

Richtungswechsel in den USA – Folgen der neuen Präsidentschaft für die Wirtschaft

Mit der neuen Präsidentschaft in den USA sind Richtungswechsel auf verschiedenen Gebieten verbunden: Prominent ist dabei die Handelspolitik, die durch Strafzölle, aber auch durch die importbelastende Cashflow-Steuer mit Grenzausgleich und einen schwachen US-Dollar der heimischen Industrie Wettbewerbsvorteile verschaffen soll. Multilaterale Regeln im internationalen Handel werden missachtet und Abkommen sollen bilateral neu verhandelt werden. Inwieweit diese Strategie durchsetzbar ist und welche Folgen sie für den Welthandel hat, lässt sich noch nicht abschließend sagen. Geplant sind darüber hinaus ein umfassendes Infrastrukturprogramm und Steuersenkungen mit möglichen massiven Budgetdefiziten. Auf dem Finanzmarkt soll die Kreditvergabe durch ein Aufweichen strikter Regeln erleichtert werden.

Michael Hüther

Das große Experiment: Wirtschaftspolitik für Renationalisierung und Reindustrialisierung

Aus dem Weißen Haus kommen fast täglich neue Meldungen, Ankündigungen und Dekrete zur wirtschaftspolitischen Ausrichtung. Welche Strategie der neue Präsident letztlich umzusetzen versucht – und, ob überhaupt eine einigermaßen kohärente Strategie existiert oder erwartet werden kann, – ist noch völlig unklar. Einerseits haben sich Präsident Trumps Alleingänge gerade in der Gesundheitspolitik und der Finanzmarktregulierung auf das Aufheben bestehender Regeln beschränkt und keine Perspektive aufgezeigt, was an die Stelle der alten Regelwerke treten soll. Mit seinem Migration Ban hat er das Chaos komplett gemacht, sogar Green-Card-Inhabern wurde zwischenzeitlich die Einreise in die USA verweigert. Andererseits sind die Äußerungen des Präsidenten und die seiner diversen Berater zu zentralen Fragen wie der Einstellung zur NATO oder zur Europäischen Union höchst widersprüchlich. Ein konsistentes Bild für die Wirtschaftspolitik dieser Administration kann bisher nicht gezeichnet werden.

Für politische Fehlritte oder Probleme kurz nach der Übergabe der Regierungsgeschäfte mussten sich in der Vergangenheit viele Präsidenten entschuldigen. Gerade in der Wirtschaftspolitik können sich gewisse Entscheidungen jedoch als irreversibel herausstellen und ein Land auf einen neuen Pfad bringen, der auch durch kluge Entscheidungen ex post kaum noch verlassen werden kann. So haben die Importbeschränkungen für japanische Automobile kurz nach dem Amtsantritt von Ronald Reagan 1981 nicht wie erhofft dazu geführt, dass Produktionsstätten von Japan in den mittleren Westen verlagert und die US-Automobilindustrie angekurbelt

wurde.¹ Vielmehr hat der geringere Wettbewerb im Inland zu weniger Konkurrenz, höheren Preisen und letztlich zu einer verschlechterten Wettbewerbsposition der US-amerikanischen Automobilindustrie geführt. Protektionismus und Wettbewerbsfähigkeit, das passt nun einmal nicht zusammen.

Der nahezu über die vergangenen vier Jahrzehnte laufende Bedeutungsverlust der Industrie in den USA war das zentrale Wahlkampfthema für Trump. Während in den 1980er Jahren dafür ein hartnäckiges Qualitätsproblem und ein markantes Produktivitätsproblem bei den Prozessen verantwortlich war,² gilt dies heute zwar nicht mehr, aber dafür leidet die Industrie an Stand-alone-Firmen, die nicht von den Verbundeffekten einer offenen Wirtschaftsstruktur profitieren.³ Gerade die kleinen und mittleren Firmen, die durchaus weit verteilt in den USA zu finden sind, müssen mit den Ressourcen zurechtkommen, die sie intern hervorbringen.

Eine Verbindung mit anderen Unternehmen, wie es für die deutschen Industrie kennzeichnend ist⁴ – über Forschungsverbünde, Verflechtungen mit universitären Ein-

- 1 C. van Grastek: US-Japan Automotive Trade in the Reagan and Obama Administration: Explaining the Rise and Fall of Protectionism, GTA Analytical Paper, Nr. 1, 2012.
- 2 M. Dertouzos, R. Lester, R. Solow: Made in America: Regaining the Productivity Edge, Cambridge MA 1989,
- 3 S. Berger: Making in America: From Innovation to Market, Cambridge MA 2013.
- 4 IW Köln, IW Consult: Industry as a growth engine in the global economy, Report for BusinessEurope, Köln 2013.

richtungen, Vorleistungs-, Wissens- und Produktionsnetzwerke – besteht nicht. Insbesondere der Verlust an vertikal-integrierten Unternehmen ging einher mit dem Verzicht auf die Produktion vor Ort. „The great new American companies of the past 30 years ... have little or no manufacturing in-house.“⁵ Dies hat weitreichende Folgen über den Verlust an produktionstechnischer Flexibilität und Erfahrung hinaus: Den Unternehmen fehlen heute die Ressourcen, die Weiterbildung und Qualifizierung der Beschäftigung zu betreiben; es ermangelt ihnen an der Möglichkeit, sich langfristig für Grundlagenforschung zu engagieren; es fehlen die Mittel für eine Skalierung der Produktion. Vor allem aber entstehen keine Netzwerkgüter aus Spillover-Effekten einer intensiven Forschung, Qualifizierung und Diffusion neuer Technologien über Zulieferbeziehungen.

Es fehlen also die industriellen Ökosysteme, sie sind stark zerlöchert, wenn es sie überhaupt noch gibt. Die Ursachen liegen in Managementtrends, und zwar weit zurück, es geht um tektonische Verschiebungen „in corporate ownership and control that took place well before globalization or Asian development had come into full play“⁶. Kurzum: Trump hat durchaus ein Thema, aber die falschen Analysen (schuld sind die Chinesen und die Deutschen) und die falschen Antworten: Es geht nicht um Infrastruktur, Finanzmarktderegulierung oder Zölle, sondern um Netzbildung, Aus- und Weiterbildung, Forschungsförderung und regionale Entwicklung sowie internationale Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen durch globalen Wettbewerb. Reindustrialisierung geht nicht mit Renationalisierung überein.

Trump stellt die institutionelle Basis infrage

Bei den aktuellen Vorgängen im Weißen Haus muss man sich hingegen nicht nur Sorgen um die wirtschaftliche Zukunft der USA machen, vielmehr werden grundlegende Institutionen auf nationaler und internationaler Ebene infrage gestellt. Dass Donald Trump nach Gerichtsentscheidungen gegen seine Executive Orders die Unabhängigkeit der Richter und Gerichte infrage stellt, zeigt den mangelnden Respekt vor der Verfassungsordnung seines Landes. Das Ablehnen der Veräußerung seines Unternehmens, der Trump Organization, lässt an der Unabhängigkeit von Wirtschaftssubjekt und Präsident Trump zweifeln und hat ihm sogar eine Verfassungsklage eingebracht.⁷ Dies ist alles insofern wirtschaftspolitisch bedeutsam, als zum einen dadurch ein hohes Maß an Verunsicherung verursacht wird, das auf Dauer jeder gedeihlichen gesamtwirtschaft-

lichen Entwicklung entgegensteht. Noch nie hat ein US-Präsident der jüngeren Geschichte die Gewaltenteilung derart unter Druck gesetzt. Zum anderen können die versuchten und geplanten Regelverstöße die Steuerungseffizienz des Staates sowie die internationale Koordination gefährden, sodass Handlungsfähigkeit verloren geht.

Auch wenn sich herausstellen sollte, dass seine Vorhaben und sein Vorgehen vor US-amerikanischem Recht Bestand haben sollten: Legalität ist nicht mit Legitimität zu verwechseln. Trumps Bestrebungen führen zu einer institutionellen Schädigung der liberal-kapitalistisch funktionierenden Demokratie. Sein Missachten bestehender Institutionen hat verheerende Auswirkungen auf die weltweite politische Sicherheit. Die Geschwindigkeit, mit der sich die politische Stimmung in den USA gedreht hat, führt allen Akteuren vor Augen, wie angreifbar unsere normativ westlich fundierte Weltordnung zu sein scheint.

Nachdem die US-amerikanische Wirtschaft erst zustimmend auf die America-First-Ankündigungen – niedrige Unternehmensteuern, Deregulierung im Finanz- und Energiesektor, Steuervergünstigungen für in Steueroasen geparkte Unternehmensgewinne und ein gewaltiges Konjunkturprogramm – reagiert hat, scheint sich der Wind nun gedreht zu haben. Denn die vermeintlich wirtschaftsfreundliche Politik könnte sich im Nachhinein als höchst problematisch herausstellen. Das erkennen zunehmend auch die Akteure in den USA.

Der Druck kommt dabei nicht nur von Konsumentenseite – wie beim Rücktritt vom Uber-Chef Travis Kalanick aus dem Beratergremium des Präsidenten –, sondern auch aus der Führungsriege US-amerikanischer Konzerne, die einerseits ihre wirtschaftlichen Interessen bedroht sehen und denen andererseits die normative Rückbindung der Politik fehlt. Die Proteste aus den Technologiekonzernen im Silicon Valley gegen das Einreiseverbot von Menschen aus verschiedenen, mehrheitlich muslimischen Ländern sind nur ein Beispiel, wie sich die Wirtschaft offen gegen den Präsidenten stellt, um für den Wirtschaftsstandort und eine liberale Werteordnung einzutreten. Dabei stehen wir gerade erst am Anfang der neuen Legislaturperiode. Wie weit die ungestüme Politik per Dekret doch noch durch die alten Institutionen in die Schranken gewiesen werden wird, ist heute Spekulation.

Betrachtet man die einzelnen angekündigten wirtschaftspolitischen Handlungsfelder, dann sind die Aussichten für eine breite Akzeptanz im Kongress sehr unterschiedlich:

- Groß angekündigt und objektiv durchaus begründbar ist ein Investitionsprogramm für die Verbesserung der Infrastruktur. Diese ist für jedermann ersichtlich in al-

⁵ S. Berger, a.a.O., S. 17.

⁶ Ebenda.

⁷ Die Klage zur Verletzung der sogenannten Foreign Emoluments Clause wurde beim Southern District of New York unter dem Aktenzeichen 1:17-cv-00458 eingereicht.

len Netzwerkbereichen – Verkehr, Energie, Breitband – vielfach auf dem Stand eines Entwicklungslandes. Die USA zahlen den Preis für eine jahrzehntelange Unterinvestition. Gleichwohl ist es nicht selbstverständlich, dass der Infrastrukturplan – angekündigt wurden immerhin 1 Billion US-\$ (das Dreifache des europäischen Pendants Europäischer Fonds für strategische Investitionen – EFSI)⁸ – überhaupt die notwendigen parlamentarischen Mehrheiten bekommen wird. Immerhin haben sich die Republikaner jahrelang mit Händen und Füßen gegen solche Programme gewehrt. Wohl nur unter der Bedingung einer erheblichen Mobilisierung privater Mittel hätte ein solches Paket gute Erfolgsaussichten.⁹

- Anders sieht dies bei den Steuerplänen aus, da Trump sich hier grundsätzlich an den Vorschlägen orientiert, die der Republikaner Paul Ryan im Sommer 2016 machte.¹⁰ Die Idee einer Reform der Unternehmensbesteuerung ist auch durchaus gut begründet, allerdings gilt das nicht für den Vorschlag einer Border Adjustment Tax. Hiernach sollen Exporte steuerfrei werden und Importe nicht steuerlich absetzbar sein. In Zeiten globaler Wertschöpfungsketten und angesichts des skizzierten Befundes der US-Industrie wäre das eine erhebliche Belastung. Es wäre eine Anti-Globalisierungssteuer, die vermutlich die Welthandelsorganisation (WTO) auf den Plan ruft. Es ist ökonomisch nicht effizient, einen solchen Grenzausgleich über eine Produktionssteuer einzuführen, zielführend ist es hingegen, diesen mit einer Netto-Allphasen-Umsatzsteuer vom Konsumtyp zu organisieren. Auch hier wird deutlich: Reindustrialisierung geht nicht mit Renationalisierung überein. Wie hoch die Steuersenkungen und Ausgabenkürzungen insgesamt sein werden und wie stark sie sich auf die Fiskalbilanz und die Staatsverschuldung auswirken werden, wird noch lange unklar bleiben.
- Die Deregulierung des Bankensystems ist der dritte erkennbare Aktionspfad des US-Präsidenten. Hierzu sind durch eine Präsidialorder verschiedene Regelungen des Dodd-Frank-Act¹¹ außer Kraft zu setzen und neue Lösungen gefordert. Es ist bemerkenswert, wie wenig Widerstand das bisher im Kongress ausgelöst

8 M. Diermeier, M. Hüther: Mit dem großen Hebel für mehr Investitionen: ökonomische Bewertung des Juncker-Plans, in: Wirtschaftsdienst, 95. Jg. (2015), H. 5, S. 334-341, <http://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2015/5/mit-dem-grossen-hebel-fuer-mehr-investitionen-oekonomische-bewertung-des-juncker-plans/> (8.3.2017).

9 Pay as you go: President Trump's infrastructure plans probably involve more tolls, Economist vom 26.1.2017.

10 GOP: A Better Way. Our Vision for a confident America: Tax, 24.6.2016, https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf (25.2.2017).

11 11th Congress: Public Law: Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 111-203, 21.7.2010, <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf> (1.3.2016).

Die Autoren des Zeitgesprächs



Prof. Dr. Michael Hüther ist Direktor des Instituts der deutschen Wirtschaft (IW) Köln.



Prof. Dr. Sebastian Dullien ist Professor für internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW) Berlin und Senior Policy Fellow beim European Council on Foreign Relations.



Prof. Dr. Henning Klodt ist Leiter des Zentrums Wirtschaftspolitik am Institut für Weltwirtschaft (IfW) in Kiel.



Prof. Dr. Carsten Hefeker lehrt Volkswirtschaftslehre, insbesondere Europäische Wirtschaftspolitik, an der Universität Siegen.



Prof. Dr. Ansgar Belke hat die Adpersonam-Jean-Monnet-Professur für Makroökonomik an der Universität Duisburg-Essen inne und ist Associate Senior Research Fellow am Centre for European Policy Studies (CEPS) in Brüssel.



Prof. Dr. Hans-Peter Burghof ist Inhaber des Lehrstuhls für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen an der Universität Hohenheim.

hat, denn das Gesetz war 2010 parteiübergreifend im Parlament verabschiedet worden, um das Finanzsystem krisensicherer zu machen und die Konsumenten besser zu schützen. Das Gesetz beschränkt die Möglichkeit für Banken zu riskanten Geschäften und setzte die Volcker-Regel um, wonach der Eigenhandel sowie die Beteiligung etc. an Hedgefonds und Private Equity stark beschränkt wurden. Diese Regelung ist unter Finanzmarktexperten durchaus auch kritisch diskutiert worden, entscheidender sei die gleichmäßige Regulierung gerade der Schattenbanken. Was genau folgt, ist offen, das Resultat heißt vorerst: neue Spiele für die Banken, Anschub für die Börse.

Gefordert wird eine Welt der „Dealmaker“

Absehbarer sind die Implikationen der US-amerikanischen Handelspolitik. Hier ist deutlich die Handschrift von Peter Navarro, dem wichtigsten Wirtschaftsberater Trumps, herauszulesen. Dieser stilisiert insbesondere die Freihandelsbestrebungen der vergangenen Jahre zur Jobvernichtungsmaschinerie in der US-Industrie. Das transpazifische Abkommen TPP ist aufgekündigt, das transatlantische Abkommen TTIP wird wohl nicht zu Ende gebracht, das nordamerikanische Abkommen NAFTA soll neu verhandelt werden. Der größte institutionelle Fehler wird jedoch der Welthandelsorganisation angelastet. Gerade die WTO-Mitgliedschaft Chinas habe dem Land erlaubt, die USA mit seinen subventionierten Waren zu fluten.¹²

Tatsächlich quantifiziert eine aktuelle Untersuchung der Forscherteams um Daron Acemoglu die Zahl von US-Arbeitsplätzen, die dem Import-Wettbewerb aus China zum Opfer gefallen sind, auf über 2 Mio.¹³ Die Richtigkeit des Befundes kann jedoch nicht für Navarros Argumentation erhalten. Dem deutschen Industriestandort etwa hat die Öffnung der neuen Märkte gut, nicht schlecht getan.¹⁴ Es ist also nicht per se der Freihandel, der Arbeitsplätze in Gefahr bringt, und auch die diffusen Manipulationsvorwürfe gegen China stellen sich hier als bedeutungslos heraus.

12 „Clinton also lobbied for China’s entry into the World Trade Organization (WTO) in 2001, promising China would ‚play by the same open trading rules we do.‘ Instead, the U.S. has had to file WTO case after case against China’s questionable trade practices on products ranging from apparel, aircraft, and autos to shrimp, steel, and textiles.“ R. Wilbur, P. Navarro: We need a tough negotiator like Trump to fix US trade policy, <http://www.cnbc.com/2016/07/29/we-need-a-tough-negotiator-like-trump-to-fix-us-trade-policy-commentary.html> (15.2.2017).

13 D. Acemoglu, A. Autor, D. Dorn, G. Hanson, B. Price: Import Competition and the Great US Employment Sag of the 2000s, in: *Journal of Labour Economics*, 34. Jg. (2016), H. 2, S. 141-198.

14 J. Südekum, W. Dauth, S. Findeisen: Verlierer(-regionen) der Globalisierung in Deutschland: Wer? Warum? Was nun?, in: *Wirtschaftsdienst*, 97. Jg. (2017), H. 1, S. 24-31, http://blog.zeit.de/herdentrieb/2017/01/05/verlierer-der-globalisierung-wer-warum-was-tun_10072 (8.3.2017).

Es sind vielmehr Spezialisierungsmuster und komparative Vorteile, die sich nach dem Abbau von Handelsfraktionen verstärkt zeigen. Diese ziehen Gewinner und Verlierer nach sich. Kluge Wirtschaftspolitik kann diese Effekte durch aktives Begleiten des Strukturwandels aber abfedern.

Die Rolle der WTO ist dabei verhältnismäßig neutral: Schließlich ist sie eine multilaterale Institution, die bei Regelverstößen auf unabhängige Gerichtsbarkeit setzt. Das spielt in der Navarro-Argumentation jedoch überhaupt keine Rolle. Auch dürften verschiedene aktuell diskutierte Importzölle der USA gegen WTO-Auflagen verstoßen. Die US-amerikanische Politik, in diesem Fall der Protektionismus, hat die Kraft, die Weltwirtschaft zu bremsen. Wirkliche Probleme bereitet aber die Ignoranz der neuen Administration den langwierig erarbeiteten Institutionen gegenüber. Sollten die USA sich über WTO-Regeln einfach hinwegsetzen, diskreditiert das die Regeln des internationalen Handels. Globales Wirtschaften weit über die US-amerikanischen Ländergrenzen hinaus wird gefährdet.

Ein solches Vorgehen ist durchaus kalkuliert. Denn der Multilateralismus ist Navarro ebenso wie Trump ein Dorn im Auge. Die Dealmaker wollen lieber direkt, im bilateralen Austausch Verträge mit anderen Ländern ausmachen. Für die USA mag das verhandlungsstrategisch sinnvoll sein – schließlich ist der Zugang zum US-Markt für ein einzelnes (europäisches) Land wichtiger als umgekehrt. Für den Welthandel ist dieses Vorgehen Gift, denn es gehen Koordinationsvorteile für alle verloren. Impulse für den Freihandel müssten aus einer Wiederbelebung der Doha-Runde kommen, bei der noch Entwicklungs-, Schwellen- und Industrieländer gemeinsam an einem Tisch saßen. Zwar sind multilaterale Verhandlungsrunden anstrengend, weil alle Verhandlungspartner ihre Interessen einzubringen versuchen, doch eine globalisierte Welt ist nur unter Berücksichtigung kleinteiliger Probleme und externer Effekte zu verstehen. Grenzüberschreitende Probleme sind nur mit Respekt vor den jeweiligen Besonderheiten des Gegenübers zu lösen.

Dass diese Botschaft in Washington noch nicht angekommen ist, zeigt der Blick auf den Umgang mit der Europäischen Union. Diese wird als Vehikel deutscher Interessenpolitik gewertet, der Euro sei manipuliert und künstlich tief gehalten. Großbritannien, das sich aus der vermeintlichen Umklammerung der Union befreit habe, wird deshalb diplomatisch umgarnt, da dort die Aussichten auf bilaterale Verhandlungen besonders gut stehen. Bei der Handelspolitik – kombiniert mit einer importbelastenden Unternehmenssteuer – liegt die größte Gefahr für die Weltwirtschaft. Nach Jahrzehnten der Öffnung und Integration drohen so Desintegration, Abschottung und Wohlstandsverlust. Renationalisierung und Reindustrialisierung gehen nicht überein.

Sebastian Dullien

Trumps Wirtschaftspolitik: kurzfristiger Konjunkturschub mit großen Gefahren für den Welthandel

Nach der Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten hatten viele Beobachter zunächst darauf gesetzt, dass Trump nach Amtsantritt einige seiner extremen Wahlkampforderungen fallen lassen würde. Die Hoffnung war, dass moderate Berater Trump schon mäßigen würden und dass dank der in der US-Verfassung eingebauten Checks und Balances selbst ein republikanisch kontrollierter Kongress die schlimmsten Exzesse blockieren würde. Vor diesem Hintergrund waren die ersten Tage und Wochen nach Trumps Amtsantritt ein Schock: Trump polterte nicht nur weiter per Twitter und in Interviews gegen offenen Warenhandel, Chinas vermeintliche Währungsmanipulationen und das nordamerikanische Freihandelsabkommen NAFTA, er ließ den Worten auch Taten folgen: Einer seiner ersten Amtshandlungen war es, für die USA einen Ausstieg aus dem bereits fertig verhandelten transpazifischen Freihandelsabkommen TPP zu verfügen und eine – rechtlich fragwürdige – Einreisesperre für Menschen aus sieben überwiegend islamischen Ländern zu verhängen. Viele ausländische Beobachter mussten nun realisieren, dass Trump zumindest einen Teil seiner extremen Vorschläge aus dem Wahlkampf tatsächlich umsetzen würde.

Handelspolitik

So ist bereits jetzt absehbar, dass Trump kein Freihändler sein wird. Vielmehr ist damit zu rechnen, dass er ab einem gewissen Punkt tatsächlich höhere Zölle auf einige oder alle Importe aus einem oder mehreren Ländern einführt – etwa jenen auch gegenüber BMW angedrohten Strafzoll von 35% auf Autos, die in Mexiko gebaut, aber in den USA verkauft werden.

Zwar ist nach US-Recht grundsätzlich ein vom US-Kongress verabschiedetes Gesetz notwendig, um Zölle zu erheben, allerdings sind in eine Reihe von bestehenden Gesetzen Ermächtigungen eingebaut, mit denen der Präsident alleine Zölle in Kraft setzen kann. So erlaubt etwa der „Trading with the Enemy Act of 1917“ dem Präsidenten während „Kriegszeiten“ Zölle und andere Importrestriktionen einzuführen. Nach Ansicht einiger Experten reichen begrenzte Militäraktionen von US-Truppen etwa in Nordafrika oder Syrien als gesetzliche Grundlage aus, um solche Zölle zu erlassen. Richard Nixons Entscheidung, 1971 einen Zoll von 10% auf alle US-Importe einzuführen, wurde ebenfalls mit diesem Gesetz gerechtfertigt (die USA waren damals in den Vietnam-Krieg involviert). Andere mögliche Gesetzesgrundlagen für durch den Präsidenten eingeführte Zölle wären der

„International Emergency Powers Act of 1977“, der „Trade Expansion Act of 1962“ oder der „Trade Act of 1974“.¹

Unternehmensteuerreform

Durchaus realistisch ist auch, dass unter Trumps Präsidentschaft über das Steuersystem Exporte der USA gefördert und Importe erschwert werden. Die Republikaner im Abgeordnetenhaus haben bereits im Sommer eine Unternehmensteuerreform vorgeschlagen, die genau dies leisten würde. Nach diesen Plänen soll die Unternehmensteuer, die bisher wie in Deutschland Unternehmensgewinne besteuert, durch eine Cashflow-Steuer mit einem „steuerlichen Grenzausgleich“, dem sogenannten „Border Tax Adjustment“, ersetzt werden.² Dabei würde künftig eine Steuer auf die Differenz zwischen Unternehmenseinnahmen und Unternehmensausgaben erhoben. Ein wichtiger Unterschied zur bisherigen Regelung ist, dass damit Ausgaben für die Anschaffung von Maschinen bereits im ersten Jahr vollständig abgesetzt werden können, statt über mehrere Jahre abgeschrieben werden zu müssen. Damit schieben Unternehmen, die viel investieren, ihre Steuerschuld in die Zukunft, was Investitionen attraktiver machen soll. Eine Nicht-Absetzbarkeit von Kreditzinsen soll Verzerrungen in der Finanzierungsstruktur beseitigen.

Für die Wirkung auf den Außenhandel aber ist das zweite Element wichtiger, der „steuerliche Grenzausgleich“. Unter diesen Regeln dürften Unternehmen künftig Zahlungen für Importe nicht mehr als Ausgaben absetzen, müssten dafür aber Einnahmen aus Exporten auch nicht mehr versteuern. Wenn ein amerikanischer Einzelhändler also künftig ein Paar Schuhe in den USA für 100 US-\$ verkauft, die er aus Italien für 70 US-\$ importiert hat und für deren Verkauf er 25 US-\$ für Personalkosten in den USA aufgewendet hat, muss es künftig auf eine Summe von 75 US-\$ (100 US-\$ minus 25 US-\$) 20% Steuern (also 15 US-\$) bezahlen, obwohl der tatsächliche Gewinn nur 5 US-\$ beträgt. Wenn die gleichen Schuhe vom Händler für ebenfalls 70 US-\$ von einer Fabrik in den USA gekauft werden, fällt nur eine Steuer von 1 US-\$ an (20% von 5 US-\$), weil

¹ Für einen umfassenden Überblick siehe M. Noland, G. C. Hufbauer, S. Robinson, T. Moran: Assessing Trade Agendas in the US Presidential Campaign, Peterson Institute for International Economics, Briefing 16-17.9.2016.

² Vgl. für Details Better.gop: A Better Way: Our Vision for A Confident America: Tax, 24.6.2016, http://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf (13.2.2017).

nun diese 70 US-\$ vom Cashflow abgezogen werden dürfen. Wenn der Händler die in den USA produzierten Schuhe gar ins Ausland verkauft, fallen bei ihm gar keine Unternehmensteuern an. Es lässt sich leicht erkennen, dass damit Importe teurer werden und es gleichzeitig attraktiver wird, ins Ausland zu exportieren. Ökonomisch wirkt ein solches Steuersystem also wie ein Zoll auf Importe und eine Subvention für Exporte.³

Die Chancen für eine Umsetzung dieser Reform sind gut. Zwar laufen einige große Einzelhändler sowie Unternehmen, die viele importierte Vorprodukte verwenden, Sturm gegen die Pläne. Allerdings hat die Idee der Cashflow-Steuer mit steuerlichem Grenzausgleich nicht nur unter Republikanern, sondern auch unter Demokraten Fans. Tatsächlich wurde ein detailliertes Konzept für eine solche Reform schon 2010 von Alan Auerbach im Rahmen des (demokratisch geprägten) „Hamilton Projects“ präsentiert.⁴ Auch die Industrieländerorganisation OECD hat sich wiederholt positiv zu einem Umstieg auf eine solche Cashflow-Steuer geäußert, unter anderem mit der Hoffnung, dass Steuervermeidung durch internationale Gewinnverlagerung verringert würde.⁵

Trump selbst hat sich zwar zuletzt skeptisch zu einer Steuerreform mit Border Tax Adjustment geäußert, weil er diese als „zu kompliziert“ erachtet und lieber einen einfachen Strafzoll hätte. Der steuerliche Grenzausgleich ist aber notwendig, um die von den Republikanern geplante Senkung des Steuersatzes von 35% auf 20% zu finanzieren. Es ist zudem unklar, wie groß Trumps Abneigung des Border Tax Adjustments wirklich ist, und ob er nicht doch ein entsprechendes Reformgesetz unterschreiben würde, um seine Grundidee einer Unternehmensteuersenkung umzusetzen.

3 Einige Ökonomen setzen allerdings darauf, dass sich der Effekt auf den Außenhandel dadurch relativieren würde, dass der US-Dollar nach Einführung einer solchen Steuer aufwertet. So argumentieren etwa Johannes Becker und Joachim Englisch, dass die Handelsbilanz eines Landes langfristig ausgeglichen sein müsse und deshalb Wechselkursbewegungen jede Veränderung in der Wettbewerbsfähigkeit durch eine solche Steuerreform ausgleichen würden. Vgl. J. Becker, J. Englisch: Die radikalen Steuerpläne der US-Republikaner und die Folgen für die EU, in: Wirtschaftsdienst, 97. Jg. (2017), H. 2, S. 103-110, <http://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2017/2/die-radikalen-steuerplaene-der-us-republikaner-und-die-folgen-fuer-die-eu/> (8.3.2017). Angesichts der Tatsache, dass die USA seit 25 Jahren kein einziges Jahr mit einer auch nur annähernd ausgeglichenen Handelsbilanz aufgewiesen hat, und dass Makroökonomien üblicherweise davon ausgehen, dass Einflüsse von Kapitalströmen auf den Wechselkurs weit wichtiger sind als jene der Handelsbilanz, scheint diese Argumentation allerdings eher für theoretische Modelle als für die Analyse von Steuerreformen in der realen Welt relevant.

4 Vgl. A. J. Auerbach: A Modern Corporate Tax, The Hamilton Project, Dezember 2010, <https://www.americanprogress.org/wp-content/uploads/issues/2010/12/pdf/auerbachpaper.pdf> (13.2.2017).

5 Vgl. etwa OECD: Fundamental Reform of Corporate Income Tax, OECD Tax Policy Studies, Nr. 16, Paris 2007.

Staatshaushalt

Mindestens ebenso gute Chancen auf eine Umsetzung wie die Unternehmensteuerreform haben Trumps Forderungen nach Senkungen der Einkommensteuer. Die Pläne der Republikaner aus dem vergangenen Sommer sehen durch die Bank Senkungen der Steuersätze vor, unter anderem soll der Spitzensteuersatz von derzeit 39,6% auf 33% fallen. Auch hier werden die Republikaner voraussichtlich bald entsprechende Gesetzesentwürfe in den Kongress einbringen.

Auf der Ausgabenseite hatte Trump ein immenses Infrastrukturprogramm vorgeschlagen. In seinem Wahlkampfmaterial war von 1000 Mrd. US-\$ über die kommenden zehn Jahre die Rede – etwas mehr als 5% des Bruttoinlandsprodukts von 2016. Allerdings sollen diese Investitionen nicht über höhere Staatsausgaben und einer daraus resultierenden höheren öffentlichen Kreditaufnahme finanziert werden. Vielmehr verweisen die Trump-Berater Wilbur Ross und Peter Navarro auf steigende Investitionen als Folge einer laxeren Regulierung (etwa beim Bau großer Pipelines, die unter der Obama-Regierung blockiert worden waren), sowie auf das Potenzial von steuergeförderten Privatinvestitionen in Infrastruktur wie Mautstraßen oder Flughäfen.⁶ Finanziert werden soll diese Förderung zum einen durch Steuermehreinnahmen bei den durch die Projekte geschaffenen Lohn- und Gewinneinkommen, zum anderen durch Steuererleichterungen für in die USA repatrierte Gewinne. In der Vergangenheit hatten viele große US-Konzerne hohe Milliardenbeträge bei ausländischen Töchtern geparkt, da Auslandsgewinne erst in den USA steuerpflichtig werden, wenn sie zurück ins Land geholt werden. Ross und Navarro schlagen nun eine Regelung vor, unter der Unternehmen gegen eine Einmalzahlung von 10% im Ausland geparkte Gewinne in die USA zurück transferieren können – und rechnen mit Einnahmen von rund 100 Mrd. US-\$ durch diese Operation.

Folgen der Trump'schen Politik

Darüber hinaus hat Trump ebenfalls in seinen ersten Amtstagen verfügt, dass zu Sparzwecken frei werdende Stellen in der Bundesverwaltung nicht wiederbesetzt werden sollen. Im Wahlkampf hatte er zudem gefordert, alle Bundesausgaben jenseits der Verteidigung und der gesetzlich etablierten Sozialprogramme pro Jahr nominal um 1% zu kürzen. Ob sich letzteres allerdings im endgültigen Budget wiederfindet, das vom US-Kongress und nicht vom Präsidenten aufgestellt wird, bleibt abzuwarten.

6 Vgl. hierzu W. Ross, P. Navarro: Trump Versus Clinton on Infrastructure, 27.10.2016, <http://peternavarro.com/sitebuildercontent/sitebuilderfiles/infrastructurereport.pdf> (13.2.2017).

Was werden die Folgen einer solchen Politik in der Summe sein? Trumps Fiskalpolitik dürfte zunächst einmal zu einem gewissen Konjunkturschub führen. Niedrigere Steuern und öffentlich geförderte Investitionsprojekte werden eine höhere Konsum- und Investitionsnachfrage mit sich bringen. Die Ausgabenkürzungen dürften dagegen konjunkturell kaum ins Gewicht fallen, vor allem, weil die Bundesausgaben jenseits des Verteidigungsbudgets und der Sozialprogramme relativ klein sind.

Trotz der Ausgabenbegrenzungen dürften die Pläne das Staatsdefizit zunächst ausweiten. Bei den allermeisten Steuersenkungen der vergangenen Jahrzehnte hatten sich US-Politiker den Anteil der Selbstfinanzierung durch höheres Wirtschaftswachstum schön gerechnet: Die tatsächlichen Einnahmeausfälle fielen größer aus als zunächst geplant. Für die meisten Republikaner ist es kein großes Problem, wenn durch Steuersenkungen die Defizite zunächst wachsen, da viele von ihnen dies als Gelegenheit für spätere Ausgabenkürzungen sehen. All dies deutet auf einen höheren Finanzierungsbedarf des US-Finanzministeriums hin.

Die Kombination aus einer etwas stärkeren Konjunktur und höherem Finanzierungsbedarf der US-Regierung dürfte zum einen die US-Notenbank verleiten, die Geldmarktzinsen schneller als bislang erwartet anzuheben, zum anderen am Anleihemarkt die langfristigen Zinsen steigen lassen. Sollte Trump tatsächlich seinen steuerlichen Grenzausgleich durchsetzen, dürfte ein zusätzlicher Inflationsdruck durch steigende Preise von Importgütern diese Tendenz noch einmal verstärken.

Als Konsequenz ist recht eindeutig, was diese Politikkombination für den Dollar-Wechselkurs bedeuten dürfte: Der US-Dollar dürfte in der Tendenz gestärkt werden. Ein Teil dieser Aufwertung ist dabei schon in den Wochen nach der Wahl vorweggenommen worden. Sowohl die Dollar-Aufwertung als auch der zusätzliche Konjunkturschub könnten kurzfristig dabei auch den Handelspartnern der USA über eine höhere Nachfrage aus den USA zugute kommen.

Jede Freude über einen durch höhere US-Importe induzierten globalen Wachstumsschub könnte allerdings von kurzer Dauer sein. Denn die Handelspolitik Trumps dürfte mittel- und langfristig eher zu einer Belastung des Welthandelssystems und der Weltwirtschaft werden. Dabei sind die von Trump angekündigten Strafzölle für in Mexiko produzierte Autos noch der einfachste Fall: Ein Zoll von 35% auf importierte Autos verletzt ohne jeden Zweifel die Verpflichtungen, die die USA im Rahmen der WTO-Vereinbarungen eingegangen sind. Sollte ein anderer Staat wegen eines solchen Zolls gegen die USA vor der WTO vorgehen, dürfte dieser mit an Sicherheit grenzender Wahrähnlichkeit

keit Recht bekommen. Allerdings hilft ein solcher Sieg nur indirekt: Zwar würden die USA dann aufgefordert, den Zoll wieder abzuschaffen, aber Instrumente, solche Forderungen durchzusetzen, hat die WTO nicht. Vielmehr würde sie den betroffenen Partnern erlauben, mit eigenen Handelsbarrieren gegen US-Produkte zu reagieren. Zumindest von größeren Handelspartnern wie der EU, China oder Japan wäre zu erwarten, dass sie tatsächlich die WTO-Spielräume zum Gegenschlag ausnutzen. Trumps Strafzölle würden also sehr schnell zu einer Welle transatlantischen und transpazifischen Protektionismus führen.

Etwas komplizierter ist es im Fall der Einführung einer Cashflow-Steuer mit steuerlichem Grenzausgleich: Hier beharren zumindest die US-Republikaner auf der Position, dass eine solche Steuer WTO-konform sei. Sie argumentieren, dass Länder mit einer Mehrwertsteuer, die nur für im Inland verkaufte Produkte und Dienstleistungen erhoben wird, ja auch einen steuerlichen Grenzausgleich betreiben und dies mit der geplanten Cashflow-Steuer vergleichbar sei. Tatsächlich ist eine solche Position ökonomisch extrem fragwürdig. Zumindest in der Form, wie sie von den US-Republikanern im Sommer 2016 vorgeschlagen wurde, diskriminiert die Steuer klar Importe. Während für inländische Produkte als Steuerbasis vereinfacht ausgedrückt die Wertschöpfung abzüglich der inländischen Lohnkosten herangezogen wird, ist für ausländische Produkte die Steuerbasis die gesamte Wertschöpfung. Die Steuerfreiheit von Exporterlösen ist zudem nach WTO-Regeln mit hoher Wahrscheinlichkeit als unzulässige Exportsubvention zu bewerten.⁷

Unabhängig davon, wie die WTO die Zulässigkeit der Steuerregeln am Ende bewertet, droht eine US-Unternehmensteuerreform mit steuerlichem Grenzausgleich ebenso wie ein unzulässiger Zoll zu einer neuen Welle des Protektionismus zu führen. Bewertet die WTO die Steueränderung als illegal, dann ist die Frage, ob der US-Kongress alleine deswegen seine Steuerreform wieder kassiert. In der Vergangenheit haben sich die Abgeordneten kaum von WTO-Schiedssprüchen in ihrer Steuer- oder Subventionspolitik beeinflussen lassen. Lehnt der Kongress dann die Rücknahme der Reform ab, dürfen die Handelspartner nach dem WTO-Regelbuch mit Strafzöllen reagieren. Wie auch im Fall der unzulässigen Zölle ist damit zu rechnen, dass Europäer, Chinesen und Japaner dies auch tun werden, alleine, um nicht die WTO zu demontieren. Bewertet die WTO dagegen die Pläne als legal, so dürften andere Länder mit ähnlichen Steuerregeln folgen. Auch dieses Ergebnis wür-

⁷ Für einen Überblick der möglichen handelsrechtlichen Fragen, vgl. S. Lincicome, R. Eglin: Border-Adjustable Taxes under the WTO Agreements, White & Case Client Alert, New York, Januar 2017; oder J. Becker, J. Englisch, a.a.O.

de am Ende zu einer Welt mit höheren Handelsbarrieren führen: Zwar würde dabei jedes Land die Attraktivität des eigenen Produktionsstandortes wieder erhöhen, am Ende stünde aber ein System, bei dem jeweils die heimische Produktion steuerlich gegenüber Importen bevorzugt wird.⁸

8 Befürworter der Cashflow-Steuer behaupten zwar, dass diese bei Umsetzung durch alle Länder neutral für die Handelsströme sei (etwa A. Auerbach, M. Devereux: Cash Flow Taxes in an International Setting, Said Business School Research Papers, Nr. 2015-3, Oxford, 2015). Tatsächlich lässt sich diese Schlussfolgerung aber nur unter sehr restriktiven Annahmen über die globale Umsetzung der Steuer ziehen, die in der Realität kaum erfüllt sein dürften.

Henning Klodt

Angriff auf den Freihandel

Wirklich überraschen sollte uns die Hinwendung der USA zum Protektionismus nicht. Im März 1990 gab Donald Trump dem Playboy ein Interview und antwortete auf die Frage, was seine erste Maßnahme als US-Präsident sein würde: „I'd throw a tax on every Mercedes-Benz rolling into this country.“ Jetzt wird es wohl eher BMW als Mercedes-Benz treffen, und aus der Steuer könnte ein Zoll werden, doch am grundlegenden Ansatz hat Trump seit 1990 nichts geändert. Aber sind die verbreiteten Sorgen berechtigt, dass er die Weltwirtschaft in eine Ära hineinsteuert, die durch die Leitidee des Protektionismus anstatt des Freihandels gekennzeichnet sein wird?

In welche Richtung sich die US-amerikanische Handelspolitik genau bewegen wird, kann gegenwärtig nur vermutet werden. Das liegt allerdings weniger an einer von manchen Beobachtern diagnostizierte Sprunghaftigkeit Trumps, als eher daran, dass derzeit noch schwer abschätzbar ist, wie weit der US-Kongress bereit sein wird, dem Präsidenten zu folgen. Dabei sollte man innerhalb der Handelspolitik zwischen dem Bereich der Handelsabkommen und dem der Handelsmaßnahmen unterscheiden.

Handelsabkommen

Als eine der ersten Amtshandlungen hat Trump den Ratifizierungsprozess der Transpazifischen Partnerschaft (TPP) gestoppt. Damit hat er ein Abkommen verhindert, das einen Bereich von rund einem Viertel des Welthandels abgedeckt hätte. Das ist für sich genommen natürlich bedauerlich und eindeutig zum Nachteil aller TPP-Partner. Aus chinesischer Sicht dagegen fällt die Beurteilung sicher anders aus. Denn man kann TPP auch als den Versuch der USA verstehen, eine Allianz nahezu aller Pazifikanrainer

Fazit

Zusammenfassend kann man also sagen, dass kurzfristig die nun erkennbaren Elemente einer Wirtschaftspolitik unter Donald Trump das Wirtschaftswachstum in den USA ankurbeln und zu einer Aufwertung des US-Dollar führen dürften und so durchaus auch positive Effekte für den Rest der Welt haben könnten. Mittel- und langfristig allerdings gehen vor allem von den Steuerplänen der Republikaner sowie Donald Trumps grundsätzlicher Ausrichtung in der Handelspolitik Risiken für den Welthandel und die Weltwirtschaft aus.

unter explizitem Ausschluss von China zu schmieden. Eine handelspolitische Isolation Chinas liegt definitiv nicht im europäischen Interesse. Deshalb kann man das Scheitern von TPP von Europa aus mit einem weinenden und einem lachenden Auge sehen.

Darüber hinaus hat Trump den Abbruch der Verhandlungen zur Transatlantischen Handels- und Investitionspartnerschaft (TTIP) angekündigt. Die in Europa darüber vergossenen Tränen kann man getrost als Krokodilstränen bezeichnen. Denn zu Zeiten der Obama-Präsidentschaft kam der Widerstand gegen TTIP ja vorwiegend aus Europa und nicht aus Amerika. Der unmittelbare wirtschaftliche Schaden durch das Scheitern von TTIP ist ohnehin überschaubar. Nach den vorliegenden empirischen Studien dazu würden die Wachstumseffekte von TTIP weitgehend im weißen Rauschen der allgemeinen Konjunkturschwankungen untergehen. Alles andere wäre auch verwunderlich, da es bei TTIP ja nicht um den Übergang von Autarkie zu Freihandel gehen sollte, sondern darum, den heute schon weitgehend freien Handel zwischen den USA und Europa noch ein wenig freier zu gestalten.

Deutlich ausgeprägter waren die Liberalisierungsschritte beim 1994 in Kraft getretenen NAFTA-Abkommen, insbesondere in Bezug auf den Handel zwischen den USA und Mexiko. Dieses Abkommen will Trump nachverhandeln. Über die dazu nötigen Kompetenzen verfügt er durchaus, denn der US-Präsident bedarf zwar zum Abschluss neuer Handelsabkommen der Zustimmung des Kongresses, aber für die wirksame Kündigung von Handelsabkommen reicht ein Präsidentendekret (Executive Order). Und da der NAFTA-Vertrag eine 180-tägige Kündigungsfrist vorsieht, bewegen sich die von Trump angestrebten Nach-

verhandlungen in legalem Rahmen. Falls die Zollmauern tatsächlich wieder hochgezogen werden sollten, wäre das ein weitaus größeres Desaster als die viel diskutierte physische Mauer zwischen den USA und Mexiko. Den größten Schaden nähme vermutlich die mexikanische Wirtschaft, aber auch weite Bereiche der US-amerikanischen Wirtschaft, die über Zuliefernetzwerke eng mit Mexiko verknüpft sind, wären hart betroffen.

Noch stärker als an solchen regionalen Handelsabkommen hängt das Herz des Ökonomen am Multilateralismus, wie er sich etwa in der WTO manifestiert. Denn die WTO-Prinzipien der Meistbegünstigung und der Nicht-Diskriminierung sind aller Erfahrung nach eine gute Grundlage dafür, Kollateralschäden regionaler Handelsabkommen für unbeteiligte Drittländer (Handelsumlenkung) in engen Grenzen zu halten. Doch der Multilateralismus ist nicht dem neuen US-Präsidenten zum Opfer gefallen, sondern war schon seit vielen Jahren mausetot. In der nunmehr 70jährigen Geschichte der WTO (bzw. des GATT als Vorgängerorganisation) wurden äußerst beachtliche Erfolge beim Abbau von Handelsschranken erzielt und diese Erfolge kommen mittlerweile über 160 Partnerländern zugute. Aber der letzte dieser Erfolge liegt mit dem Abschluss der Uruguay-Runde im Jahr 1994 schon mehr als zwei Jahrzehnte zurück. Fortgeführt werden sollte die Erfolgsgeschichte der WTO in der sogenannten Doha-Runde, die im Jahr 2001 gestartet wurde und die bis heute ergebnislos vor sich hin dümpelt. Kaum noch jemand rechnet damit, dass die Doha-Runde jemals zu einem erfolgreichen Abschluss kommen könnte.

Einen Ansatz zur Erklärung des säkularen Niedergangs des Multilateralismus bietet das Diminishing Giant Syndrome, das Jagdish Bhagwati erstmals 1993 in der Zeitschrift *Foreign Affairs* beschrieben hat und das heute weitgehend aus der Literatur verschwunden ist.¹ Bhagwati ging zunächst einmal von der Beobachtung aus, dass sämtliche neun erfolgreichen GATT-Runden – angefangen mit der Genfer Runde (1947) über die Kennedy-Runde (1964 bis 1967) bis hin zur Uruguay-Runde (1986 bis 1994) – von den USA initiiert worden waren. Die Erklärung dafür liegt seines Erachtens nicht in der ausgeprägten Freiheitsliebe der Amerikaner, sondern in ihrer damaligen weltwirtschaftlichen Dominanz: Wenn Freihandel – wie von der traditionellen Außenhandelslehre postuliert – allen beteiligten Ländern Vorteile bringt, dann kann das größte dieser Länder auch den größten Anteil der Vorteile erzielen. Die positiven Externalitäten, die Trittbrettfahrer-Ländern zufließen, fallen demgegenüber weniger ins Gewicht. Der weltwirtschaftliche Gigant wird sich demnach im eigenen Interesse für

multilateralen Freihandel einsetzen, anstatt mit vielen kleinen Ländern eine Spaghetti-Bowl bilateraler Abkommen (auch eine Wortschöpfung Bhagwatis) zu schließen.

Der amerikanische Gigant ist längst kein Gigant mehr. Der Anteil der USA am weltweiten Bruttoinlandsprodukt ist von über 40% (1960) auf unter 25% (2016) zurückgegangen. Deutlich ausgeprägter noch war der Rückgang an der weltweiten Industrieproduktion, die für den Welthandel die relevantere Größe darstellt. Dementsprechend haben die USA weitgehend ihr Interesse daran verloren, sich für eine Pax Americana im Welthandel zu engagieren. Nicht erst seit Trump, sondern schon seit den 1990er Jahren haben sich die USA aus dem Multilateralismus zurückgezogen.

Zunächst schien es, die sogenannten Mega-Regionals könnten an die Stelle des Multilateralismus treten. Beispiele dafür aus früheren Jahrzehnten bieten das ASEAN-Abkommen (1967) oder das Mercosur-Abkommen (1991) und nicht zuletzt die Europäische Union/Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (1958), die ja im Wesentlichen als Zollunion begann. Einen deutlichen Schritt in diese Richtung stellte die NAFTA (1994) dar und mit TPP (verhandelt seit 2010) und TTIP (verhandelt seit 2013) sollten weitere Schritte folgen. Doch daraus wird nun wohl zunächst einmal nichts werden – zumindest nicht unter Einbeziehung der USA.

Der unmittelbare wirtschaftliche Schaden des Kurswechsels in der US-Politik gegenüber internationalen Handelsabkommen dürfte aus europäischer Sicht recht begrenzt sein. Gravierender erscheinen die Langfristschäden, die aus einem generellen Paradigmenwechsel in der internationalen Handelspolitik resultieren könnten. Auch in der Prä-Trump-Ära gab es Tausende und Abertausende internationaler Handelshemmnisse, und Politiker und Lobbyisten sannen pausenlos darüber nach, wie ihre Zahl weiter vergrößert werden könnte. Aber zumindest in den Sonntagsreden gab es einen Grundkonsens, nach dem Freihandel besser sei als Protektionismus. Dieser Grundkonsens ist nun von Trump aufgekündigt worden.

Wir haben uns seit vielen Jahrzehnten daran gewöhnt, dass sich die internationale Arbeitsteilung fortwährend weiter vertieft – zum potenziellen Nutzen aller beteiligten Länder. Dazu beigetragen haben neben den GATT-/WTO-Runden die technologischen Fortschritte in den Transport- und Kommunikationstechnologien und nicht zuletzt der Fall des Eisernen Vorhangs. So wuchs der Welthandel regelmäßig rascher als die Weltproduktion und seit den 1980er Jahren kam ein enormer Anstieg der internationalen Direktinvestitionen hinzu. Unterschätzt wurde allerdings, in welchem Maße die Vertiefung der internationalen Arbeitsteilung auf externe Impulse angewiesen ist. An diesen Impulsen scheint es derzeit zu fehlen. Die Elastizität

¹ J. N. Bhagwati: The Diminished Giant Syndrome: How Declinism Drives Trade Policy, in: *Foreign Affairs*, 72. Jg. (1993), H. 2, S. 22-26.

des Welthandels in Bezug auf die Weltproduktion lag in den Jahrzehnten seit 1960 noch bei rund 2; d.h. der Welthandel wuchs fast doppelt so rasch wie die Weltwirtschaft. Seit 2012 wächst der Welthandel kaum noch rascher als die Weltproduktion. Ähnliches gilt für die weltweiten Direktinvestitionen, die sich so sehr abgeschwächt haben, dass der Economist bereits vom „retreat of the global company“ spricht.²

Manchem mag das Stocken der Globalisierung gerade recht kommen, da sie ihnen als Hauptursache der Vertiefung sozialer Gräben und der Verflachung kultureller Vielfalt gilt. Anderen dagegen (wie dem Autor dieses Beitrags), die in der Arbeitsteilung die wichtigste Quelle allen Wohlstands sehen, bereitet diese Entwicklung wenig Freude. Sie halten besorgt danach Ausschau, woher die internationale Arbeitsteilung neuen Schwung beziehen könnte. Der neue US-Präsident steht dafür jedenfalls offenkundig nicht zur Verfügung. Und die EU wird vermutlich auch künftig nicht die politische Kraft aufbringen, in die Bresche zu springen.

Handelsmaßnahmen

Seit der Ankündigung im eingangs erwähnten Playboy-Interview sind zahlreiche weitere Ankündigungen hinzugekommen, wie Donald Trump industrielle Arbeitsplätze in die USA zurückholen will. Auf importierte Autos, auf Dumping-Produkte und auf Re-Importe hat er Strafzölle in Höhe von 35% angekündigt; gegenüber China, dem Wechselkursmanipulationen vorgeworfen werden, erwägt er einen allgemeinen Zoll in Höhe von 45%; und auf Produkte aus Mexiko soll (unter anderem zur Finanzierung der Mauer) ein allgemeiner Zoll von 20% erhoben werden. Ob Trump sich auf diese Bereiche beschränken wird und ob es bei den konkreten Prozentsätzen bleibt, ist gegenwärtig schwer einschätzbar. Relativ sicher erscheint jedoch, dass Trump gewillt ist, zum Schutz industrieller Arbeitsplätze in den USA relativ breite und vermutlich auch auf Dauer angelegte Zollmauern zu errichten.

Inwieweit das Instrument der Präsidentendekrete auch derartige tarifäre Maßnahmen erlaubt, ist allerdings nicht so eindeutig wie bei den oben diskutierten Handelsabkommen. In der Verfassung der USA sind die Dekrete gar nicht erwähnt. In Artikel 2 ist lediglich ausgeführt, dass „the executive power shall be vested in a President of the United States.“ Aufgrund einer langjährigen Verfassungskonvention liegt die Kompetenz in der Zollpolitik beim Kongress. Es gibt allerdings Ausnahmen, die sich aus verschiedenen Einzelgesetzen ableiten. So könnte sich der US-Präsident auf den International Emergency Economic Powers Act von 1977 stützen. Oder auf den Trading with the Enemy Act von 1917. Letzterer wurde im Jahr 1971 (sic!) von dem damaligen Präsidenten Richard Nixon gezogen, um zur

Abwendung einer Zahlungsbilanzkrise einen allgemeinen Einfuhrzoll von 10% anzuordnen. Ob die US-Gerichte auch die von Trump anvisierten Zollmaßnahmen passieren lassen würden, ist zumindest zweifelhaft. Falls nicht, müsste Trump den Kongress zum Erlass entsprechender Zollgesetze bewegen, wofür die nötigen Mehrheiten ebenfalls nicht einfach zu gewinnen sein dürften.

Dabei hätte Trump durchaus die Möglichkeit gehabt, mit dem Finger auf die EU-Handelspolitik zu zeigen. Er hat ja öffentlich beklagt, dass auf der Fifth Avenue vor jedem Haus ein Mercedes Benz stehe, aber nicht ein einziger Chevrolet auf der Kö in Düsseldorf oder der Mönckebergstraße in Hamburg. Er hätte bei der Gelegenheit darauf hinweisen können, dass die EU auf importierte Pkw einen Einfuhrzoll von 10% erhebt, die USA dagegen nur einen Zoll von 2,5%. Und die in den USA so beliebten Pickups werden von der EU gar als Lkw eingestuft und demzufolge mit einem Einfuhrzoll von 22% belegt. Nun könnte man die Vorzüge eines Ford F-150, eines Chevrolet Silverado oder eines Dodge Ram, die seit Jahren die ersten drei Plätze bei den US-Neuzulassungen belegen, auf der Kö wohl ohnehin nicht wirklich nutzen. Aber angesichts der hohen EU-Zölle gewinnt man doch den Eindruck, dass die in Europa über den Trump-Protektionismus vergossenen Tränen auch in diesem Fall einen deutlichen Anteil Krokodilstränen enthalten.

Einen gravierenden Denkfehler begeht Trump, wenn er glaubt, mit Schutzzöllen verlorengegangene Arbeitsplätze in die USA zurückholen zu können. Dagegen spricht nicht nur die ökonomische Theorie, sondern auch alle praktische Erfahrung. In Deutschland wurde über Jahrzehnte vergeblich versucht, mit Reederbeihilfen sowie mit strikten Importquoten für Steinkohle und Kohlepfeffern den Arbeitsplatzschwund in Schiffbau und Bergbau zu verhindern; in Großbritannien war es die Automobilindustrie, die trotz Subventionen und Local-Content-Regelungen immer bedeutungsloser wurde; in Frankreich stemmt sich die Politik bis heute erfolglos mit Protektionsmaßnahmen gegen das Schrumpfen der heimischen Filmproduktion. Wenn jetzt die USA drastische Einfuhrzölle auf Pkw-Importe erheben würde, dann würden sicherlich viele Arbeitsplätze in Mexiko und auch manche in Deutschland verlorengehen, aber nicht an US-amerikanische Industriearbeiter, sondern an Industrieroboter.

Tatsächlich erholt sich die US-Automobilindustrie schon seit Jahren deutlich. Im Vergleich zum Krisenjahr 2009 hat sich die Pkw-Produktion fast verdoppelt; selbst die Stückzahlen aus dem Vorkrisenjahr 2007 werden heute wieder leicht übertroffen. Und bei den Nutzfahrzeugen, wo die USA seit jeher Weltmarktführer sind, zeigen die Produktionszahlen seit 2010 deutlich nach oben. Die Zuwächse wurden nicht zuletzt ermöglicht durch die Installation von rund 70 000 Industrierobotern in der US-Automobilindus-

² Economist: The retreat of the global company, vom 28.1.2017.

trie seit 2010. Falls es Trump gelingen sollte, seine Zollpläne gegen die Autoimporte tatsächlich in die Tat umzusetzen, dürfte das die Absatzperspektiven der Hersteller von Industrierobotern erst recht beflügeln. Die „Vergessenen“ aus dem mittleren Westen hätten davon eher nichts.

Auf mittlere und längere Sicht wäre es jedoch vor allem die US-Automobilindustrie selbst, die den Schaden hätte. Sie ist derzeit – wie die Automobilindustrie in allen anderen Ländern auch – eingebunden in ein globales Netzwerk von Zulieferern. Wenn die Protektionspolitik die US-Hersteller von diesem Netzwerk abschneiden würde, könnten diese vermutlich weder ihre Preisstandards noch ihre Qualitätsstandards halten. Und es würde ihnen der Wettbewerbsdruck fehlen, ohne den Effizienz und internationale Konkurrenzfähigkeit der US-Automobilindustrie schleichend erodieren könnten. Dann wären die „Vergessenen“ aus dem mittleren Westen endgültig die Verlierer.

Die europäische Reaktion

Wie sollte Europa auf all die Herausforderungen reagieren?

Carsten Hefeker

Präsident Trump und das Problem der Zusammenarbeit in der internationalen Wirtschaftspolitik

Um die Kooperation in der internationalen Wirtschaftspolitik ist es schon länger nicht gut bestellt. In der Handelspolitik ist die Zusammenarbeit im multilateralen Rahmen der Doha-Runde in der Welthandelsorganisation (WTO) gescheitert. Selbst regionale Freihandelsabkommen, wie das Europäisch-Kanadische Abkommen (CETA) stehen auf der Kippe, während das US-Europäische Abkommen TTIP und das Transpazifische Abkommen (TTP) von den Europäern bzw. der neuen US-Regierung infrage gestellt werden.¹ Die neue US-Regierung hat deutlich den Ton verschärft und angekündigt, Handelsabkommen künftig eher bilateral abzuschließen und gedroht, Handelskonflikte demnächst unilateral außerhalb des Streitschlichtungsmechanismus der WTO lösen zu wollen. Zudem hat sie angedroht, gegen die von ihr identifizierten Währungsmanipulationen Chinas, Japans und Deutschlands vorgehen zu wollen, und der stellvertretende Vorsitzende des Ausschusses für

¹ Präsident Trump hat per Dekret die TTP-Verhandlungen beendet, während der deutsche Wirtschaftsminister Gabriel bereits vor der US-Wahl erklärte, TTIP nicht weiter unterstützen zu wollen.

- Im Bereich der Handelsabkommen empfiehlt sich eine gute Portion Gelassenheit – verbunden mit der Strategie, selbst nach neuen regionalen Abkommen zu streben (allem voran mit China und Indien und nicht zuletzt mit Mercosur, wo die Verhandlungen schon weit vorgeschritten sind). Die USA sollten dabei nicht ausgegrenzt werden, aber die EU sollte zur Not auch ohne die USA voranschreiten.
- Im Bereich der Zollpolitik gilt zunächst einmal das Prinzip Hoffnung, denn es ist alles andere als ausgemacht, dass Trump seine Pläne dazu tatsächlich per Dekret umsetzen kann. Falls doch, ist von Retorsionsmaßnahmen dringend abzuraten, denn damit würden die Wohlstandsverluste auf beiden Seiten des Atlantiks nur unnötig vergrößert.

Insgesamt sollte die EU ihren eigenen Weg unbeirrt weiter gehen und sich nicht von einer irrationalen Handelspolitik des neuen US-Präsidenten das Gesetz des Handelns aufzwingen lassen. Wie sang schon Udo Lindenberg: „Ich mach' mein Ding – egal, was die ander'n labern.“

Finanzdienstleistungen im US-Kongress hat die Präsidentin der Fed aufgefordert, keine weiteren Verhandlungen mehr über die internationale Kooperation im Rahmen der Bankenregulierung und der Finanzmarktstabilität zu führen.

Die erklärte Abkehr der USA hin zu mehr Nationalismus und Bilateralismus in der internationalen Wirtschaftspolitik hat Befürchtungen ausgelöst, die Welt stehe vor einer neuen Welle von Handels- und Währungskonflikten sowie einer Abkehr von der US-Nachkriegsordnung. Während die Gefahr eines radikalen Politikwechsels nicht von der Hand zu weisen ist, muss abgewartet werden, was von den widersprüchlichen Aussagen tatsächlich umgesetzt wird. Deshalb nehme ich eine etwas längerfristige Perspektive ein.

Hat Kooperation bislang funktioniert?

Momentan werden vielfach Vergleiche zu den 1930er Jahren gezogen, in der die internationale Handels- und Währungsordnung der Nachkriegszeit endgültig zerbrach und in tiefe Konflikte zwischen Handels- und Währungs-

blöcken mündete.² Entsprechend werden diese Erfahrungen als Hintergrund gesehen, vor dem nach 1945 unter Führung der USA Regeln und Institutionen geschaffen wurden, um diese Fehler nicht zu wiederholen. Noch während des Krieges begannen die Planungen für eine Neuordnung der Welt auf der Basis von Demokratie, freiem Handel, koordinierter Währungspolitik und Entwicklungszusammenarbeit. Während Weltbank und Internationaler Währungsfonds (IWF) wie geplant umgesetzt wurden, scheiterte die geplante International Trade Organisation aber an den USA. Erst 1995 gelang es, aus dem 1946 beschlossenen Vertragswerk des Allgemeinen Zoll- und Handelsabkommens (GATT) die WTO zu entwickeln.³

Allerdings war die Zusammenarbeit weniger weitreichend und systematisch, als oft gedacht wird. Die Zollreduktionen im GATT waren bis in die 1960er Jahre nur gering, durch zahlreiche Ausnahmen gekennzeichnet und wurden vielfach durch andere Formen der Protektion ersetzt.⁴ Ebenso kam die WTO rasch an ihre Grenzen, da die Verhandlungsrunden von Anfang an hakten und kritische Bereiche wie die Liberalisierung der Agrarmärkte nicht vorankamen. Stattdessen nahm die Zahl der vor der WTO verhandelten Beschwerden immer mehr zu, während viele beteiligte Staaten zunehmend auf weitergehende und regionale Handelsabkommen statt auf globale Integration im Rahmen der WTO setzten.⁵

Und auch die Zusammenarbeit in Währungsfragen war von Beginn an durch Konflikte über Wechselkursniveaus und Leistungsbilanzungleichgewichte gekennzeichnet.⁶ Diese Phase der angespannten Kooperation mit festen Wechselkursen endete mit einer unilateralen Maßnahme seitens der USA. Präsident Nixon hob 1971 die Konvertibilität des US-Dollars in Gold auf und führte eine zusätzliche Importsteuer auf Industriewaren von 10% ein. Beides war weder mit den Regeln des Währungssystems von Bretton Woods, noch mit den Regeln des GATT vereinbar. Ziel der „Import Surcharge“, von der auch jetzt wieder die Rede ist, war es, Japan und Deutschland zur Aufwertung ihrer Währungen zu zwingen. Nach längeren Verhandlungen einigte man sich im „Smithsonian Agreement“ im August 1971 auf eine Anpassung der Wechselkurse, bevor

man 1973 offiziell das Festkurssystem von Bretton Woods beendete.⁷

Auch nach 1973 gab es nur wenige wirklich erfolgreiche Versuche der internationalen Kooperation im Währungsbereich.⁸ So einigte man sich 1985 im Plaza-Abkommen auf eine gemeinsame Politik der Abwertung des US-Dollars gegenüber Yen und D-Mark, um dann zwei Jahre später diesen Prozess im Louvre-Abkommen zu stoppen, nachdem der Dollar um 40% abgewertet hatte. Aber auch hier griff parallel nicht nur die Reagan-Administration zu einseitigen Handelsmaßnahmen gegen Importe aus Japan, vor allem mit den berüchtigten „Freiwilligen Exportbeschränkungen“⁹. Insgesamt aber funktionierte neben dem positiven Beispiel von Plaza und Louvre die makroökonomische Zusammenarbeit weniger gut. Die 1975 geschaffenen „Weltwirtschaftsgipfel“ (später G7), verloren rasch an Wirkung. Konnte man sich 1978 in Bonn noch auf gemeinsame fiskalische Maßnahmen zur Stützung der Konjunktur einigen, zeichneten sich folgende Gipfeltreffen durch starke Konflikte über globale Ungleichgewichte und über nötige Anpassungsmaßnahmen aus. Wiederum drängte man die USA auf eine weniger expansive Politik, während diese vor allem eine stärkere Expansion in Deutschland forderten.

Die Kooperation im Rahmen der (kurzzeitigen) G8 schließlich wurde infolge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2008 um die wichtigsten Industrie- und Schwellenländer auf die G20 erweitert.¹⁰ Obwohl man sich rasch auf Maßnahmen zur Sicherung der Finanzstabilität einigte und auf dem G20-Gipfel im November 2008 erklärte, keine Handelsbarrieren zur Stützung der heimischen Beschäftigung einführen zu wollen, wurde dies nicht so umgesetzt. Zwar sieht man relativ wenige Zunahmen bei den Zöllen, aber stattdessen vielfältige und erhebliche andere Eingriffe in den Freihandel und Diskriminierung gegen ausländische Firmen und Arbeitnehmer sowie Subventionen für heimische Firmen.¹¹

Noch deutlicher sind auch in diesem Zusammenhang die Konflikte in der Währungspolitik. Bereits 2010 sprach der brasilianische Finanzminister Mantega von der Gefahr von Währungskriegen und warf den USA und anderen Industrieländern vor, sich mit expansiver Geldpolitik auf

2 H. James: *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression*, Harvard 2009.

3 C. Schenk: *International Economic Relations since 1945*, Abingdon 2011.

4 R. Baldwin, S. Evenett: *Beggar-thy-Neighbour Policies during the Crisis Era: Causes, Constraints, and Lessons for Maintaining Open Borders*, in: *Oxford Review of Economic Policy*, 28. Jg. (2012), S. 211-234.

5 R. Baldwin: *The World Trade Organization and the Future of Multilateralism*, in: *Journal of Economic Perspectives*, 30. Jg. (2016), S. 95-115.

6 B. Eichengreen: *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton 1996.

7 D. Irwin: *The Nixon Shock after Forty Years: The Import Surcharge Revisited*, in: *World Trade Review*, 12. Jg. (2013), S. 29-56.

8 J. Frankel: *International Coordination*, NBER Working Paper 21878, 2016.

9 S. Evenett, D. Vines: *Crisis-Era Protectionism and the Multilateral Governance of Trade: An Assessment*, in: *Oxford Review of Economic Policy*, 28. Jg. (2012), S. 195-210.

10 H. Kharas, D. Lombardi: *The Group of Twenty: Origins, Prospects and Challenges for Global Governance*, Brookings Institution, 2012.

11 R. Baldwin, S. Evenett, a.a.O. Die Internetseite *Global Trade Alert* dokumentiert diese Verstöße fortlaufend, vgl. <http://www.globaltradealert.org/> (8.3.2017).

Kosten der Schwellenländer einen Vorteil verschaffen zu wollen. In der Tat resultierte jede Runde einer expansiven Geldpolitik in den USA (2010 bis 2011), Japan (2012 bis 2013) oder der Eurozone (2014 bis 2015) in gegenseitigen Vorwürfen der Partner, ihre Währungen zu manipulieren.¹² Und obwohl 2013 die G7 ihre Absicht, keine Währungsinterventionen vornehmen zu wollen bekräftigten, haben die gegenseitigen Vorwürfe nicht aufgehört. Bereits vor einiger Zeit wurde ein seit 1988 geltendes Gesetz verschärft, welches das US-amerikanische Finanzministerium verpflichtet, dem Kongress halbjährlich über Länder zu berichten, die ihre Währung manipulieren. Die Vorwürfe, die Mitglieder der aktuellen Administration gegenüber Deutschland und anderen Ländern erheben, sind somit nicht neu, aber auch nicht willkürlich umsetzbar.¹³

Wann Kooperation funktioniert

Globale Regeln im Handel und in der Währungspolitik sollen helfen, Kooperation im gegenseitigen Interesse sicherzustellen, Transaktionskosten und Informationsasymmetrien abzubauen und opportunistisches Verhalten zu verhindern.¹⁴ De facto aber sind sie oft im Sinne des kleinsten gemeinsamen Nenners formuliert und lassen bewusst Interpretationsspielraum, um einerseits eine möglichst breite Basis zu finden und andererseits die nötige Flexibilität für Anpassungen zu erhalten. Zumal sie gegenüber souveränen Staaten nicht gegen deren Widerstand durchsetzbar sind, was die freiwillige Zusammenarbeit mehr oder weniger gleichberechtigter Staaten erfordert. Aus theoretischer Perspektive funktioniert Kooperation dabei am besten, wenn sie formalisiert, eher technischer als politischer Natur ist, sich in Abstimmung und Umsetzung auf Experten mit ähnlichen Wertvorstellungen verlässt, sowie wenn sie sich auf eng und klar definierte Felder beschränkt und eher dazu dient, einen Regelrahmen zu stützen, statt ihn zu verändern. Entsprechend funktioniert sie beispielsweise relativ gut bei der Regulierung der Finanzmärkte im Rahmen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich oder bei globalen Gesundheitsfragen.¹⁵

12 Vgl. J. Frankel, a.a.O.; A. Rose: Currency Wars? Unconventional Monetary Policy Does Not Stimulate Exports, CEPR Discussion Paper 11748, 2017, zeigt, dass dieser Vorwurf nicht gerechtfertigt ist.

13 Die Kriterien, die dabei herangezogen werden, sind ein bilateraler Überschuss von mindestens 20 Mrd. US-\$ gegenüber den USA, ein Leistungsbilanzüberschuss des betroffenen Landes von mehr als 3% des BIP, und die einseitige Intervention auf dem Devisenmarkt; vgl. F. Bergsten, J. Gagnon: The New US Currency Policy, Peterson Institute of International Economics, 2016.

14 H. Siebert: Rules for the Global Economy, Princeton 2009.

15 B. Eichengreen: International Policy Coordination: The Long View, NBER Working Paper 17665, 2011. Auch die abgestimmte Antwort der wichtigsten Industrieländer infolge des Börsencrashes 1987 kann in diesem Licht gesehen werden. Vgl. J. Ostry, A. Ghosh: On the Obstacles to International Policy Coordination, in: Journal of International Money and Finance, 67. Jg. (2016), S. 25-40.

Sobald aber die Politikfelder breiter und diffuser werden, die Vorteile der Zusammenarbeit weniger deutlich oder wichtige Interessengruppen betroffen sind, wird sie schwieriger, wie auch die aktuellen Erfahrungen mit der Kooperation im Rahmen von G7 und G20 demonstrieren. Zwar zeigen die anfänglichen Erfolge der G20, dass gemeinsames und abgestimmtes Krisenmanagement möglich ist, wenn die Probleme klar definiert und die Spillover-Effekte zwischen den nationalen Politiken nicht umstritten sind. Genauso aber haben Vereinbarungen an Effektivität in dem Maße verloren, wie die unmittelbaren Probleme aus der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise nachließen, die Gipfel und Vereinbarungen mehr und mehr von den jeweiligen vorsitzenden Ländern für die Außendarstellung genutzt und die behandelten Themenfelder zunehmend ausgeweitet wurden.¹⁶ Insofern zeigt auch dies Beispiel, dass globale Kooperation vor allem in Krisen und nur für begrenzte Zeit funktioniert.

Angesichts der Verschiebung der globalen Machtverhältnisse und der weiter zunehmenden Zahl an relevanten Akteuren wird Kooperation auch zukünftig nicht einfacher werden. Dies gilt zumal, wenn die Gruppen heterogener werden und eine unterschiedliche Sicht auf die Natur der Probleme und die Funktionsweise der Wirtschaftspolitik haben.¹⁷ Während die sporadische Kooperation in der Währungspolitik oder beim Abbau der Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen aufgrund unterschiedlicher Vorstellungen über die Funktionsweise von Geld- und Fiskalpolitik schon immer schwierig war, zeigt sich dies zunehmend auch in der Handelspolitik angesichts neuer Formen der „tiefen“ Integration, die über Zollabbau hinausgehen und eher auf regulatorische Zusammenarbeit und globale Wertschöpfungsketten setzen.¹⁸ Diese Sicht auf den Handel und die dafür nötigen Anpassungen bei der Ausgestaltung von Freihandelsabkommen werden auch von europäischen Regierungen infrage gestellt. Insbesondere die Abwendung Europas und auch Deutschlands von modernen Freihandelsabkommen wie CETA oder TTIP förderte den Prozess der Desintegration bereits vor dem politischen Wechsel in den USA und zeigt, dass man sich offenbar schon länger nicht mehr über die Vorteile einer weiteren Integration einig ist.

Schlussfolgerung

Aus einer längerfristigen Sicht auf internationale wirtschaftspolitische Kooperation stellt sich der angekündigte Politikwechsel in den USA als Teil eines längeren Prozes-

16 I. Angeloni, J. Pisani-Ferry: The G20: Characters in Search of an Author, Bruegel Working Paper 2012/04.

17 J. Ostry, A. Ghosh, a.a.O.

18 R. Baldwin, a.a.O.

ses dar. Er zeigt, wie schwierig die internationale Zusammenarbeit generell ist und dass sich nur wenige Phasen einer spannungsfreien Zusammenarbeit identifizieren lassen. Das heißt nicht, dass eine aggressivere und unilaterale Politik der USA nicht große Kosten mit sich bringen würde, wenn sie beispielsweise die WTO generell infrage stellt. Vermutlich aber wird der Wechsel weniger radikal sein, als das gegenwärtig oft beschrieben wird. Die aktuellen Androhungen in der Währungspolitik sind momentan mangels Evidenz auch nach US-Recht nicht umsetzbar. Genauso unwahrscheinlich ist es, dass amerikanische Unternehmen und der Kongress eine deutliche Verschärfung der Handelspolitik, wie einen Austritt aus der WTO, mittragen würden. Nicht zuletzt sind es die USA, die vom WTO-System als einer der aktivsten Kläger profitieren.

Davon unabhängig aber war die Kooperation mindestens im Bereich von Handel und Währung auch schon vor dem Regierungswechsel in den USA nicht ungetrüb. Überdies bestehen ähnliche Konflikte nicht nur gegenüber

den USA, vielmehr zeigen sich unterschiedliche Vorstellungen über den Abbau von Ungleichgewichten, den Kurs der Geldpolitik oder den Umgang mit Migration auch im europäischen Zusammenhang.¹⁹ Und auch die offenbar in Berlin geplante Weiterentwicklung des Europäischen Stabilitätsmechanismus zum Europäischen Währungsfonds als einer Alternative zum IWF erinnert an Chinas Versuche, mit der BRICS-Bank und der Asiatischen Investitions- und Infrastrukturbank die Regionalisierung der Weltwirtschaft voranzutreiben und die globale Wirtschaftsordnung neu zu arrangieren. Sollte die Politik der neuen US-amerikanischen Regierung tatsächlich eine weitere Nationalisierung und eine Abkehr von der globalen Kooperation bringen, wird es aber auch an Europa liegen, diesen Prozess einzudämmen und nicht noch weiter voranzutreiben. Globale Kooperation ist im Interesse Europas und Deutschlands, aber sie wird nicht nur von den USA infrage gestellt.

19 M. Brunnermeier, H. James, J. Landau: *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton 2016.

Ansgar Belke, Hans-Peter Burghof

Bankenaufsicht und Geldpolitik bei Trump: Wende um 180 Grad?

Das klassische Bankgeschäft leidet heute in vielen Ländern unter dem niedrigen Zinsniveau und der fast unbegrenzten Verfügbarkeit von Kapital. Dieser Effekt mag für die USA gesamtwirtschaftlich geringer ausfallen als etwa für Deutschland, da das US-amerikanische Finanzsystem weniger bankenzentriert ist. Höhere Zinsen, die die Trump-Administration erst einmal begleiten werden, dürften sich positiv auf die Situation etwa der deutschen Finanzinstitute auswirken. Aber auch für US-amerikanische Banken dürfte die Perspektive erfreulich sein, in absehbarer Frist im Einlagen- und Kreditgeschäft wieder auskömmliche Margen verdienen zu können.

Darüber hinaus haben die Kreditinstitute von der Regierung Trump einiges zu erwarten. Donald Trump hat hierzu eine Agenda verkündet, deren wesentliche Argumentationslinie wie folgt verläuft:¹ Die Ausreichung von Bankkrediten an die Wirtschaft ist aufgrund der zu intensiven Regulierung und zu hoher Kapitalanforderungen unzu-

reichend. Dies hat negative Auswirkungen auf die Wirtschaftsentwicklung und damit auch auf die Arbeitsplätze. Durch eine Überprüfung und einen Rückbau der regulatorischen Überforderung lassen sich somit Wirtschaft und Arbeitsmarkt unterstützen. Insbesondere würde dies kleineren Instituten in den Regionen ihr Geschäft erleichtern und käme damit gezielt der Wählerklientel Trumps in den vernachlässigten Gebieten der USA zugute.

Als erste konkrete Maßnahme ordnete Trump eine Überprüfung des Dodd-Frank-Acts an. Dieser – ein bürokratisches Monster aus 540 Paragraphen auf 848 Seiten – umfasst jedoch eine so große Zahl an Einzelregelungen, dass allein aus diesem Sachverhalt heraus die mögliche Stoßrichtung einer Deregulierung noch nicht erkennbar wird. Kandidaten für eine Modifikation oder Abschaffung sind das Eigenhandelsverbot nach der sogenannten Volcker-Regel, die besonderen Regulierungslasten für systemische Institute und die bisher sehr weitgefaste Definition dieser Institute, die umfänglichen Anforderungen des Abwicklungsregimes für systemische Institute, Verbraucherschutzregelungen für Broker oder in der Immobilienfinanzierung sowie die Frage der Finanzierung des Consumer Financial Protection Bureau.

1 Vgl. R. Sahni, B. Sabel, G. Goldman, T. Byrne: *Rethinking US Financial Regulation in Light of the 2016 Election*, <http://www.shearman.com/en/newsinsights/publications/2016/12/rethinking-us-financial-regulation-2016-election>.

Einige Fragen zu Trumps Politikansatz

Im Grundsatz wäre ein solcher Politikansatz durchaus begrüßenswert. Aber es stellen sich einige Fragen:

1. Inwieweit geht das Konzept von einer realistischen Darstellung der wirtschaftlichen Situation der USA aus?
2. Stimmt die erklärte Agenda mit den tatsächlichen Vorhaben der neuen Entscheider in der Regierung Trump überein, soweit sich diese denn heute schon ableiten lassen?
3. Wird das Vorhaben in einer Weise umgesetzt, die der internationalen Vernetzung der Finanzindustrie in konstruktiver Weise Rechnung trägt?

(1) Wirtschaftliche Lage der USA

Es gibt, zumindest auf aggregierter Ebene, in den USA keine Kreditknappheit (und, dies an dieser Stelle nur nachrichtlich, auch nur eine geringe Arbeitslosigkeit). Im Gegenteil: Das aggregierte Kreditvolumen wächst dynamisch und liegt heute weit über dem Höchststand vor der Finanzkrise auf der Grundlage von Daten der Fed.² Die US-amerikanischen Banken können das heutige Aufsichtsregime als hinderlich empfinden. Aber es fiel ihnen unter den Wirtschafts- und Wettbewerbsbedingungen in den USA offenbar leicht, ausreichend Eigenkapital am Markt zu attrahieren oder hohe Gewinne zu thesaurieren, um die gestiegenen aufsichtlichen Eigenmittelanforderungen zu erfüllen. Wenn die US-amerikanischen Banken also Kredite verweigern, wie es Donald Trump bei einigen seiner Freunde beklagt, dann wohl eher aufgrund fehlender Bonität oder Seriosität des potenziellen Kreditnehmers. Diese „gefühlte“ Kreditklemme hat also nichts mit Realität zu tun. Die aufsichtlichen Geschäftsbeschränkungen lassen das klassische Kreditgeschäft sogar attraktiver erscheinen als in der Vergangenheit, in der die scheinbar leichten Gewinne aus Eigenhandel und Investmentbanking die Mühen des klassischen Bankgeschäfts oft überstrahlten.

Damit ist nicht ausgeschlossen, dass es abseits der großen Metropolen Probleme mit der Verfügbarkeit von Krediten gibt. Um die Ursachen dafür zu identifizieren, wäre eine sorgfältige Analyse der Struktur des US-amerikanischen Bankensystems erforderlich. Dieses weist einige Ähnlichkeit mit dem deutschen Bankensystem auf: Neben großen, börsennotierten und am internationalen Kapitalmarkt orientierten Instituten gibt es viele kleinere Institute, die, oft in besonderen Rechtsformen, die Nachfrage der Menschen in den

2 Vgl. plakativ Z. Faux, Y. Onaran, J. Surane: Trump Cites Friends to Say Banks Aren't Making Loans. They Are, Bloomberg, 4.2.2017, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-02-04/trump-cites-friends-to-say-banks-aren-t-making-loans-they-are>.

Regionen bedienen. Allerdings ist das Gewicht der zentralen Institute in den USA wesentlich größer, und die regionalen Kreditinstitute erscheinen sehr viel eingeschränkter in ihrem Angebot. Insbesondere dürften sie in der Unternehmensfinanzierung deutlich geringere Möglichkeiten haben als etwa deutsche Sparkassen oder Genossenschaftsbanken, die über ihren Verbund ihr Leistungsspektrum wesentlich erweitern können.

Es lässt sich zeigen, dass regionale Kapitalkreisläufe wertvoll sein können, um eine ineffiziente Konzentration des Kapitals in den großen Zentren zu verhindern.³ Eine solche Konzentration lässt sich in vielen Ländern beobachten. In den USA könnte sie sich durch die großen räumlichen Distanzen nochmal stärker akzentuieren, und anscheinend bilden die regionalen Institute kein zureichendes Gegengewicht. Möglicherweise wirkt sich auch die größere Bedeutung des Kapitalmarktes negativ auf die Kreditversorgung abseits der Zentren aus. Dies sind aber nur cursorische Beobachtungen, die eine fundierte wissenschaftliche Analyse nicht ersetzen können. Sie weisen aber darauf hin, dass eine Lösung dieses Problems eher in der institutionellen Gestaltung des US-amerikanischen Bankensystems denn in der Aufhebung aufsichtlicher Beschränkungen zu suchen ist, auch wenn letztere den betroffenen Kreditinstituten sicher sehr willkommen wäre.

(2) Erklärte Agenda und tatsächliche Vorhaben

Damit erscheint die Begründung des Vorhabens zumindest teilweise nur vorgeschoben. Die infrage gestellten aufsichtlichen Regelungen sind eine bunte Mischung von Beschränkungen, die vor allem kleinere Institute betreffen, und solchen, deren Aufhebung vor allem im Interesse der Großbanken ist. Die tatsächliche Umsetzung eines solchen Deregulierungsprogramms wird viel Detailarbeit und einiges an Durchsetzungsvermögen erforderlich machen. Die Priorisierung durch die handelnden Personen wird damit ausschlaggebend dafür sein, ob und wann welche Maßnahmen umgesetzt werden. Es lohnt also einen Blick auf das sich abzeichnende Personaltableau in der Finanzmarktregulierung zu werfen. Dieses wird bisher von Vertretern der Großbanken und des Investmentbankings dominiert. Damit ist nicht ausgeschlossen, dass diese sich mit der Amtsübernahme umorientieren. Angesichts der Tendenz in der Regierung Trump, das öffentliche Amt mit privaten Interessen zu verknüpfen, erscheint dies jedoch eher unwahrscheinlich.

Vermutlich ist die verkündete Agenda also nur vorgeschoben, oder aber sie wird im Laufe des Verfahrens durch die

3 Vgl. H. Hakenes, I. Schnabel: The Threat of Capital Drain: A Rationale for Regional Banks?, in: Journal of Institutional and Theoretical Economics, 166. Jg. (2010), H. 4, S. 662-689.

verborgenen Agenden der Akteure ersetzt. Wir erwarten daher vor allem eine deutliche Deregulierung bei den großen Instituten. Geringere Eigenkapitalanforderung vor allem für das Investmentbanking, eine Aufhebung des Eigenhandelsverbots und eine Lockerung des Verbraucherschutzes bei Finanzgeschäften können kurzfristig einen kräftigen Boom in der Finanzbranche auslösen, den die Aktienkurse US-amerikanischer Banken auch schon antizipieren. Profitieren würden davon vor allem die großen Finanzzentren, an erster Stelle New York. Eine solche Politik mag im Widerspruch mit den Erwartungen der Wähler Trumps stehen. Ihre positiven Auswirkungen auf die Immobilienpreise in New York ermöglichen aber einen Gleichlauf der Interessen an ganz anderer Stelle.

(3) Internationale Vernetzung der Finanzindustrie

Die Stabilität großer Kreditinstitute ist ein globales öffentliches Gut. Die entsprechende Regulierung wurde daher in den vergangenen Jahren in internationalen Gremien wie dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht entwickelt und abgestimmt. Dieser Prozess ist langwierig und macht Kompromisse erforderlich. Der erklärte Politikansatz und das bisherige Verhalten des neuen US-amerikanischen Präsidenten lassen in dieser Hinsicht wenig Gutes erwarten. Die internationale Gemeinde der Bankenaufsichter wird sich darauf einstellen müssen, dass die USA ohne Rücksicht auf bestehende Vereinbarungen, auf Interessen Dritter oder auf Sachargumente ihr Aufsichtsregime gerade für die großen, global systemischen Institute ändern werden.

Mit dieser Deregulierungspolitik steht Trump möglicherweise nicht allein. Auch Großbritannien ist nach dem Brexit wirtschaftlich noch stärker auf seinen Finanzplatz angewiesen, der sich am einfachsten durch eine rasche Deregulierung fördern ließe. Es steht dahin, wieviel Raum die in den nächsten zwei Jahren zu treffenden Vereinbarungen mit der Europäischen Union dafür lassen werden und auch, inwieweit sich Großbritannien dann an diese Vereinbarungen halten wird. Das rücksichtslose Vorantreiben nationaler Interessen in vielen Ländern kann bewirken, dass der Verzicht auf eine sachgerechte Regulierung wieder zum ausschlaggebenden Faktor im Standortwettbewerb der Finanzplätze wird. Damit würden die durchaus diskussionswürdigen Fortschritte aus einem jahrzehntelangen internationalen Bemühen um die Sicherheit des globalen Finanzsystems zunichte gemacht.

Das erklärte Vorhaben entspricht also nicht dem tatsächlich zu erwartenden Vorgehen, und das tatsächliche Vorgehen kann zu einer dauerhaften Gefährdung der Stabilität der globalen Finanzmärkte führen. In diesem Sinne ändern sich die US-Bankenaufsicht unter Trump und damit auch das Szenario für den Rest der Welt in der Tat um 180 Grad. Für die Europäische Union ergibt sich daraus eine Infragestel-

lung der eigenen Regulierungspolitik, die aber auch im eigenen Interesse geboten erscheint. Denn ein Übermaß an Regulierung schadet in Verbindung mit der Minuszinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) auch den Banken und der Wirtschaft in Europa. Einige der intendierten Maßnahmen der Regierung Trump könnten vor diesem Hintergrund durchaus nachahmenswert sein. Bei einem hemmungslosen Deregulierungswettlauf werden dagegen – ebenso wie in einem „Währungskrieg“ in Gestalt eines Abwertungswettlaufs diesseits und jenseits des Atlantiks – am Ende alle zu Schaden kommen. Ist letzterer wahrscheinlich und was könnten die geld- und währungspolitischen Implikationen der Ägide Trump sein?

Trump – Geld- und währungspolitische Implikationen

Donald Trump zu modellieren, fällt auch Makroökonomem schwer: eine große Prise Reaganomics, aber gerade im Bereich der Geld- und Währungspolitik viel widersprüchlicher als diese. Trump charakterisierte die Chefin der US-Notenbank Fed, Janet Yellen, vor einem Jahr mal als kompetent. Ein anderes Mal sagte er, sie solle sich angesichts der von der Fed zu verantwortenden unangemessen niedrigen Zinsen, künstlich hohen Aktienkursen und den hieraus resultierenden gefährlichen Spekulationsblasen („a false economy“)⁴ schämen. Einmal äußerte sich der verschuldete Immobilienmogul Trump als jemand, der Nullzinsen liebe (wohl nicht zuletzt, da diese eine maximale Wirkung seines geplanten riesigen Fiskalprogramms sicherstellen).⁵ Beim nächsten Mal argumentierte er, der Sparer müsse vor der die Finanzwirtschaft begünstigenden Fed geschützt werden. Jetzt, da Donald Trump Präsident geworden ist und eine Partei führt, die gemäß der ideologieorientierten Theorie politischer Konjunkturzyklen die Interessen von Gläubigern repräsentiert, kommt es zum Showdown – denn beides zugleich kann inhaltlich nicht gelten.

Konfliktlinien zwischen Trump und der Fed

Trump verheißt mehr als ein Jobwunder. Durch ein Konjunkturprogramm und ausgeprägte Steuersenkungen will er innerhalb der nächsten zehn Jahre 25 Mio. neue US-Arbeitsplätze bei jährlichen Wachstumsraten von 4%, also eine Verdopplung der bisherigen Wachstumsraten gegenüber heute, schaffen. Trumps ehrgeizige Ziele sind kaum realistisch. Denn mit einer Staatsschuldenquote von mehr als 100% des BIP haben die USA eigentlich nicht viel Spielraum für einen fiskalpolitischen Stimulus und das nutzbare US-Arbeitskräftepotenzial (ohne Immigration) kann diese

4 <https://www.theguardian.com/business/2016/sep/06/trump-us-federal-reserve-false-economyinterest-rates>.

5 Vgl. K. Bernoth: Beyond a Mere Change at the Top, in: Economic Policy, Hertie School of Governance, Berlin, November 2016.

Raten längst nicht speisen. Ohne Akkommodierung durch die Fed, die einen Aufschwung mit einer restriktiven gegensteuernden Geldpolitik abschwächen könnte, würde es für Trump jedoch noch schwerer. Bei einer Anhörung vor dem US-Senat am 14. Februar 2017 signalisierte Yellen jedoch wenig Rücksichtnahme. Sie sieht die US-Volkswirtschaft auf gutem Wege nahe der Vollbeschäftigung und des Inflationsziels von 2%. Es gebe deshalb keinen Grund für einen großen fiskalischen Stimulus, den Donald Trump für die US-Volkswirtschaft fordert, deren Zustand „erbärmlich“ sei. Zu lange mit Zinserhöhungen zu warten, sei unklug, sagte Yellen.⁶

Trumps makroökonomische Politikvorhaben, aber nicht so sehr die Tatsache, dass Janet Yellen mit den Demokraten in Verbindung gebracht wird,⁷ werden deshalb wahrscheinlich zu einem direkten Konflikt mit der Geldpolitik der Fed führen. Mehr Staatsausgaben und geringere Steuern werden die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen erhöhen. Dies führt zu mehr Inflationsdruck und provoziert so die Frage, wie die Fed hierauf reagieren wird.⁸ Gegenwärtig sendet die Fed noch konfligierende Signale. Einerseits wünscht sie nur einen graduellen Anstieg der Zinsen. Dies ist ein passiver vorsichtiger Ansatz, der gemeinsam mit Trumps expansiver Fiskalpolitik tendenziell zu mehr Beschäftigung, aber auch zu mehr Inflation führt. Das große Risiko dabei ist, dass die Inflation das explizite Ziel der Fed übersteigen und hierdurch Erwartungen einer höheren Inflation wecken könnte, deren Beseitigung wiederum die Anwendung ökonomisch schmerzhafter Gegenmaßnahmen erfordert.

Andererseits gibt es gute Gründe anzunehmen, dass die Fed ihre Geldpolitik viel schneller straffen wird, wenn sich eine höhere Inflation bereits tatsächlich eingestellt hat. Zumindest traut ihr der Markt das zu, wie die Entwicklung der Marktzinsen zeigt. Denn die Fed hat bereits in Abwesenheit von akutem Inflationsdruck damit begonnen, geldpolitischen Stimulus aus dem System zu nehmen. Ein derartiger aktiver Ansatz würde die Nachfrage des privaten Sektors beschneiden und hiermit dem potenziell kurz- bis mittelfristig wachstumsfördernden Einfluss der Fiskalpolitik Trumps entgegenwirken. In diesem zweiten Szenario würde die Fed die Geldpolitik in dem Bewusstsein einsetzen, dass sie die

Ziele des US-Präsidenten konterkariert. Falls der US-Volkswirtschaft aktuell durch ein konjunkturpolitisch falsches Timing von Investitionsprogrammen jetzt die Überhitzung droht, wird die Fed wohl gegensteuern.⁹ Und der Zinsdienst auf die ausstehenden US-Staatsanleihen wird parallel zur Straffung der EU-Geldpolitik zusätzlichen haushaltspolitischen Druck auf die Trump-Regierung ausüben.

Wie würde Trump, der auf das Wohlwollen der Fed angewiesen ist, einen derartigen Konflikt handhaben? Die Rückwirkungen einer nicht einvernehmlichen Lösung auf die Fed und die globale Geldpolitik könnten in der Tat weitreichend sein. Die Neubesetzung des Gouverneursrats könnte somit zu einem Politikum werden. Aber dies nicht nur wegen mangelnder Akkommodierung des makroökonomischen Politikmixes Trumps durch die Fed.

Wie oben gezeigt, beabsichtigt Trump, die als Reaktion auf die letzte Finanzkrise verschärften Regeln für den US-Finanzsektor wieder aufzuweichen. Auch hierbei ist er auf die Fed angewiesen, aber Yellen ist nicht auf seiner Linie. Deshalb will er die unabhängige Fed vollständig ihrer bisherigen Regulierungsaufgaben entledigen und auf ihre ursprüngliche Kernaufgabe reduzieren – die Sicherung der Stabilität des US-Dollars.

Doch auch hier deuten sich Konflikte an. So beklagte Donald Trump jüngst im „Wall Street Journal“, dass der Außenwert des US-Dollars zu hoch sei: „Unsere Unternehmen können mit ihnen momentan nicht konkurrieren, weil unsere Währung zu stark ist. Und das bringt uns um.“¹⁰ Und ein wichtiger Berater von Donald Trump, Peter Navarro, attackierte Deutschland wegen des schwachen Euro. Das Land beute mit einem „deutlich unterbewerteten“ Euro die Amerikaner und die Euro-Partner aus.¹¹ Die Europäische Zentralbank hält den Außenwert des Euro in der Tat mit ihrem gigantischen Anleihekaufprogramm recht niedrig. Solche Vorwürfe sind nicht neu. Sie gehen bis in die Mitte der 1980er Jahre zurück. Fed-Chefin Yellen dagegen will die Zinsen schrittweise weiter erhöhen – eine Politik, die den US-Dollar stärkt.¹² Es lässt sich zeigen, warum dies erst der Anfang einer Konfrontation ist, die am Ende allen Beteiligten schaden könnte.¹³

6 <http://www.n-tv.de/wirtschaft/Wohin-steuert-die-US-Geldpolitik-article19703156.html>.

7 Dies ist für sich genommen noch kein überzeugender Grund, Yellen zu ersetzen. Denn es gab in der Vergangenheit „republikanische“ Fed-Chairs unter demokratischer Präsidentschaft und umgekehrt. Yellens Vorgänger etwa, Ben Bernanke, wurde von George W. Bush ernannt und danach von Barack Obama bestätigt. Alan Greenspan, 1987 von Ronald Reagan nominiert, diente acht Jahre unter Clinton und war insgesamt mehr als 18 Jahre im Amt. Vgl. <https://www.nzz.ch/wirtschaft/wirtschaftspolitik/us-wahlen-das-fed-und-die-wunder-tuete-trump-id.128391>.

8 Für die folgenden Ausführungen vgl. <https://www.bloomberg.com/view/articles/2016-05-10/donald-trump-versus-the-fed>.

9 <http://www.zew.de/de/presse/pressearchiv/die-fed-setzt-der-wirtschaftspolitik-von-donald-trump-klare-ansagen-entgegen/>.

10 <https://www.wsj.com/articles/trump-comments-signal-shift-in-approach-to-u-s-dollar-1484690469>.

11 <https://www.theguardian.com/business/2017/jan/31/trump-trade-adviser-germany-euro-us-eu-peter-navarro>.

12 <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/fed-yellen-stimmt-finanzmaerkte-auf-zinserhoehung-ein-a-1134598.html> und <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/us-notenbank-das-geld-der-zins-und-der-praesident-1.3360826>.

13 Vgl. A. Belke: Dollar versus Euro – Beginn eines Währungskrieges, Deutsche Welle, 1.2.2017, <http://www.dw.com/de/belke-beginn-eines-waerungskrieges/a-37371560>.

Einflusskanäle Trumps auf die US-Geldpolitik

Wenn Trump mit „Make America Great Again“ ernst macht, wird er auch die politischen Institutionen einschließlich der Fed in den Fokus nehmen müssen („Drain the Swamp“). Es gibt hier mehrere mögliche Einflusskanäle. Eine erste Strategie besteht in der Ernennung neuer Mitglieder des Federal Reserve Boards, die bisherige Mitglieder wegen auslaufender Amtszeiten oder Rücktritte ersetzen. Dies ist der klassische Kanal der Beeinflussung der Geldpolitik durch eine Regierung.¹⁴ Zweitens kursierten bereits vor der Wahl Trumps Vorschläge zur „Reform“ der Fed. Dabei besteht eine Idee darin, die Fed mit einer Auskunftspflicht zu versehen („Audit the Fed“). Ein anderer Ansatz ist, den diskretionären Handlungsspielraum der Fed bei der Geldpolitik einzugrenzen, indem sie die Setzung ihrer Leitzinsen einer vorab kommunizierten Formel wie der „Taylor-Regel“ unterwirft.¹⁵ Drittens könnte das zuletzt noch für unbefristet erklärte Liquiditäts-Swap-Abkommen¹⁶ zwischen der Fed und der EZB (und anderen wichtigen Notenbanken) ausgesetzt werden.

Ernennungen für das Federal Reserve Board

Was immer das Ziel Donald Trumps ist, er kann die Fed, vor allem aber den Vorsitz des Verwaltungsrats („Federal Reserve Board“), aber auch dessen einfache Mitglieder, durch eine entsprechende Besetzungspolitik fast vollständig neu ausrichten. Der Verwaltungsrat bildet zusammen mit fünf Gouverneuren regionaler Notenbanken den Offenmarkt-Ausschuss (FOMC), der die US-Geldpolitik bestimmt.¹⁷ Die Republikaner im Kongress werden Druck ausüben, Personal zu selektieren, das die Fed stärker als bisher an Regeln ausrichtet. Der pragmatische Trump dürfte diesem Anliegen eher nicht folgen, denn eine zu starke Regelbindung der Fed könnte den realwirtschaftlichen Impuls seines Konjunkturprogramms entscheidend dämpfen. Die Ausrichtung der US-Geldpolitik dürfte sich somit weniger stark ändern als gemeinhin befürchtet. Allerdings werden die neuen Mitglieder die Regulierung des US-Finanzsystems fühlbar zurücknehmen.¹⁸

Daniel Tarullo wird als Fed-Gouverneur Anfang April 2017 zurücktreten.¹⁹ Die Trump-Administration dürfte diese Personalie begrüßen. Denn Tarullo war ein entschiedener Verfechter einer strengen Regulierung der Banken und des Dodd-Frank-Gesetzes zur Finanzmarktregulierung.²⁰ Über den durch den Abgang Tarullos frei werdenden Sitz hinaus gibt es zurzeit zwei weitere Vakanten im Federal Reserve Board. Auch ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass Lael Brainard bald zurücktreten wird, wenn sie als Wahlkampfunterstützerin Clintons keine Chance sieht, Yellen im Amt nachzufolgen.²¹ Vor allem aber läuft die Amtsperiode Yellens als Board-Vorsitzende im Februar 2018 aus, und diejenige Fischers als ihrem Stellvertreter im Juni 2018. US-Präsident Trump wird Yellen wohl eher nicht für eine weitere Amtsperiode vorschlagen. Denn das Verhältnis Trump-Yellen gilt als schwer belastet, seit der Präsidentschaftskandidat Trump die Fed-Chefin immer wieder der Wahlkampfunterstützung für Hillary Clinton beschuldigt hat. In diesem Fall werden die beiden kaum einfache Board-Mitglieder bleiben, sodass in 15 Monaten weitere zwei Posten im Board freiwerden.²² Trump verfügt daher über die Option, bis Mitte 2018 den Vorsitz und fast das vollständige Federal Reserve Board neu aufzustellen.

Bis Mitte 2018 wird der Gouverneursrat also in der Mehrheit aus Personen bestehen, die Donald Trump ernannt hat. Falls dies die geldpolitische Ausrichtung der Fed verändert, wird man auch deutlicher erkennen können, ob eine steigende US-Inflation durch veränderte Leitzinsen den US-Dollar stärken wird oder nicht. Erste Indizien hierfür werden sich bereits durch die Neubesetzungen im laufenden Jahr herauskristalisieren.²³ Diese können dann über eine „Voting Power“-Analyse im Hinblick darauf ausgewertet werden, welchen Einfluss Trump auf die Geldpolitik de facto hat.²⁴

Bei den neuen Nominierungen wird Trump das durch das Dodd-Frank-Gesetzespaket von 2010 neu geschaffene Amt eines stellvertretenden Board-Vorsitzenden für Aufsichtsfragen besonders im Auge haben.²⁵ Präsident Trump und der Republikanischen Partei ist wie weiter oben gezeigt gemeinsam, dass sie die als exzessiv empfundene

14 Vgl. A. Belke, N. Potrafke: Does Government Ideology Matter in Monetary Policy? A Panel Data Analysis for OECD Countries, in: Journal of International Money and Finance, 31. Jg. (2012) H. 5, S. 1126-1139.

15 Vgl. A. Belke, T. Polleit: Monetary Economics in Globalised Financial Markets, Heidelberg 2010, S. 716 ff.

16 https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/currency_swap_lines.de.html. Für die Entfristung siehe http://www.snb.ch/de/mmr/reference/pre_20131031_1/source/pre_20131031_1.de.pdf.

17 <https://www.nzz.ch/wirtschaft/wirtschaftspolitik/us-wahlen-das-fed-und-die-wundertuete-trump-ld.128391>.

18 Commerzbank: Wachablösung: Trump kann Fed neu ausrichten, Economic Insight, Economic Research, 22.2.2017.

19 <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/fed-fuehrungsmitglied-tarullo-wirft-wegen-trump-hin-14872549.html>

20 <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/trump-und-die-fed-amerikas-geldpolitik-vor-neuer-epoche-14876453.html>.

21 Vgl. Commerzbank, a.a.O.

22 Vgl. Commerzbank, a.a.O.

23 Vgl. U. Leuchtmann: Gleichgewicht des Schreckens, in: Börsenzeitung, Nr. 31, 2017, S. 13.

24 Vgl. A. Belke, B. Styczynska: The Allocation of Power in the Enlarged ECB Governing Council – An Assessment of the ECB Rotation Model, in: Journal of Common Market Studies, 44. Jg. (2006), H. 5, S. 865-895.

25 Vgl. P. Conti-Brown, S. Johnsons: Governing the Federal Reserve System after the Dodd-Frank Act, Peterson Institute for International Economics Policy Brief, Oktober 2013.

Banken- und Finanzmarktregulierung wieder zurückführen wollen.²⁶ Deshalb werden sich beide ohne weiteres auf einen deregulierungsgeneigten Kandidaten als stellvertretenden Vorsitzenden für Aufsichtsfragen einigen. Bei der Besetzung der übrigen freien Posten, bei der es darum geht, die geldpolitische Ausrichtung der Fed zu bestimmen, könnte es aber zu Interessenkonflikten zwischen Trump und seiner eigenen Partei kommen.²⁷

Die Republikaner setzen auf Regeln, und diese empfehlen angesichts steigender Inflationserwartungen, aber auch wegen der gut laufenden Konjunktur gegenwärtig einen signifikant restriktiveren Kurs der US-Geldpolitik.²⁸ Deshalb treten viele Republikaner prinzipiell dafür ein, Yellen durch vermeintliche geldpolitische Hardliner wie John B. Taylor oder die libertären Ron Paul oder John Allison zu substituieren, die Inflationsgefahren energischer bekämpfen.²⁹ Die Republikaner im Kongress wollen es wohl nicht auf einen gravierenden Konflikt ankommen lassen, obgleich sie sich unzweifelhaft auf eine Neuausrichtung der Geldpolitik festgelegt haben. Denn nach den ersten Wochen im Amt scheint der aus ihrer Partei hervorgegangene Präsident Trump zunehmend angegriffen. Darüber hinaus gehören die ausgewiesenen Hardliner in Bezug auf die Geldpolitik dem Repräsentantenhaus und nicht dem Senat an. Vor allem aber ist Präsident Trump mit seinem Vorschlagsrecht der Agenda-Setter. Um den Erfolg seiner versprochenen Wirtschaftspolitik abzusichern, dürfte der Präsident daran interessiert sein, eher pragmatisch ausgerichtete Geldpolitiker zu nominieren.³⁰ Die Wahl eines geldpolitischen „Falcken“ dürfte jedoch Trumps ohnehin kühnen Plan zunichtemachen, das US-Wirtschaftswachstum durch Steuersenkungen und zusätzliche Staatsausgaben zu verdoppeln. Dies heißt aber nicht, dass er eine ausgemachte Taube nominieren wird. Denn die Nominierung einer „Taube“ dürfte zu einem Anstieg der Inflation und damit bereits im Vorfeld zu Spannungen zwischen dem Regierungschef und den Republikanern im Kongress und der Parteibasis führen.³¹ Letzten Endes wird es daher wohl zur Ernennung „geldpolitischer Zentristen“ bzw. von Mainstream-Geldpolitikern als

26 In Regulierungsfragen hat auch der oberste Jurist (General Counsel) der Federal Reserve ein wesentliches Mitspracherecht. Der gegenwärtige Amtsinhaber, Scott G. Alvarez, wird noch 2017 verabschiedet. Der Amtsnachfolger wird vom Board bestimmt – auch dies wird Trump nicht entgangen sein. Vgl. auch Commerzbank, a.a.O.

27 Ebenda.

28 Vgl. dazu https://www.commerzbank.com/media/de/research/economic_research/aktuell_1/wif.pdf.

29 <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/us-notenbank-das-gelder-zins-und-der-praesident-1.3360826>.

30 Vgl. Commerzbank, a.a.O.

31 <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/us-notenbank-das-gelder-zins-und-der-praesident-1.3360826>. Ethan Harris, Ökonom bei der Bank of America, wird hierzu ebendort mit der folgenden Aussage zitiert: „Trump ist Geschäftsmann. Er wird jemanden haben wollen, der ein gutes Geschäftsklima garantiert.“

Kompromisslösung hinauslaufen und nicht auf die Auswahl von Befürwortern einer strikten Regelbindung der Fed.³²

Um das Board dennoch zu prägen, könnte Trump hingegen für einige der anderen Posten ausgewiesene Gegner einer Finanzmarktregulierung wie Paul und Allison vorsehen. Beide würden nämlich voraussichtlich nicht nur seine Deregulierungspolitik für Banken mitverantworten, sondern sie könnten angesichts einer Amtszeit von 14 Jahren auch noch den Nachfolgern Trumps im Präsidentenamte die Verschärfung von Banken-Aufsichtsregeln erschweren.

Audit der Fed

Unsere Analyse wird dadurch erschwert, dass Trump bisher nicht klar gemacht hat, für welche Geldpolitik er eigentlich eintritt. Ohne eine klare Vorgabe vom Präsidenten aber nehmen die Ansichten einflussreicher Abgeordneter in beiden Kammern des Kongresses an Gewicht zu. Vor allem die Republikaner misstrauen der Fed zutiefst und schätzen sie als zu eigenmächtig und intransparent ein. Das wird an einer Reihe an Gesetzesinitiativen deutlich, die sämtlich beabsichtigen, die Autonomie der Fed einzuschränken oder die Bank wenigstens zu regelmäßiger Rechenschaftslegung zu veranlassen.³³

Verschiedene Republikaner, darunter Donald Trump, haben wiederholt mit dem Argument höherer Transparenz dafür plädiert, alle Aktionen der Fed durch das Government Accountability Office (GAO) auditieren zu lassen. Dies würde auch die individuellen geldpolitischen Entscheidungen einschließen, die somit dem Congressional Review ausgesetzt wären. Der libertäre republikanische Senator Rand Paul hat seinen „Audit the Fed“-Gesetzesentwurf erneut in den Senat eingebracht und vermutet Unterstützung von Seiten der Trump-Administration.³⁴ Dieses Gesetz verleihe dem Kongress mehr Prüfungsrechte über die Fed. Die Einschaltung des Kongresses und der GAO bei geldpolitischen Entscheidungen stellt prinzipiell die Unabhängigkeit der Fed infrage. Die Tatsache, dass die letzten US-Wahlergebnisse sowohl das Repräsentantenhaus als auch den Senat unter die Kontrolle der Republikaner brachte, macht es nun viel leichter, die Gesetzgebung zur Fed zu ändern. Dies ist mit Blick auf die weitere Erosion der Unabhängigkeit der Fed per se besorgniserregend.

32 Kevin Warsh, der die seiner Ansicht nach in den letzten Jahren sehr kurzfristig ausgerichtete und sprunghaft reagierende Fed-Politik stark kritisiert, wäre wohl ein solcher Kandidat. Für seine Positionen siehe K. Warsh: America Needs a Steady, Strategic Fed, Wall Street Journal vom 30.1.2017, vgl. auch Commerzbank, a.a.O.

33 <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/trump-und-die-fed-amerikas-geldpolitik-vor-neuer-epoche-14876453.html>.

34 <http://www.breitbart.com/big-government/2017/01/07/audit-the-fed-pass-congress/> und <http://www.ronpaul.com/audit-the-federal-reserve-hr-1207/>.

Die Fragen des optimalen Grades der Unabhängigkeit einer Zentralbank und ihrer Rechenschaftspflicht sind jedoch nicht neu. Man begegnet hier einem klassischen Nutzen-Kosten-Tradeoff. Einerseits steigt die Nachfrage nach Unabhängigkeit und öffentlicher Rechenschaftspflicht, je unabhängiger die Notenbank ist – um sicherzustellen, dass die Geldpolitik im nationalen Interesse gestaltet wird. Andererseits erhöht mehr „central bank auditing“ die Wahrscheinlichkeit, dass Mitglieder des Kongresses politischen Druck auf die Fed ausüben.³⁵

Trump könnte also die Geldpolitik und regulatorische Aktivität der Fed vergleichsweise schnell durch Ernennungen für das Federal Reserve Board beeinflussen, und gleichzeitig können gesetzlich-institutionelle Grundlagen im Sinne Trumps angepasst werden. Dies gilt vor allem auch für den regulatorischen Bereich. Im Kongress gibt es schon länger Bestrebungen, den Einflussbereich der Fed genau hier zu verringern. In Teilen ist aber die Fed schon von sich aus aktiv geworden, die Vorgaben des Dodd-Frank-Gesetzes differenzierter zu implementieren. Zwei Gesetzentwürfe, die vom Ausschuss des Repräsentantenhauses bereits angenommen worden sind, dürften aus diesem Grund in den kommenden Monaten öffentliches Interesse erregen: der Form Act (Fed Oversight Reform and Modernization Act) und der Financial Choice Act (Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs).³⁶

Eine Zinsregel für die Fed

Bereits im November 2015 wurde vom US-Repräsentantenhaus mit republikanischer Mehrheit ein Gesetzesvorschlag verabschiedet, der die Fed nicht nur zur Formulierung einer geldpolitischen Strategie verpflichtet. Die Notenbank soll zudem Abweichungen von einer vorab als Referenz bestimmten Zinsregel begründen. Eine Zustimmung durch den Senat liegt bisher noch nicht vor. Ein solches Gesetz würde eine regelorientierte Geldpolitik einführen, die nach einem Vorschlag des US-amerikanischen Ökonomen John B. Taylor den Leitzins im Wesentlichen von aktuellen Ausprägungen der Inflation und der Kapazitätsauslastung der Volkswirtschaft (gemessen unter anderem durch Arbeitsmarktdaten) abhängig machen würde.³⁷ Abweichungen wären dann immer noch möglich, müssten aber ausführlich begründet werden. Taylor selbst verweist immer wieder auf die Flexibilität, die sein Ansatz zulasse. Eine solche Referenzregel würde sogar die Unabhängigkeit der Zentralbank

stärken. Denn wenn eine US-Regierung im Sinne der Theorie politischer Konjunkturzyklen versuchte, ihre Wiederwahlchancen durch Niedrigzinsen zu erhöhen, könnte sich die Fed mit Verweis auf die Taylor-Regel besser widersetzen.³⁸ Janet Yellen hingegen hatte diesen Gesetzentwurf trotz fehlenden politischen Rückhalts permanent mit Nachdruck bekämpft. Die Taylor-Regel verringere die Fähigkeit der Fed, Krisen vorzubeugen oder diese bei Eintritt wirksam zu bekämpfen und schade somit der US-Volkswirtschaft.

Aussetzen der Liquiditäts-Swap-Abkommen zwischen Fed und EZB

Die Politik der Fed dominiert seit längerem zunehmend die Liquiditäts- und Finanzierungsbedingungen auf den globalen Finanzmärkten. Und dies nicht zuletzt wegen der Internationalisierung der Geschäfte von Großunternehmen und Banken, die einen günstigen Zugang zum Dollar-Fenster benötigen.³⁹ Im Verlauf der Krise 2008/2009 hat die Fed deshalb „Liquiditäts-Swap-Abkommen“ mit anderen Zentralbanken wichtiger Währungsräume vereinbart, mit dem Ziel, sich untereinander unbefristet Geld zu leihen und damit eines der letzten akuten Ausfallrisiken (hier: bei Fremdwährungsverbindlichkeiten) auf den Finanzmärkten zu eliminieren.⁴⁰ Diese Abkommen geben Donald Trump einen gewichtigen Hebel an die Hand. Er steht nun vor der strategischen Frage des Umgangs mit dem internationalen Zentralbankliquiditätsverbund, der von der Fed angeführt wird. Er könnte durchaus versucht sein, das Liquiditäts-Swap-Abkommen auch mit der Eurozone aufzulösen.⁴¹ Denn damit würde er erstens das künstliche Netz der Sicherheit auf den Kreditmärkten beseitigen und die Zinskosten für nicht-US-amerikanische Geschäftsbanken, die Konkurrenten der US-amerikanischen Banken, steigen lassen. Im Extremfall könnten diese dann im Falle ungedeckter US-Dollar-Verbindlichkeiten zahlungsunfähig werden.

Zweitens wird unter dem bisherigen System eine immer massivere Dollar-Vermehrung nötig, um Krisen beizukommen. Denn die Fed verstärkt mit ihrem monetären „Heraus-

35 Vgl. K. Bernoth, a.a.O.

36 <http://financialservices.house.gov/issuehome/issue/?IssueID=100094>; http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/financial_choice_act_-_executive_summary.pdf.

37 Vgl. J. B. Taylor: Discretion versus policy rules in practice, in: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39. Jg. (1993), S.195 ff.; sowie A. Belke, T. Polleit, a.a.O., S. 716 ff.

38 Ebenda, S. 727 ff. Und sinngemäß auch V. Wieland in <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/trump-und-die-fed-amerikas-geldpolitik-vor-neuer-epoche-14876453.html>.

39 Vgl. A. Belke, T. Polleit, die ihrem Buch deshalb den Titel „Monetary Economics in Globalised Financial Markets“ geben; und T. Polleit http://www.focus.de/finanzen/experten/polleit/schutz-vor-pleiten-ein-zentralbank-kartell-beherrscht-unser-geld-doch-mit-trump-droht-sein-ende_id_6672924.html.

40 Deren Ankündigung erfolgte aber bereits im Dezember 2007. Vgl. ausführlich https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm. Am 31.10.2013 wurden diese Abkommen unbefristet gestellt. Vgl. L. S. Goldberg, C. Kennedy, J. Miu: Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs, NBER Working Paper, Nr. 15763, National Bureau of Economic Research, Cambridge MA, Februar 2010; T. Polleit, a.a.O.; und <https://www.mises.ca/beware-of-the-central-banking-cartel/>.

41 Vgl. T. Polleit, a.a.O.

hauen“ die Anreize für Ausländer zur Verschuldung in US-Dollar. Damit sollen im Notfall in Währungsräumen wie der Eurozone Geschäftsbanken oder ganze Volkswirtschaften gerettet werden. Dadurch stellt sich eine verhängnisvolle Dynamik ein, die den US-Dollar abwertet und seinen Status als globale Leitwährung untergräbt. Eine naheliegende Option für Trump besteht vor diesem Hintergrund im Sinne des „America first“ darin, die Fed zu zwingen, die Liquiditäts-Swap-Abkommen zu verlassen. Er könnte das US-Dollar-Sicherheitsnetz schrittweise zurückführen, um Erschütterungen des globalen Finanz- und Wirtschaftssystems zu verhindern. Es käme gleichzeitig aber zu einer weiteren US-Dollar-Aufwertung, da dem Rest der Welt Liquidität entzogen würde.⁴²

Die Konsequenzen eines Ausstiegs der Fed aus den Liquiditäts-Swap-Abkommen sind zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht vollständig abschätzbar. Potenziell könnte sogar eine nächste Finanz- und Wirtschaftskrise die Folge sein, die nicht nur das Ausland, sondern eben auch die USA selbst treffen könnte. Die einzige Option, dem US-Dollar wieder eine glaubwürdige Grundlage zu verleihen, wäre nach Trump wohl, wieder eine Goldbindung der Währung einzuführen. Bekanntlich hegt Trump ja Sympathien für den Goldstandard. Die Rückkehr zu einer goldgedeckten Währung wäre aus seiner Sicht „wunderbar“, ihre Umsetzung aber schwierig.⁴³

Fazit zur Geld- und Währungspolitik unter Trump

Auch in Bezug auf die Geld- und Währungspolitik und auf den Habitus Trumps lässt sich durchaus von einer Wende um 180 Grad im Vergleich zur Obama-Präsidentschaft

sprechen. De facto werden die Konsequenzen dort aber zunächst wohl weniger dramatisch sein als im Rahmen der Banken- und Finanzmarktregulierung. Der Einfluss der Fed wird zunächst einmal dort beschnitten werden, wo es um die Entfesselung der Banken und des Finanzsektors im Allgemeinen geht. Das „dicke Ende“ im Bereich der Geld- und Währungspolitik dürfte in Gestalt erneuter systemischer „liquidity disruptions“ im Rest der Welt⁴⁴ und danach eines Vertrauensverlustes in das US-Dollar-basierte Weltwährungssystem erst später kommen.

In Bezug auf die Einflussmöglichkeiten Donalds Trumps sind der Kanal der Ernennung von Mitgliedern des Federal Reserve Boards und der Initiative „Audit the Fed“ wohl am wirkmächtigsten. Auch hier kann man von einer Wende um 180 Grad sprechen. Beispielsweise stellt ein Ausstieg aus dem Liquiditäts-Swap-Abkommen einen gewichtigen Hebel dar; allerdings lässt sich dabei eine Selbstschädigung der USA nicht ausschließen. Eine Orientierung der Fed an einer Taylor-Zinsregel entspricht nicht dem originären Interesse Trumps an fallweisen Entscheidungen. Sie wird deshalb wohl auch nicht kommen.

Insgesamt spricht unsere Analyse, die allerdings vom immer mächtigeren währungspolitischen Spieler China abstrahiert, für kurz- bis mittelfristig höhere Zinsen und einen stärkeren US-Dollar. Da die US-amerikanische Volkswirtschaft bereits zum gegenwärtigen Zeitpunkt mit einer Arbeitslosenrate von unter 5% ihre Kapazitätsgrenze erreicht hat und damit das Angebot begrenzt ist, erfordert eine Befriedigung der von Trump induzierten zusätzlichen Nachfrage mehr Importe und einen stärkeren US-Dollar. Davon kann die Eurozone ironischerweise wegen ihrer durch den sinkenden Euro-Kurs gestiegenen Wettbewerbsfähigkeit solange profitieren, wie ihre Politik des Quantitative Easing noch aktiviert bleiben kann.⁴⁵

42 Für diesen Abschnitt vgl. T. Polleit, a.a.O.

43 <https://www.nzz.ch/wirtschaft/wirtschaftspolitik/us-wahlen-das-fed-und-die-wunderte-trump-id.128391>. Vgl. auch A. Belke, U. Volz: Unilateral Introduction of Gold-backed Currencies – How and Why?, in: *Intereconomics*, 50. Jg. (2015), H. 5, S. 294-300, <http://archive.intereconomics.eu/year/2015/5/on-the-unilateral-introduction-of-gold-backed-currencies/> (8.3.2017).

44 Vgl. L. S. Goldberg, C. Kennedy, J. Miu, a.a.O.

45 Vgl. beispielsweise D. Gros <https://www.weforum.org/agenda/2016/12/donald-trump-could-save-the-euro-says-daniel-gros>; J. Fels <https://www.ft.com/content/353af322-e2e6-11e6-8405-9e5580d6e5fb>.

Title: *Change of Direction in the US – Implications of the New Presidency for the Economy*

Abstract: *Under US President Donald Trump, it can be expected that large tax cuts will be passed and public expenditure will be slightly limited. He correctly identified US deindustrialisation as one of the economy's core problems. His proposed policy platforms, however, are unpredictable and most likely harmful for the US and world economy. Even more importantly, the new government repeatedly clashes with national and multilateral institutions and thereby challenges the heart of democratically based capitalism. At present, it is still open if Donald Trump's Executive Orders on trade measures will be backed by the US Congress. In any case, the new US administration is obviously abandoning the general principle of free trade. But the announced changes in US trade and exchange rate policies are less of a fundamental break than is often argued, because cooperation in international economic policy has always been limited and unstable. Beyond trade policy, it seems to be the intention of the new US government to fundamentally change the course of the country with regard to the financial markets. With regard to its monetary policy, the administration's current position is marked by its inherent inconsistency. However, the new government has several channels through which to influence and fundamentally change the working of the Fed in order to make it more obedient to its goals.*

JEL Classification: H25, F23, F13