

## Höhere Importpreise sind aus US-Sicht wünschenswert, ...

Wann immer der Handelskonflikt zwischen China und den USA thematisiert wird, wird er als negativ für die Konjunktur und damit auch für die Aktienmärkte angesehen. Empirische Analysen zeigen nämlich, dass eine effektive Senkung des weltweiten Offenheitsgrads von Volkswirtschaften negative realwirtschaftliche Implikationen mit sich bringt (s. [IKB-Kapitalmarkt-News 24. Juli 2018](#)). Doch in welchem Maße die angekündigten US-Zölle auf chinesische Güter in der Tat zu weniger Importen und damit realwirtschaftlichen Implikationen führen, ist weniger eindeutig. Sollten tatsächlich durch Zollerhebungen weniger Güter eingeführt werden, mag dies – zumindest kurzfristig – auch positive Wachstumseffekte für die US-Wirtschaft haben, da sich die US-Produktion in Folge steigender Importpreise ausweiten könnte. Ob das so ist, hängt davon ab, inwieweit eine Zollerhöhung effektiv relative Preise verändert, und wie stark die Angebotsseite der US-Wirtschaft reagiert.

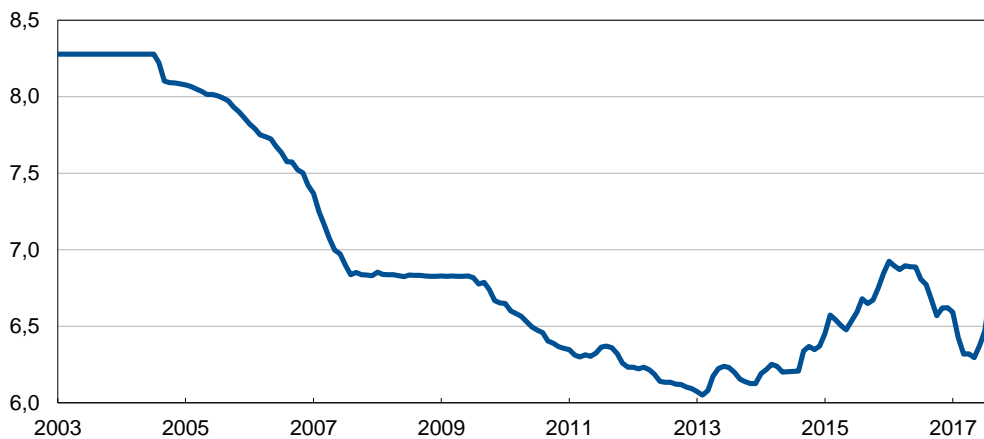
Steigende Importpreise führen zu einer Substitution durch inländische Güter und damit zu einer höheren Nachfrage nach lokal produzierten Waren. Dies sollte wiederum zu einem Preisanstieg von lokalen Gütern führen, was die Angebotsseite positiv beeinflusst, da sich Kapazitätserweiterungen angesichts höherer Preise lohnen. Somit könnten durchaus positive Wachstumsimpulse generiert werden, auch wenn die langfristigen Implikationen in Folge von Ineffizienzen oder Fehlallokationen von Kapital sowie Wettbewerbsbeschränkungen immer negativ zu bewerten sind. Reagiert die inländische Angebotsseite deutlich, steigen die Preise der lokalen Güter relativ zu den importierten Gütern nur gering an. Ist die Angebotsseite hingegen eher preisunelastisch und reagiert kaum auf Preiserhöhungen, ist eher mit Inflation als mit mehr Wachstum zu rechnen. Aus US-Sicht sind somit ein deutlicher Anstieg der Importpreise sowie eine starke Reaktion der US-Angebotsseite wünschenswert.

Hohe Importpreise bedingen, dass die Kosten der Zölle größtenteils an die US-Konsumenten weitergegeben werden, während eine ausreichend reagierende Angebotsseite nur kurzfristig relative Preisanstiege zulässt. Gewünscht ist natürlich eine hohe Preiselastizität der US-Nachfrage, sodass eine relative Verteuerung der importierten Güter zu einer Substitution und damit zu einer höheren Nachfrage nach lokalen Gütern führt. Führen die Zölle auf chinesische Exporteure zu sinkenden Margen bzw. Lohndruck, bleibt die Kaufkraft der US-Konsumenten erhalten; allerdings werden auch keine Preissignale an die US-Angebotsseite generiert, Wachstumsanreize bleiben aus. Nur mit einer relativen Preisveränderung wird eine Anreizstruktur geschaffen, die die Angebotsseite positiv beeinflussen könnte und zumindest kurzfristig zu mehr Wachstum führt.

## ... wie es auch durch Devisenkursveränderungen induziert wird

Werden die Preise chinesischer Importgüter in den USA steigen? Eigentlich sollte dies begrüßt werden. Schließlich wird eine Abwertung des Devisenkurses generell als positiv für Wachstum gesehen. Wann immer das Argument einer schwachen Währung als notwendige Stütze für die Wirtschaft und deren Wettbewerbsposition gesehen wird, wird implizit eine effektive preisliche Veränderung angenommen. Empirische Analysen über die kurzfristige Implikation einer realen effektiven Abwertung scheinen dies auf breiter Front zu stützen. Eine Wechselkursaufwertung hingegen wird als geldpolitische Straffung gewertet. Doch während eine Abwertung Export- und Importpreise beeinflusst, tangieren höhere Zollsätze anfänglich nur die Importpreise. Mittelfristig führen steigende Importpreise zu einer stärkeren lokalen Inflation und damit zu steigenden Lohnkosten, was den relativen Preisnachteil der Importe wieder sinken lässt. Darum ist eine Währungsabwertung auch nicht als nachhaltiger Wettbewerbsvorteil zu sehen.

Abb. 1 : Chinesischer Devisenkurs; Renminbi je US-\$



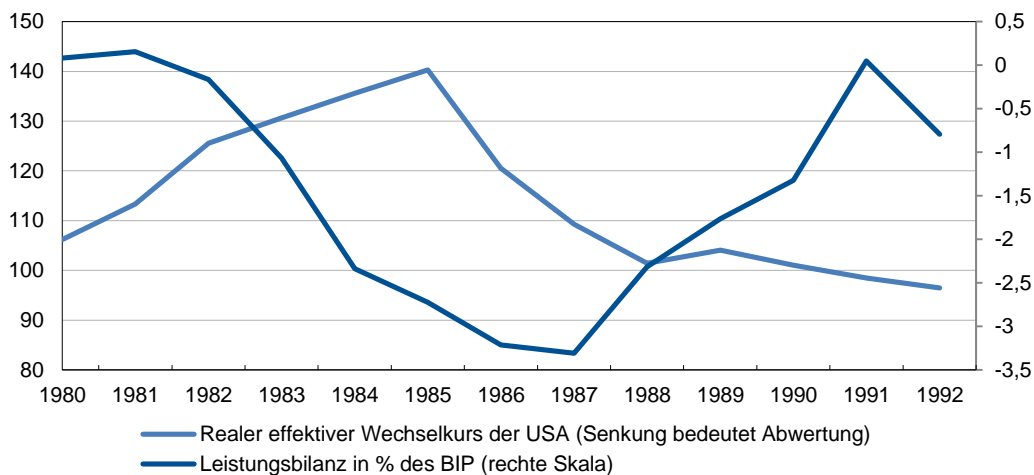
Quelle: Bloomberg

Damit die Importe aus China in den USA zurückgehen und sich die lokale Produktion ausweitet, müssen also die US-Importpreise von Gütern aus China in Folge der Zollerhöhungen ansteigen. Dies ist aktuell von besondere Bedeutung, da der chinesische Renminbi in den letzten sechs Monaten um rund 9 % zum US-\$ abgewertet hat, was also eher für sinkende als steigende Preise spricht. Die Abwertung kommt einer Zollsenkung von 9 % auf alle US-Importe aus China gleich – mit der Einschränkung, dass die chinesische Wirtschaft keine zusätzlichen Produktionsanreize in Form von höheren Exportpreisen erhält, wie es bei der Abwertung der Fall ist. Um die konjunkturellen Implikationen zu bestimmen, muss jegliche Zollerhebung auf ausgewählte Importgüter immer im Kontext des Einflusses von Devisenkursentwicklungen auf den gesamten Handel gesehen werden. Schließlich sind es die effektiven Importpreise, die ansteigen und zu relativen Preisveränderungen gegenüber lokalen Gütern führen müssen.

Die Dynamik der chinesischen Währung reduziert den Einfluss der angekündigten Zölle deutlich, da sie den notwendigen Preisanstieg verhindert. Zollsätze von 25 % auf chinesische Waren im Wert von 200 Mrd. US-\$ – betroffen wären 40 % der US-Importe aus China – kommen einer Zollerhebung von 10 % auf alle chinesischen Güter gleich. Seit Anfang 2014 ist der Renminbi um über 13 % gegenüber dem US-\$ abgewertet, was die Preiseffekte der Zölle mehr als ausgeglichen hätte. Im Vergleich zu März 2018 liegt die aktuelle Abwertung bei über 9 %. So mögen die chinesischen Behörden argumentieren, dass sie auf die US-Zölle nicht durch eine Abwertung reagieren werden. Die Bewegung der letzten 6 Monate sowie der grundsätzliche Trend seit Anfang 2014 haben dies allerdings bereits vorweggenommen. Der Renminbi hat zwischen 2005 und 2013 um rund 27 % gegenüber dem US-\$ aufgewertet, was zu deutlichen Preisanstiegen der chinesischen Güter in den USA hätte führen können. Doch wie Abb. 3 zeigt, haben die Importpreise in dieser Zeit nicht bedeutend zugelegt. Für einen deutlichen Preisanstieg der chinesischen Güter in den USA infolge höherer US-Zölle spricht dies eher weniger.

Wenn die USA das Thema Handelsungleichgewicht ernsthaft angehen möchten, wäre eine deutliche allgemeine Abwertung des US-\$ notwendig. Dies würde nicht nur die Importe zurückgehen lassen, sondern gleichzeitig den Export fördern. Als der US-\$ in Folge des Plaza-Abkommens 1985 abwertete, erholte sich mittelfristig auch das US-Leistungsbilanzdefizit. Die Abwertung führte zu ausreichend großen Veränderungen der relativen Preisen, sodass sich das Ungleichgewicht spürbar abschwächte (die schwache US-Konjunktur 1990/91 hat sicherlich auch geholfen). Trumps Drohungen sollten daher nicht überbewertet werden, solange sich diese auf bilaterale Zollvereinbarung beschränken. Reagan z.B. hat durch das Plaza-Abkommen bis 1987 eine Abwertung des US-\$ von 50 % (real effektiv von fast 30 %) gegenüber anderen bedeutenden Währung forciert; eine weitaus bedeutendere Entwicklung für die US-amerikanische und globale Wirtschaft als die aktuellen selektiven US-Zollerhebungen.

Abb. 2 : US-Leistungsbilanzsaldo und realer effektiver US-Wechselkurs

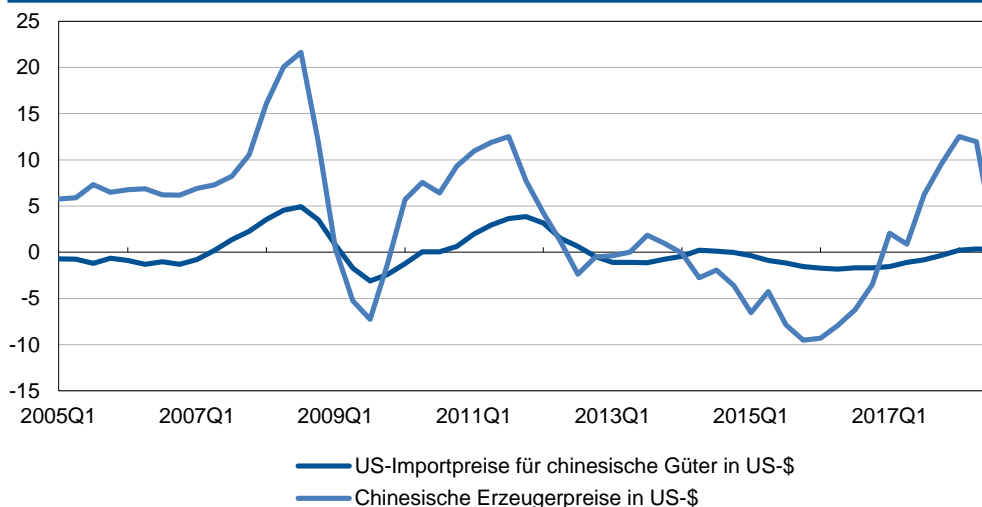


Quellen: BIZ; EIU; IKB-Berechnung

Ist mit einem Anstieg der relativen Preise zu rechnen, und was bedeutet dies für das US-Wachstum?

Preise von US-Importen aus China werden durch die chinesische Kostenstruktur, den Devisenkurs, die US-Konjunktur und Preisüberwälzungsmöglichkeiten auf US-Konsumenten bestimmt. Abb. 3 zeigt die Preise chinesischer Güter in den USA sowie die chinesischen Produzentenpreise in US-\$. Der starke Gleichlauf ist nicht überraschend. Allerdings ist auch ersichtlich, dass die Importpreise einiges träger sind als die chinesischen Produzentenpreise in US-\$, die nicht zuletzt aufgrund der Devisenkursvolatilität deutliche Ausschläge zeigen. Empirische Analysen bestätigen, dass der Einfluss der chinesischen Kostenentwicklung auf US-Importpreise doch eher überschaubar ist. IKB-Berechnungen deuten darauf hin, dass eine Abwertung des US-\$ gegenüber der chinesischen Währung von 1 % zu einem Anstieg der Importpreise für chinesische Güter von maximal 0,3 % führt. Würde also der Einfluss einer Zollerhöhungen mit einer Abwertung des US-\$ gleichgestellt werden, dann würden Zollsätze von 25 % auf alle chinesischen Güter (im Wert von US-\$ 500 Mrd.) nur einen Anstieg der Importpreise aus China von 8 % bedeuten. Eine Teil-Last der Zollerhöhung würde demnach bei den chinesischen Produzenten anfallen. Da aus China rund 20 % der gesamten US-Importe stammen, würden die gesamten US-Importpreise um 1,6 % ansteigen und damit einen eher zu vernachlässigenden Einfluss auf die allgemeine US-Inflation haben, die im August bei 2,7 % lag. Sorgen über ein kurzfristiges Anziehen der US-Inflationsrate in Folge selbst weitreichender Zollanhebungen gegenüber China sind somit zu relativieren.

Abb. 3 : US-Importpreise für chinesische Güter und chinesische Erzeugerpreise; Veränderung in % zum Vorjahr



Quellen: BLS; EIU

Was bedeutet ein relativer Anstieg der Importpreise für das US-Wachstum? Ein Großteil des US-BIP (77 % in 2017) wird durch den Dienstleistungssektor erwirtschaftet, sodass ein Preisanstieg importierter Güter einen überschaubaren Einfluss auf das BIP haben sollte, da das Substitutionspotenzial eher begrenzt zu sein scheint. Für die US-Industrie sollte der Einfluss hingegen bedeutender sein. Empirische Ergebnisse zeigen, dass eine Veränderung der relativen Preise (Gesamtimportpreise im Verhältnis zu Preisen lokal produzierter Güter) durchaus einen Effekt auf das US-BIP-Wachstum hat, auch wenn Schätzungen eher unstabil und der Einfluss gering ausfällt. Dies bestätigt sich auch für die US-Industrie, wobei deren Sensitivität wie erwartet um einiges höher ausfällt. Die Daten bestätigen kurzfristig positive Impulse für die US-Angebotsseite aufgrund einer Veränderung der relativen Preise, auch wenn die Sensitivitäten eher niedrig sind. Das Problem liegt deshalb vor allem darin, dass die US-Importpreise für Güter aus China und damit auch die gesamten US-Importpreise nicht ausreichend ansteigen, um genügend große Preissignale zu senden.

**Fazit:** US-Unternehmen befürchten steigende Importpreise in Folge höherer US-Zölle, insbesondere gegenüber China. Andererseits werden US-Produkte bei steigenden Importpreisen konkurrenzfähiger, was zumindest kurzfristig für Wachstumsimpulse sorgen würde. Empirische Ergebnisse bestätigen dieses Szenario.

Allerdings scheinen US-Importpreise für chinesische Güter nur gering auf Zollerhöhungen zu reagieren. Dafür verantwortlich sind die Abwertung des Renminbi in den letzten Jahren und die Preiselastizität bei den chinesischen Produzenten. Die Inflationsrisiken für die USA sind daher überschaubar.

Es besteht jedoch die Gefahr, dass Trump eine deutliche US-\$-Abwertung einleitet, um wie Ronald Reagan im Jahr 1985 eine spürbare Preisveränderung zu forcieren.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

**Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.**

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4118

13. November 2018

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick

Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann

Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz