

INDICES

		31.12.2018	30.09.2019	
Europa	Dax	10.559	12.428	+17,7%
	EuroStoxx 50	3.001	3.568	+18,9%
USA	Dow Jones	23.327	26.924	+15,4%
	S&P 500	2.507	2.977	+18,8%
	Nasdaq 100	6.635	7.752	+16,8%
Asien	Nikkei 225	20.015	21.756	+8,7%
	Hang Seng	25.846	26.040	+0,8%

AKTIEN

Ähnlich wie bereits im April 2019 genügte auch im August wieder eine Twitter Nachricht des US-Präsidenten Donald Trump für einen stärkeren Kursrückgang von rund 7% an den Aktienmärkten. Einmal mehr drohte er mit seiner Verschärfung des Handelskonfliktes mit China – erstmals bezeichnete er den Chinesischen Präsidenten Xi als Feind.

Auf diese Korrekturen an den amerikanischen und europäischen Aktienmärkten folgten Erholungen bis an die seit längerem intakten oberen Widerstandszonen, an denen die Märkte jüngst notieren. In Amerika sind dies jeweils die all-time highs – in Europa sind es Kursniveaus die rund 10% unter den höchsten Kursen vom Jahreswechsel 2017-18 liegen.

Es ist weiterhin unmöglich einen soliden Ausblick auf die kurzfristige weitere Marktentwicklung zu geben. Die Kapitalmärkte werden weiterhin massgeblich vom Handelskonflikt der USA mit China beeinflusst. Wir schätzen, dass die Verhandlungen weiterhin zäh verlaufen werden, da u.a. die Chinesen die Verhandlungen in den US-Präsidentschaftswahlkampf 2020 ziehen möchten, um für sich eine noch bessere Verhandlungsposition gegenüber Trump zu erreichen. Trump hat sich völlig planlos verrannt und findet keinen sauberen Weg zurück zu einer Lösung – insbesondere wird es ihm unmöglich sein, nochmals ein minimales Vertrauen bei den Chinesen zu gewinnen, da die Bezeichnung als Feind für Chinesen unentschuldigbar ist. Entsprechend dürfte die Phase der schwierigen Vorhersehbarkeit weiterhin anhalten. Wir möchten an dieser Stelle auf unsere diesmalige Beilage hinweisen. Uns fiel kürzlich ein Artikel des Nobelpreisträgers Paul Krugman in der New York Times in die Hände, in dem er eben diese Situation im sumpfigen Moor, in der sich die US-Politik befindet, beschreibt.

Für einen längerfristigen Blick bleibt festzuhalten, dass der Konjunkturzyklus in den USA überlang war und er massgeblich durch die US-Steuersenkung in 2017 künstlich verlängert wurde. Europa befindet sich bereits sehr deutlich in einer Abschwungsphase. Dennoch notieren die Aktienkurse bisher – im Vergleich zu früheren Jahren – noch sehr hoch. Die aktuellen Niveaus spiegeln die zu erwartenden rückläufigen Umsatz- und Ergebniszahlen der Unternehmen noch nicht wieder. Als wichtigste Begründung wird vieler Ortes die Alternativlosigkeit der Aktien mangels Rendite auf der Bondseite genannt – dies ist uns zu wenig. Wir gehen – wei-

terhin völlig unverändert – von einer stärkeren Korrektur an den Aktienmärkten aus. Das aktuelle Kursniveau in den USA stellt sicherlich für ein bis zwei Jahre einen sehr starken Widerstand nach oben dar. Von hier aus dürften sich deutlich fallende Kurse in den nächsten Monaten zur abschließenden Welle 5 des laufenden Abwärtszyklus formieren. Am Ende dieser folgenden Korrekturwelle können wir uns sehr gut mindestens Kurse um 2.650 Punkte im S&P500 vorstellen. Auch Kurse des Heiligabends 2018 (S&P500 bei 2.350 Punkten) sind nicht unwahrscheinlich.

Wir sind unverändert mit einem Viertel der jeweils maximalen Aktienquote netto short investiert.

ANLEIHEN, Investment Grade

Beide großen Zentralbanken haben – auch unter dem massiven Druck der US-Politik – im letzten Quartal alles geliefert, was die Kapitalmärkte sich gewünscht hatten. Die FED hat zweimal ihren Referenzzins auf einen aktuellen Korridor von 1,75-2,00% gesenkt und ferner ein neuerliches QE angekündigt. Die EZB hat den Einlagezinssatz für Banken von -0,40% auf -0,50% gesenkt und für den Herbst den Beginn eines weiteren, wieder zeitlich unbegrenztes Anleihekaufprogrammen angekündigt. Die Nachrichten sorgten nur noch am Tag der Pressekongressen für minimale Ausschläge an den Kapitalmärkten. Hiermit setzt sich eine Entwicklung der letzten rund 10 Jahren sehr klar fort. Es ist festzuhalten, dass die Marktreaktionen auf Aktionen der Zentralbanken immer schwächer werden.

Beachtenswert sind die aktuellen Zeitpunkte der jüngsten Maßnahmen. Sie sind allesamt sehr früh im laufenden Abwärtszyklus. Dies schürt zunehmend die Sorge der Marktteilnehmer, wie kritisch die Zentralbanken die aktuelle wirtschaftliche Abkühlung tatsächlich einschätzen.

Diese Aktionen der Zentralbanken haben zu nochmals deutlich festeren Kursen von Investment Grade Anleihen geführt, so dass zwischenzeitlich Anleihen im Umfang von rund 13.000 Mrd. nur noch negative Renditen beim jetzigen Erwerb bieten.

Ferner ist seit mehreren Monaten eine inverse Zinsstrukturkurve in den USA zu sehen, d.h. Renditen kurzfristiger Anleihen notieren höher als die Renditen von längerfristigen Anleihen – dieser Formation ist in den vergangenen 60 Jahren (mit einer Ausnahme zum Ende der 1960er Jahre) stets eine Rezession in den USA gefolgt.

Ein besonderes Augenmerk bedarf es noch einer Sondersituation am amerikanischen Interbankengeldmarkt in der zweiten Septemberhälfte. Plötzlich kollabierte dieser Markt. Der Zinssatz zu dem Banken sich untereinander Kapital „über Nacht“ ausleihen, schnellte von 2 auf 10% hoch, so dass die FED den Banken an mehreren, teils aufeinander folgenden Tagen jeweils täglich rund 80 Mrd. Liquidität anbieten musste, um die Märkte wieder zu beruhigen. Die Banken nahmen an den Tagen jeweils fast das gesamte Angebot an. Derartige Interventionen der FED waren zuletzt im Jahr 2008 im Rahmen der Lehmann-Pleite erfolgt.

Anleihen der ersten Qualität werden im Kurs weiter fester notieren, da – zumindest in den USA – weitere Zinssenkungen und auf beiden Seiten des Atlantiks zusätzliche Liquidität zu erwarten sein werden. Allerdings wird dies die negativen Renditen weiter verstärken und eben keine attraktiven Anlagemöglichkeiten bieten.

Wir sind in diesem Segment aufgrund negativer oder nur minimaler Renditen weiterhin nicht investiert.

Autor: Dr. Oliver Stolte · Alpine Trust Management GmbH · Am Südpark 45 · D – 50968 Köln-Marienburg
Tel. +49 221 250 80 987 · Fax +49 221 250 80 988 · Mail info@alpinetrust.de

JEDES VERMÖGEN HAT EINE GESCHICHTE - GEMEINSAM SCHREIBEN WIR SIE WEITER.

ANLEIHEN, Non-Investment Grade

notierten in allen Segmenten im letzten Quartal leicht freundlicher, da die hier noch gebotenen positiven Renditen Investoren anlockten.

Anleihen der zweiten Qualität werden – gestützt durch die genannten Stimuli der Zentralbanken – seitwärts notieren.

Wir sind in diesem Segment in kurzen bis mittleren Laufzeiten investiert, da wir von langfristig niedrigen Zinsen ausgehen.

ÖL

WTI-Rohöl schoss im September aufgrund des Angriffs auf die saudischen Ölfelder stark nach oben, pendelte sich hiernach aber wieder in einer Spanne um 55-60 US-\$/Barrel ein.

Wir sind in Öl weiterhin nicht investiert, da auch dieser Markt – neben seiner starken politischen Prägung – von der nachlassenden Weltkonjunktur weiter belastet werden dürfte.

GOLD

notierte stark freundlicher und hat seinen sechsjährigen Widerstand bei 1.400 nach oben durchstoßen, um unmittelbar bis aus 1.554 US-\$/Unze vorzurücken. Hierdurch ist Gold nun aus charttechnischer Sicht für viele Investoren wieder eine Alternative bei fallenden Aktienkursen geworden.

Wir erwarten nach Abarbeiten der aktuellen kleineren Korrektur – die durchaus noch bis 1.450 US-\$/Unze verlaufen kann – deutlich höhere Kurse in diesem und den nächsten Jahren.

Wir halten die maximalen Zielquoten in Gold.

EUR-USD

Der USD notierte gegen den Euro sukzessive fester und erreichte jüngst Wechselkurse unter 1,09 US-\$/€.

Wir gehen von einem stärkeren USD – nicht nur gegenüber dem EUR – aus und können uns bei weiterem Fortschreiten der Aktienmarktkorrektur auch eine Entwicklung zur Parität als safe haven gut vorstellen.

Disclaimer und Risikohinweise

Diese Unterlage ist kein Angebotsprospekt und stellt kein Angebot zum Erwerb von Wertpapieren jeglicher Art dar. Sie dient ausschließlich der Information. Diese Unterlage ist persönlich und darf nur von derjenigen Person verwendet werden, der wir die Unterlage ausgehändigt und/oder zugesandt haben. Sie darf ohne unsere ausdrückliche Genehmigung weder vervielfältigt noch direkt oder indirekt verteilt oder einer anderen Person zugänglich gemacht werden. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen, Meinungen und Einschätzungen geben den Stand zum Zeitpunkt der Publikation wieder. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus von uns als zuverlässig erachteten Quellen. Dennoch garantieren wir weder deren Richtigkeit noch deren Vollständigkeit. Die in dieser Unterlage enthaltenen Informationen, Meinungen und Einschätzungen stellen keine rechtliche und/oder steuerliche Empfehlung allgemeiner oder spezifischer Natur dar. Bevor auf der Grundlage dieser Unterlage eine Anlageentscheidung getroffen wird, empfehlen wir einen eigenen unabhängigen steuerlichen und/oder juristischen Berater zu konsultieren. Die Informationen in dieser Unterlage können Aussagen über künftige Entwicklungen enthalten. Aufgrund ihrer Art beinhalten solche Aussagen allgemeine und spezifische Risiken und Ungewissheiten. Es besteht die Gefahr, dass Vorhersagen, Prognosen, Projektionen und Ergebnisse, die in zukunftsgerichteten Aussagen beschrieben oder impliziert sind, nicht eintreffen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf und bietet keinerlei Garantie für künftige Wertentwicklungen. Es wird weder eine ausdrückliche noch eine stillschweigende Haftung oder Garantie bezüglich der künftigen Wertentwicklung übernommen. Investitionen sind mit Risiken verbunden, wozu auch der Verlust des eingesetzten Kapitals gehört.

Autor: Dr. Oliver Stolte · Alpine Trust Management GmbH · Am Südpark 45 · D – 50968 Köln-Marienburg
Tel. +49 221 250 80 987 · Fax +49 221 250 80 988 · Mail info@alpinetrust.de

JEDES VERMÖGEN HAT EINE GESCHICHTE - GEMEINSAM SCHREIBEN WIR SIE WEITER.

Trump's Trade Quagmire (Wonkish)

He just keeps escalating as his strategy fails.



By **Paul Krugman**
Opinion Columnist

Aug. 3, 2019

Remember the Vietnam quagmire? (Actually, I hope many of my readers are young enough that they don't, but you've presumably heard about it.) In political discourse, "quagmire" has come to have a quite specific meaning. It's what happens when a government has committed itself to a policy that isn't working, but can't bring itself to admit failure and cut its losses. So it just keeps escalating, and things keep getting worse.

Well, here's my thought: Trump's trade war is looking more and more like a classic policy quagmire. It's not working — that is, it isn't at all delivering the results Trump wants. But he's even less willing than the average politician to admit to a mistake, so he keeps doing even more of what's not working. And if you extrapolate based on that insight, the implications for the U.S. and world economies are starting to get pretty scary.

This article, by the way, while not very technical, is going to make use of a number of charts and even a few terms of art, hence the "wonkish" warning.

To preview, I'm going to make five points:

1. The trade war is getting big. Tariffs on Chinese goods are back to levels we associate with pre-1930s protectionism. And the trade war is reaching the point where it becomes a significant drag on the U.S. economy.
2. Nonetheless, the trade war is failing in its goals, at least as Trump sees them: the Chinese aren't crying uncle, and the trade deficit is rising, not falling.
3. The Fed probably can't offset the harm the trade war is doing, and is probably getting less willing even to try.

Unlock more free articles.
Create an account or log in

4. Trump is likely to respond to his disappointments by escalating, with tariffs on more stuff and more countries, and — despite denials — in the end, with currency intervention.

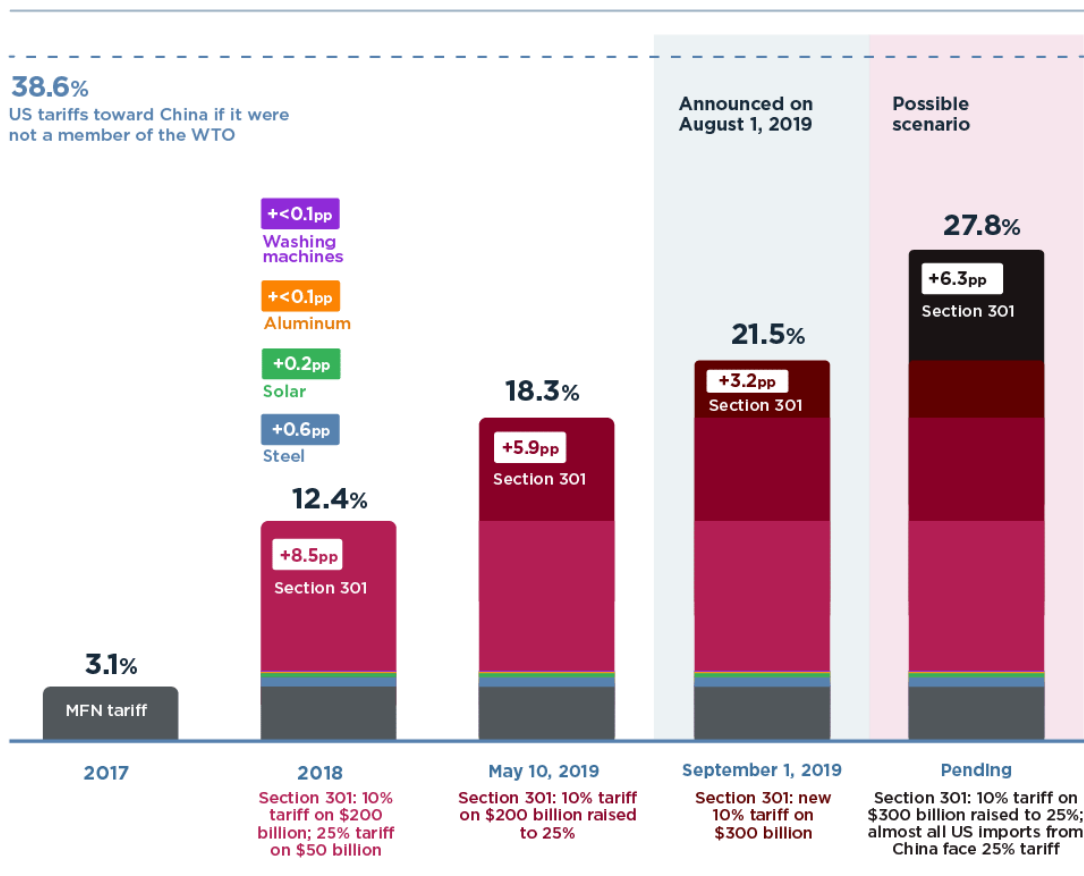
5. Other countries will retaliate, and this will get very ugly, very fast.

I could, of course, be wrong. But that’s how it looks given what we know now.

O. K., let’s start with the scale of the policy. The invaluable people at the Peterson Institute for International Economics have a nice chart showing the escalation of tariffs on Chinese goods under Trump:

Figure 1

Average US tariff rates on imports from China before and after President Trump’s acts of protection



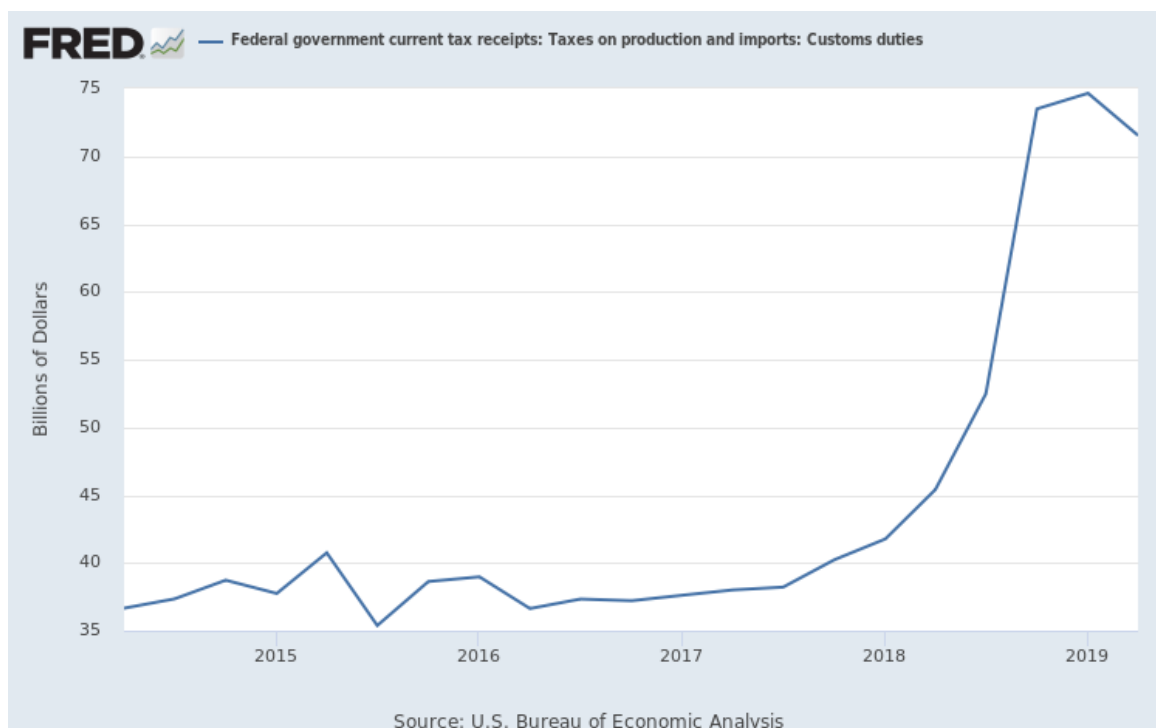
pp = percentage points; MFN = most favored nation; WTO = World Trade Organization

Note: Updated on August 1, 2019. Trade-weighted average tariffs computed from product-level tariff and trade data, weighted by China’s exports to the world in 2017. US tariff rate towards China if it were not a member of the WTO is calculated based on US non-MFN “Column 2” tariff rates.

Sources: Based on data from Chad P. Bown, 2019, *The 2018 US-China Trade Conflict After 40 Years of Special Protection* (PIIE Working Paper 19-7). Authors’ calculation based on products listed in the Federal Register at https://ustr.gov/sites/default/files/enforcement/301Investigations/May_2019_Proposed_Modification.pdf.

So roughly speaking, we've seen a 20 percent tax imposed on the \$500 billion worth of goods we import from China each year. Although Trump keeps insisting that the Chinese are paying that tax, they aren't. When you compare what has happened to prices of imports subject to new tariffs with those of other imports, it's overwhelmingly clear that the burden is falling on U.S. businesses and consumers.

So that's a \$100 billion a year tax hike. However, we aren't collecting nearly that much in extra tariff revenue:



Some revenue, but not much Federal Reserve of St. Louis

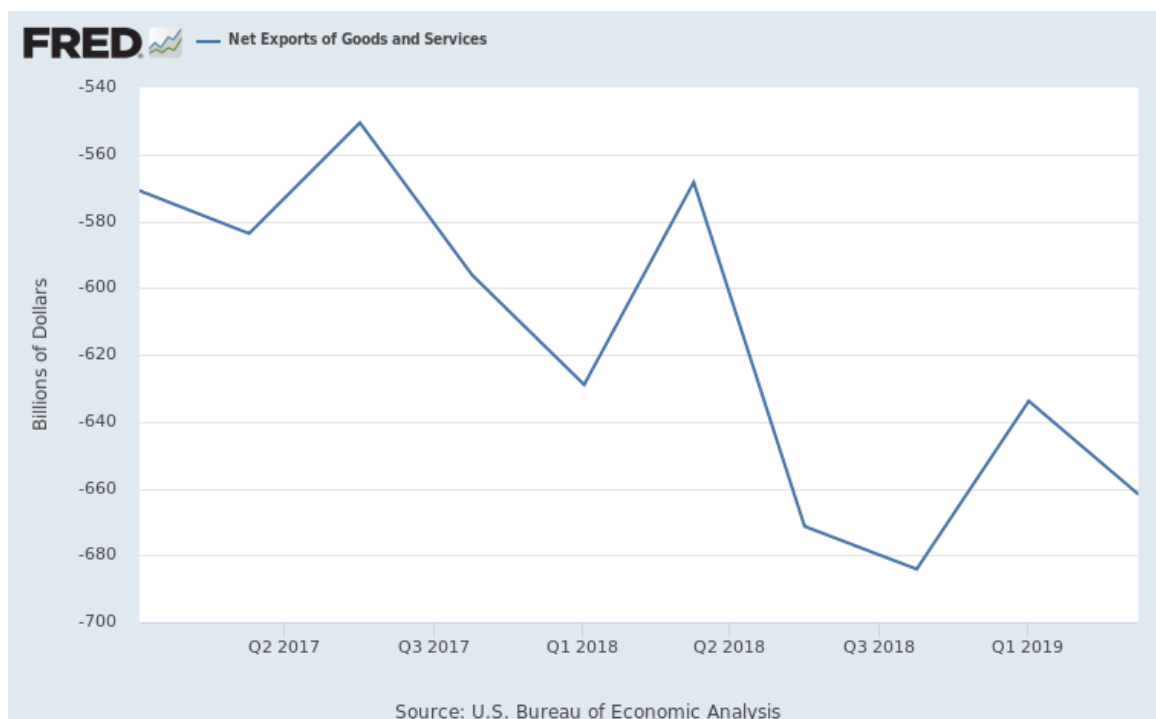
Partly that's because the revenue numbers don't yet include the full range of Trump tariffs. But it's also because one big effect of the Trump tariffs on China has been to shift the sourcing of U.S. imports — e.g., instead of importing from China, we buy stuff from higher-cost sources like Vietnam. When this "trade diversion" happens, it's still a de facto tax increase on U.S. consumers, who are paying more, but it doesn't even have the benefit of generating new revenue.

So this is a pretty big tax hike, which amounts to contractionary fiscal policy. And we should add in two other effects: foreign retaliation, which hurts U.S. exports, and uncertainty: Why build a new factory when for all you know Trump will suddenly decide to cut off your market, your supply chain, or both?

I don't think it's outlandish to suggest that the overall anti-stimulus from the Trump tariffs is comparable in scale to the stimulus from his tax cut, which largely went to corporations that just used the money to buy back their own stock. And that stimulus is behind us, while the drag from his trade war is just getting started.

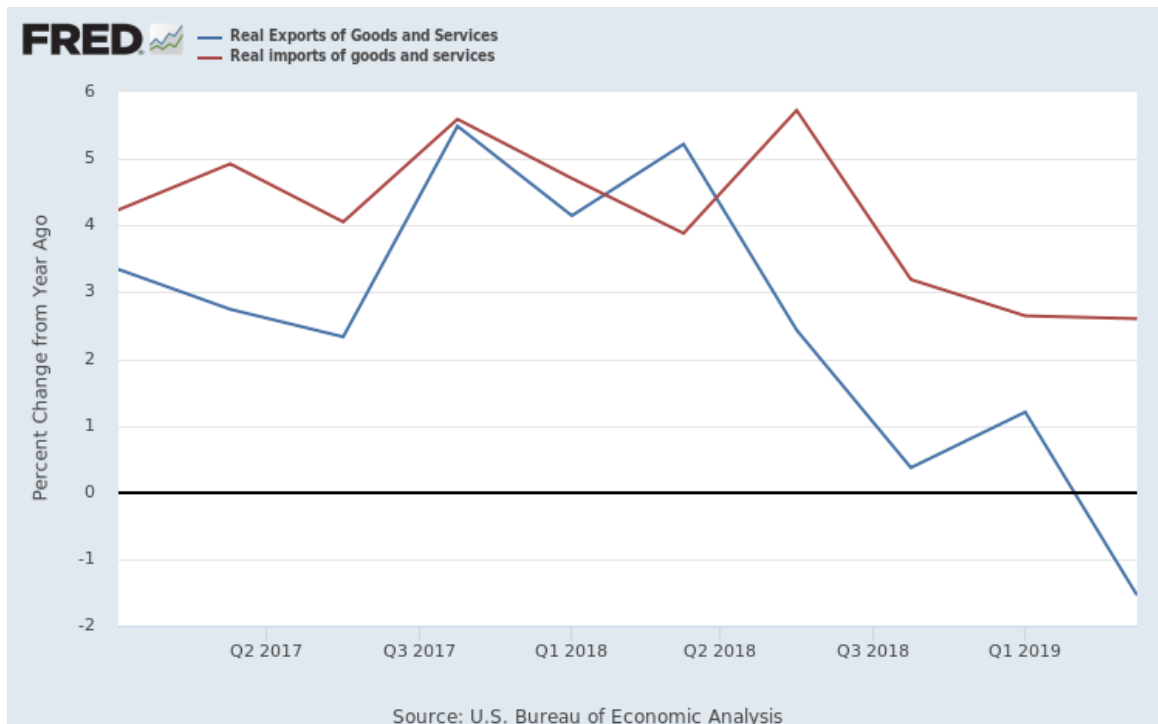
But why is Trump doing this? A lot of center-right apologists for Trump used to claim that he wasn't really fixated on bilateral trade balances, which every economist knows is stupid, that it was really about intellectual property or something. I'm not hearing that much anymore; it's increasingly clear that he is, indeed, fixated on trade balances, and believes that America runs trade deficits because other countries don't play fair.

Strange to say, however, despite all those new tariffs the U.S. trade deficit is getting bigger, not smaller, on his watch:



The deficit that wouldn't come down Federal Reserve of St. Louis

And adjusted for inflation, imports are still growing strongly, while U.S. exports have been shriveling:



Who's winning this trade war, exactly? Federal Reserve of St. Louis

Why aren't tariffs shrinking the trade deficit? Mainly the answer is that Trump's theory of the case is all wrong. Trade balances are mainly about macroeconomics, not tariff policy. In particular, the persistent weakness of the Japanese and European economies, probably mainly the result of shrinking prime-age work forces, keeps the yen and the euro low and makes the U.S. less competitive.

When it comes to recent import and export trends, there may also be an asymmetric effect of the tariffs themselves. As I already mentioned, U.S. tariffs on Chinese goods don't do much to reduce overall imports, because we just shift to products from other Asian economies. On the other hand, when the Chinese stop buying our soybeans, there aren't any major alternative markets.

Whatever the explanation, Trump's tariffs aren't producing the results he wanted. Nor are they getting the other thing he wants: Splashy concessions from China that he can portray as victories ("tweetable deliveries"). As Gavyn Davies says, China seems "increasingly confident it can weather the trade wars," and it's not showing any urge to placate the U.S.

So this might seem to be a good time to hit the pause button and rethink strategy. Instead, however, Trump went ahead and slapped on a new round of tariffs. Why?

Well, stock traders reportedly think that Trump was emboldened by the Fed's rate cut, which he imagines means that the Fed will insulate the U.S. economy from any adverse effects of his trade war. We have no way of knowing if that's true. However, if Trump does think that, he's almost surely wrong.

For one thing, the Fed probably doesn't have much traction: interest rates are already very low. And the sector most influenced by interest rates, housing, hasn't shown much response to what is already a sharp drop in mortgage rates.

Furthermore, the Fed itself must be wondering if its rate cut was seen by Trump as an implicit promise to underwrite his trade war, which will make it less willing to do more — a novel form of moral hazard.

There is, by the way, a strong contrast here with China, which for all its problems retains the ability to pursue coordinated monetary and fiscal stimulus to a degree unimaginable here. Trump probably can't bully the Fed into offsetting the damage he's inflicting (and just try to imagine him getting Nancy Pelosi to bail him out); Xi is in a position to do whatever it takes.

So what will Trump do next? My guess is that instead of rethinking, he'll escalate, which he can do on several fronts. He can push those China tariffs even higher. He can try to deal with trade diversion by expanding the trade war to include more countries (good morning, Vietnam!).

And he can sell dollars on foreign exchange markets, in an attempt to depreciate our currency. The Fed would actually carry out the intervention, but currency policy is normally up to the Treasury Department, and in June Jerome Powell reiterated that this is still the Fed's view. So we might well see a unilateral decision by Trump to attempt to weaken the dollar.

But a deliberate attempt to weaken the dollar, gaining competitive advantage at a time when other economies are struggling, would be widely — and correctly — seen as beggar-thy-neighbor “currency war.” It would lead to widespread retaliation, even though it would also probably be ineffective. And the U.S. would have forfeited whatever remaining claims it may still have to being a benevolent global hegemon.

The Times is committed to publishing a diversity of letters to the editor. We'd like to hear what you think about this or any of our articles. Here are some tips. And here's our email: letters@nytimes.com.

Follow The New York Times Opinion section on Facebook, Twitter (@NYTopinion) and Instagram.

Paul Krugman has been an Opinion columnist since 2000 and is also a Distinguished Professor at the City University of New York Graduate Center. He won the 2008 Nobel Memorial Prize in Economic Sciences for his work on international trade and economic geography. @PaulKrugman

READ 365 COMMENTS