigenen und im europäischen Interesse

Für fast alle Branchen in den USA wirkt sich die restriktive US-Handelspolitik negativ aus

Auswirkung¹ eines restriktiven Handelsschocks auf S&P-500-Branchenindizes in Prozent



Quellen: Bloomberg; eigene Berechnungen.

1 Am Tag der Ankündigung.

Anmerkungen: Die Fehlerbänder um die Punktschätzer für jede Branche repräsentieren 99-Prozent-Konfidenzintervalle.

© DIW Berlin 2021

ZITAT

„Die wirtschaftlichen Kosten einer restriktiven US-Handelspolitik sind für alle Beteiligten erheblich. Hinzu kommen politische Verwerfungen. Das mag die letzte US-Regierung nicht allzu sehr gestört haben, die aktuelle Regierung sollte diese negativen Effekte aber berücksichtigen und zu einer multilateralen Handelspolitik zurückkehren“

— Lukas Boer —

MEDIATHEK



Audio-Interview mit Lukas Boer
www.diw.de/mediathek

Restriktive US-Handelspolitik wirkt signifikant negativ auf Finanzmärkte

Von Lukas Boer, Lukas Menkhoff und Malte Rieth

ABSTRACT

Mit ihrer America-First-Strategie hat sich die letzte US-Regierung von einer international ausgerichteten Handelspolitik abgewendet. Sie versuchte, ihre Interessen, gerade gegenüber China, mit bilateralen und meist restriktiven Maßnahmen, wie Importzöllen, durchzusetzen. Der Beitrag zeigt, dass die Kosten einer solchen Strategie immens sind, jedenfalls in der hier mittelfristig angelegten Analyse. Fast alle US-Branchen waren negativ von der US-Handelspolitik betroffen. Dies lässt sich an den Finanzmärkten ablesen, die aufgrund ihres vorausschauenden Charakters die möglichen Wirkungen von Zolländerungen antizipieren. Die Aktienkurse fielen signifikant, der Dollar-Kurs stieg infolge der steigenden Unsicherheit. Die Maßnahmen gegen China wirkten darüber hinaus auch negativ auf die Aktienleitindizes vieler anderer Länder. Chinas Vergeltungsmaßnahmen belasteten die US-Unternehmen zusätzlich. Da kaum ein Unternehmen profitierte, liegt die Rationalität dieser Politik offensichtlich nicht in ökonomischen Gewinnen. Die neue US-Regierung behält die restriktive Handelspolitik zwar noch bei. Doch die Studie zeigt, dass eine weitgehende Rückkehr zu einer multilateralen Ordnung im Interesse der meisten Marktteilnehmer ist.

Die letzte US-Regierung hat mit ihrer America-First-Strategie ihre Handelspolitik grundlegend geändert und damit möglicherweise eine Wende für die internationale Handelsordnung eingeleitet. Während die Vereinigten Staaten über Jahrzehnte den internationalen Handel tendenziell ausgeweitet und auch den Abbau von Zöllen unterstützt hatten, nahmen sie im Jahr 2017 einen scharfen Strategiewechsel vor.

Bis zu einem gewissen Grad ist es zwar üblich, dass Handelspolitik, insbesondere die restriktive Zollpolitik, der Durchsetzung von Regierungszielen dient. Doch die letzte US-Administration operierte nicht mehr im Rahmen der multilateralen Handelsordnung. Sie versuchte stattdessen, bilateral ihre Vorteile als dominante Wirtschaftsmacht gegenüber anderen Ländern durchzusetzen, um zum Beispiel das massive Außenhandelsdefizit gegenüber China zu reduzieren.

Auch wenn die alte Regierung inzwischen abgewählt wurde, wirkt ihre Politik bis heute nach. Absehbar ist, dass die gegenwärtige US-Regierung nicht zu einer vollständigen Öffnungspolitik zurückkehren wird. Schon im Wahlkampf hat der damalige Kandidat und heutige US-Präsident Joe Biden durchblicken lassen, dass er gerade gegenüber China weiter einen harten Kurs fahren wird.¹ Die Zölle gegenüber China oder der EU hat seine Regierung bisher nicht zurückgenommen.

Welche langfristigen Folgen diese Kehrtwende in der Handelspolitik haben wird, ist noch nicht in vollem Umfang erkennbar. Bisherige Analysen, die auf Ereignisstudien aufbauen, identifizieren präzise Effekte von so genannten Handelspolitiksschocks, konzentrieren sich aber auf partielle und kurzfristige Finanzmarktaspekte.² Ein anderer Forschungsstrang nutzt klassische Handelsmodelle, die zwar eine

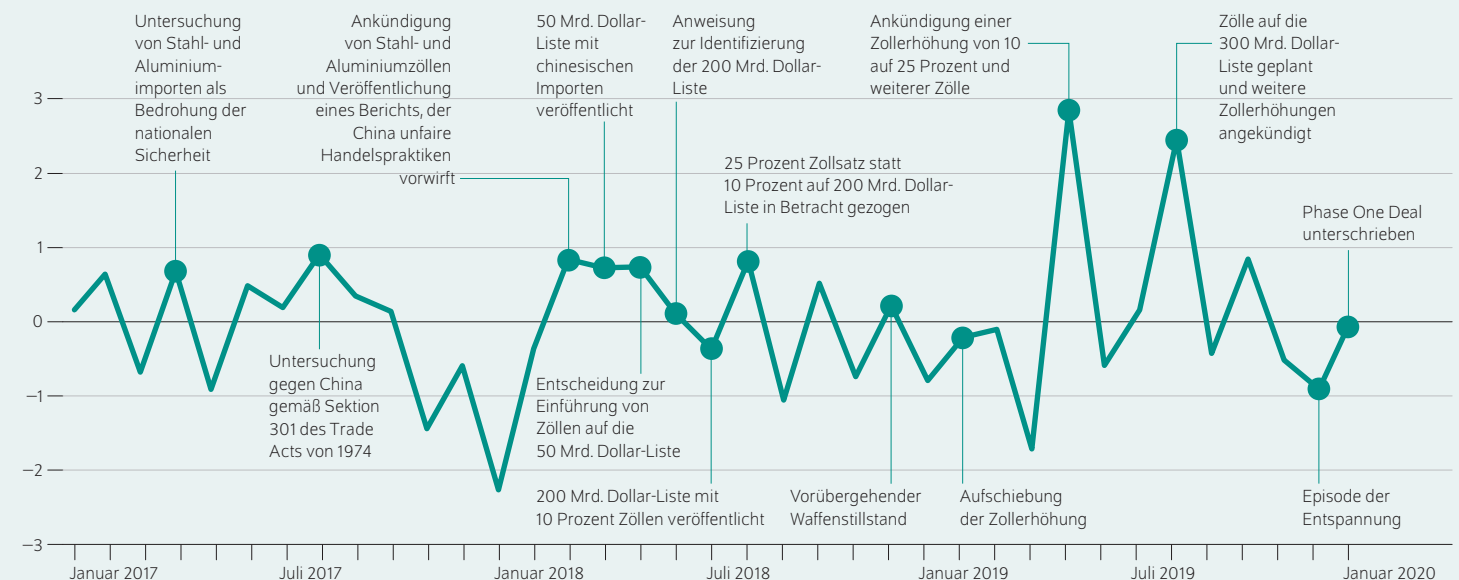
¹ Joseph R. Biden (2020): Why America Must Lead Again. Rescuing U.S. Foreign Policy After Trump. Foreign Affairs im März/April (online verfügbar, abgerufen am 19. Juli 2021. Dies gilt für alle Onlinequellen in diesem Bericht, sofern nicht anders vermerkt).

² Ein gutes Beispiel sind Peter Egger und Jiaqing Zhu (2020): The US-Chinese Trade War: An Event Study of Stock-Market Responses. Economic Policy 35 (103), 519–559. Die dort angewandte Forschungsmethode (Ereignisstudie) hat Tradition in der Außenhandelsforschung, vgl. zum Beispiel Holger Breinlich (2014): Heterogeneous Firm-level Responses to Trade Liberalizations: A Test Using Stock Price Reactions. Journal of International Economics 93 (2), 270–285; Christoph Moser und Andrew K. Rose (2014): Who Benefits from Regional Trade Agreements? The View from the Stock Market. European Economic Review 68, 31–47.

Abbildung 1

Die Schockreihe der US-Handelspolitik

Handelsschocks auf einer Skala von +3 (sehr restriktiv) bis –3 (sehr expansiv)



Quelle: Peterson Institute for International Economics; eigene Berechnungen.

Anmerkungen: Die Schocks wurden zur einfacheren Darstellung monatlich aggregiert. Die Ereignisse beziehen sich jeweils auf einzelne Tage innerhalb der Monate.

© DIW Berlin 2021

Die Ankündigungen von Zöllen im Sommer 2019 wirkten am restriktivsten.

gesamtwirtschaftliche Perspektive verwenden, dafür aber die Annahme einer konstanten Wirtschaftsstruktur benötigen.³ Der vorliegende Beitrag verfolgt hier einen Mittelweg, indem er eine präzise Identifikation der Schocks mit einer gesamtwirtschaftlichen und längerfristigen Perspektive verbindet.⁴

Dadurch ergeben sich drei Beiträge zur aktuellen Debatte: Erstens wird ein in diesem Zusammenhang methodisch neues Modell angewendet, das eine präzise Identifikation des handelspolitischen Schocks ermöglicht. Zweitens werden zwei Arten von Schockwirkungen, nämlich Unsicherheit und Niveaueffekte, in einem einheitlichen Rahmen betrachtet. Drittens werden inhaltlich differenzierte Aussagen über die betrachteten Finanzmärkte (und damit indirekt über die entsprechenden Firmen, Branchen und Länder) gemacht.

Restriktivste Maßnahmen im Mai und Juni 2019

Mit einem empirischen Ansatz soll zunächst untersucht werden, wie die Finanzmärkte auf einzelne handelspolitische Maßnahmen reagiert haben. Daran kann gemessen werden,

welche Erwartungen über die realwirtschaftliche Entwicklung, auch längerfristig, die Marktteilnehmer mit den handelspolitischen Maßnahmen verknüpfen. Die Einschätzung ist an den Kursen direkt zu erkennen: Erwarten die Marktteilnehmer zum Beispiel, dass Zollerhöhungen der Wirtschaft insgesamt schaden werden, sinken breite Aktienindizes, auch wenn einzelne Unternehmen durchaus profitieren können.

Datensatz und Modell

Um diesen Ansatz zu verfolgen, braucht es eine verlässliche Quelle, die die relevanten wirtschaftspolitischen Maßnahmen oder Ankündigungen zum US-Außenhandel erfasst. Der vorliegende Beitrag verwendet hierfür eine einschlägige Datenbank des in den USA ansässigen, unabhängigen Peterson Institute for International Economics.⁵

Diese Datenbank listet die handelspolitischen Maßnahmen der US-Regierung chronologisch auf und gruppiert sie in sechs Konfliktfelder. Die Analyse konzentriert sich auf die Konfliktfelder 2 und 3: „Stahl und Aluminium als Bedrohung der nationalen Sicherheit“ und „Unfaire Handelspraktiken für Technologie, intellektuelles Eigentum“, die größtenteils

³ Diese Art Modelle sind Standard in der Außenhandelsforschung, vgl. zum Beispiel Pablo Fajgelbaum et al. (2020): The Return to Protectionism. *Quarterly Journal of Economics* 135 (1), 1–55; Mary Amiti, Stephen J. Redding und David E. Weinstein (2019): The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare. *Journal of Economic Perspectives* 33 (4), 187–210.

⁴ Lukas Boer, Lukas Menkhoff und Malte Rieth (2021): The Multifaceted Impact of US Trade Policy on Financial Markets. DIW Discussion Paper 1956 (online verfügbar).

⁵ Chad P. Bown und Melinda Kolb (2021): Trump's Trade War Timeline: An up-to-date Guide. Peterson Institute for International Economics (online verfügbar).

Kasten

Das empirische Modell

Das vektorautoregressive (VAR) Modell bildet die wirtschaftlichen Interdependenzen zwischen den Zeitreihen der gewählten Finanzmarktvariablen ab.¹ In diesem Zeitreihenmodell hängt jede Variable sowohl von ihrer vergangenen Entwicklung als auch von der Entwicklung der übrigen Variablen im Modell ab. Per Regressionsanalyse werden die Zusammenhänge zwischen den Variablen simultan geschätzt. Ein Bestandteil erfasst dann beispielsweise den Einfluss auf den US-Aktienindex „Einfluss China“ bedingt durch seine eigene Preishistorie sowie durch die Entwicklung der ein- und zehnjährigen Zinsen für US-Staatsanleihen, des Dollar-Wechselkurses, des Aktienindex Russel 2000 und der Finanzmarktvolatilität.

Das Ziel eines „strukturellen“ (SVAR) Modells liegt darin, das reduzierte VAR-Modell durch ökonomisch begründete Restriktionen umzuformen und die Ergebnisse somit interpretierbar zu machen. Strukturell bedeutet dabei, dass die wirtschaftlichen/finanziellen Schocks, die in das Modell eingespeist werden, statistisch unabhängig voneinander sind, so dass beispielsweise ein struktureller Handelspolitikschock den reinen (exogenen) Einfluss einer Änderung der Handelspolitik abbildet. Dies bedeutet auch, dass keine anderen potenziell gleichzeitig auftretenden Schocks den Effekt dieses Schocks beeinflussen.

Die Umformung zum strukturellen Modell (Identifikation) ist nicht direkt möglich, sondern benötigt zusätzliche Informationen beziehungsweise Restriktionen. Die vorliegende Studie nutzt dafür Heteroskedastizität. Diese liegt vor, wenn die Volatilität (Schwankungen) in den Daten (genauer: in den Regressionsresiduen/dem nicht erklärten Teil) nicht konstant ist.

Dazu wird die Stichprobe in zwei Teile geteilt, zwischen denen sich die Volatilität der Daten klar unterscheidet: den Tagen ohne handelspolitische Ereignisse und Tagen mit Ereignissen, die das Peterson Institute erfasst und klassifiziert. An Ereignistagen hat die US-Regierung wesentliche Änderungen in ihrer Handelspolitik gegenüber China bekannt gegeben. Die kritische Annahme besagt, dass der zugrundeliegende strukturelle Handelsschock an diesen Ereignistagen signifikant stärker auftritt als im Rest der Daten, also an diesen Tagen durch eine höhere Volatilität der Finanzmärkte gekennzeichnet ist. Alle übrigen Einflüsse und Schocks wie geldpolitische Entscheidungen sollten an diesen Tagen im Vergleich zum Rest der Stichprobe nicht systematisch ihre Volatilität ändern, also im Schnitt gleich präsent sein. Da der strukturelle Handelsschock dann als einziger ökonomischer Einfluss seine Stärke an diesen Tagen ändert, kann sein Einfluss auf die Variablen in dem SVAR-Modell geschätzt werden.

¹ Vgl. für eine aktuelle Lehrbuchbehandlung der Methode Lutz Kilian und Helmut Lutkepohl (2017): *Structural Vector Autoregressive Analysis*. Cambridge University Press.

und teilweise ausschließlich China betreffen.⁶ Es werden immer nur neu eintretende Ereignisse berücksichtigt, also zum Beispiel bereits die Ankündigung einer Maßnahme, nicht aber deren Umsetzung – es sei denn hierbei gibt es zusätzliche (neue) Informationen. Für den Zeitraum Anfang 2017 bis Januar 2020 lassen sich 26 Ereignistage, also Tage mit handelspolitischen Neuigkeiten, identifizieren.

Auch wenn der Trend der Handelspolitik restriktiv ist, so bedeutet dies keinesfalls, dass alle 26 Ereignisse ebenfalls restriktiv sind. Vielmehr werden manchmal auch Umkehrungen vorheriger Maßnahmen verkündet, so dass solche Informationen dann eher expansiv wirken.⁷

Je stärker das Schockmaß in dem Modell nach oben ausfällt, umso restriktiver ist der Handelsschock. Die restriktivsten Handelsschocks, die mit Zollankündigungen einhergehen, finden sich im Mai und Juli 2019. In diesen beiden Monaten kündigten die USA – nach einer ruhigeren Phase geprägt von Verhandlungsfortschritten – unerwartet schwerwiegende Zollerhöhungen an (Abbildung 1).

Das empirische Modell, ein struktureller vektorautoregressiver (SVAR) Ansatz, identifiziert die Wirkung einer Maßnahme anhand der Volatilität von Finanzmarktpreisen.⁸ Das Auftreten eines großen Schocks lässt sich daran erkennen, dass an Ereignistagen die Volatilität an den Finanzmärkten größer ist als an anderen Tagen (Kasten). Das SVAR-Modell erfasst die Wirkung von US-Handelsschocks auf Staatsanleiherenditen (kurz- und langfristig), den effektiven US-Dollar-Wechselkurs, die Unsicherheit in der Wirtschaft (gemessen anhand eines Volatilitätsindex, dem VIX, der die Schwankungen am US-Aktienmarkt erfasst) und zwei US-Aktienindizes, den Russell 2000, der auch kleinere Firmen erfasst, sowie einen eigens erstellten Index derjenigen Firmen, die stark im Handel mit China involviert sind. Letzterer wird aus einer Datenbank berechnet, die Finanzberichte von Unternehmen nach Schlagwörtern wie „Handel mit China“ auswertet. Dadurch können 47 der 500 im S&P 500, dem wichtigsten Aktienindex der USA, gelisteten Unternehmen mit starker Handelsabhängigkeit von China identifiziert und in einen Aktienpreis-Index (China-Handelsindex) gefasst werden.⁹

⁶ Robustheitsuntersuchungen nehmen zusätzlich das nach betroffenen Handelsvolumen kleinere Konfliktfeld 1 auf („Solarpanel und Waschmaschinenimporte, die die US-Industrie schädigen“), aber nicht mehr die Felder 4, 5 und 6, die primär Kontroversen mit Mexiko und der EU ansprechen oder lediglich einzelne Firmen betreffen.

⁷ Für die vollständige Liste und Beschreibung dieser Ereignisse vgl. Boer, Menkhoff und Rieth (2021), a. a. O., 15–17.

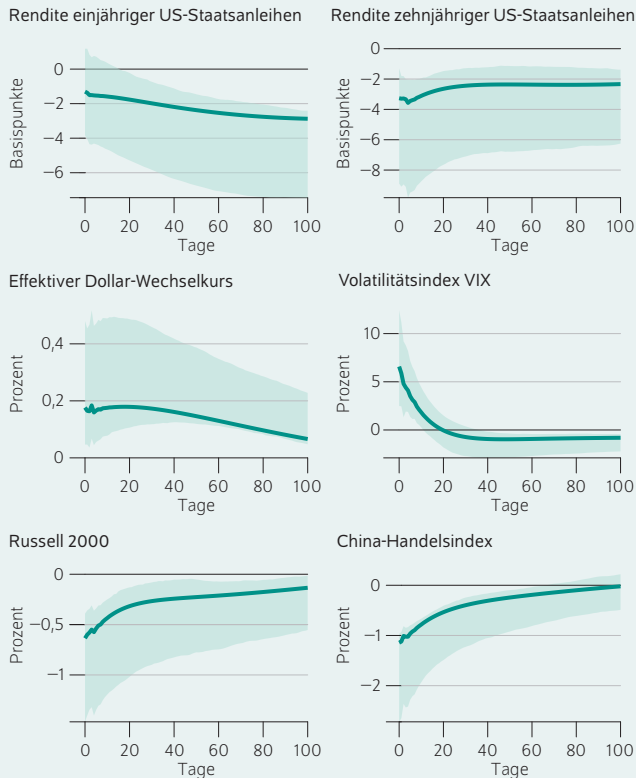
⁸ Die Grundidee ist entwickelt worden von Roberto Rigobon (2003): Identification through Heteroskedasticity. *Review of Economics and Statistics*, 85, 777–792. Der vorliegende Beitrag folgt der konkreten Anwendung von Jonathan Wright (2012): What Does Monetary Policy Do to the Long-term Interest Rates at the Zero Lower Bound? *Economic Journal* 122 (564), 447–466.

⁹ Die Datenbank wurde erstellt von Gerhard Hoberg und Katie Moon (2017): Offshore Activities and Financial vs Operational Hedging. *Journal of Financial Economics* 125 (2), 217–244 (online verfügbar).

Abbildung 2

Effekte eines restriktiven US-Handelspolitikschocks auf die US-Finanzmärkte

In Basispunkten (Staatsanleiherenditen) und Prozent



Anmerkungen: Ein Anstieg des US-Dollar bedeutet eine Aufwertung. Der Schock tritt an Tag 0 auf. Die blassen Bereiche um die Linien stellen 90-Prozent-Konfidenzintervalle dar.

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2021

Die Wirkung des Handelsschocks hält gerade bei Aktien bis zu fünf Monate (100 Handelstage) an.

Folgen restriktiver Handelsschocks: Aktienmärkte geben für drei bis fünf Monate nach

Die Finanzmärkte der Vereinigten Staaten reagieren in der Regel negativ auf die restriktiven Handelsschocks (Abbildung 2). Die Aktienkurse der Unternehmen (Russell 2000 und China-Handelsindex) fallen signifikant um etwa 0,6 bis 1,0 Prozent und erholen sich erst nach 60 bis 100 Handelstagen, also nach drei bis fünf Monaten. Auch die Anleiherenditen sinken, allerdings nur um einige Basispunkte. Der US-Dollar wertet deutlich auf, und der Volatilitätsindex VIX steigt erheblich um sieben Prozent, für knapp einen Monat.

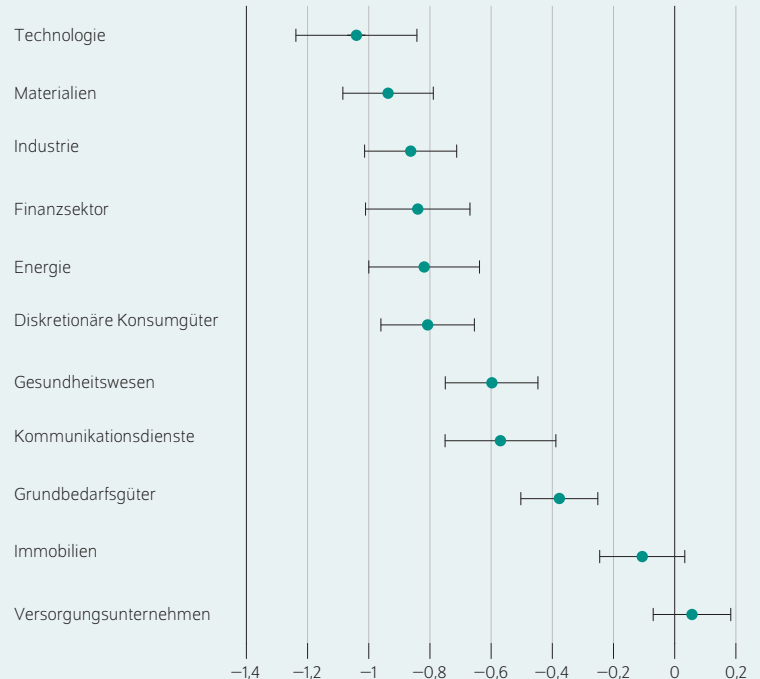
Gerade der starke Schwankungsanstieg der Aktienmärkte suggeriert, in Einklang mit Vorhersagen anderer Makromodelle,¹⁰ dass der Handelsschock in erster Linie ein

¹⁰ Vgl. Dario Caldara et al. (2020): The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty. Journal of Monetary Economics, 109, 38–59.

Abbildung 3

Auswirkung eines restriktiven Handelsschocks auf S&P-500-Branchenindizes am Tag der Ankündigung

In Prozent



Anmerkungen: Die Fehlerbänder um die Punktschätzer für jede Branche repräsentieren 99-Prozent-Konfidenzintervalle.

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2021

Die meisten US-Branchen, vor allem den Technologiesektor, belasten die handelspolitischen Ankündigungen und Maßnahmen deutlich.

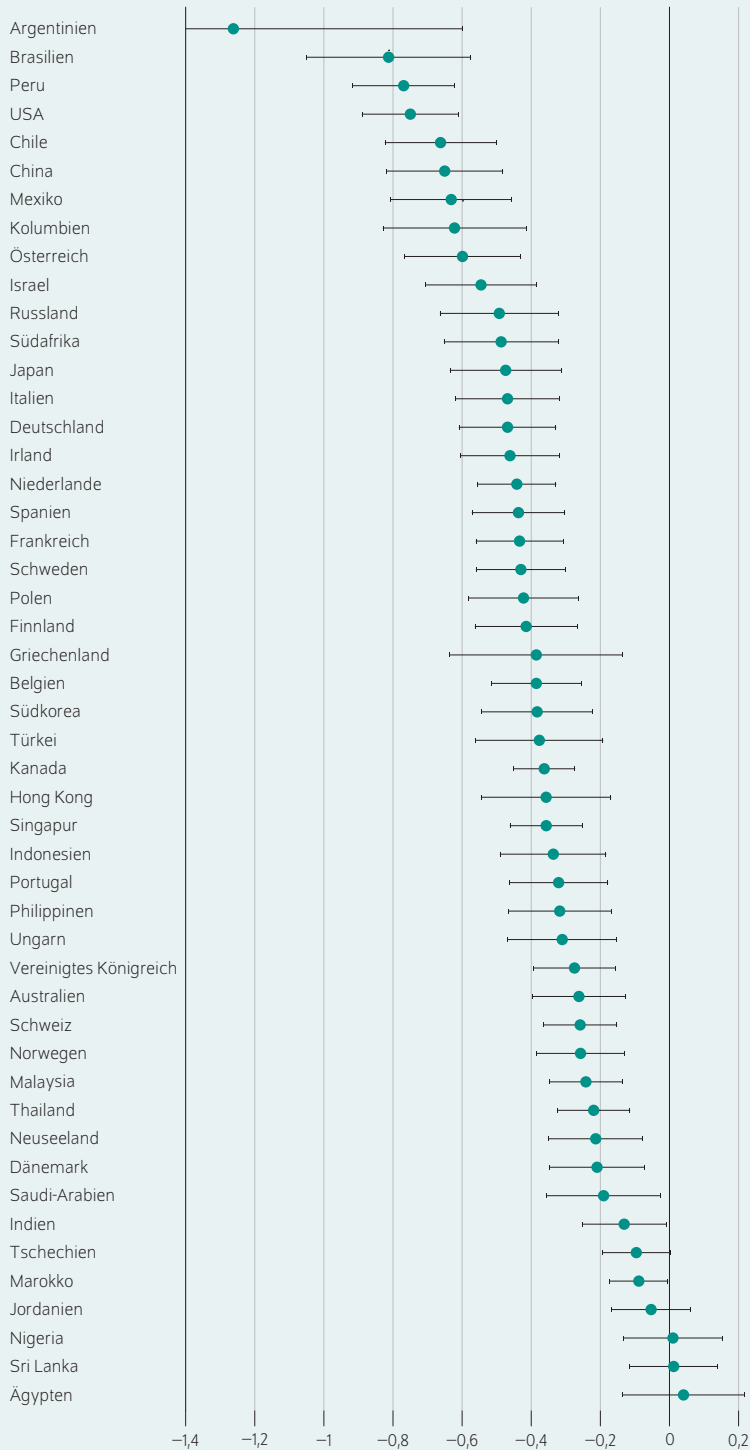
Unsicherheitsschock ist. Die Dollaraufwertung deutet darauf hin, dass angesichts steigender Unsicherheit die Nachfrage nach sicherer Währung steigt. Sie verteuert aber auch die US-Exporte. Zusammen mit den durch die höheren Zölle verteuerten Importen wirken sie sich schädlich auf die Wirtschaft aus. Dies betrifft die im Handel mit China besonders aktiven Unternehmen stärker als die Gesamtwirtschaft (Abbildung 2, China-Handelsindex).

Neben dem dominierenden Unsicherheitsschock führen die US-handelspolitischen Ankündigungen zu einem weiteren, wenn auch schwächeren Handelsschock, der gleichzeitig auftritt, jedoch andere ökonomische Folgen mit sich bringt.¹¹ Dieser erhöht nicht die Unsicherheit, sondern beeinträchtigt das Niveau wirtschaftlicher Tätigkeit direkt. So erhöhen sich die Importkosten für Vorprodukte aus China, und chinesische Konsumartikel werden in den USA teurer. In der Summe gibt es demnach zwei Kanäle, über die sich die Restriktion entfaltet: erhöhte Unsicherheit und ein schwächerer direkter Niveaueffekt.

¹¹ Dies wird in einem zweiten empirischen Ansatz gezeigt in Boer, Menkhoff und Rieth (2021), a. a. O., Kapitel 3.2.

Abbildung 4

Auswirkung eines restriktiven Handelsschocks auf 49 nationale Aktienindizes (MSCI-Indizes) am Tag der Ankündigung In Prozent



Anmerkungen: Die Fehlerbänder um die Punktschätzer für jeden MSCI Aktienindex repräsentieren 99-Prozent-Konfidenzintervalle.

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2021

In fast allen betrachteten Ländern geben die Aktienindizes in Reaktion auf eine handelspolitische Ankündigung der USA nach.

Negative Folgen für Unternehmen, Branchen und Länder

Die gesamtwirtschaftlichen Wirkungen werden in weiteren Analysen auf verschiedene Segmente der US- und der Weltwirtschaft heruntergebrochen. Im ersten Schritt wird untersucht, wie heterogen die restriktiven Handelsschocks auf (die Aktienkurse von) Firmen wirken. Rund 90 Prozent der Firmen aus dem S&P-500-Index, der die größten US-Firmen umfasst, reagieren signifikant negativ. Zu den am stärksten betroffenen Aktienkursen zählen die von Halbleiterherstellern.

Auch beim Blick auf die US-Branchen ergibt sich ein klares Bild. Branchen mit starker internationaler Handelsorientierung sind am stärksten von dem Handelsschock betroffen. Dazu gehören insbesondere der Technologiesektor (zu dem Halbleiterfertiger gehören), die Industrie und der Finanzsektor (Abbildung 3). Aktienkurse von Unternehmen dieser Branchen fallen nach restriktiven US-Handelsschocks im Schnitt um ein Prozent. Dagegen sind sehr auf die Binnenwirtschaft ausgerichtete Branchen, wie die Versorgungsunternehmen oder die Immobilienwirtschaft, nicht signifikant berührt. Allerdings sind die geschätzten mittleren Effekte für zehn der elf Branchen negativ, davon in neun Fällen in einem statistisch signifikanten Maß.

Der insgesamt negative Effekt zeigt sich qualitativ ähnlich für andere Länder. Die Aktienleitindizes von 49 betrachteten Ländern sind zumeist signifikant negativ von einem restriktiven Handelsschock betroffen. Am stärksten trifft es die lateinamerikanischen Länder und Europa, schon weniger die asiatischen Länder (außer China). Afrika ist kaum betroffen (Abbildung 4).¹² Dieses Muster spiegelt die Handelsverflechtungen mit den USA wider, wobei die asiatischen Länderindizes vermutlich von erwarteten Verlagerungen zulasten Chinas profitieren.

Chinesische Vergeltungsmaßnahmen wirken ähnlich negativ wie US-Restriktionen

Die restriktive US-Handelspolitik, die sich vornehmlich gegen China richtete und dessen Exporte in die USA reduzieren sollte, blieb nicht ohne Reaktion. Deshalb untersucht der letzte Schritt der Analyse, wie sich chinesische Vergeltungsmaßnahmen in Form von Handelsrestriktionen gegenüber den USA auswirken. Auch hierzu hat das Peterson Institute eine Liste an handelspolitischen Ereignissen zusammengestellt. Die Ergebnisse des Modells zeigen, dass die restriktiven Handelsschocks von chinesischer Seite auf die Finanzmärkte ähnlich negativ wirken wie die US-Maßnahmen; die Aktienkurse reagieren sogar noch stärker und nachhaltiger (Abbildung 5). Dies lässt den Schluss zu, dass die Marktteilnehmer möglicherweise erwarten, dass der Konflikt zwischen den USA und China noch länger anhält und sich nicht abschwächen wird. Anscheinend sind (Vergeltungs-)Maßnahmen von China mindestens so schädlich für die US-Wirtschaft

¹² Ähnliche Ergebnisse für Effekte auf Drittländer finden Pablo Fajgelbaum et al. (2020): Global Reallocations in the 2018–2019 Trade War. Slides from NBER Conference, September.

wie die US-Maßnahmen selbst, so dass die Gesamtwirkung nochmals schwerwiegender wird.

Fazit: Die wirtschaftlichen Kosten sind für alle Beteiligten erheblich

Die restriktive Handelspolitik der letzten US-Regierung wirkt in der Summe negativ – sowohl auf die global agierende US-Wirtschaft als auch auf die meisten anderen Volkswirtschaften, wie die Analyse der Finanzmarktreaktionen gezeigt hat.¹³ Ökonomische Gründe sprechen also nicht für diese Politik. Es ist nicht einmal klar, ob China stärker als die USA selbst getroffen wird. Zwar dürfte China stärker von den USA abhängig sein als umgekehrt, dafür kann es politisch aber mit weniger Rücksichtnahme agieren. In jedem Fall sind die wirtschaftlichen Kosten für alle Beteiligten erheblich. Hinzu kommen politische Verwerfungen, da die multilaterale Handelsordnung ausgehebelt wird. Das mag die letzte US-Regierung nicht allzu sehr gestört haben, die aktuelle Regierung sollte diese negativen Effekte einer restriktiven Handelspolitik aber berücksichtigen.

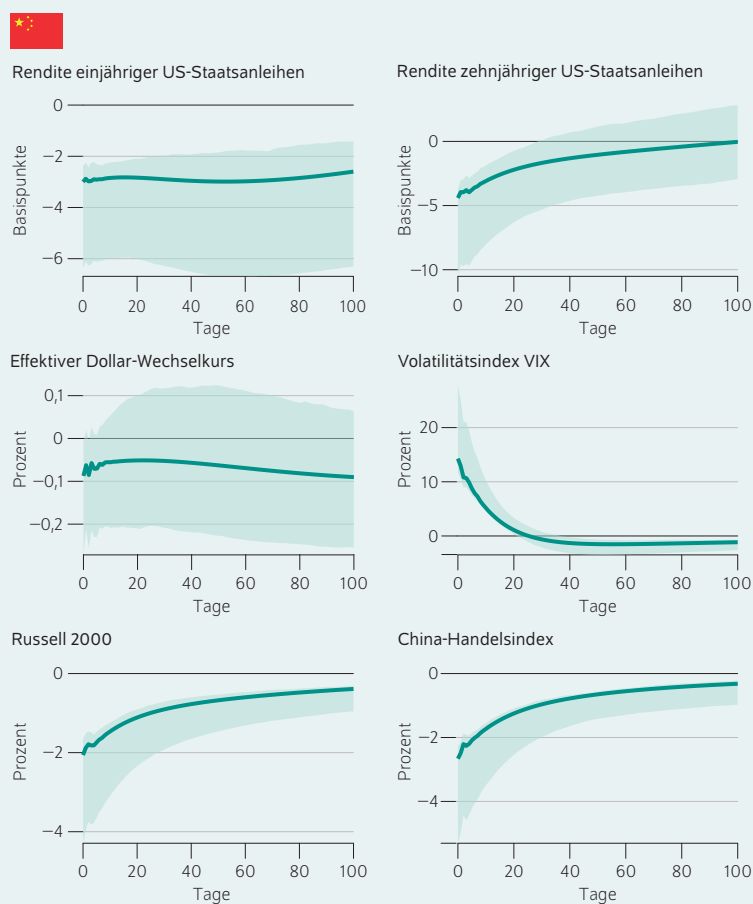
Allerdings ist es durchaus möglich, dass aus US-Sicht erwünschte Effekte außerhalb des gewählten Modellansatzes auftreten: So werden viele, überwiegend kleinere US-Firmen des Mittelstandes, die weniger international operieren und dem Handelskrieg daher kaum ausgesetzt sind, nicht in den betrachteten Aktienindizes erfasst. Zweitens mögen die hier dargestellten Wirkungen nach entsprechenden Anpassungen der US-Wirtschaft langfristig abklingen, zum Beispiel, weil inländische Firmen die Güter und Leistungen erbringen, die früher aus China importiert wurden. Und drittens mag der Handelskrieg ein Instrument für andere, politische Ziele sein, die eine rein volkswirtschaftliche Analyse nicht berücksichtigt.

In jedem Fall stellt die diskutierte US-Politik ein Problem für die deutsche und europäische Wirtschaftspolitik dar: Nicht nur, dass die bisherigen Restriktionen die hiesigen Märkte schon belastet haben. Was zwischen den USA und China passiert, kann sich künftig auch gegen Europa wenden. Ansätze in diese Richtung gab es bereits einige, wenngleich die Intensität des Konflikts weitaus geringer ist. Gerade im deutschen Interesse sind Handelskonflikte nicht, da die deutsche Volkswirtschaft stärker in die internationale Arbeitsteilung eingebunden ist als andere europäische Volkswirtschaften. Mit der neuen US-Regierung ist zwar viel Unsicherheit aus dem Markt verschwunden, aber es ist nicht damit zu rechnen, dass sie die Handelshemmnisse gegenüber China schnell aufheben wird. Sie hat aber deutlich gemacht, dass sie im Gegensatz zur Vorgängerin auf internationale Partner setzen will. Eine Rückkehr zur multilateralen Handelsordnung könnte vor allem die negativen Konsequenzen für Drittländer verhindern. Europa sollte diese Chance nutzen, wird aber nur dann das nötige Gewicht haben, wenn es gelingt,

Abbildung 5

Effekte eines restriktiven chinesischen Handelspolitikschocks auf US-Finanzmärkte

In Basispunkten (Anleiherenditen) und Prozent



Anmerkungen: Ein Anstieg des US-Dollar bedeutet eine Aufwertung, ein Rückgang entsprechend eine Abwertung. Der Schock tritt an Tag 0 auf. Die blassen Bereiche um die Linien stellen 90-Prozent-Konfidenzintervalle dar.

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2021

Die chinesischen Maßnahmen wirken auf die US-Finanzmärkte ähnlich negativ wie die US-Restriktionen. Nur der Dollar wertet diesmal ab.

gemeinsam aufzutreten. Im Konfliktfall würden die USA oder China dann Zugang zu einem für sie sehr bedeutsamen Markt – der EU – verlieren.

¹³ Vgl. für weitere Effekte der US-Handelspolitik Paul Berenberg-Gossler et al. (2020): Trumps protektionistische Handelspolitik hat ihre Ziele verfehlt. DIW Wochenbericht Nr. 50, 960–969 (online verfügbar).

Lukas Boer ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Weltwirtschaft am DIW Berlin | lboer@diw.de

Lukas Menkhoff ist Abteilungsleiter in der Abteilung Weltwirtschaft am DIW Berlin | lmengkho@diw.de

Malte Rieth ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | mrieth@diw.de

JEL: F 13; F 51; G 10

Keywords: Trade policy shock; structural VAR; stock prices; exchange rates; interest rates; heteroskedasticity

This report is also available in an English version as DIW Weekly Report 31/2021:

www.diw.de/diw_weekly



INTERVIEW



Lukas Boer, wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Weltwirtschaft am DIW Berlin

„Für die USA ergeben sich keine Vorteile aus der restriktiven Handelspolitik“

1. **Herr Boer, die USA fahren seit einigen Jahren einen harten handelspolitischen Kurs gegenüber China. Was kennzeichnet diese Handelspolitik?** Diese Handelspolitik ist vor allem durch Zölle auf Importe gekennzeichnet, die zum großen Teil China, aber auch andere Länder betreffen. Es fing mit Untersuchungen an, ob es nach US-Recht überhaupt möglich ist, Zölle aufzuerlegen, dann wurden diese Zölle angekündigt und später umgesetzt. Damit aber nicht genug: Es wurden zusätzliche Zölle angekündigt oder bestehende angehoben, was natürlich große Unsicherheit für Unternehmen bringt.
2. **Welche Auswirkungen hat das auf die Weltwirtschaft?** Diese Unsicherheit beeinträchtigt die ganze Weltwirtschaft. Wir haben auch knapp 50 andere Länder untersucht und festgestellt, dass die Aktienindizes in den meisten Ländern für einen längeren Zeitraum eingebrochen sind und stark schwanken. Vor allem lateinamerikanische Länder, die viel mit den USA handeln, sind signifikant negativ betroffen. Es trifft aber auch europäische und teilweise asiatische Länder, wobei diese unter Umständen davon profitieren, dass Lieferketten zulasten Chinas umstrukturiert werden.
3. **Welche Auswirkungen hat dieser Kurs auf die US-amerikanische Wirtschaft?** Die US-amerikanische Regierung schadet sich durch diese restriktiven handelspolitischen Maßnahmen selbst. Das sehen wir vor allem in deutlich sinkenden Aktienpreisen und steigender Unsicherheit. Aber auch die Anleiherenditen sinken, was damit einhergehen mag, dass man annimmt, dass sich das Wachstum abschwächt. Der Dollarkurs wertet auf.
4. **Was haben die USA vom harten Handelskurs gegen China, wenn auch die eigene Wirtschaft betroffen ist?** Nach unserer Analyse zu urteilen, ergeben sich keine ersichtlichen Vorteile für die USA. Natürlich schaden die USA auch China, denn die chinesischen Aktienmärkte brechen ebenfalls ein. Das mag eines der Motive der USA gewesen sein, aber es ist die Frage, wie stark man sich, um das zu erreichen, selber schaden möchte.

5. **Mit welchen Gegenmaßnahmen reagiert China?** China reagiert ähnlich wie die USA. Die USA erheben Zölle auf Importe aus China und im Gegenzug erhebt China dann Zölle auf US-Importe: Zwar in einem etwas niedrigeren Ausmaß, als es die USA tun, doch die Effekte sind recht ähnlich. Wir sehen also, dass die USA sich im ersten Schritt durch ihre Importzölle selber schädigen und dann im zweiten Schritt noch mal durch die Gegenzölle aus China geschädigt werden.
6. **Welche Branchen sind am stärksten betroffen?** Es beeinträchtigt vor allem das verarbeitende Gewerbe, also die Unternehmen, die international ausgerichtet sind und stark vom Handel mit China abhängig sind. Ganz besonders sind die Hersteller von Computerchips betroffen.
7. **Wie groß ist das Problem dieses Handelskriegs für Deutschland und Europa?** Die Unsicherheit steigt auch hier, und das ist schlecht für die Planungssicherheit europäischer Firmen. Besonders für Deutschland ist das von Bedeutung, da wir eine vom internationalen Handel abhängige Nation sind, die viel exportiert, natürlich auch nach China und in die USA.
8. **Welche Möglichkeiten haben Deutschland und die EU, um in dieser Situation wirtschaftlichen Schaden abzuwenden?** Deutschland muss sich auf die EU als Verhandlungspartner berufen und eine gemeinsame Verhandlungsposition vertreten, die so ein größeres Gewicht erhält. Wir müssen zurück zu einer regelbasierten multilateralen Handelsordnung kommen, am besten im Rahmen der Welthandelsorganisation WTO, um eine einseitige restriktive Handelspolitik zu verhindern, die der gesamten Weltwirtschaft schadet.

Das Gespräch führte Erich Wittenberg.



Das vollständige Interview zum Anhören finden Sie auf www.diw.de/interview



CLAUDIA KEMFERT

Mit der Flut kommt die Erkenntnis: Wir müssen handeln! Sofort!

Claudia Kemfert ist Leiterin der Abteilung Energie, Verkehr, Umwelt am DIW Berlin. Der Kommentar gibt die Meinung der Autorin wieder.

Der Klimawandel ist in Deutschland angekommen. Leider. Idyllische Dörfer wurden über Nacht aus der Welt gespült. Hunderte Menschen verlieren ihre Heimat, ihr Hab und Gut, viele sogar ihr Leben. Es ist nicht so, als hätte die Wissenschaft nicht gewarnt. Aber niemand hat sich gewünscht, dass die öffentliche Erkenntnis mit solcher Brutalität erfolgt.

Seit über 40 Jahren legen KlimaforscherInnen eine Studie nach der anderen vor, die belegen, dass der Klimawandel menschengemacht ist und immer bedrohlichere Ausmaße annimmt. Die Erde heizt sich auf. Extreme Wetterereignisse wie Starkregen, Überflutungen, Tornados, Hitze und Dürren nehmen immer weiter zu.

Die Folgen sind fatal: All diese Extremwetterereignisse verursachen enorme wirtschaftliche Schäden, selbst wenn keine Menschen dabei sterben. Im Jahr 2002 gab es nach tagelangem Starkregen eine schreckliche Flutkatastrophe in Deutschland, Tschechien und Österreich. Bilanz: 45 Tote und mehr als zehn Milliarden Euro volkswirtschaftlicher Schaden. Ein Jahr später verursachte eine extreme Hitzewelle in ganz Europa einen volkswirtschaftlichen Schaden in ähnlicher Höhe und kostete sogar tausenden Menschen das Leben. Schon damals gab es intensive Diskussionen über Umwelt- und Klimaschutz. Wissenschaftliche Studien untersuchten die ökonomischen Wirkungen des Klimawandels. Und viele wissenschaftliche Studien – auch des DIW Berlin – bestätigten schon damals: Die Kosten des Nicht-Handelns sind weitaus höher als die Kosten des Handelns.

Die Politik reagierte. Europa legte die „20-20-20 Ziele“ vor: Bis zum Jahre 2020 sollten der Anteil erneuerbarer Energien bei 20 Prozent liegen, die Emissionen um 20 Prozent sinken und die Energieeffizienz um 20 Prozent verbessert werden. Es entstand jenes berühmte Foto von Kanzlerin Merkel mit Umweltminister Gabriel in roten Jacken vor Grönlands Eisbergen. Doch 2008 wurde die klimapolitische Aufbruchstimmung abrupt gestoppt. Nach der Finanzkrise musste sich die Klimapolitik „hinten anstellen“.

Im Jahr 2013 kostete die Flutkatastrophe die deutsche Volkswirtschaft fast 20 Milliarden Euro. Doch statt klimapolitischer Diskussionen dominierten diesmal Fake-News und Desinformationskampagnen der fossilen Industrie die Schlagzeilen. Warnende Stimmen der Wissenschaft wurden als „aktivistisch“ diffamiert. So wurde unnötig Zeit verplempert. Das macht es besonders bitter. Die Katastrophe Mitte Juli war ein Klima-Extremereignis mit Ansage. Die Kosten werden riesig sein. Aber wenigstens diskutieren wir endlich wieder über Ursachen und Wirkung. Wir stehen erst am Anfang vom globalen Klimawandel. Noch können wir handeln und die immer stärkere Häufung von Extremwetterereignissen bremsen. Damit retten wir Leben und sparen auch noch Geld. Zwei Dinge müssen wir unverzüglich anpacken: Katastrophenschutz und Klimaschutz.

Katastrophenschutz ist notwendig zur Anpassung an den fortschreitenden Klimawandel. Extreme Klimaereignisse werden wieder passieren. Also benötigen wir vorsorgende Maßnahmen gegen Überflutungen, extreme Hitze oder Dürren. Dafür brauchen wir grünere Städte, die Schatten spenden und Feuchtigkeit aufnehmen, weniger Bodenversiegelung, ausreichende Überflutungsflächen und mehr Deichschutz. Ein weiterer Schlüssel zur Risikovorsorge ist nachhaltige Landwirtschaft.

Und Klimaschutz ist notwendig, damit nicht alles noch viel schlimmer wird. Wir müssen den Super-Turbo einschalten: Die CO₂-Emissionen so schnell wie möglich runter auf null senken, also Energiewende, Verkehrswende, Gebäudewende und Agrarwende. Wir haben keine Zeit mehr, nicht für Fake-News und auch nicht für „Whataboutism“. Weder „sollen die anderen zuerst“, noch „können wir uns das nicht leisten“ oder „es ist eh zu spät“. Es geht alles, wenn man will. Wir haben kein Erkenntnis-, wir haben nur ein Umsetzungsproblem. Die Zeit ist reif für echten Klimaschutz. Klimaschutz ist präventiver Katastrophenschutz. Und kluger Klimaschutz schafft soziale Gerechtigkeit. Wir müssen handeln. Sofort.

Der Kommentar ist am 17. Juli 2021 in der Tacheles-Kolumne von [klimareporter.de](https://www.klimareporter.de) erschienen.