

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Auch wenn sich die Stimmung der US-Unternehmen und -Konsumenten infolge der Trump-Wahl aktuell stark aufgehellt hat, so ist der Ausblick für die US-Wirtschaft mit Fragezeichen versehen. Diese beziehen sich auf die Unberechenbarkeit des Präsidenten und daraus resultierende wirtschaftliche Implikationen. Wird sich das Wachstum nachhaltig beschleunigen? Wird die Schuldenquote aufgrund der expansiven Fiskalpolitik deutlich ansteigen oder werden erhöhte Steuereinnahmen die Quote sogar senken? Wird der US-Dollar in Folge protektionistischer Maßnahmen und des Fokus auf Kapitalrückführung in die USA nachhaltig aufwerten? Eine Einschätzung ist schwierig, weil wichtige Parameter der Reformprogramme noch nicht zu Ende gedacht sind, und weil Trump aktuell an vielen Schrauben dreht, deren Wechselwirkungen nur schwer greifbar sind.

Aus makroökonomischer Sicht konzentrieren sich die Fragen vor allem auf Trumps protektionistische Vorstellungen. Hier verfolgt der 45. US-Präsident eine breit angelegte Reformpolitik. Mögliche Nachteile für Unternehmen ergeben sich unter anderem daraus, dass sie zukünftig wahrscheinlich höhere Importkosten schultern müssen. Noch sind die finalen Parameter von Trumps Wirtschaftspolitik nicht ausformuliert. Dennoch lässt sich bereits jetzt abschätzen, wer von Trumps Reformpaket grundsätzlich profitieren, und wer das Nachsehen haben wird. Es scheint, dass die Steuerreform und Trumps protektionistische Ziele eng miteinander verbunden sind. Folgende drei Elemente werden aktuell als wahrscheinlich angesehen:

1. Die Unternehmenssteuer liegt aktuell bei 35 %. Das ist im internationalen Vergleich ein hoher Wert. Aktuell wird auf eine Senkung auf bis zu 20 % spekuliert.
2. Importe dürften nicht mehr als Kosten steuerlich berücksichtigt werden. Dies wäre eine effektive Steuer auf Einfuhren in Höhe der Unternehmenssteuer.
3. Außerdem sollten Gewinne aus Exporten steuerfrei werden, was einer Subvention der Exporte in Höhe der Unternehmenssteuer gleichkommt.

Ein solches Reformpaket schafft Anreize für die Substitution von Importgütern und für eine stärkere Konzentration auf Exporte. Gleichzeitig würden alle Unternehmensgewinne aufgrund der Steuersenkung weniger belastet. Da die USA ein Handelsbilanzdefizit vorweisen, würden die Elemente 2 und 3 ohne Berücksichtigung von Zweitrundeneffekten zu höheren Steuereinnahmen führen. Ein aufwertender US-Dollar würde hingegen die Anreize zu Importsubstitution und Exportstärkung verwässern. So bleibt ein relativ stabiler bzw. tendenziell schwächerer US-Dollar wichtiger Bestandteil für Reformen, wenn diese erfolgreich sein sollen. Auch wenn die finale Ausgestaltung der drei Reformelemente noch offen ist, kann dennoch eine erste Einschätzung abgegeben werden, welche Unternehmen bzw. Industriezweige grundsätzlich profitierten sollten und welche nicht. So ergeben sich aus den skizzierten, angedachten Reformen Vorteile für Unternehmen

- mit niedriger Importquote,
- mit hohen, in den USA erwirtschafteten Gewinnen,
- mit hoher Exportquote
- und solche, die in der Lage sind, Kosten weiterzureichen.

Während der letzte Aspekt Zweitrundeneffekte beinhaltet und sich erst mittel- bis langfristig auswirkt, lassen sich die ersten drei Aspekte direkt aus dem Reformpaket ableiten. Es ist durchaus möglich, dass sich trotz einer hohen Importquote aufgrund eines hohen Wertschöpfungsanteils der USA bzw. einer hohen Exportquote insgesamt positive Impulse ergeben. Ein niedriger Wertschöpfungsanteil der USA und eine hohe Importquote würden hingegen die wirtschaftliche Entwicklung von Unternehmen belasten. Dies gilt vor allem dann, wenn die Importe primär für den finalen US-Konsum und nicht für den Export bestimmt sind.

Wenig überraschend ist der Importanteil an der Wertschöpfung der US-Industrien relativ hoch. Tabelle 1 zeigt die für den Produktionsprozess notwendigen Importe in Relation zur Wertschöpfung einer Industrie (Spalte 1). Diese Zahl beinhaltet nicht die Importe, die direkt für den finalen US-Konsum bestimmt sind, sondern nur die Vorleistungsgüter bzw. Inputkosten für die US-Produktion bzw. -Wertschöpfung. Je höher der Anteil der für den Produktionsprozess notwendigen Importe ist, desto mehr werden die Gewinne von einer Besteuerung der Importe belastet. Nicht überraschend hat die Automobilindustrie die höchste Quote, gefolgt von der Metallbearbeitung. Die US-Autoindustrie ist wie die deutsche global vernetzt und in ihrer Wertschöpfung von Zulieferern aus dem Ausland abhängig. Allerdings ist ihre Wertschöpfung auch mit einer hohen Exportquote verbunden (Spalte 2), sodass die Netto-Handelsbilanz der US-Automobilproduktion sogar leicht positiv ist. Es wird mehr von der US-Automobilproduktion exportiert als sie für ihre Produktion insgesamt importiert. Die US-Produktion der Chemieindustrie hat

hingegen eine relativ niedrige Importquote bei ihrer Wertschöpfung, weist aber mit 44 % eine respektable Exportquote auf, sodass sie einen deutlichen Handelsüberschuss zeigt. Selbst die Textilindustrie scheint eine positive Bilanz aufzuweisen, da ein Großteil der Textilimporte für den finalen Konsum bestimmt ist und nicht in die US-Wertschöpfung einfließt. Auch der US-Maschinenbau profitiert von einer relativ niedrigen Importquote, bei einer besonders hohen Exportquote. Tabelle 1 zeigt, dass die meisten Industrien, was ihre Produktion angeht, von den Reformen profitieren sollten (Spalte 3).

Tabelle 1: Import und Exportquoten ausgesuchter US-Industrien

	1 Vorleistungsimporte für die US- Produktion	2 US-Exporte	3 Netto-Effekt aus 2 – 1	4 Vorleistungsimporte und Importe für die US-Endnachfrage	5 Gesamter Handelsbi- lanzsaldo 4 – 2
	in % der US-Wertschöpfung der jeweiligen US-Branche				
Chemie	22,2	44,6	22,5	52,6	-8,0
Pharma	22,2	44,6	22,5	55,6	-10,9
Metallerzeugnisse	25,0	29,6	4,6	41,8	-12,2
Maschinenbau	32,0	71,9	39,9	88,9	-17,0
Glas, Keramik, Baustoffe	22,1	23,2	1,1	46,2	-22,9
Kunststoff	38,1	41,2	3,1	64,9	-23,7
Holz	32,5	22,6	-9,9	47,8	-25,2
Möbel	17,8	35,6	17,7	83,7	-48,1
EDV- und Elektrogeräte	11,2	41,9	30,8	102,6	-60,6
Metallbearbeitung	64,8	52,0	-12,7	150,3	-98,2
Elektronische Ausrüstungen	26,2	59,4	33,2	161,5	-102,1
Automobil	68,3	73,5	5,2	186,3	-112,9
Textil und Bekleidung	31,6	45,8	14,2	549,9	-504,0

Quellen: WIOD; IKB-Berechnung

Unternehmen importieren Güter für die eigene Wertschöpfung bzw. Produktion oder zur direkten Weiterleitung an die Endnachfrage: Konsum oder Investitionen. So ist ein eingeführtes Auto aus Mexiko kein Vorleistungsgut für die US-Produktion, sondern ein Importprodukt für den finalen US-Konsum. Die US-Textilindustrie exportiert mehr von ihrer Produktion, als sie für ihre Wertschöpfung importieren muss. Allerdings ist ein Großteil der Textilimporte als Endprodukte für den US-Konsum bestimmt. Spalte 4 zeigt die gesamten Importe einer Industrie – also Importe für die eigene Produktion und für die finale Nachfrage. Das Netto-Saldo hat sich für viele Industrien deutlich verschlechtert. Hierzu gehören EDV- und Elektro- sowie Textilindustrie, die hohe Importquoten von finalen Gütern insbesondere aus Asien verzeichnen. Auch die Handelsbilanz der Automobilindustrie hat sich aufgrund der hohen Anzahl fertig importierter Autos deutlich verschlechtert. Vorleistungsindustrien wie Chemie oder Metallerzeugnisse hingegen weisen eine deutlich positivere Entwicklung auf. Auch der US-Maschinenbau ist mit einem Defizit von unter 20 % der US-Wertschöpfung ein relativer Gewinner. Die Spalten 3 und 5 zeigen, dass bis auf Holzindustrie und Metallerzeugung alle US-Industrieproduktionen eine positive Handelsbilanz aufweisen. Kritisch wird es erst, wenn der durch Importe abgedeckte finale Konsum in die Handelsbilanzen einbezogen wird. Wegen des hohen Imports an finalen Konsumgütern verschlechtert sich die Bilanz vor allem für die Textil-, Automobil-, Elektro- sowie Metallbearbeitungsindustrie.

Die deutsche Automobilindustrie, über die im Kontext des erwarteten US-Protektionismus bereits viel geschrieben wurde (siehe auch [IKB-Kapitalmarkt-News vom 9. Februar 2017](#)), ist ein Beispiel dafür, dass Pauschalaussagen über den Einfluss von Trumps Wirtschaftspolitik nicht angebracht sind. Wie Spalte 5 zeigt, verschlechtert sich die Handelsbilanz der US-Automobilindustrie unter Berücksichtigung der für den Konsum bestimmten finalen Produkte deutlich. Dies gilt auch für die deutschen Automobilhersteller in den USA. Laut VDA wurden im Jahr 2016 rund 850.000 Autos von deutschen Herstellern in den USA produziert und über 500.000 Einheiten davon wieder exportiert. Allerdings haben deutsche Hersteller in 2016 mit insgesamt 545.000 Einheiten immer noch mehr Autos in die USA importiert, als sie von dort ausgeführt haben. Lokale US-Produzenten profitieren in ihrer Wertschöpfung von

den Vorteilen, die sich aus der zu erwartenden Senkung der Unternehmenssteuer sowie den Import- und Exportanreizen (in Abhängigkeit von Spalte 3) ergeben sollten. Zulieferer, z. B. aus Mexiko haben diesen Vorteil in Abhängigkeit vom Firmensitz nicht unbedingt. Am Ende ist es eine Verteilungsfrage zwischen Zulieferern, Automobilherstellern und finalen Konsumenten. Da jedoch die Exportquote der deutschen Hersteller in den USA (rund 60 % aller produzierten Einheiten) über der Exportquote der gesamten US-Produktion liegt (rund 35% aller produzierten Einheiten), sollten gerade die deutschen Produktionsstandorte in den USA in ihrer Profitabilität weniger stark von Trumps geplanter Wirtschaftspolitik betroffen sein als der Rest der Industrie, der mehr für den lokalen US-Markt produziert und somit von den Vorteilen einer hohen Exportquote weniger stark profitiert. Dies gilt allerdings nur für die US-Produktionsstandorte deutscher Unternehmen und nicht für deutsche Automobilproduzenten insgesamt, da die Importquote von fertigen Fahrzeugen deutscher Hersteller in die USA ebenfalls über dem US-Durchschnitt liegt (rund 65 % im Vergleich zu ca. 44 %).

Fazit:

Trump hat ein Paket von Steuerreformen in Aussicht gestellt, das nicht nur die Unternehmenssteuer senken soll, sondern auch den Export stärken bzw. die Substitution von Importen anregen dürfte. Auch wenn die finale Ausgestaltung von Trumps Steuerpolitik noch offen ist, aktuell ist abzusehen, dass solche Unternehmen bzw. Industrien von dem Reformpaket Trumps profitieren werden, die niedrige Importquoten, hohe, in den USA erwirtschaftete Gewinne und hohe Exportquoten aufweisen. Gewinner der Reformen wären demzufolge die US-Chemie- und -Pharmaindustrie, aber auch Maschinenbau und Metallbearbeitung, während US-Automobil-, Elektro- und vor allem Textilindustrie relative Verlierer darstellen könnten, zumindest was die Erstrundeneffekte angeht.

Grundsätzlich muss jedoch unterschieden werden zwischen steuerpolitischen Einflüssen auf die US-Produktionsstandorte eines Unternehmens und den Einflüssen auf das gesamte Unternehmen. Beispiel: Die US-Produktionsstandorte deutscher Automobilhersteller können eine höhere Exportquote vorweisen als die US-Automobilproduktion insgesamt. Hieraus ergibt sich ein relativer Vorteil für die deutschen Hersteller, wenn Trump seine Steuerpläne umsetzt. Allerdings liegt die Importquote fertiger Fahrzeuge deutscher Hersteller in die USA über der der gesamten US-Automobilindustrie, was wiederum steuerliche Nachteile mit sich bringen würde.

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 ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen 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 (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen 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.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage 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-Böttkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

16. Februar 2017
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