



MAKROANALYSE 28/2/2018

## Protektionismus kehrt zur US Wirtschaftspolitik zurück

von AGNIESZKA GEHRINGER

- Mit den zuletzt verhängten Strafzöllen auf US Importe von Solarzellen und Waschmaschinen ist der US Protektionismus wieder da. Vergeltung seitens der US Handelspartner ist denkbar.
- Die schlechte Nachricht ist, dass ein globaler Handelskrieg einen massiven wirtschaftlichen Schaden bedeuten würde. Auch unter selektiven Maßnahmen würde die Beschäftigung in den betroffenen Industrien leiden. Die gute Nachricht ist aber, dass ein selektiver Protektionismus keinen flächendeckenden Schaden weder beim Wachstum noch auf dem Aktienmarkt anrichten würde.

Nach einem halbwegs guten Jahr im Amt, zuletzt gekrönt vom Erfolg der Steuerreform, hat Donald Trump die handelspolitische Agenda wieder aufgenommen, mit dem Ziel, die US Arbeitskräfte vor dem „Gemetzel“ der „schlechten Handelsgeschäfte“ zu schützen. Mit seiner Entscheidung vom 25. Januar 2018 sollen Schutzzölle in Höhe von 30 Prozent auf die US Solarzelleneinfuhren und von 20 bis 50 Prozent auf Importe von Waschmaschinen verhängt werden.<sup>1</sup> Die US Handelsagenda ist damit jedoch nicht ausgeschöpft. Es wird von Trump erwartet, dass er in der kommenden Zeit über Handelsbarrieren auf geistige Eigentumsrechte,

Technologiegüter und – wie bereits am 1. März angekündigt – auf Stahl- und Aluminiumprodukte entscheiden wird. Trump hat ebenfalls angedeutet, dass er das NAFTA-Abkommen neu aushandeln will und, sollten die Verhandlungen scheitern, würde er das Abkommen „zerreißen“. Unter diesen Umständen ist es höchstwahrscheinlich, dass ein kostspieliges „wie-du-mir-so-ich-dir“ (*tit-for-tat*) einsetzen würde.

Die Intensität eines solchen *tit-for-tat* ist schwierig einzuschätzen, wobei davon entscheidend der Ausmaß der Schaden abhängt, welcher der US Protektionismus für das Land selbst und für die globale Wirtschaft, verursachen wird. Laut den jüngsten

---

<sup>1</sup> Der 20-prozentige Zoll soll für die ersten 1,2 Millionen im Laufe 2018 importierten Industriewaschmaschinen gelten. Jede zusätzlich eingeführte Waschmaschine soll mit einem Zoll von 50 Prozent besteuert werden.



Schätzungen von Ralph Ossa von der Universität Chicago würde ein globaler Handelskrieg, der flächendeckende Handelsbarrieren impliziert, zu einem im Durchschnitt 3,4-prozentigen Verlust des realen Einkommens führen.<sup>2</sup>

### **Fallstudie: US Schutzzölle auf Stahl zwischen 2002 und 2003**

Allerdings würde selbst ein einfaches Muskelzeigen einen Einfluss auf Teile der US Wirtschaft haben, wobei das Schadenausmaß höchstwahrscheinlich auf den Verlust von Arbeitsplätzen in den Abnehmerindustrien begrenzt bliebe. Dies kann anhand der vergangenen Erfahrungen mit den Strafzöllen auf die US Einfuhr von Stahl- und Aluminiumprodukten, verhängt zwischen März 2002 und Dezember 2003, veranschaulicht werden. Der Fall ist aktueller denn je: der US Wirtschaftsminister Wilbur Ross hat in einem am 16. Februar 2018 veröffentlichten Bericht einen Vorschlag ausgearbeitet, Strafzölle und Einfuhrquoten auf Stahl- und Aluminiumimporte zu verhängen.<sup>3</sup>

Der wachsende Wettbewerbsdruck auf die Stahlindustrie im Jahr 2002 hat den damaligen US Präsidenten George W. Bush dazu geführt, Strafzölle zwischen acht und 30 Prozent auf Importe von insgesamt zehn Produktgruppen einzusetzen. Stahlimporte von den NAFTA-Handelspartner, aus anderen Ländern unter den sog. Präferenzhandelsabkommen (Jordan und Israel), sowie aus 100 Entwicklungsländern, die die sog. *de minimis* Regelung betrifft, wurden ausgenommen.<sup>4</sup>

In Folge der Handelsbarrieren sanken die US Stahlimporte im Zeitraum zwischen 2002 und 2003 um rund fünf Prozent, sodass das Handelsdefizit der Stahlindustrie um 28 Prozent fiel. Allerdings direkt nach dem der Handelsschutz endete, nahmen Stahlimporte allerdings wieder kräftig zu. Schlussendlich breitete sich das Handelsdefizit der Stahlindustrie auf noch höhere Niveaus als vor dem Protektionismus aus (**Grafik 1**).

---

<sup>2</sup> Unter der aktuell für 2017 beobachteten 3,6-prozentigen Wachstumsrate der globalen Wirtschaft würde der Schaden bedeuten, dass beinahe ein Jahr der Anstrengungen in der realen Wirtschaftsschöpfung verloren ginge. Siehe Ossa, Ralph (2014), „Trade wars and trade talks with data“, *American Economic Review* 104(12): 4104-4146. Andere Schätzungen von Noland, Robinson and Moran [“Impact of Clinton’s and Trump’s trade proposals”, in: Markus Noland, Gary C. Hufbauer, Sherman Robinson, and Tyler Moran (Eds.), “Assessing trade agendas in the US presidential campaign”, PIIE Briefing Nr. 16-6, 2016], die von einem vollständigen Handelskrieg (mit einem 45-prozentigen US Zoll auf nicht-Öl Importe aus China und Mexiko und einer ihren symmetrischen Vergeltung) ausgehen, würde die US Wirtschaft einen kumulativen Investitionsverlust von 30 Prozent im Vergleich zu dem Ursprungsszenario und einen Anstieg der Arbeitslosigkeit von 4,9 Prozent 2017 auf 8,6 Prozent 2020 verbuchen.

<sup>3</sup> Der Bericht sieht drei Optionen für Trumps Entscheidung, die bis zum kommenden 11. April getroffen werden soll. Unter anderen ist ein 24-prozentiger Zoll auf alle Stahlimporte vorgesehen. Darüber hinaus hat der US

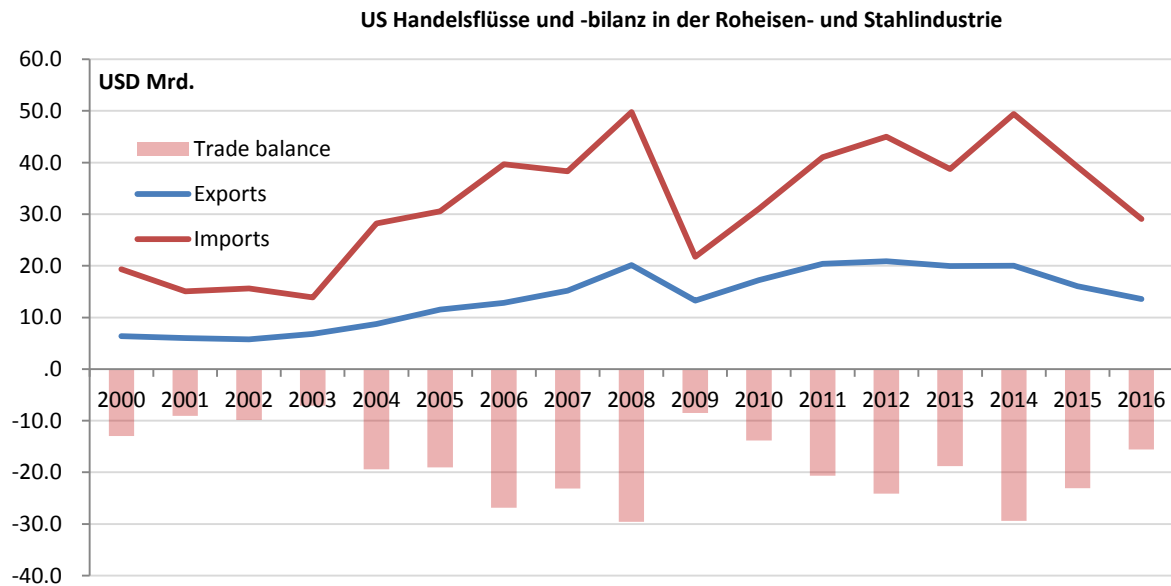
---

Präsident am 2. März angekündigt einen 10-prozentigen Zoll auf Aluminiumexporte zu beabsichtigen.

<sup>4</sup> Die *de minimis* Regelung unter dem Artikel 9.1 des WTO-Übereinkommens über Schutzmaßnahmen sieht vor, dass keine Schutzmaßnahmen gelten sollen gegenüber Importen aus den Entwicklungsländern, deren Anteil an gesamten Importen drei Prozent nicht überschreitet, bzw., wenn mehrere Entwicklungsländer involviert sind, sollen keine Schutzmaßnahmen für sie gelten, solange der kollektive Anteil ihrer Importe neun Prozent nicht übersteigt.



**Grafik 1. US Handel in der Roheisen- und Stahlindustrie**



Quelle: Eigene Darstellung Flossbach von Storch Research Institute basierend auf den Daten aus dem OECD STAN Bilateral Trade in Goods by Industry and End-use (BTDixE)

Der Schutz der Industrie führte zu negativen Spillover Effekten in anderen Teilen der US Wirtschaft. Stahl ist ein Kerninput für mehrere andere Industrien.<sup>5</sup> Zusammengerechnet haben die heimischen Stahlverbraucherindustrien im Jahr 2001 einen höheren Mehrwert generiert

<sup>5</sup> Aus den sog. Input-Output Tabellen lässt sich feststellen, dass sieben andere Industrien durch eine überdurchschnittliche Intensität der Stahlinputs in ihren Vorleistungen gekennzeichnet sind. Das sind: Metallerzeugung und -bearbeitung (30 %), Herstellung von Metallerzeugnissen (28 %), Herstellung von elektrischen Ausrüstungen (18 %), Maschinenbau (12 %), Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen (9 %), Herstellung von Möbeln und sonstigen Waren (6 %), Sonstiger Fahrzeugbau (5 %). All diese Industrien hängen nicht nur von den heimischen Lieferanten sondern auch von den Importen ab. Bei zwei weiteren Industrien (Herstellung von Nahrungs- und Futtermitteln, Getränkeherstellung und Tabakverarbeitung sowie Kokerei und Mineralölverarbeitung) sind die Stahlimporte hoch, mit einem relativ umgedeuteten Anteil der Nachfrage nach heimischen Stahlprodukten.

als die Stahlindustrie selbst und beschäftigten 57 Arbeitskräfte je Stahlindustriemitarbeiter.<sup>6</sup>

Es ist schwierig den direkten und indirekten Schaden – auch bedingt durch die Herausforderung, andere zyklische und strukturelle Faktoren klar trennen zu müssen – präzise einzuschätzen. Dennoch liegt die Vermutung nahe, dass der Schaden passiert ist, da im Zeitraum des Protektionismus jede der US Stahlverbraucherindustrien einen überdurchschnittlichen Beschäftigungsverlust erlitten hatte (**Tabelle 1**).

Der Schaden hat sich jedoch auf den Beschäftigungsverlust begrenzt, mit keiner nachvollziehbaren makroökonomischen Auswirkung. Das BIP-Wachstum hat sich sogar nach März 2002 beschleunigt (**Grafik 2**). Auch der

<sup>6</sup> Siehe Ikenson, Daniel J. (2002), „Steel trap: How subsidies and protectionism weaken the US steel industry“, Cato Briefing Paper Nr. 14.

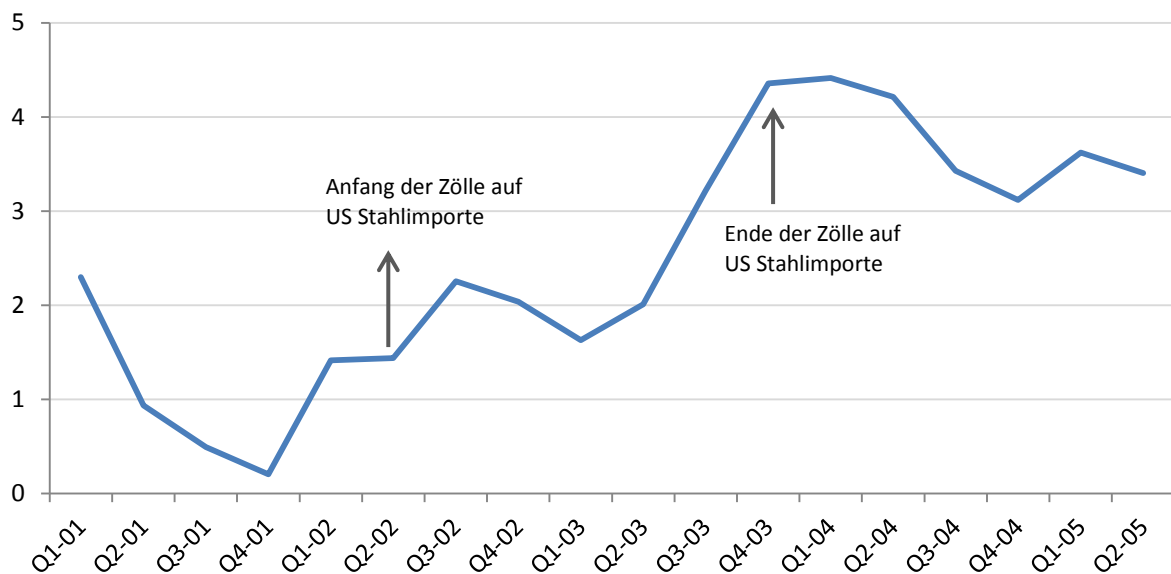


**Tabelle 1. Veränderung der Beschäftigung in den US Stahlverbraucherindustrien während des Handelsprotektionismus der Stahlindustrie (2002-2003)**

	Durchschnittlicher Verlust der Arbeitsstunden zwischen 2002 und 2003	Stahlimporte als Anteil der gesamten Vorleistungen	Stahlprodukte als Anteil der gesamten Vorleistungen
Maschinenbau	-8.5 %	2.4 %	11.6 %
Metallerzeugung und -bearbeitung	-8.8 %	5.7 %	30.3 %
Herstellung von Metallerzeugnissen	-6.0 %	5.2 %	28.4 %
Sonstiger Fahrzeugbau	-5.9 %	1.0 %	5.4 %
Herstellung von Möbeln	-4.6 %	1.3 %	6.3 %
Herstellung von elektrischen Ausrüstungen	-8.6 %	3.5 %	17.9 %
Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen	-4.5 %	1.6 %	8.5 %
<b>Durchschnitt aller Industrien</b>	<b>-0.7 %</b>	<b>0.4 %</b>	<b>2.1 %</b>

Quelle: Eigene Darstellung Flossbach von Storch Research Institute basierend auf den Daten aus dem OECD STAN Database for Structural Analysis und WIOD Input-Output Tabellen für die USA

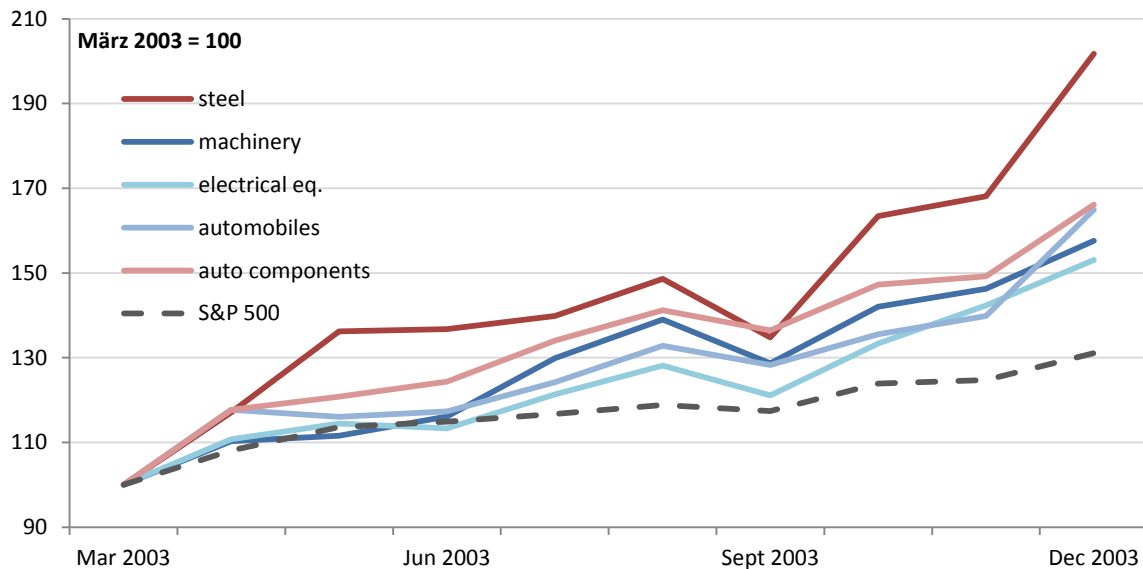
**Grafik 2. US BIP-Wachstum**



Quelle: Haver Analytics



Grafik 3. S&P 500 und sektorale S&P 500 Indizes von stahlproduzierenden und stahlkonsumierenden Industrien



Quelle: Eigenen Darstellung, Bloomberg

Aktienmarkt scheint nicht besonders betroffen gewesen zu sein. Sowohl die stahlproduzierenden als auch die stahlkonsumierenden Industriezweige haben im Zeitraum zwischen März 2003 und Dezember 2003 den breiten Aktienmarktindex übertroffen (Grafik 3).

Wie ging es endlich aus? Neun WTO Mitglieder (Brasilien, China, Chinesisch Taipeh, die EU, Japan, Südkorea, Neuseeland, Norwegen und die Schweiz) haben die Handelsbeschränkungen bei der WTO angeklagt. Der WTO-Untersuchung zufolge haben die US Schutzmaßnahmen gegen den WTO-Regeln verstoßen, da sie unter einer mangelnden Evidenz des bestehenden Zusammenhangs zwischen dem Anstieg der Importe und einem „massiven Schaden“ seitens der USA litten. Darüber hinaus fehlte auch ein umfassender und angemessener Hinweis „unvorhersehbarer Entwicklungen“ der Stahlimporte, der deren Anstieg rechtfertigen würde. Aufgrund der andauernden Nichteinhaltung der WTO-Entscheidung seitens

der USA wurde der EU die Erlaubnis erteilt, Vergeltungsmaßnahmen einzuführen. Sie zielten unter anderen auf importierte Zitrusfrüchte und Textilien, mit der Absicht, eine interne Opposition zum US Protektionismus aufzubauen. Schutzzölle auf Stahlimporte wurden schließlich im Dezember 2003 zurückgezogen.

### Was kommt zunächst auf Trumps Handelsagenda?

**Tabelle 2** listet Industrien auf, die im Jahr 2016 durch eine negative Handelsbilanz gekennzeichnet waren und die sich dementsprechend als Kandidaten für den Protektionismus eignen, mit dem Ziel, die US Handelsbilanz endlich auszugleichen. Unter den drei größten Industrien mit einem Handelsdefizit von über 100 Mrd. US Dollar erscheinen die Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen sowie die Herstellung von



**Tabelle 2. US Industrien mit einem Handelsdefizit**

<i>Industrie</i>	<i>Handelsbilanz in Mrd. USD</i>	<i>Zwischenimporte als Anteil der gesamten Industrieimporte</i>	<i>Re-exporte als Anteil der gesamten Industrieimporte</i>
Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen	-175.7	33.8%	3.7 %
Herstellung von elektronischen und optischen Erzeugnissen	-115.0	26.0%	21.6 %
Gewinnung von Erdöl und Erdgas	-102.9	100.0%	0.1 %
Herstellung von Bekleidung	-82.1	0.1%	2.8 %
Herstellung von Möbeln und sonstigen Waren	-76.6	13.9%	22.1 %
Herstellung von Datenverarbeitungsgeräten und peripheren Geräten	-65.5	20.6%	23.6 %
Herstellung von elektrischen Ausrüstungen	-61.3	52.1%	14.0%
Herstellung von pharmazeutischen Erzeugnissen	-44.9	28.3%	4.5%
Maschinenbau	-35.7	40.2%	11.2%
Herstellung von Leder, Lederwaren und Schuhen	-35.3	2.0%	3.7%
Herstellung von sonstigen Metallwaren	-24.9	71.9%	6.8%
Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren	-21.9	71.7%	6.8%
Herstellung von Textilien	-17.6	34.2%	4.1%
Erzeugung von Roheisen, Stahl und Ferrolegierungen	-15.5	100.0%	3.2%
Getränkeherstellung	-15.1	1.7%	2.4%
Erzeugung und erste Bearbeitung von NE-Metallen	-14.9	68.0%	9.5%
Herstellung von Holz-, Flecht-, Korb- und Korkwaren (ohne Möbel)	-13.2	90.6%	1.4%
Herstellung von Glas und Glaswaren, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden	-11.4	87.3%	3.7%
Herstellung von Nahrungs- und Futtermitteln	-6.3	19.1%	2.2%
Energieversorgung	-2.0	100.0%	0.0%
Sonstiger Fahrzeugbau	-1.7	33.0%	5.6%
Fischerei und Aquakultur	-1.5	4.5%	2.2%
Gewinnung von Steinen und Erden, sonstiger Bergbau	-0.6	73.4%	20.8%

Quelle: Eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute anhand Daten aus dem OECD STAN Bilateral Trade in Goods by Industry and End-use (BTDixE)

elektronischen und optischen Erzeugnissen als attraktive Anwärter. Bei der Letzteren sind Zölle teilweise bereits Realität: Die Herstellung von Solarzellen gehört hierzu. Die Autoimporte wurden von Donald Trump mit einem potentiellen 35-prozentigen Zoll zuletzt abgezielt. Berücksichtigt man den relativ hohen Anteil der Importe an den gesamten Vorleistungen in den beiden Industrien, dürfte eine nicht vernachlässigbare Wirkung in Form von höheren Preisen für deren Verbraucherindustrien zu erwarten sein. Wenn zusätzlich Kapitalgüterimporte herangezogen werden, steigen die entsprechenden Anteile auf

71 bzw. 44 Prozent.<sup>7</sup> Bei der Herstellung von elektronischen und optischen Erzeugnissen dürfte zusätzlich ein negativer Effekt auf die Re-Exporte zu erwarten sein, da ihrer Anteil an den gesamten Importen mit 22 Prozent relativ hoch ausfällt.

<sup>7</sup> Unter den intensivsten Zwischenverbrauchern der Kraftwagenherstellung ist die Industrie selber (wobei 33 % derer Vorleistungen eigene Produkte ausmachen), gefolgt vom Maschinenbau (5 %). Unter den Dienstleistungen zählen Instandhaltung und Einzelhandel (9 %) und Reparatur von Kraftfahrzeugen (7 %). Für die Herstellung von elektronischen und optischen Erzeugnissen, die Verbraucher sind die Industrie selbst (31 %), Sonstiger Fahrzeugbau (11 %) und, bei den Dienstleistungen, Telekommunikation (9 %) und Herstellung, Verleih und Vertrieb von Filmen und Fernsehprogrammen (7 %).



Protektionistische Maßnahmen könnten ebenfalls für weitere Industrien mit einem Handelsdefizit verhängt werden. Auch hier sollten, in Analogie mit dem oben erörterten Beispiel der Stahlzölle, negative Spillover Effekte auf die Beschäftigung nicht überraschen.

Die negativen Auswirkungen auf die USA und die restlichen Teilnehmer am Welthandel müssen an diese Stelle nicht beendet sein. Eine mögliche Antwort auf die US Handelsbeschränkung ist, dass die involvierten Handelspartner Vergeltungsmaßnahmen auf die

exportierenden US Industrien einsetzen werden (**Tabelle 3**). Entsprechende Vorbereitungen laufen bereits seitens der EU Handelsbehörden.

Vergeltungsmaßnahmen würden sich besonders schmerzhaft auf die Herstellung von militärischen Kampffahrzeugen, Luft- und Raumfahrzeugbau und Herstellung von chemischen Erzeugnissen auswirken. Alle drei Industrien exportieren relativ hohe Anteile ihrer Gesamtherstellung (63 Prozent, 51 Prozent, bzw. 25 Prozent).<sup>8</sup>

**Tabelle 3. US Industrien mit einem Handelsüberschuss**

<i>Industrie</i>	<i>Handelsbilanz in Mrd. USD</i>	<i>Exporte als Anteil des gesamten Industrieoutputs</i>
Luft- und Raumfahrzeugbau	86.9	50.7 %
Kokerei und Mineralölverarbeitung	32.3	15.3 %
Landwirtschaft, Jagd und damit verbundene Tätigkeiten	21.7	10.7 %
Herstellung von chemischen Erzeugnissen	19.9	25.4 %
Kohlenbergbau	3.7	2.8 %
Erzbergbau	3.7	2.8 %
Herstellung von Waffen und Munition	2.0	8.9 %
Forstwirtschaft und Holzeinschlag	1.8	4.0 %
Herstellung von militärischen Kampffahrzeugen	1.5	63.4 %
Herstellung von Papier, Pappe und Waren daraus	0.8	11.6 %
Schiff- und Bootsbau	0.3	6.6 %
Tabakverarbeitung	0.2	3.1 %
Herstellung von Druckerzeugnissen; Vervielfältigung von bespielten Ton-, Bild- und Datenträgern	0.1	0.9 %

Quelle: Eigene Berechnungen Flossbach von Storch Research Institute anhand Daten aus dem OECD STAN Bilateral Trade in Goods and OECD STAN Database for Structural Analysis by Industry and End-use (BTDixE)

<sup>8</sup> Nennenswert ist auch, dass alleine 11 Prozent der US Exporte der Luft- und Raumfahrtindustrie und 3,3 Prozent der Exporte der chemischen Erzeugnisse nach China geht.



## Handle oder verderbe

Zweifellos sind unfaire Handelspraktiken schädlich für eine harmonische Funktionsweise des globalen Handelssystems. Aber genau dafür, um eine friedlichen Resolution der Handelsstreitigkeiten zu ermöglichen, ist der WTO-Schlichtungsmechanismus gedacht. Tatsächlich erfreuen sich die USA seit der Gründung der WTO im Jahr 1995 einer überdurchschnittlichen Erfolgsrate bei den WTO-Urteilen.<sup>9</sup> Zugleich könnten manche der WTO-Regeln als überaltert betrachtet und müssten an die sich wandelnde Handelsbedingungen angepasst werden. Schließlich unterhöhlt der Mangel eines Investmentabkommen zwischen den USA und China zu Unrecht den beidseitigen und fairen Marktzugang seitens der multinationalen Konzerne, was unnötig Öl ins Feuer gießt.

Sollte Donald Trump mit dem Protektionismus fortsetzen, dürfte sich daraus ein ernstzunehmender *tit-for-tat* Handelskonflikt entfalten. Kleineres Muskelzeigen in Bezug auf einzelne Industrien würde unwahrscheinlich das Makrobild negativ treffen und auch der

Aktienmarkt dürfte unbeschädigt bleiben. Dagegen wäre ein vollständiger Handelskrieg schädlich sowohl für die USA als auch für ihre Handelspartner.

Im Allgemeinen gilt jedoch, dass die aktuelle Strategie des US Präsidenten eine falsche Diagnose der unterliegenden Probleme der chronischen Leistungsbilanzdefizite widerspiegelt. Solange der überhöhte US-Konsum mit den Ersparnissen aus dem Ausland finanziert bleibt, gibt es keinen ökonomischen Grund, warum das Leistungsbilanzdefizit verschwinden soll. Protektionismus hat den Effekt, dieses Defizit zwischen den Sektoren umzuverteilen.

Bezüglich des Protektionismus und der Handelskriege sollte sich Donald Trump die Warnung seines illustren Vorgängers Thomas Jefferson vor Augen halten, dass „the most successful war seldom pays for its losses“.

---

<sup>9</sup> Siehe “America wins often with trade referee that Trump wants to avoid”, Bloomberg, March 27, 2017, unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-03-27/trump-isn-t-a-fan-of-the-wto-but-u-s-lawyers-often-win-there>.





## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2018 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Dr. habil. Agnieszka Gehringer; *Redaktionsschluss* 28. Februar 2018