



Zollbrechstange führt nicht zum Ziel

5. Mai 2025

Dr. Alexander Krüger
Chefvolkswirt
+49 211 4952-187
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Nils Sonnenberg
+49 211 4952-616
nils.sonnenberg@hal-privatbank.com

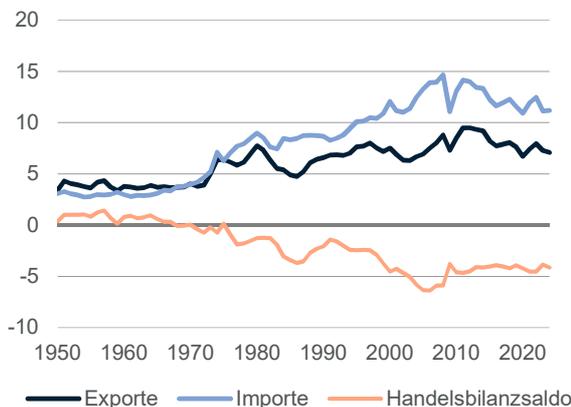
Handelspolitik mit der
Zollbrechstange

US-Präsident Donald Trump sieht unfaire Handelspraktiken anderer Länder als Ursache für das US-Handelsbilanzdefizit an. Die Kapitalbilanz blendet er dabei aus, ebenso die hohe Verschuldungsneigung der USA. Erfolgt bei Letzterer keine grundlegende Änderung, wird seine Zollpolitik aus unserer Sicht ins Leere laufen.

Seit dem Amtsantritt von US-Präsident Donald Trump im Januar 2025 ist die Handelspolitik einer seiner zentralen Politikbausteine. Ziel ist es, das hohe US-Handelsbilanzdefizit zu verringern. Mehr als 100 Tage ist Trump nun im Amt. Die erratische Einführung von Zöllen hat weltweit für enorme Verunsicherung gesorgt. Wir werfen einen kritischen Blick darauf, ob die Zollpolitik erfolgreich sein kann.

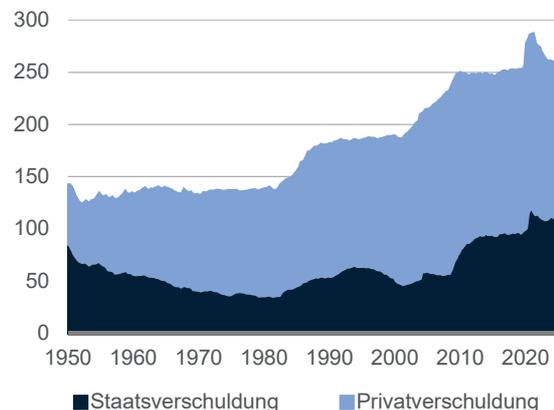
Nach dem Zweiten Weltkrieg bis Ende der 1970er Jahre verzeichneten die USA eine ausgeglichene Handelsbilanz. Danach kam es zu chronischen Handelsbilanzdefiziten. Diese wurden im Laufe der Zeit nicht nur von Wissenschaftlern immer wieder heftig diskutiert.¹ Auch in der ersten Amtszeit von Trump (2017-2021) war das Handelsbilanzdefizit verstärkt auf seine Agenda gerückt. Unter anderem wurden Zölle auf chinesische Waren schrittweise auf 20 % angehoben.² Seit Beginn seiner zweiten Präsidentschaft versucht Trump nun, das Handelsbilanzdefizit mit der Zollbrechstange zu senken. Seiner Ansicht nach resultiert es aus unfairen Praktiken der Handelspartner. Diese umfassen Zölle, nichttarifäre Handelshemmnisse, Steuern, Industriesubventionen und Währungsmanipulationen.

Chronisches Handelsbilanzdefizit
Handelsbilanz (USA, % des nominalen BIP)



Quelle: LSEG Datastream

Verschuldung kennt nur eine Richtung
Verschuldung (USA, % des nominalen BIP)



Quelle: LSEG Datastream

Trump mit Zöllen sektoral und
länderspezifisch unterwegs

In den ersten 100 Tagen seiner laufenden Präsidentschaft hat Trump zahlreiche Zölle eingeführt. Dazu zählen:

- Sektorale Zölle unter anderem auf Güter der nationalen Sicherheit (in der Definition von Trump), zum Beispiel Stahl, Autos, Aluminium und Mikrochips
- Länderspezifische Zölle, um bilaterale Handelsbilanzdefizite auf null zu reduzieren. Trump nimmt an, dass zollbedingte Preissteigerungen bei US-Importgütern

¹ Adressiert wurden diese beispielsweise 1985 mit dem Plaza Abkommen, um international abgestimmte Währungsaufwertungen gegenüber dem US-Dollar vorzunehmen.
² Vgl. unser Economic Research AKTUELL „Zollhammer trifft China“, 16.04.2025.

Fokus auf bilaterale Handelsbilanzdefizite ökonomisch unsinnig	zu einem Nachfragerückgang bei diesen Gütern führen. Auf die US-Exporte hat dies, vereinfacht gedacht, zunächst keinen Einfluss, sie bleiben konstant.
Wohlstandsverluste in der Pipeline	Der Fokus auf bilaterale Handelsbilanzsalden ist unseres Erachtens ökonomisch höchst problematisch. Dies wird bereits bei der Betrachtung eines einzelnen Wirtschaftsraumes deutlich. Das Prinzip der Arbeitsteilung eröffnet hier die Möglichkeit, sich auf wirtschaftliche Aktivitäten jener Bereiche zu konzentrieren, in denen besondere Kompetenzen bestehen, zumeist komparative Kostenvorteile. Der Ökonom Adam Smith hat dies im Jahre 1776 am Beispiel eines Bierbrauers, Metzgers und Bäckers verdeutlicht. ³ Durch die Arbeitsteilung und Spezialisierung auf den jeweiligen Berufsstand entsteht in Summe mehr Wertschöpfung. Es werden mehr Einkommen und Konsumgüter im Vergleich zu einer Situation generiert, in der jeder von ihnen alle Güter selbst produziert. Auch zwischen Ländern gilt dieses Prinzip der Arbeitsteilung. Jeder spezialisiert sich auf das, was er besonders gut herstellen kann, und alle handeln dann miteinander.
Trump vergisst Dienstleistungsbilanz	Es liegt auf der Hand, dass der Trumpsche Blick auf ausgeglichene bilaterale Austauschbeziehungen verhindert, Spezialisierungsvorteile in der bisherigen Form künftig zu heben. Die Perspektive ist aus unserer Sicht deshalb klar: Es wird sich ein Wohlfahrtsverlust einstellen, da die Vorteile der internationalen Arbeitsteilung weniger oder nicht genutzt werden können. Die Konsequenz daraus ist, dass US-Bürger künftig in anderen, weniger produktiven Verwendungen beschäftigt sein werden. ⁴ Gegenzölle führten dazu, dass dies auch in anderen Ländern so wäre.
Trump vergisst Dienstleistungsbilanz	Trump's Kurs in der Handelspolitik ist aus unserer Sicht aber auch deshalb unverständlich, da er sich vor allem auf die Handelsbilanz (Waren) konzentriert. Für eine vollständige Bewertung der Außenhandelsposition eines Landes ist aber ebenso die Dienstleistungsbilanz entscheidend. Dort ist der US-Saldo deutlich positiv, weil sich die USA über Jahrzehnte komparative Vorteile erarbeitet haben.
Es heißt: „Kapitalbilanz befiehlt, Leistungsbilanz gehorcht“	<h3 data-bbox="558 1254 1101 1310">Kapitalimport macht es möglich</h3> <p data-bbox="558 1321 1482 1590">Ein Handelsbilanzdefizit geht volkswirtschaftlich mit einem Nettokapitalimport einher, da das Defizit nur durch einen Schuldtitel (unter anderem Kredit) finanziert werden kann. Umgekehrt resultiert ein Handelsbilanzüberschuss aus einem Kapitalexport. Das exportierende Land ist bereit, Güter zu liefern, um im Gegenzug einen Vermögenstitel (eine Forderung) zu erhalten. Bilaterale Handelsbeziehungen sind direkt beobachtbar, Finanzierungsbeziehungen nicht unbedingt. Für zwei miteinander handelnde Länder müssen diese auch nicht zwingend direkt bestehen. Über den globalen Kapitalmarkt können sie auch über andere Staaten erfolgen.</p>
US-Konsum wird durch Kapitalimporte, also vom Rest der Welt, finanziert	Die USA sind eine konsumorientierte Volkswirtschaft. Staat und privater Sektor geben mehr Geld aus, als sie an Einkommen erzielen (Ausgaben>Einnahmen). Entsprechend müssen sich beide im Ausland verschulden. Gleichzeitig bieten die USA ein innovationsfreundliches Umfeld, wodurch Kapital angelockt wird. Für die Finanzierung renditeträchtiger Investitionen steht den USA deshalb Geld aus der ganzen Welt zur Verfügung. Länder, wie etwa Deutschland, Japan, China und viele asiatische Volkswirtschaften, verfolgen hingegen eine exportorientierte Wachstumsstrategie. Deren gesamtwirtschaftliche Ersparnisse sind aufgrund eines zurückhaltenden inländischen Konsums daher hoch (Einnahmen>Ausgaben), sie übersteigen ihre Investitionsausgaben. Die Länder exportieren also Kapital. Damit finanzieren sie ihre eigenen Handelsbilanzüberschüsse sozusagen selbst.

³ Adam Smith (1776): „An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations“, Cannan ed., London: Methuen, 1904. Vol. 1.

⁴ Das erstreckt sich auch auf die Beschäftigten anderer Länder, sollten diese mit Gegenzöllen antworten oder selbst Zölle einführen.

US-Stärke verhilft dem US-Dollar zum Status der Reservewährung

Warum können die USA so agieren und andere Länder nicht? Anders als die USA gerieten Entwicklungsländer mit einem Zwillingsdefizit (hohes Defizit im Staatshaushalt und in der Handelsbilanz) in der Wirtschaftsgeschichte etwa häufig dann in eine Krise, wenn internationale Kreditgeber (Kapitalexporteur) nicht mehr bereit waren, die Defizite zu finanzieren. Dies führte in diesen Ländern häufig zu Staatsschulden- und Leistungsbilanzkrisen sowie zu massiven Währungsabwertungen. Da sich die USA nach dem Zweiten Weltkrieg aber als internationale Ordnungsmacht aus militärischer, wirtschaftlicher und finanzieller Stärke etabliert haben, stieg der US-Dollar zur Weltreservewährung auf. Die USA konnten dadurch eine stetige Nachfrage für ihre Schuldtitel generieren.⁵ Zwar flammten die Diskussionen über die Tragfähigkeit der US-Staatsverschuldung und die Tendenzen anderer Länder, sich vom US-Dollar unabhängiger zu machen, immer wieder auf. Auch zurzeit ist das so.⁶ Die Währung ist aber weiter fest im internationalen Finanz- und Handelssystem verankert – und wird es aus unserer Sicht vorerst auch bleiben.

Zollpolitik ohne Konsumverzicht nicht erfolversprechend

Der Ansatz ist das Problem

Trumps Zollpolitik allein ist unseres Erachtens nicht geeignet, die Handelsbilanzdefizite der USA markant und dauerhaft zu reduzieren. Die USA verweisen auf unfaire Praktiken als Ursache für ihre Defizite. Das mag ein Teil der Wahrheit sein. Aus unserer Sicht liegt die Ursache aber eher darin, dass die USA seit Jahrzehnten über ihren Verhältnissen leben und eine hohe Verschuldungsneigung seit Langem zu ihrer DNA gehört. Die Präferenzen der Amerikaner müssten sich daher stärker in Richtung Sparen und zu weniger Konsum verschieben. Das würde die inländische Ersparnis erhöhen, sodass weniger Kapital zu importieren wäre. In der Folge nähme das Handelsbilanzdefizit automatisch ab. Wir bezweifeln aber, dass die USA künftig zu einem spürbaren Konsumverzicht bereit sein werden.

Champions des Handels müssen heimisch aktiv werden

Neben den USA sind aber auch Länder mit hohen Handelsbilanzüberschüssen in der Pflicht. Im Gegensatz zu den USA müssten sie ihre aggregierte Ersparnis reduzieren sowie Konsum und Investitionen im Inland stärken. Diesbezüglich ist das geplante Investitionsprogramm der kommenden deutschen Bundesregierung zu begrüßen.⁷ China hat überdies erhebliche industrielle Überkapazitäten aufgebaut, mit denen es die globalen Ungleichgewichte treibt. Die dortige inländische Nachfrage ist aufgrund struktureller Krisen, etwa bei Infrastruktur und am Immobilienmarkt, schwach. Aus dieser Situation versucht sich China zu Dumpingpreisen „heraus zu exportieren“. Damit aber bedroht das Land die industrielle Basis in anderen Ländern. In dieser Bewertung stimmen wir mit Trump überein.

Globale Ungleichgewichte erfordern Restrukturierung auf allen Seiten

Der Abbau globaler Ungleichgewichte erfordert Zugeständnisse von allen Seiten. Zollpolitik allein führt aus unserer Sicht nicht dazu, Handelsbilanzungleichgewichte anzugleichen. Vielmehr zerstört sie die internationale Arbeitsteilung. Ein Handelskrieg mit Gegenzöllen bedroht zudem das globale Wohlstandsniveau. Ökonomisch produziert dies nur Verlierer. In einer Welt zunehmender geopolitischer Konfrontationen könnte es aber nicht auf das jeweilige absolute nationale Wohlstandsniveau ankommen. Aus Sicht der USA dürfte es hier beispielsweise vor allem darum gehen, China wirtschaftlich und technologisch möglichst auf Distanz zu halten (relatives Wohlstandsniveau). Sollten derartige geopolitischen Überlegungen über ökonomische Rationale obsiegen, dann stehen der Weltwirtschaft ruppige Zeiten bevor. Für den Kapitalmarkt und US-Dollar wären das ungünstige Voraussetzungen.

Hohes Verliererpotenzial

⁵ In den 1960er Jahren bezeichnete der damalige französische Finanzminister Valéry Giscard d'Estaing diesen Zustand als „exorbitantes Privileg“.

⁶ Vgl. unser Economic Research AKTUELL „Vertrauenskratzer für US-Assets“, 23.04.2025.

⁷ Vgl. unser Economic Research AKTUELL „Deutschland formt Fiskal-All-In“, 11.03.2025.

Abkürzungen

Abkürzung	Bedeutung	Abkürzung	Bedeutung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	USD	US-Dollar
US/USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)		

Erklärungen

Begriff	Bedeutung
Bruttoinlandsprodukt	Gesamtwert aller von einer Volkswirtschaft in einem bestimmten Zeitraum erstellten Waren und Dienstleistungen, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden
Dienstleistungsbilanz	Ist ein Teil der Zahlungsbilanz und erfasst die Exporte und Importe von Dienstleistungen zwischen einem Land und anderen Ländern
Handelsbilanz	Ist ein Teil der Zahlungsbilanz und erfasst Exporte und Importe von Waren zwischen einem Land und anderen Ländern
Investitionen	Umfassen als Verwendungskomponente des Bruttoinlandsproduktes die Ausgaben für den Erwerb von Kapitalgütern, die zur Schaffung von Produktionskapazitäten beitragen
Nettokapitalimport	Bezeichnet den Saldo der Kapitalflüsse, bei dem einem Land aus dem Rest der Welt mehr (weniger) Kapital zufließt, als es selbst im Rest der Welt investiert
Nicht-tarifäre Handelshemmnisse	Alle Arten von Handelshemmnissen, die nicht in Form von Zöllen den internationalen Austausch von Waren und Dienstleistungen behindern. Dazu zählen unter anderem technische Vorschriften, Zulassungsbedingungen, Sicherheitsstandards und vieles mehr
Nominal	Berechnet zu laufenden Preisen, nicht preisbereinigt
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Staatsverschuldung	Bezeichnet die Gesamtheit der finanziellen Verbindlichkeiten eines Staates gegenüber in- und ausländischen Gläubigern

Quelle: Hauck Aufhäuser Lampe

Wichtige Hinweise

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Studie und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG ist nicht dazu verpflichtet, diese Studie zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in dieser Studie genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind weder als Rat oder Empfehlung noch als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG.

Herausgeber dieser Studie ist die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister bei dem Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 108617. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG verfügt über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Straße 24–28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger
 Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG
 Economic Research
 Schwannstraße 10
 40476 Düsseldorf
alexander.krueger@hal-privatbank.com
 Telefon +49 211 4952-187
 Telefax +49 211 4952-494

Der schnellste Weg zu uns?
 Nutzen Sie diesen QR-Code!

