

# IKB Barometer

## Konjunktur- und Zinsperspektiven

Juni 2023

### Deutsche Wirtschaft: Reformdruck steigt 2

ifo Geschäftsklima signalisiert Konjunkturschwäche • Bedeutende Absatzmärkte spüren Gegenwind • Konjunktüreintrübung verstärkt strukturelle Wachstumshemmnisse • Es sind jetzt Angebotsreformen statt Konjunkturmaßnahmen gefragt

### EZB-Politik: keine Kursänderung in Sicht 5

EZB signalisiert weitere Zinsschritte • Geldpolitik zeigt zunehmend Wirkung in der Realwirtschaft • Zinswende sollte nicht zu früh erfolgen • Entscheidend für eine geldpolitische Pause ist keine Konjunkturschwäche, sondern ein überzeugender Rückgang des Inflationsdrucks

### Geldmenge in der Euro-Zone: Rezession unausweichlich? 8

Geldmengenentwicklung ist ein Frühindikator für die Konjunktur • Geldpolitische Straffung belastet Geldmengenwachstum • Absoluter Rückgang ist in den nächsten Monaten zu erwarten • Damit wird die Rezession Ende 2023 immer wahrscheinlicher

### Abschottung von China: Risiken für Deutschland? 11

Es braucht mehr und nicht weniger China • Es gilt eine ausgeglichene wirtschaftliche Vernetzung von Handel und Kapital zu etablieren • „Überabhängigkeiten“ benötigen keine zunehmende Staatseinmischung und Abschottung • Marktprozesse regeln Knappheiten schneller und flexibler

#### Volkswirtschaft und Research, IKB Deutsche Industriebank AG

##### Dr. Klaus Bauknecht

*Chefvolkswirt*

+49 211 8221 4118

[Klausdieter.Bauknecht@ikb.de](mailto:Klausdieter.Bauknecht@ikb.de)

##### Dr. Carolin Vogt

+49 211 8221 4492

[Carolin.Vogt@ikb.de](mailto:Carolin.Vogt@ikb.de)

##### Eugenia Wiebe

+49 211 8221 3174

[Eugenia.Wiebe@ikb.de](mailto:Eugenia.Wiebe@ikb.de)

## Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes (in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt)



Quelle: Statistisches Bundesamt (IKB-Berechnung: reale gleitende 3-Monats-Zuwachsraten in %)

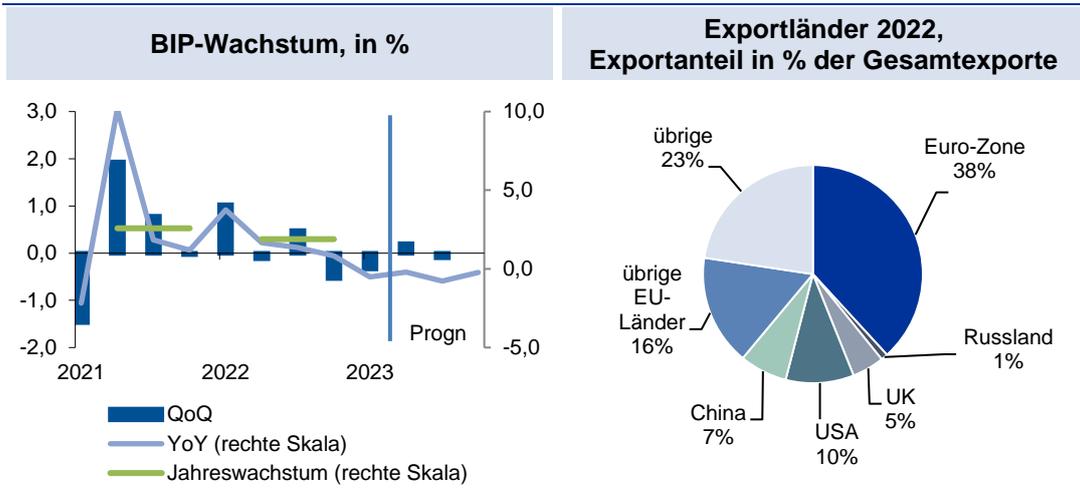
## Deutsche Wirtschaft: Reformdruck steigt

Das ifo Geschäftsklima hatte es bereits im Mai angedeutet, und die Juni-Zahlen bestätigen es: Die Stimmung in der deutschen Wirtschaft trübt sich weiter ein. Nachfragesorgen überschatten zunehmend die Erholung der Angebotsseite aufgrund nachlassender Lieferengpässe. Deshalb hat sich die Stimmung der deutschen Unternehmen im Juni noch einmal deutlich eingetrübt. Dabei wurde die Lage zwar nur etwas schlechter beurteilt; der Index sank um 1,1 Punkte. Deutlich skeptischer blicken die Unternehmen dagegen in die Zukunft. Dieser Teilindex ist erneut deutlich gesunken – um 5 Punkte.

Die Abkühlung der Nachfrage wird auch in den kommenden Monaten die Konjunktur bestimmen. Denn alle bedeutenden Volkswirtschaften bzw. Absatzmärkte der deutschen Wirtschaft kühlen sich ab. In den USA wird die Fed voraussichtlich die Zinsen auf 5,5 % anheben, in der Euro-Zone ist ein EZB-Einlagenzins von 4 % möglich. Eine kurzfristige Wende der Zinspolitik ist also nicht zu erwarten. Vielmehr scheint sich die Zinssenkung in den USA, die bereits für das zweite Halbjahr 2023 erwartet wurde, auf frühestens Anfang 2024 verschoben zu werden. Und sie wird nur erfolgen, wenn die US-Wirtschaft überraschend deutlich in eine Rezession rutscht und sich deshalb die Inflationsentwicklung eindeutig dreht. In der Euro-Zone sind erste Zinssenkungen hingegen frühestens in der zweiten Hälfte des Jahres 2024 zu erwarten. Wie in den USA, ist vor allem die Inflationsentwicklung entscheidend und nicht die konjunkturelle Lage. Da die Geldpolitik vorausschauend agieren muss, wird sicherlich auch in der Euro-Zone nur eine unerwartet deutliche konjunkturelle Eintrübung zu einer vorgezogenen Zinssenkung führen. In China besteht keine Notwendigkeit einer geldpolitischen Straffung. Stimmungsindikatoren signalisieren jedoch auch für diesen wichtigen deutschen Absatzmarkt einen verhaltenen Ausblick. Auch wenn die chinesische Fiskalpolitik genügend Handlungsspielraum besitzt, ist auch die chinesische Wirtschaft nicht immun gegen Entwicklungen in den USA und der Euro-Zone.

Eine spürbare konjunkturelle Eintrübung ist allerdings notwendig, um die Inflationsdynamik zu dämpfen. Denn nur so wird der Kostendruck – insbesondere durch Lohnsteigerungen – nicht vollständig in die finale Preisbildung übergehen. Damit dürften allerdings die Gewinnmargen vieler Branchen im Umfeld einer schwachen Nachfrage unter Druck geraten.

**Deutschland: Gesamtwirtschaft und Exporte nach Zielländern, -regionen**



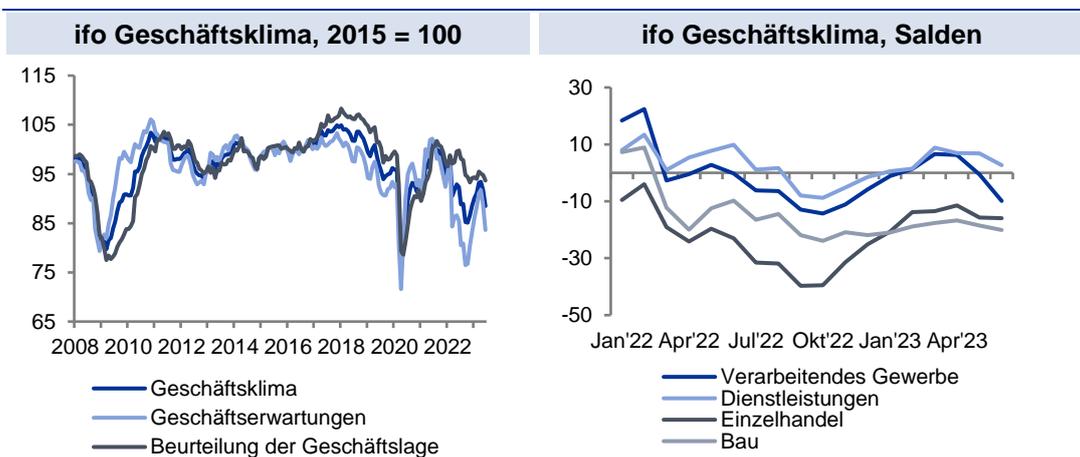
Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-BIP-Prognose

Wenn die Löhne nicht weiter kräftig steigen, wird es sogar zu Reallohnverlusten kommen. Der Fachkräftemangel könnte allerdings dafür sorgen, dass die Margen stärker belastet werden als die Reallöhne. Die Sorgen der Unternehmen über die zukünftige Geschäftsentwicklung sind also durchaus berechtigt. Während beim Verarbeitenden Gewerbe wichtige Exportmärkte den Ausblick belasten, sind es im Dienstleistungssektor vor allem die Lohnanstiege. Neben der Nachfrage gerät am Standort Deutschland also auch die Profitabilität angesichts des Fachkräftemangels und der geldpolitischen Straffung unter Druck.

Verursacht die Rezession deshalb nicht nur eine Umleitung des Inflationsdrucks, sondern fördert auch eine Verlagerung der Produktion? Anders gefragt: **Wird es trotz Fachkräftemangels eine Lohnzurückhaltung geben, oder beschleunigt die konjunkturelle Abkühlung die weitere Globalisierung der deutschen Unternehmen bzw. Investitionen?**

Volkswirte unterscheiden in ihren Einschätzungen zwischen kurzfristigen und damit konjunkturellen sowie mittelfristigen, also strukturellen Entwicklungen. Letztere sind durch die anhaltenden Diskussionen bestens bekannt: Fachkräftemangel, Investitionsstau, notwendige Transformation in Folge der Klimapolitik, aber auch außenpolitische Themen wie die wirtschaftlichen Beziehungen zu China. In den Konjunkturprognosen spielen diese strukturellen Herausforderungen eine untergeordnete Rolle, auch wenn die Konjunkturdynamik von ihnen durchaus beeinflusst wird. Dies ist zum Beispiel bei der oben genannte Lohnentwicklung im Umfeld des Fachkräftemangels ersichtlich.

**Deutschland: ifo Geschäftsklima**



Quelle: FERI (ifo)

Somit ergibt sich die Frage: Forcieren die aktuelle Eintrübung und die geldpolitische Straffung strukturelle Veränderungen, bzw. wird die Eintrübung durch strukturelle Hindernisse verstärkt? Die Folge wären ein eher zurückhaltendes Investitionsverhalten und eine träge konjunkturelle Erholung. Die Bedeutung der aktuellen konjunkturellen Eintrübung für die Wirtschaftspolitik sollte also nicht unterschätzt werden.

**Wird die Konjunkturuntrübung zu einem Beschleuniger für strukturelle Veränderungen oder eher zu einem Menetekel der strukturellen Defizite?** Die Antwort wird entscheidend davon abhängen, wie die Politik auf die Rezession reagiert. Ein Aussitzen bzw. Entlastungspakete sind unangebracht. Sie würden nur signalisieren, dass die Wirtschaftspolitik (wieder einmal) nur kurzfristig ausgerichtet ist und die eigentlichen Herausforderungen nicht angeht. Wünschenswert wäre hingegen alles, was der Angebotsseite der Wirtschaft hilft, die Profitabilität zu verbessern und genügend Fachkräfte zu finden. Grundsätzlich geht es darum, die Verantwortung für die Konjunkturuntrübung nicht der Geldpolitik zuzuschieben, oder sie als kurzfristige Entwicklung zu sehen, sondern als Weckruf, um die Fähigkeit des Standortes Deutschland hinsichtlich Profitabilität und Wohlstand zu steigern.

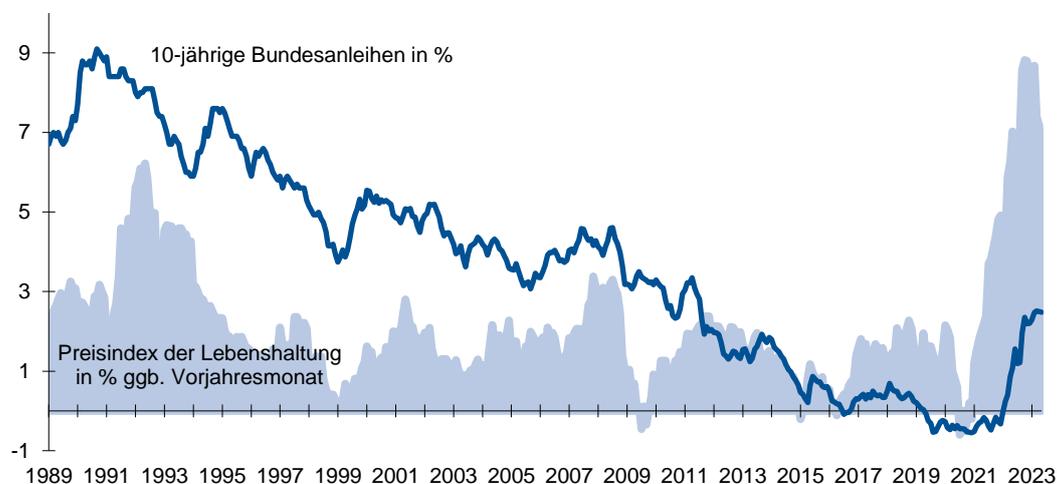
Die letzten großen Reformen auf der Angebotsseite der Wirtschaft (Agenda 2010) wurden ebenfalls im Umfeld einer strauchelnden Konjunktur initiiert und umgesetzt. Zwar würden solche Maßnahmen die Konjunktur kurzfristig nicht unbedingt stützen. Allerdings würde sich die Investitionsstimmung am Standort Deutschland erheblich verbessern, was Voraussetzung für eine nachhaltige Erholungsdynamik ist.

**Fazit:** Wie erwartet, hat sich das ifo Geschäftsklima aktuell spürbar eintrübt. Vor allem die Erwartungen belasten die Stimmung vor dem Hintergrund der geldpolitischen Straffung und ihrer Folgen. Dies sollte sich in den kommenden Monaten kaum ändern. Denn alle bedeutenden Absatzmärkte der deutschen Wirtschaft spüren zunehmend konjunkturellen Gegenwind.

Doch nicht allein die Nachfrageschwäche, auch der Fachkräftemangel dämpft in Kombination mit dem Lohndruck den Gewinnausblick am Standort Deutschland. Es besteht die Gefahr, dass die Konjunkturuntrübung strukturelle Wachstumshemmnisse verstärkt. Die Politik sollte deshalb mit Angebotsreformen auf die Konjunkturuntrübung reagieren, um eine dynamische und nachhaltige Erholung sicherzustellen.

Die IKB erwartet einen BIP-Rückgang um -0,4 % im Jahr 2023 und ein Wachstum unter 1 % im nächsten Jahr.

## Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



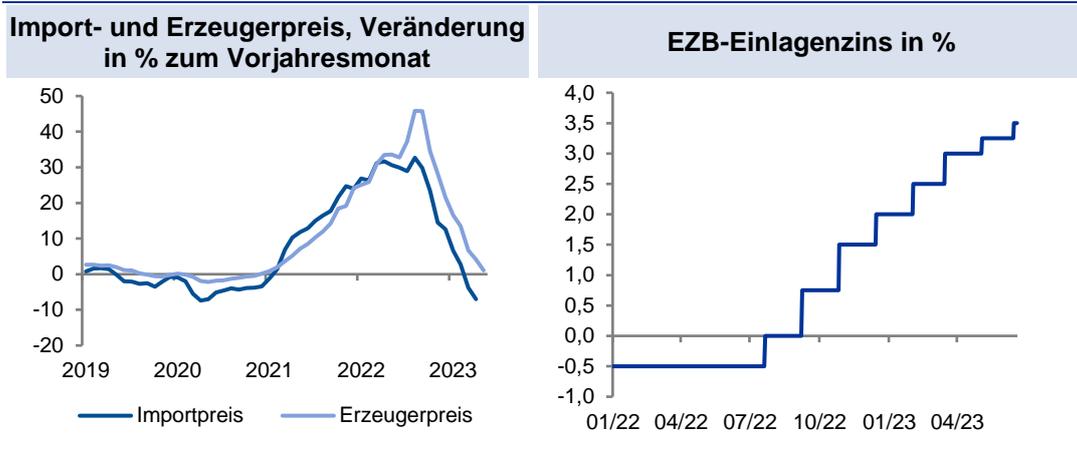
Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank

## EZB-Politik: keine Kursänderung in Sicht

Die Konjunkturdaten trüben sich zunehmend ein, die Inflationsrate geht zurück. Der Rückgang der Verbraucherpreisinflation beruht dabei nicht nur auf Basiseffekten aufgrund der hohen Teuerung im letzten Jahr. Denn Importpreise sinken; gleiches gilt für die Erzeugerpreise in Deutschland. Entscheidend bleibt eine sich ausweitende Konjunkturertrübung, um den Lohn- und Kostendruck zu dämpfen. Die EZB hat für diese Eintrübung schon einiges getan, und die Folgen sind erkennbar (s. [Beitrag S. 8](#)). Ob ein erwarteter finaler Einlagenzins von rd. 4 % ausreichen wird, ist jedoch auch von der Fiskalpolitik abhängig. Der globale Konjunkturverlauf gibt der EZB hingegen Rückenwind. So ist von einer deutlichen Abkühlung der US-Wirtschaft auszugehen, während Chinas Erholung aktuell wenig überzeugen kann. Außerdem zeigen EZB-Modelle eindeutig, dass der Weg zu einer niedrigeren Inflation nur über eine deutliche Konjunkturertrübung stattfinden kann (s. [The transmission of monetary policy \(europa.eu\)](#)). Anders ausgedrückt: Die geldpolitische Straffung muss und wird sich auf die Konjunktur auswirken. So erwartet die IKB ein herausforderndes Konjunkturmilieu für die Euro-Zone. Vor allem 2024 könnte betroffen sein, da die Geldpolitik doch mehrere Quartale benötigt, um ihre Wirkung zu entfalten.

Die erwartete Eintrübung wird anders ausfallen als in früheren Jahren. Aktuell ist es eine gewollte und notwendige Entwicklung, die nicht durch die Fiskalpolitik verwässert werden darf, denn dies würde nur für noch höhere Zinsen sorgen. Die Konjunkturschwäche wird ausgeprägter sein – bezogen auf das BIP-Wachstum sowie auch auf Dauer. Steigende Insolvenzzahlen werden die Folge sein. In den kommenden Monaten wird sich also das allgemeine Stimmungsbild weiter eintrüben. Die Konjunkturdaten werden zunehmend synchron verlaufen. Konnte das Welt-BIP im Jahr 2022 trotz des Ukrainekriegs noch um rd. 3 % zulegen, ist aktuell eher von einem Wachstum knapp über 2 % auszugehen. Die Weltwirtschaft nähert sich also der globalen Rezessionsschwelle. Für 2024 liegt die Prognose bei 2 ½ % und damit nicht bedeutend höher. Aktuelle BIP-Prognosen für Deutschland von -0,4 % für 2023 und 1 % für 2024 spiegeln allerdings immer noch eine graduelle Erholung ab Ende 2023 bzw. im Verlauf von 2024. Das Prognoserisiko ist demnach weiter nach unten gerichtet – vor allem für 2024.

**Deutsche Preise und EZB-Einlagenzins**



Quellen: FERI (Statistisches Bundesamt); Bloomberg

Die EZB erwartet eine konjunkturelle Belastung infolge ihrer strafferen Geldpolitik. Sie hat jedoch ihre BIP-Wachstumsprognose für 2024 von 1,6 % nur marginal auf 1,5 % revidiert. Ob die erwartete Eintrübung ausreicht, um den Inflationsdruck entscheidend zu bremsen, bleibt abzuwarten. Dabei darf die EZB allerdings bei ihrer signalisierten Handlungsbereitschaft nicht zögern. Denn die Inflationsrate hat Züge angenommen, die mit dem Inflationsziel nicht mehr in Einklang zu bringen ist. Selbst bei einer 20-Jahressicht steht nun die Preisstabilität in Frage. Es gilt also, Zweifel an der mittelfristigen Erreichung des Inflationsziels entscheidend auszuräumen. Denn noch immer machen Argumente die Runde, die Inflationsrate wird mittelfristig infolge von z. B. demografischer Entwicklung oder der Klimapolitik höher liegen. Deshalb muss die EZB zeigen, dass es am Ende nur eine Frage des Zinsniveaus ist, wo sich die Inflationsrate mittelfristig befinden wird. Die Fed hat dies jüngst klar demonstriert. So hat sie ihre eigene Zinsprognose für Ende 2023 erneut nach oben angepasst, und der von ihr erwartete Zinssatz liegt nun bei über 5,5 %. Die Fed bestätigt damit, dass nicht die Inflations- sondern die Zinsprognosen revidiert werden müssen. Angesichts des Zinsniveaus in der Euro-Zone darf die EZB aktuell weder ihre Zinserhöhungen beenden noch ihre auf weitere Straffung ausgelegte Kommunikation verändern. Hierfür ist es viel zu früh.

Zeigt sich zunehmend eine überzeugende Konjunkturertrübung in der Euro-Zone, kann durchaus von einem finalen EZB-Einlagenzins von um die 4 % ausgegangen werden. Bewahrheiten sich jedoch die aktuellen EZB-Prognosen mag ein Einlagenzins von 4,5 % oder selbst darüber wahrscheinlicher sein. Dabei kann der Zins auf diesem Niveau länger verharren, – schließlich geht es um Inflation und nicht die Stützung der Wirtschaft.

**Euro-Zone: Inflation– eine langfristige Betrachtung**



Quelle: FERI (Eurostat)

Die EZB darf nicht zu früh das Signal einer Beendigung geschweige denn einer geldpolitischen Wende senden. Dies würde Erwartungen an einer höheren Inflation sowie Zweifel an ihrer Glaubwürdigkeit aufkommen lassen. Beides würde ultimativ für noch höhere Zinsen sorgen, um das Inflationsziel von 2 % zu erreichen. Entscheidend für eine geldpolitische Pause ist demnach nicht eine sich eintrübende Konjunktur, sondern ein überzeugender Rückgang des Inflationsdrucks. Dies gilt, obwohl die Geldpolitik Zeit braucht, um ihren Wirkungsgrad zu entfalten. Deshalb neigen Notenbanken – allen voran die Fed – oftmals zu einer Überreaktion, die dann zu einer schnellen Zinswende führt. Bei der aktuellen Inflationsdynamik muss die Gefahr von langfristig steigenden Inflationserwartungen im Fokus stehen. Auch bleibt der Einlagenzins selbst bei um die 4% relativ niedrig.

**Fazit:** Die EZB hatte in ihrer letzten Sitzung wie erwartet ihre Zinssätze um 25 bp angehoben. Sie betonte, dass sie im Umfeld hoher Unsicherheiten weiterhin datenabhängig reagieren werde. Nichtsdestotrotz bleibt die Notenbank in ihrer Aussage eher „hawkisch“ und signalisiert weitere Zinsschritte. Eine Zinsanhebung im Juli um 25 bp ist sicher, was einen Einlagenzinssatz von 3,75 % bedeutet.

Doch die Konjunkturdaten werden sich zunehmend eintrüben, davon ist auch die EZB überzeugt. Allerdings deuten die eher positiven BIP-Wachstumsprognosen der EZB auf einen finalen Einlagenzins von deutlich über 4 % hin.

Die IKB erwartet hingegen eine zunehmend deutlichere Konjunktüreintrübung und geht deshalb von einem finalen Einlagenzinssatz von rd. 4 % aus. Eine schnelle Zinswende ist nicht zu erwarten.

## Geldmenge in der Euro-Zone: Rezession unausweichlich?

**Fazit: Das Wachstum der preisbereinigten Geldmenge geht nun schon länger zurück und wird durch die Geldpolitik weiter belastet. So ist über die nächsten Quartale sogar mit einem absoluten Rückgang der Geldmenge zu rechnen – mit Folgen für die Realwirtschaft. Denn die Geldmengenentwicklung ist ein Frühindikator für die Konjunktur. Sie belastet zunehmend das BIP-Wachstum in der Euro-Zone, eine Rezession Ende 2023 wird immer wahrscheinlicher.**

**Die IKB erwartet für dieses und das kommende Jahr ein BIP-Wachstum in der Euro-Zone von deutlich unter 1 %; dementsprechend sollte die durchschnittliche Inflationsrate im nächsten Jahr auf unter 2,5 % fallen.**

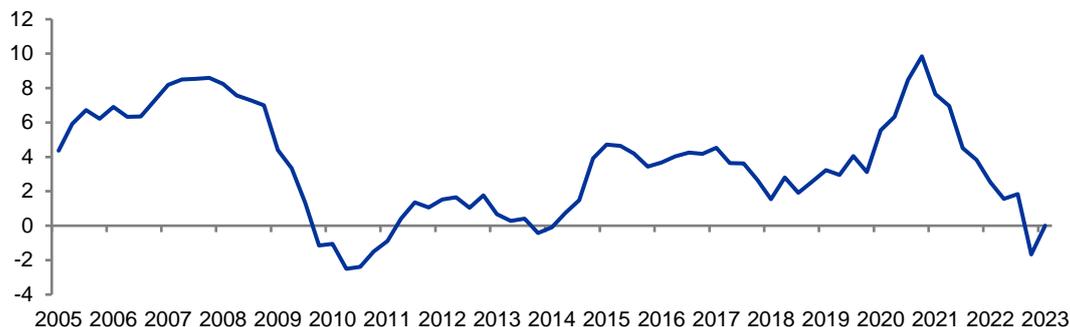
Die Zinsanstiege der EZB haben bzw. werden für einen weiteren Rückgang der Kreditvergabe führen. Die Risikostandards der Banken sind deutlich gestiegen, während die Zinslast die Nachfrage nach Krediten dämpft. Das überrascht nicht, wirft aber die Frage auf, was eine rückläufige Kreditvergabe für die Realwirtschaft bedeutet. Generell ist eine dämpfende Wirkung zu erwarten, gehen die rückläufigen Kredite doch mit reduzierten Konsum- und Investitionsausgaben einher. Ein direkter Vergleich des Geldmengenwachstums mit Größen wie Inflation oder BIP-Wachstum gestaltet sich jedoch schwierig. Die Problematik liegt in der instabilen Umlaufgeschwindigkeit, die eine stabile Beziehung zwischen Geldmengenwachstum und Inflation oder BIP-Wachstum nicht sicherstellen kann. Sinkt etwa die Geldmenge, aber die Umlaufgeschwindigkeit steigt zum Beispiel in Folge von Spareinlagen, die nun für Ausgaben herangezogen werden, so mag der Einfluss eines Rückgangs der Geldmenge durch eine geldpolitische Straffung auf Inflation bzw. Wachstum weniger ausgeprägt sein. Auch ist unklar, welche Geldmenge benutzt werden sollte. Die breite Geldmenge wie M3 oder nur frei verfügbares Geld wie Bargeld und Tageskonten. Da frei verfügbare Einlagen unmittelbar für Konsum herangezogen werden können, steht oftmals die Entwicklung von M1 im Fokus.

Im Fokus steht die Gleichung, dass die gesamte reale Geldmenge ( $M/P$ ), multipliziert mit der Umlaufgeschwindigkeit ( $v$ ), dem realen BIP ( $Y$ ) entspricht. Wie oben erwähnt, liegt das Problem bei der Instabilität von  $v$ . Auch sagt diese Gleichung nichts über Kausalität aus. Ist es die Geldmenge, die das BIP-Wachstum bestimmt oder ist es das BIP-Wachstum, das die Geldmenge treibt. In der Volkswirtschaftslehre gibt es hierzu unterschiedliche Meinungen von Monetaristen und Post-Keynesianer.

$$(M/P) * v = Y$$

Aktuell sinkt die preisbereinigte Geldmenge in der Euro-Zone. Dies ist sowohl auf die hohe Inflation, aber auch auf eine sinkende Kreditvergabe zurückzuführen. Was bedeutet dies für die Realwirtschaft? Ist es ein klares Indiz für eine Rezession oder sollte die Geldmengenentwicklung in der Hoffnung auf eine steigende Umlaufgeschwindigkeit nicht weiter beachtet werden?

Auch wenn Aufholeffekte beim privaten Konsum vielleicht die Sparquote unter Druck setzen könnten, so deuten Stimmungsindikatoren doch auf eine zunehmende Zurückhaltung und damit eher auf eine eher stabile als steigenden Umlaufgeschwindigkeit hin – zumindest was den Privatsektor angeht. Im Falle Deutschlands (siehe unten) ist das auch daran zu erkennen, dass Haushalte mehr und mehr ihre Einlagen in Festgeld umschichten, und somit ihre frei verfügbare Liquidität reduzieren.

**Abb. 1: Reale Geldmenge in der Euro-Zone, Veränderung in % zum Vorjahresquartal**


Quelle: EZB, IKB-Schätzung

Trotz all der theoretischen Unsicherheit in der Beziehung zwischen BIP-Wachstum und realer Geldmenge scheinen die Daten der Euro-Zone dennoch ein paar belastbare Aussagen zuzulassen. Diese bestätigt u.a. ein VAR-Modell. Grundsätzlich gilt: Geldmengenentwicklung ist von Bedeutung und der Rückgang in der realen Geldmenge signalisiert eine klare Abkühlung der Wirtschaft. Im Detail:

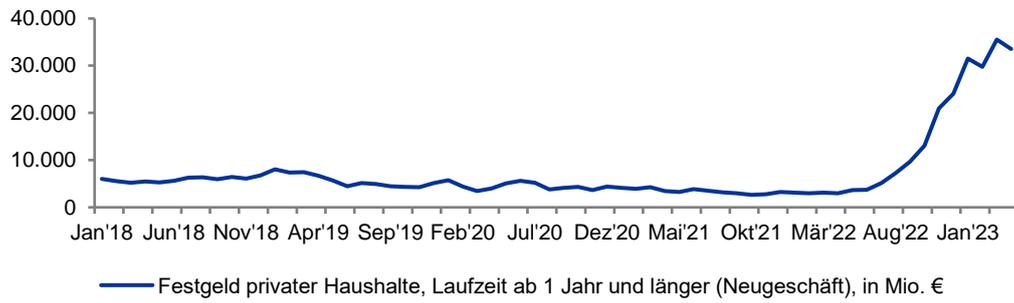
- Das Wachstum der realen Geldmenge reagiert vor einer Veränderung des BIP-Wachstums. Dies ist nicht überraschend, hat die Notenbank doch durch ihre Zinsen einen direkten Einfluss auf die Geldmenge, aber nur einen indirekten auf das BIP. Eine Veränderung im realen Geldmengenwachstum ist also ein Frühindikator für die BIP-Entwicklung.
- Die Beziehung ist eindeutig positiv. Sinkt das reale Geldmengenwachstum, so wirkt sich das negativ auf das BIP-Wachstum aus. Schätzungen deuten darauf hin, dass das BIP-Wachstum um rund 0,1 Prozentpunkte zurückgeht, wenn das reale Geldmengenwachstum um 1 Prozentpunkt sinkt. Der Rückgang des realen Geldmengenwachstums um fast 10 % auf aktuell unter 0 % sollte also das BIP-Wachstum in der Euro-Zone um rund einen Prozentpunkt dämpfen. Bei einem durchschnittlichen Wachstum in der Euro-Zone von rund 1 % in den letzten 10 Jahren ein bedeutender Einfluss. Auch wird das Geldmengenwachstum trotz rückläufiger Inflation in Folge der Zinspolitik weiter unter Druck bleiben.
- Das von der IKB geschätzte VAR-Modell prognostiziert anhand der aktuellen BIP- und Geldmengendynamik eine Rezession für die Euro-Zone Ende 2023/Anfang 2024. Die IKB erwartet deshalb, dass die EZB in der kommenden Woche ihren Konjunkturausblick nach unten revidiert.

### Diskurs: Einlagen von deutschen Haushalten reagieren auf Zinsanstieg

Die Zinsanstiege haben zu einer Umschichtung der Einlagen deutscher Haushalte geführt. Einlagen mit einer längeren Laufzeit haben deutlich zugenommen, während Tagesgeld rückläufig ist. So reagieren Haushalte auf die relative Zinsentwicklung durch erhöhte Nachfrage nach Festgeld. Bei einer nachlassenden Inflation und attraktiven Zinssätzen selbst für Festgeld für 1 Jahr ist davon auszugehen, dass dieser Trend anhält. Aus geldpolitischer Sicht ist dies wünschenswert.

Haushalte zeigen durch die steigenden Zinsen eine höhere Bereitschaft zum Sparen und Schichten dementsprechend ihre Einlagen um. Die Haushalte sind also bereit, in Folge steigender Zinsen ihr frei verfügbares Vermögen und damit die kurzfristige Konsumneigung zu reduzieren. Die Geldpolitik beeinflusst folglich nicht nur die Entwicklung von Kreditvergabe und gesamter Geldmenge, sondern auch das Einlagenverhalten. Allerdings ist der Bestand an Tagesgeld um ein Vielfaches höher als beim Festgeld.

**Abb. 2: Festgeld privater Haushalte in Deutschland**



Quelle: FERI (Bundesbank)

## Abschottung von China: Erhöhte Risiken für Deutschland?

**Fazit: Deutschland und die Weltwirtschaft brauchen mehr und nicht weniger China. Angesichts der geldpolitischen Straffungen bleibt die chinesische Wirtschaft aktuell einer der wenigen Wachstumstreiber für die globale sowie deutsche Konjunktur. Ein Wirtschaftseinbruch in China könnte die deutsche Konjunktur empfindlich treffen.**

Eine Politik der zunehmenden bzw. selektiven Abkopplung von China, wie von der EU jüngst vorgestellt, ist kontraproduktiv. Es muss vielmehr das Ziel sein, eine ausgeglichene Abhängigkeit mit Hilfe zunehmender wirtschaftlicher Vernetzung von Handel und Kapital zu etablieren. So braucht es auch mehr und nicht weniger Direktinvestitionen aus China, um einseitige bzw. gegenläufige Interessen zu reduzieren.

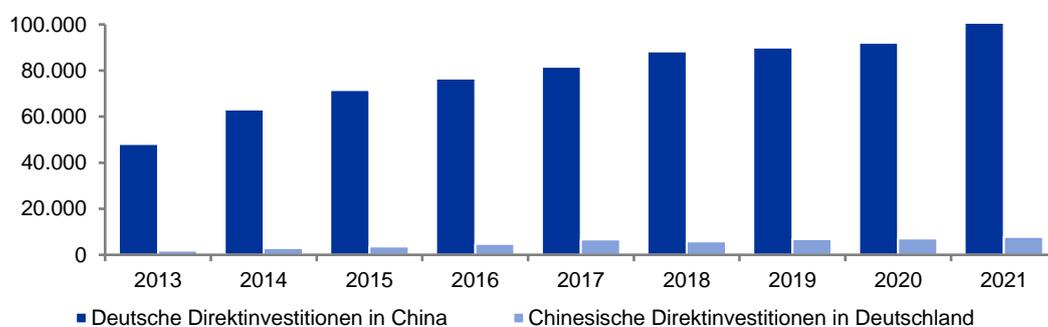
Die Folgen der Corona-Pandemie haben gezeigt, dass das Thema der „Überabhängigkeiten“ relativiert werden muss. Dank der flexiblen Marktwirtschaft haben sich Lieferengpässe inzwischen spürbar aufgelöst. Nötig sind deshalb bindende Wirtschafts- und Handelsabkommen, um die Rahmenbedingungen für eine erfolgreiche Vernetzung von Volkswirtschaften und Interessen sicherzustellen. Was die EU nicht braucht, ist eine zunehmende Staatseinmischung und Abschottung.

Eine IKB-Studie ([Abhängigkeit von China: Risiken benötigen mehr und nicht weniger Vernetzung | IKB Blog \(ikb-blog.de\)](#)) hat gezeigt, dass sich die chinesische Wirtschaft zunehmend in die globale Wirtschaft integriert hat. Dies bezieht sich nicht nur einseitig auf Exporte, sondern auch auf die Importe. In Folge ist die chinesische Wirtschaft mehr und mehr von der Weltwirtschaft und globaler Spezialisierung abhängig geworden. Der Gedanke von einseitigen Abhängigkeiten und divergierenden Interessen ist deshalb immer weniger angebracht. Der korrekte Begriff für die wirtschaftlichen Beziehungen zwischen China und der Weltwirtschaft ist eher Interdependenzen als Abhängigkeiten.

### Mehr chinesische Direktinvestitionen sind nötig

Chinas Wachstumsdynamik weist einen zunehmenden Gleichlauf mit der Weltwirtschaft auf. Nur die Korrelation zu den USA hat sich nach Jahren der US-Dominanz reduziert. Die Interdependenzen zeigen sich vor allem im Handel bzw. Konjunkturverlauf. Bei den Direktinvestitionen stellt sich die Beziehung zwischen China und Deutschland oder der EU dagegen weiterhin eher einseitig dar.

**Abb. 1: Direktinvestitionsbestände in Mio. €**



Quelle: Deutsche Bundesbank

Dies wird sogar von der deutschen und europäischen Politik beabsichtigt und ist in der neuen [Strategie zur wirtschaftlichen Sicherheit](#) dokumentiert. So sind Vermögensbestände deutscher Unternehmen in China um einiges größer als umgekehrt – vor allem relativ zur wirtschaftlichen Größe. Dies erschwert natürlich das Austarieren von Interessen. Denn

China verfügt über viel zu wenig Direktinvestitionsbestände in Deutschland, um den Wünschen der deutschen Seite etwas Gewicht zu verleihen. Die Lösung liegt nicht in der Abschottung, wie von der EU nun formal angestrebt, sondern in dem Aufbau chinesischen Vermögens unter europäischer Rechtstaatlichkeit.

### **Chinesisches Wachstum wichtige Stütze für die deutsche Konjunktur**

Grundsätzlich erhöhen Handels- und Kapitalvernetzungen das Wirtschaftswachstum während Abschottung den Wohlstand reduziert. Deshalb braucht Abschottung immer staatliche Einmischung bzw. einen Grund, wie er aktuell in den divergierenden Interessen Chinas zu Deutschland oder dem Westen allgemein gesehen wird. Doch aktuell ist es nicht die Vernetzung, sondern eher der fehlende Wachstumsimpuls aus China, der der deutschen Wirtschaft Sorgen bereiten sollte. Der chinesische Konjunkturausblick trübt sich ein und führt zu Revisionen auch im deutschen Konjunkturausblick – vor allem bei der Industrie. Auch wenn das Ziel einer zunehmenden Unabhängigkeit von China nun formal durch die EU festgehalten wurde. Angesichts der Größe und des Wachstumsbeitrags Chinas für die Weltwirtschaft ist diese Haltung der EU nur schwer nachvollziehbar. Aktuell wäre eine stärkere Abhängigkeit von vor allem spürbaren Wachstumsimpulsen aus China sogar wünschenswert, um den deutschen Konjunkturausblick zu stützen. Denn mit der geldpolitischen Straffung in den USA und der Euro-Zone bleiben die restlichen Wachstumstreiber für die deutsche sowie globale Wirtschaft eher überschaubar – zumindest für dieses und nächstes Jahr.

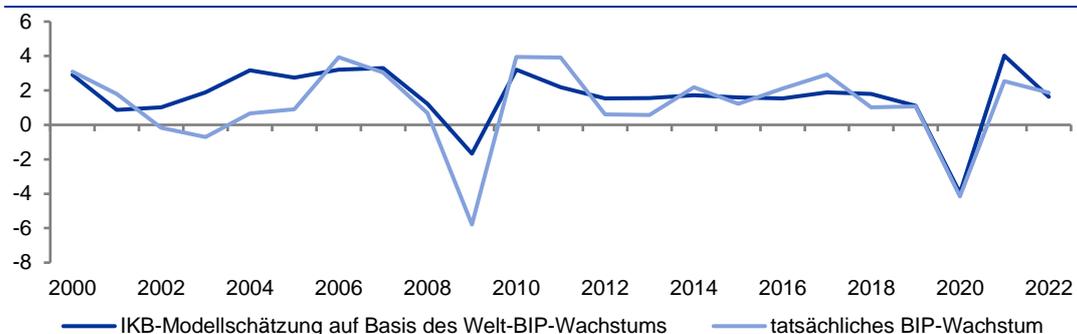
Bereits seit Jahren werden Zweifel an der Nachhaltigkeit der Wachstumsdynamik in China geäußert. Die privaten Schuldenquoten sind zu hoch, und der Immobilienmarkt sowie das Konsumverhalten bergen strukturelle Risiken. Aktuell enttäuscht zudem der private Konsum. Denn auch die chinesischen Konsumenten müssen angesichts der demografischen Entwicklung ihre Sparquote anheben. Zwar war dies in den 80er und 90er Jahren durchaus gewollt, um einen Handelsbilanzüberschuss sicherzustellen. Inzwischen ist allerdings der private Konsum eine wichtige Wachstumssäule – vor allem auch für deutsche Unternehmen. Und neben den demografischen Herausforderungen besteht ebenfalls die Gefahr von sich aufbauender sozialer Unzufriedenheit. Gegen einen kurzfristigen Konjunkturreinbruch in China spricht allerdings weiterhin der Handlungsspielraum der chinesischen Regierung und der Notenbank.

Doch was sind die grundsätzlichen Implikationen eines niedrigeren chinesischen Wirtschaftswachstums für die Weltwirtschaft und Deutschland? Mittel- bis langfristig ist dies nur schwer abschätzbar, da strukturelle Veränderungen Beziehungen und Dynamiken von Volkswirtschaften ändern. Für einen Konjunkturausblick ist dies jedoch weniger der Fall. Empirische Ergebnisse deuten darauf hin, dass die chinesische und globale Wirtschaft eine enge dynamische Vernetzung aufweisen, während die US-Wirtschaft zwar die Weltwirtschaft beeinflusst, es aber weniger Rückkoppelungen gibt. Das US-Wirtschaftswachstum ist also weniger vom globalen und chinesischen Wachstum abhängig, sondern eher getrieben von internen Faktoren wie der US-Geldpolitik; für eine relativ geschlossene Volkswirtschaft ist dies nicht überraschend. Auf dieser Grundlage kann ein VAR-Modell mit dem BIP-Wachstum der chinesischen und globalen Wirtschaft definiert werden – mit der US-Wirtschaft als exogenem Einflussfaktor.

Und was ist mit Deutschland? Deutschland weist eine hohe Exportquote auf. Aber Investitionen, Konsum und damit die Binnennachfrage sollten auch eine Rolle für die Wachstumsdynamik spielen. Abb. 2 zeigt jedoch, dass durch die hohe globale Vernetzung der deutschen Wirtschaft das Wachstum der Weltwirtschaft einen außerordentlich hohen Erklärungsbeitrag liefert für das deutsche BIP. Allerdings ist die Elastizität in den letzten Jahren leicht gesunken. Der Einfluss des globalen Wachstums auf die deutsche BIP-Dynamik hat also nachgelassen. Aktuelle Schätzungen deuten darauf hin, dass das deutsche

Wachstum mit 0,9 Prozentpunkten belastet wird, wenn das globale Wachstum um einen Prozentpunkt zurückgeht. Eine Reduktion des chinesischen Wachstums um einen Prozentpunkt würde hingegen das Welt-BIP mit mindestens 0,3 Prozentpunkten belasten. Fällt das chinesische BIP-Wachstum also um einen Prozentpunkt niedriger aus, würde dies rund 0,3 Prozentpunkte weniger für das deutsche Wachstum bedeuten.

**Abb. 2: Deutsches BIP-Wachstum, in % zum Vorjahr**



Quelle: Statistisches Bundesamt; IKB-Modellschätzung

Ein Einbruch des chinesischen Wachstums um 2 bis 3 Prozentpunkte würde also die deutsche Konjunktur empfindlich treffen. Schließlich lag das durchschnittliche deutsche Wachstum in den letzten 20 Jahren gerade mal bei 1,1 % pro Jahr und somit ein Vielfaches unter dem der Weltwirtschaft (3,4 %). Angesichts der fehlenden alternativen Wachstumstreiber sind deshalb chinesische Konjunkturpakete von besonderer Bedeutung. So ist im aktuellen Umfeld die Abhängigkeit von China in Kombination mit einer handlungsfähigen chinesischen Fiskal- und Geldpolitik durchaus positiv zu sehen – zumindest, was den kurzfristigen Konjunkturausblick betrifft. Bereits in der Finanzkrise hatte sich China als wichtige Stütze erwiesen: Damals gab es aber auch noch Rückenwind von der europäischen Fiskal- und Geldpolitik, was aktuell eher weniger der Fall ist. Bewahrheiten sich hingegen die chinesischen Wachstumssorgen, dann wird neben realem Einkommensverlust und steigenden Zinsen auch die globale Konjunkturreintrübung der deutschen Wirtschaft spürbaren Gegenwind bescheren.

### Abschottung ist wenig zielführend

China steht in der Kritik, eigene Interessen zu verfolgen, und dass diese zudem nicht im Einklang mit denen der EU oder Deutschland stünden. In einer vernetzten Welt von Gütern und Kapital ist es jedoch äußerst schwierig, von unabhängigen Interessen zu sprechen. Auch dürfte dies eher für die USA als China gelten. Schließlich ist das US-Wachstum deutlich unabhängiger von der Weltwirtschaft als das chinesische. Und die US-Regierung setzt alles daran, dies durch politische Maßnahmen wie den „Inflation Reduction Act“ zu fördern.

Die EU hat am 20. Juni 2023 ihre [Strategie für wirtschaftliche Sicherheit](#) veröffentlicht. Überwachung der Direktinvestitionen in die EU, Schutz strategisch wichtiger Technologien und eine grundsätzlich stärkere Staatslenkung sind Elemente der neuen Strategie. Auch wird betont, dass Abhängigkeiten als Druckmittel benutzt werden könnten und diese deshalb reduziert werden müssen. Dies ist allerdings nur dann richtig, wenn es einseitige Abhängigkeiten und Interessenkonflikte gibt. Deshalb liegt die Lösung gerade nicht in der Abschottung, sondern vielmehr in der Förderung einer ausgeglichenen Abhängigkeit mit Hilfe zunehmender wirtschaftlicher Vernetzung.

Auch eine „Über-Abhängigkeit“ vor allem beim Güterhandel wird von der EU hervorgehoben. Global vernetzte Wertschöpfungsketten erschweren jedoch die Beurteilung einer Überabhängigkeit gegenüber einem einzelnen Land. Auch hat die Corona-Pandemie gezeigt, dass selbst globale Disruptionen sich nicht lange halten können. Denn die

Lieferkettenproblematik hat sich inzwischen deutlich entspannt. Dies ist nicht überraschend, denn: Wo immer Märkte sich anpassen können, kann sich eine gewinnbringende Gelegenheit nicht lange halten. Deshalb brauchen robuste Lieferketten mehr anstatt weniger Integration und Globalisierung. Aus Makro-Sicht sind es vor allem robuste und belastbare Handelsabkommen sowie ein hoher Gleichlauf von nationalen Interessen und damit wirtschaftlicher Vernetzung, die robuste Wertschöpfungsketten schaffen.

Deutschland importiert aus keinem Land außerhalb der EU so viel wie aus China; 17 % aller deutschen Importe kommen aus China. Und hierbei handelt es sich schon lange nicht mehr um billige Verbrauchsgüter, sondern es sind viele wichtige Vorprodukte für den deutschen Wertschöpfungsprozess. Hingegen werden nur 7 % aller deutscher Exporte nach China geliefert. Allerdings sind hier auch indirekte Exporte nach China zu berücksichtigen. So lässt die Vernetzung der chinesischen Wirtschaft mit der Weltwirtschaft einen höheren Anteil deutscher Exporte vermuten, die von der chinesischen Konjunktur beeinflusst werden.

Seit der Trump-Präsidentschaft, verstärkt durch Lieferengpässe in Folge der Corona-Pandemie, aber auch mit dem Einfluss des Ukrainekriegs scheint der eingeschlagene Weg der einer selektiven Unabhängigkeit zu sein. Eine stabile Welt schaffen wir damit aber nicht. Ebenso wenig werden wir die Klimaziele erreichen, die für ihren Erfolg ein Bekenntnis zu globalen Abhängigkeiten braucht. Jegliche Diktatur geht zudem eher mit wirtschaftlicher und politischer Isolierung als Integration einher, da nur so das Monopol der politischen Macht aufrecht zu erhalten ist. Der nun angestrebte Weg der zunehmenden Unabhängigkeit wird Wohlstand belasten, Bevölkerungen isolieren bzw. zu stärkerer Polarisierung und dadurch eher zu mehr Konfrontation als Kompromissbereitschaft und Wohlstand führen. Doch dies ist alles nichts Neues. Anfang der 80er Jahre hatten die USA eine ähnliche Haltung gegenüber Japan eingenommen wie nun gegenüber China. Und auch damals wurde Japan beschuldigt, Eigentumsrechte und Patente zu stehlen. Und damals wie heute liegt die Lösung in der Integration und nicht in der Abschottung.

## Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

### Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr<sup>1)</sup>

	2021	2022P	2023P	2024P
Deutschland	2,6%	1,9%	-0,4%	0,8%
Euro-Zone	5,5%	3,5%	0,2%	0,5%
UK	8,5%	4,2%	0,0%	0,7%
USA	6,1%	2,1%	1,1%	0,6%
Japan	1,9%	1,0%	1,2%	1,0%
China	8,1%	3,0%	5,7%	5,2%

### Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr<sup>2)</sup>

	2021	2022P	2023P	2024P
Deutschland	3,1%	6,9%	5,7%	2,2%
Euro-Zone	2,6%	8,4%	5,2%	2,3%
UK	2,6%	9,0%	6,9%	2,2%
USA	4,7%	8,0%	4,0%	2,4%
Japan	-0,3%	2,5%	1,9%	1,1%
China	0,9%	2,2%	2,3%	2,2%

### Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen in %<sup>3)</sup>

	29. Jun	Ende 2023	Ende 2024
3M-Euribor	3,60	4,1	3,5
3M-USD-Libor	5,53	5,4	3,5
10-Jahre Bund	2,36	2,4	2,2
10-Jahre U.S. Treasury	3,75	3,4	3,0

### Tabelle 4: Währungen, 1 Euro = ...<sup>4)</sup>

	29. Juni	Ende 2023	Ende 2024
EUR/USD	1,09	1,14	1,27
EUR/GBP	0,86	0,9	0,94
EUR/JPY	158	143	145
EUR/CHF	0,98	1,03	1,10
EUR/HUF	371	395	422
EUR/CZK	23,7	24,0	25,5
EUR/TRY	28,4	23,7	25,0
EUR/PLN	4,47	4,76	4,85
EUR/RUB	94,4	88,0	90,0
EUR/MXN	18,7	21,0	24,2
EUR/ZAR	20,4	19,7	21,0
EUR/CNY	7,90	7,60	7,70
EUR/CAD	1,45	1,40	1,45
EUR/AUD	1,65	1,55	1,63

Quellen: 1), 2) Statistische Ämter, Zentralbanken und IKB-Prognosen; 3), 4) Bloomberg; EZB; FRED und IKB-Prognosen

## Disclaimer

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG Entscheidungen über ihre Geldanlage und die Inanspruchnahme von Wertpapier(neben-)dienstleistungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder eine (i) Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung oder (iii) eine Einladung zur Zeichnung oder (iv) ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Es wird darauf hingewiesen, dass die steuerliche Behandlung einer Transaktion von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängt und künftigen Änderungen unterworfen sein kann. Stellungnahmen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

### **Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.**

Bei der Unterlage handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse i.S.d. Art. 36 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 oder Empfehlung i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 Verordnung (EU) 596/2014.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Werbemitteilung ist untersagt. Die Verwendung oder Weitergabe der Unterlage in jeglicher Art und Weise an Dritte (z.B. Geschäftspartner oder Kunden) für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

### **Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG**

40474 Düsseldorf  
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1  
Telefon +49 211 8221-0

Dr. Klaus Bauknecht  
Volkswirtschaft  
Telefon +49 211 8221-4118

Juni 2023	
Herausgeber:	IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform:	Aktiengesellschaft
Sitz:	Düsseldorf
Handelsregister:	Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats:	Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands:	Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand:	Dr. Patrick Trutwein, Steffen Zeise