

# Barometer

## Konjunktur- und Zinsperspektiven

### 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)

### Deutsche Konjunktur: abklingende Panik trotz Konjunktüreintrübung

2

Stimmung der deutschen Wirtschaft hat sich gebessert • Pessimismus für die kommenden Monate hat nachgelassen • Überzogenen Panik hat sich nicht bestätigt • Aber Lagebeurteilung fällt schlechter aus • Konjunkturschwäche macht sich mehr und mehr bemerkbar und wird zunehmend die Stimmung dominieren

### Geldpolitik: Inflation hat den Wendepunkt erreicht – unterstützt durch die geldpolitische Straffung

4

Aktuelle Inflationsraten geben nach • Weitere Entspannung zu erwarten • Konjunktur wird sich weiter eintrüben • Zinsen werden 2023 höher bleiben • Höhe des Zinsniveaus wird u. a. von der Ausrichtung der Fiskalpolitik abhängen • Die Rezession ist unvermeidbar für eine geringere Inflation

### Abhängigkeit von China: Risiken benötigen mehr und nicht weniger Vernetzung

6

Abhängigkeiten bestehen gegenseitig • Auch Chinas Wachstumsmodell benötigt globale Vernetzung und Weltwirtschaft • USA sind nach wie vor bedeutender Treiber der globalen Dynamik • Zunehmende deutsche Abhängigkeit und Standortverlagerungen benötigen mehr Direktinvestitionen aus China

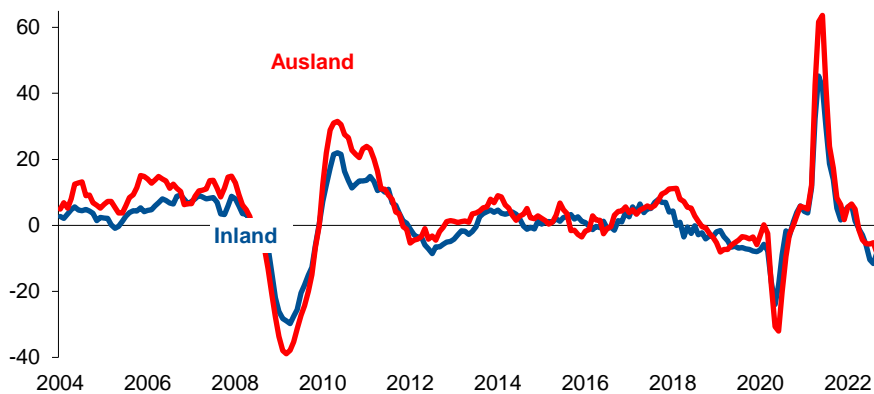
### Übergewinnsteuer: Zeit, das „S“ in ESG zu betonen?

10

Wann sind Gewinne unfair? • Entscheidend ist nicht die Gewinnhöhe • Entscheidend ist der Entstehungsprozess • Marktverzerrungen – häufig vom Staat selbst ausgelöst – sind oft der Grund • Staat hat in Krisen gestützt • Jetzt ist Eigenverantwortung der Unternehmen gefragt • Es gilt, das „S“ in ESG für ein nachhaltiges Geschäftsmodell zu fördern

## Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



**IKB-Prognose 2023**  
Reale Veränderung in %,  
saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

|             |      |
|-------------|------|
| Deutschland | -0,8 |
| Euro-Zone   | -0,4 |
| UK          | -0,8 |
| USA         | -0,1 |
| Japan       | 1,0  |
| China       | 4,5  |

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

## Deutsche Konjunktur: abklingende Panik trotz Konjunktüreintrübung

### ifo Geschäftsklima hellt sich auf, sendet aber weiterhin Rezessionssignale

Das ifo Geschäftsklima hat sich im November erstmals seit dem Frühjahr recht deutlich aufgehellt. Verantwortlich hierfür war vor allem der weniger pessimistische Blick in die Zukunft. Dieser Teil-Index hat sich deutlich um 4,1 Punkte auf 80 Zähler verbessert. Die aktuelle Lage haben die Unternehmen dagegen aber erneut schlechter beurteilt; der Index fiel um 1 Punkt auf 93 Zähler. Insgesamt legte das ifo Geschäftsklima damit um 1,8 Punkte zu. Wie ist diese Entwicklung zu werten? Ist es ein erstes Indiz für eine sich aufhellende konjunkturelle Entwicklung?

### Extrem pessimistische Erwartungen waren überzogen, ...

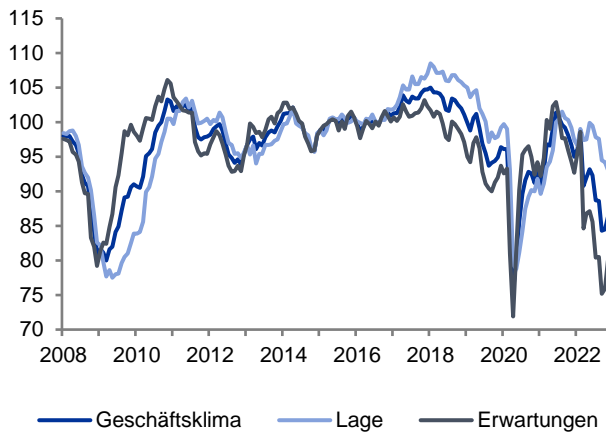
Die enorme Unsicherheit der letzten Monate hat zu einer großen Skepsis über das zu erwartende wirtschaftliche Umfeld geführt. Der drastische Einbruch der Geschäftsaussichten des ifo Geschäftsklimas dokumentiert – gerade im Vergleich zur weniger negativen Einschätzung der aktuellen Lage – tiefen Zukunftspessimismus. Zwar ist es durchaus üblich, dass sich zuerst die Geschäftserwartungen im Schatten einer Konjunktüreintrübung verschlechtern und sich erst später dann die Lageeinschätzung der Realität anpasst. Aktuell erscheint jedoch der Pessimismus bei den Erwartungen zunehmend überzogen, gerade im Vergleich zu den BIP-Wachstumsprognosen für 2023. Denn diese deuten zwar auf eine Rezession hin, aber ein drastischer Einbruch oder gar Absturz wird von den Volkswirten nicht erwartet.

Verantwortlich für die überzogene Negativität ist der Krieg in der Ukraine und die damit verbundene Furcht vor Gasmangel bzw. explodierenden Gaspreisen. Allerdings hat sich die Gasversorgung erst einmal stabilisiert, und die Gaspreise an den Börsen fallen. Auch senkt die Politik mit Hilfe der Gaspreisbremse die Kosten und hat die Gasversorgung durch ambitionierte Einkäufe erst einmal gesichert. Auch die Folgen des Krieges in der Ukraine haben für viele Unternehmen an Schrecken verloren, da eine Eskalation und Ausbreitung des Konfliktes in Europa ausgeblieben ist. Aber es bleibt eine große Unsicherheit über den Ausgang des Krieges, denn noch ist von keiner Seite Verhandlungsbereitschaft zu erkennen. Auch werden die Gaspreise in Deutschland sicherlich langfristig höher ausfallen als vor dem Krieg, was die Stimmung in energieintensiven Branchen wie Chemie oder Glas besonders belastet. Insgesamt scheinen sich jedoch die Einschätzungen zur geopolitischen Unsicherheit zu relativieren.

### ... doch die reale konjunkturelle Eintrübung holt auf

Ein weiterer Unsicherheitsfaktor, der zunehmend an Relevanz verliert, sind die Lieferkettenprobleme. Explodierende Rohstoffpreise und Materialmangel belasteten nicht nur die Stimmung im Jahr 2021, sondern vor allem auch die Produktion. Deshalb beurteilten die Unternehmen die aktuelle Lage oftmals schlechter als die Erwartungen, die eine Entspannung infolge von Angebotsausweitungen spiegelten.

**Deutschland: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100**

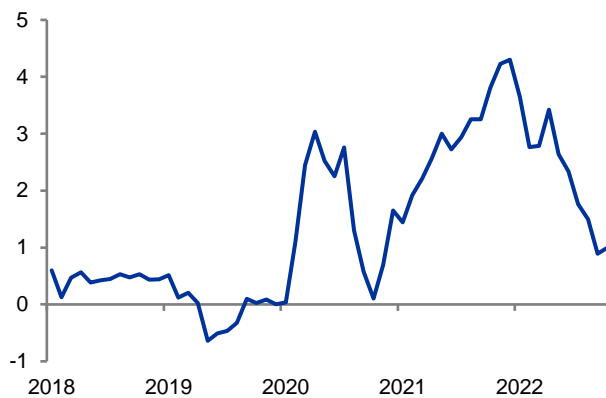


Quelle: ifo



In diesem Jahr haben die Lieferengpässe nachgelassen. Die Frachtraten korrigierten im Schatten von Angebotsausweitungen deutlich, auch aufgrund der schwächeren Nachfrage. Doch wie bei den Erwartungen, gibt es auch bei der Einschätzung der aktuellen Lage gegenläufige Effekte: Während die Nachfrageschwäche infolge der Konjunkturertrübung die aktuelle Lage belasten sollte, deuten Angebotshemmnisse wie Lieferengpässe und hohe Materialkosten auf eine Entspannung hin. Im Umfeld einer deutlichen Nachfrageschwäche ist jedoch in den kommenden Monaten insgesamt von einer Eintrübung der aktuellen Lagebeurteilung auszugehen – nicht zuletzt, weil der Kostendruck aufgrund der deutlichen Lohnerhöhungen hoch bleiben sollte. Die Konjunktur trübt sich spürbar ein und wird die aktuelle Lage weiter belasten.

**Weltweite Lieferengpässe, Index**



Standardabweichung vom Durchschnitt

Quelle: [Global Supply Chain Pressure Index \(GSCPI\) - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK \(newyorkfed.org\)](https://www.newyorkfed.org/outreach/global-supply-chain-pressure-index-gscpi)



In den folgenden Monaten werden unterschiedliche Effekte die Stimmung der deutschen Unternehmer beeinflussen:

- Die aktuelle Lage wird sich weiter verschlechtern. Die konjunkturellen Entwicklungen und der Einfluss steigender Zinsen werden sich im Jahr 2023 zunehmend bemerkbar machen und die Konjunktur belasten. Zwar ist der Auftragsbestand in manchen Branchen weiterhin gut, dieses Polster wird aber zunehmend bearbeitet und deshalb an Bedeutung verlieren. Zudem ist nicht von einer V-Erholung auszugehen, die einen vorübergehenden Einbruch von Auftragsbestand und Nachfrageausfall kompensieren könnte.
- Die Erwartungen könnten sich kurzfristig weiter aufhellen, da verschiedene Worst-Case-Szenarien an Relevanz verloren haben. Allerdings wird die realwirtschaftliche Realität – also die einsetzende Rezession – mehr und mehr in den Vordergrund treten. Der verbesserte Ausblick sollte nicht als Indiz einer sich aufhellenden Konjunktur verstanden werden, sondern als Relativierung des überzogenen Pessimismus.

**Deutsches reales BIP, in Mrd. € vierteljährlich**

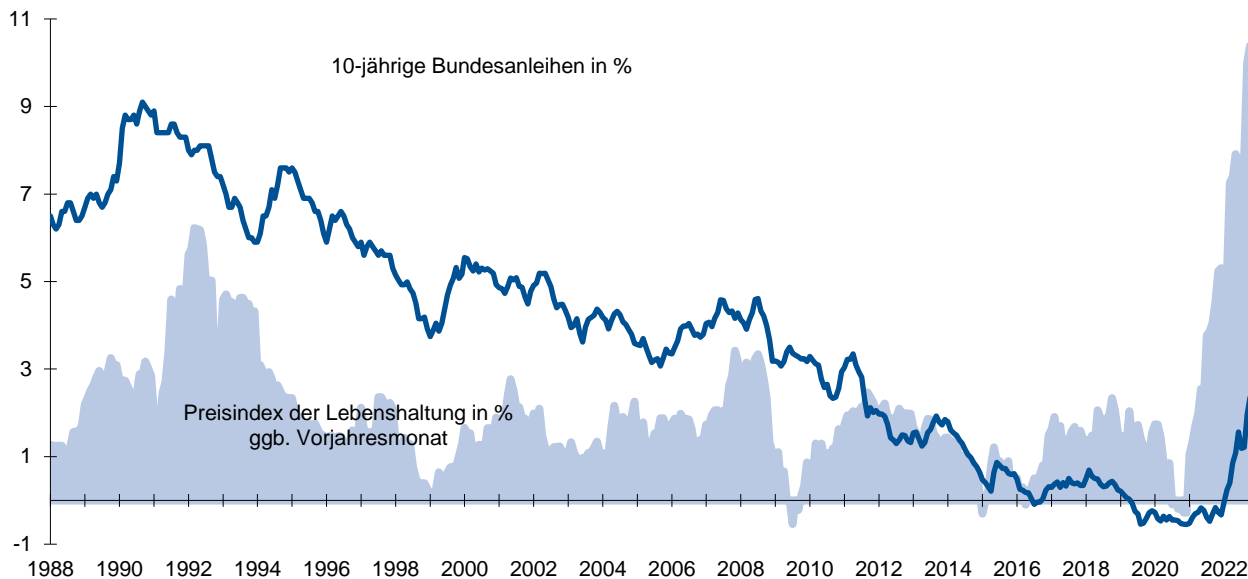


Quelle: Bloomberg



Die IKB geht nach wie vor von einer leichten Rezession in Deutschland aus. Dabei wird sich die Schwächephase länger hinziehen und sich keine V-Erholung einstellen. Die IKB erwartet im Jahr 2023 einen Rückgang des BIP von rund 1 %.

**Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %**



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



**Geldpolitik: Die Inflation hat den Wendepunkt erreicht – ...**

**Deutschland: Inflationsrate in %**



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Prognose



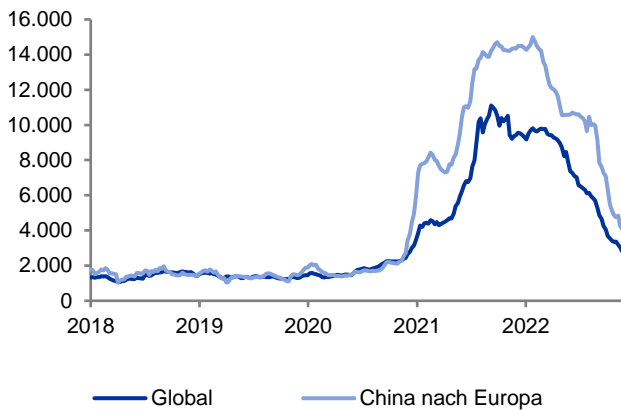
Die Inflationsraten haben ihren Höhepunkt erreicht. So sind die Teuerungsraten im November nicht nur niedriger ausgefallen als im Oktober, sie waren vor allem niedriger als erwartet. In Deutschland lag die VPI-Inflationsrate im November bei 10,0 %, verglichen mit 10,4 % im Oktober. Dies sind nur die jüngsten Zahlen einer Reihe von Preisdaten, die besser ausfielen als vielfach erwartet wurde. Trotz der Überraschung vieler Marktteilnehmer war grundsätzlich mit einem Rückgang der Inflationsrate in den kommenden Monaten auszugehen. Dabei sind es nicht nur Basiseffekte, die Grund zur Annahme erlauben, dass sich das Inflationsbild gedreht hat.

Rohstoffpreise und Energiepreise insbesondere stabilisieren sich bzw. sind teilweise deutlich zurückgegangen. Dies wird in den kommenden Monaten für zunehmende deflationäre Impulse sorgen, auch wenn die hohen Gas- sowie Strompreise Anfang nächsten Jahres für einen finalen Schub für den Verbraucherpreisindex sorgen sollten.

Angebotsprobleme, Lieferengpässe und hohe Frachtraten haben im Verlauf von 2022 eine deutliche Entspannung gezeigt. Kapazitätsausweitungen, die durch die hohen Preisanstiege angestoßen wurden, brauchen ihre Zeit, werden aber zunehmend im Jahr 2023 für einen Kapazitätsausbau und damit weitere Entspannung sorgen. Der entscheidende Treiber scheint aber die Nachfrageseite zu sein. Die Sorge vor einer globalen Rezession bewegt die Märkte und sorgt für sinkende bzw. sich normalisierende Rohstoffpreise. Auch führt eine sinkende Nachfrage zunehmend zu Margendruck bei Unternehmen. Beides wird den Aufwärtsdruck bei der Preisentwicklung im Jahr 2023 spürbar senken. So erwartet die IKB für Deutschland eine durchschnittliche, auf dem VPI-basierte Inflationsrate von 8,0 % im Jahr 2022 und 5,6 % im Jahr 2023.

... unterstützt durch die geldpolitische Straffung

Frachtraten, in USD/FEU



Quelle: Bloomberg



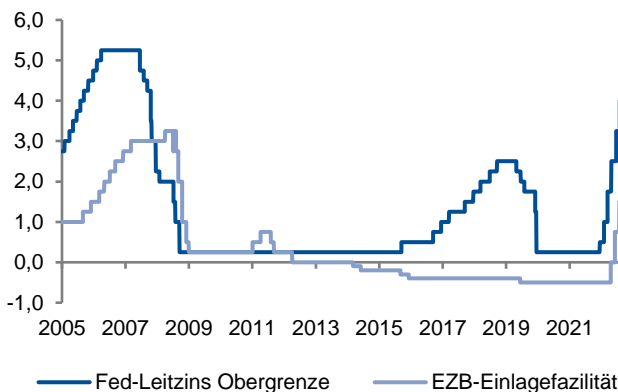
USA: NAHB-Index (Stimmungsindikator für den US-Bau)



Quelle: FERI (Eurostat)



Fed-Funds-Rate und EZB-Einlagezinssatz, %



Quelle: Bloomberg



Die befürchtete Konjunkturertrübung – lokal wie global – wird sich im Jahr 2023 zunehmend realisieren. Denn Notenbanken hatten im Jahr 2022 die Zinsen spürbar angehoben und eine drastische geldpolitische Wende vollzogen. Die Folgen daraus werden sich zunehmend im Jahr 2023 in der Realwirtschaft zeigen. Denn auch wenn das Zinsniveau im historischen Vergleich immer noch relativ niedrig ist, waren der Anstieg im Jahr 2022 und die daraus folgende Ausweitung der Zinslast doch enorm. Dies gilt für die USA wie auch für die Euro-Zone. Für beide Regionen ist deshalb mit einer spürbaren weiteren Nachfrageabkühlung nach Krediten und damit auch realwirtschaftlichen Gütern zu rechnen. Bei zinssensitiven Branchen wie dem Bausektor ist dies bereits zu erkennen. Die Konjunkturlage wird sich also erst noch weiter eintrüben, bevor sie sich aufhellt (siehe Beitrag auf S. 2f.).

Dies ist notwendig, um Zweitrundeneffekte des ursprünglichen Inflationsschocks ausreichend zu dämpfen. Auch werden Notenbanken die Zinsen erst dann wieder senken, wenn die Rezession genügend Druck auf den Preisbildungsprozess in der Wirtschaft ausgeübt hat. So kann nicht argumentiert werden, dass die Notenbanken übertreiben und die Wirtschaft in eine Rezession stürzen. Diese Rezession ist gewollt und notwendig. Deshalb ist auch kurzfristig mit keiner Zinssenkung zu rechnen – vor allem nicht in der Euro-Zone, wo die EZB der notwendigen geldpolitische Straffung eher hinterherläuft. Im Gegenteil, Zinsen sollten längere Zeit höher bleiben – vor allem weil die EZB bereits bei einem Einlagenzins von maximal 3 % im Frühjahr 2023 mit ihrer Straffung aufhören dürfte. In den USA, wo der Fed-Leitzins 5 % im Frühjahr 2023 erreichen sollte, mögen erste Zinssenkungen Ende 2023 oder Anfang 2024 durchaus möglich sein. Dennoch sind die Folgen der Geldpolitik eindeutig. Da es kein Schock ist, der die Rezession verursacht, sondern eine gewollte geldpolitische Straffung, ist mit keiner V-Erholung zu rechnen. Wie hoch die Zinsen steigen und vor allem wie lange sie auf ihrem Höhepunkt verweilen werden, ist deshalb vor allem eine Frage der Fiskalpolitik. Je expansiver sie sein wird, um eine Rezession zu vermeiden, desto mehr muss die Notenbank durch Zinsanhebungen gegensteuern. Welches Zinsniveau letztendlich erreicht wird, bleibt deshalb unsicher – dass die Rezession kommen muss, hingegen nicht.

## Abhängigkeit von China: Risiken benötigen mehr und nicht weniger Vernetzung

**Fazit:** Größe und Wachstumsdynamik Chinas werden aufgrund der Abhängigkeit der deutschen und der globalen Wirtschaft von China zunehmend mit Sorge betrachtet. Doch die Abhängigkeiten bestehen gegenseitig, da Chinas Integration in die globale Wirtschaft mit einem zunehmenden Gleichlauf der Interessen einher geht. Denn auch China benötigt die globale Wirtschaft, um sein Wachstum voranzutreiben. Zudem sind die USA nach wie vor ein bedeutender und vor allem unabhängiger Wachstumstreiber für die Weltwirtschaft.

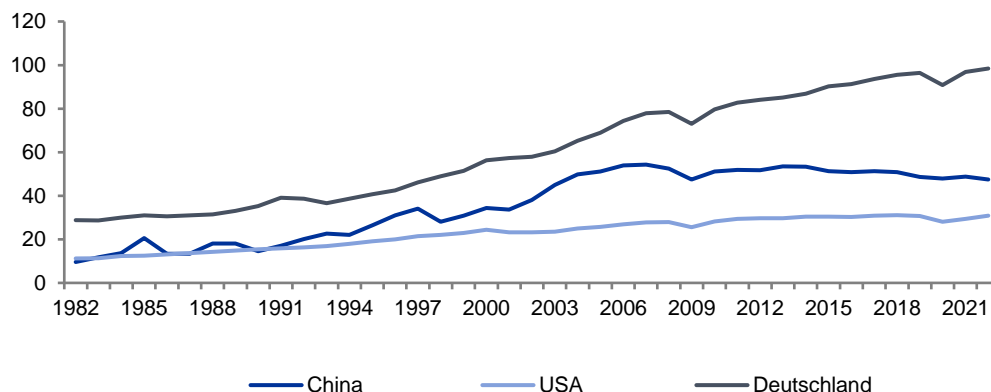
Aus deutscher Sicht wären mehr Investitionen aus China in Deutschland im Sinne gleicher Interessen durchaus wünschenswert – vor allem wenn Risiken der Wertschöpfungsverlagerung ins Ausland überschaubar bleiben sollen.

### China zeigt hohes Maß an globaler Vernetzung

China ist seit Jahren einer der entscheidenden globalen Wachstumstreiber. Das Land ist aktuell nach den USA wichtigster Handels- wie Investitionspartner Deutschlands. Zudem ist China wegen seiner hohen Vernetzung im asiatischen Raum ein bedeutender Treiber der regionalen Entwicklung. Ohne Zweifel hat Chinas WTO (Welthandelsorganisation)-Beitritt Ende 2001 maßgeblich zu dieser Entwicklung beigetragen. So hat sich das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf in China in den letzten 20 Jahren fast vervierfacht, und die chinesischen Konsumenten werden zunehmend zu einem bedeutenden globalen Wachstumstreiber. Auch auf wichtigen Weltmärkten – etwa für Rohstoffe oder Industriegüter – ist China inzwischen ein entscheidender Player.

Aktuell steht die Abhängigkeit der deutschen Wirtschaft von China mehr und mehr auf dem Prüfstand. So sehen es viele Marktbeobachter als wünschenswert an, die Wertschöpfung nach Deutschland zurückzuverlegen. Auch betrachten sie Investitionen in China zunehmend mit Skepsis. Grund ist die Sorge, chinesische Interessen würden nicht im Einklang mit deutschen sowie globalen stehen und eine starke China-Abhängigkeit könnte der eigenen Wirtschaftsentwicklung schaden. Doch auch Chinas Abhängigkeit von der globalen Wirtschaft hat sich erhöht. Der steigende Wohlstand der chinesischen Bevölkerung und vor allem auch ihre wachsenden Erwartungen zwingen die chinesische Führung, ein anhaltend hohes Wirtschaftswachstum sicherzustellen. Dafür benötigt sie intakte globale wirtschaftliche Beziehungen. Denn seit dem WTO-Beitritt ist China in die Weltwirtschaft integriert worden, eine Trennung der eigenen von globalen Interessen ist immer weniger möglich. So machen Exporte und Importe mittlerweile fast 50 % des chinesischen BIP aus. **Die USA hingegen haben eine nennenswert niedrigere Quote. Ihre Interessen sind demnach um einiges unabhängiger von denen der restlichen Welt, als dies für die chinesische Wirtschaft gilt.** Auch deutet das anhaltende US-Handelsbilanzdefizit darauf hin, dass weltweite Produktionskapazitäten von der US-Politik abhängig sind. Deshalb kann die Politik in den USA auch unabhängiger agieren als in China. In Deutschland hingegen fällt der Offenheitsgrad der Wirtschaft zwar deutlich höher aus als in China, aber Deutschland ist auch eine kleinere Volkswirtschaft.

Abb. 1: Exporte- und Importe in % des BIP



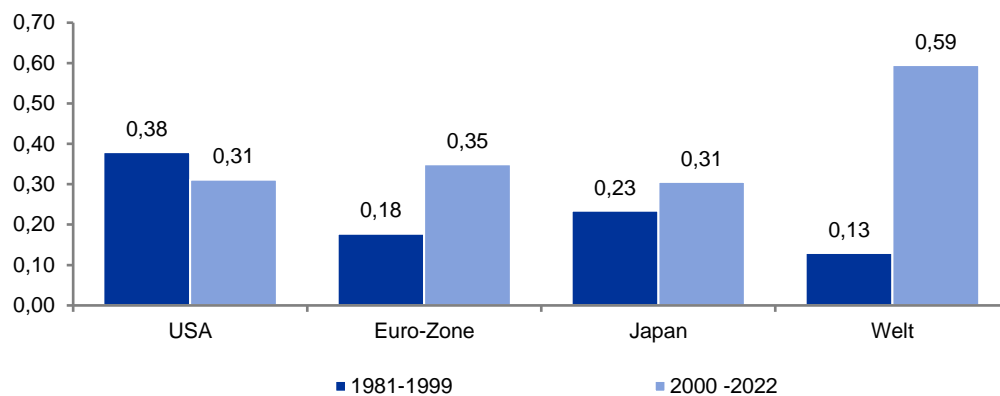
Quelle: EIU

Grundlage für die mittlerweile symbiotische Beziehung ist die starke Vernetzung von Chinas Wirtschaft mit der Weltwirtschaft. Chinas Streben nach höherem Lebensstandard ist deshalb eng mit einer wachsenden Weltwirtschaft verbunden und von dieser abhängig. Ein Auseinanderdriften globaler und chinesischer Interessen scheint somit immer weniger wahrscheinlich zu sein. Nicht nur ist die Weltwirtschaft infolge des Handels und internationaler Kapitalbewegungen abhängiger von China geworden, auch China zeigt eine zunehmende Abhängigkeit von der Weltwirtschaft. **Und es sind nicht nur die chinesischen Exporte, die spürbar zugenommen haben, sondern auch die Importe. Es ist also kein einseitiges Exportwachstum festzustellen, sondern vielmehr ein Integrationsprozess, den China in den letzten Jahren durchlaufen hat.**

### Empirische Analyse bestätigt gegenseitige Abhängigkeit

Aufgrund der Größe und vor allem des kräftigen Wachstums hat China in den letzten Jahren rund 1,2 Prozentpunkte zum Wachstum des Welt-BIP beigetragen. Der eigentliche Beitrag Chinas sollte angesichts der globalen Vernetzung höher liegen. Ein stärkerer Gleichlauf zwischen China und dem Rest der Welt ist vor allem seit 2000 zu erkennen – mit Ausnahme der USA. Wie erwartet, hat der WTO-Beitritt die Integration Chinas in die Weltwirtschaft deutlich verstärkt. Abb. 2 zeigt die Korrelation des Wirtschaftswachstums von Chinas und wichtigen anderen Volkswirtschaften. Im Folgenden wird auf empirische Ergebnisse verwiesen, die auf Schätzungen für die Periode 2000 bis 2022 beruhen.

**Abb. 2: Korrelationskoeffizienten des chinesischen BIP-Wachstums**



Quelle: IKB-Simulation

Sinkt das chinesische Wirtschaftswachstum um 1 Prozentpunkt, reduziert sich gemäß IKB-Simulationen das Wachstum der Weltwirtschaft um rund 0,25 Prozentpunkte. Eine Stagnation der chinesischen Wirtschaft würde folglich zu einer Rezession der Weltwirtschaft führen. Wenn das Wachstum der US-Wirtschaft um 1 Prozentpunkt sinkt, geht das globale Wirtschaftswachstum sogar um rund 0,8 Prozentpunkte zurück. **Die Abhängigkeit der Weltwirtschaft von den USA ist also noch bedeutender als die von China, auch wenn das hohe chinesische Wachstum den Einfluss Chinas erhöht. Die US-Wirtschaft wird allerdings vorrangig durch die Binnennachfrage getrieben, was sie autark und unabhängig von der Weltkonjunktur macht.**

Die chinesische Wirtschaft, die im Handel mit den USA einen enormen Überschuss aufweist, würde infolge eines BIP-Rückgangs in den USA von 1 Prozentpunkt mit knapp 0,5 Prozentpunkten belastet werden. Angesichts der hohen chinesischen Wirtschaftsdynamik mag diese Abhängigkeit überschaubar, aber nicht unbedeutend sein.

Ein Rückgang des globalen BIP-Wachstums würde deshalb die US-Wirtschaft nicht entscheidend belasten. China braucht hingegen ein robustes US-amerikanisches wie globales Wirtschaftswachstum, um seine hohen Ziele ohne fiskalische oder andere Stimulierungen zu erreichen. Angesichts des Offenheitsgrads von rund 50 % ist dies nicht überraschend. Unsere Simulationen berücksichtigen natürlich nicht außerordentliche fiskalische oder geldpolitische Maßnahmen sowie strukturelle Veränderungen. Es geht vielmehr um die Illustration der gegenseitigen Abhängigkeiten bedeutender Volkswirtschaften, ohne konkrete Wachstumsprognosen zu generieren.

Die Abhängigkeit des deutschen BIP von der globalen Konjunkturentwicklung sinkt infolge anhaltender Spezialisierung und Wertschöpfungsverlagerung schon seit Längerem. So ist der Standort Deutschland insgesamt weniger betroffen als die einzelnen Unternehmen, die zwar durch Investitionen im Ausland die Abhängigkeit

des deutschen Standortes reduziert, die eigene jedoch erhöht haben. Sinkt das globale Wirtschaftswachstum um 1 Prozentpunkt, belastet dies dennoch das deutsche BIP-Wachstum mit knapp 0,9 Prozentpunkten. Dafür verantwortlich sind die hohe Exportabhängigkeit und der hohe Offenheitsgrad der Wirtschaft.

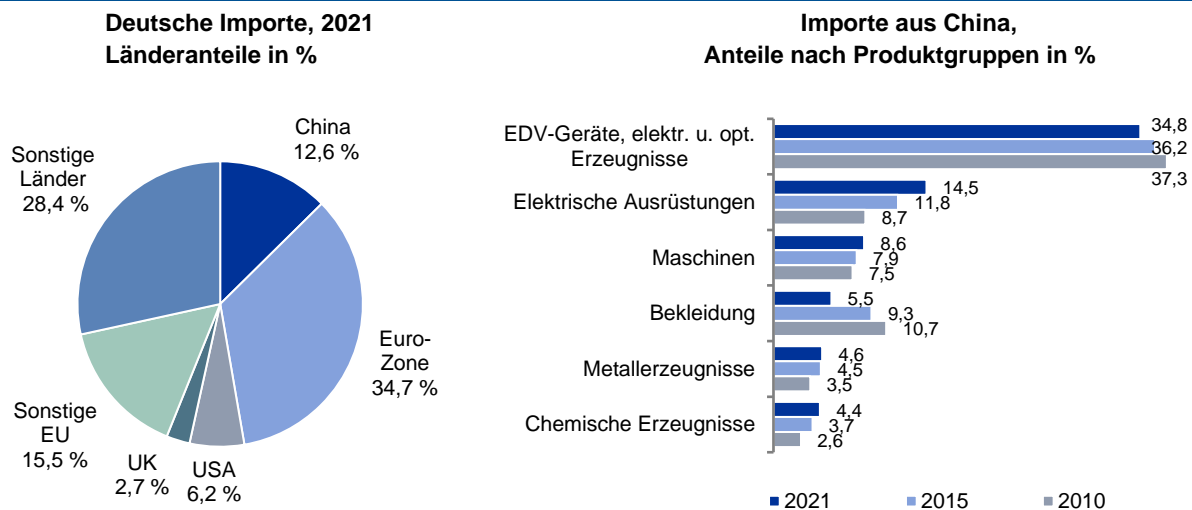
**Die Simulationen der IKB zeigen, dass eine gegenseitige Abhängigkeit zwischen China und dem Rest der Welt besteht:**

- China ist ein bedeutender globaler Wachstumstreiber; dies gilt vor allem aus Sicht europäischer Unternehmen. Angesichts des niedrigen Potenzialwachstums in Europa stellt sich also eher die Frage, ob wir am Wachstum teilhaben wollen oder nicht. Allerdings bleiben auch die USA mit ihrem Handelsbilanzdefizit eine wichtige Lokomotive des globalen Wachstums.
- Abhängigkeiten sollten nicht überbetont werden, da China das globale Wirtschaftswachstum und damit die Vernetzung von Handel und Investitionen benötigt, um seine eigenen Wachstumsziele zu erreichen und damit den Erwartungen seiner Bevölkerung gerecht zu werden.
- Die Abhängigkeit der Weltwirtschaft von den USA ist nach wie vor größer als die von China.
- Die deutsche Abhängigkeit der globalen Konjunkturentwicklung lässt nach, da Unternehmen Wertschöpfung im Schatten des sinkenden deutschen Potenzialwachstums verlagern. Grundsätzlich bleibt infolge des bedeutenden deutschen Handelsbilanzüberschusses die Abhängigkeit dennoch hoch.

**Deutschland: Zunehmende Abhängigkeit der eigenen Wertschöpfung benötigt Direktinvestitionen aus China**

Laut dem Sachverständigenrat dominiert China bei deutschen Produkten mit der stärksten Importabhängigkeit. Das Handelsvolumen bei diesen Produkten ist fast dreimal so hoch wie mit den USA, die an zweiter Stelle stehen. So mag China zwar insgesamt einen überschaubaren Anteil an den deutschen Importen von 12,6 % haben; bei einzelnen bedeutenden Importprodukten jedoch dominiert China mit einem Anteil von rund 45 % klar, so der Sachverständigenrat. Konsumgüter spielen hierbei sicherlich eine besonders große Rolle.

**Abb. 3: Chinas Importbedeutung für Deutschland**



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Zusammensetzung der aus China importierten Güter hat sich jedoch verändert und zeigt eine Tendenz hin zu mehr Vorleistungsgütern und weniger Konsumgütern. Dies deutet auf eine steigende Abhängigkeit der deutschen Wertschöpfung hin. Deshalb sollte ein höherer Investitionsgrad Chinas in Deutschland gefördert werden. Denn zum einen geht das einher mit robusteren Lieferketten. Zum anderen aber harmonisiert das gegenseitige Interesse bezüglich der Vermögensbestände. Aktuell verfügen deutsche Unternehmen infolge von Direktinvestitionen über einen hohen und zunehmenden Vermögensbestand mit ebenfalls zunehmender Wertschöpfung in China. Hier fehlt eine ausreichende Gegenposition, um die Risiken solch einer Abhängigkeit zu reduzieren. Deshalb sollten chinesisches Direktinvestitionen in Deutschland gefördert werden. **Dies gilt vor allem für Investitionen, bei denen eine Verlagerung der Wertschöpfung bzw. ein Know-how-Transfer nach China eher unwahrscheinlich erscheint – wie beim Hamburger Hafen.**



Gegenseitige Abhängigkeiten von Volkswirtschaften sollten nicht nur negativ beurteilt werden. Zum einen sind sie eine notwendige Konsequenz aus der anhaltenden globalen Spezialisierung und führen zu Produktivitätssteigerungen. Zum anderen können Abhängigkeiten stabilisierend wirken. **So waren es insbesondere die chinesischen Konjunkturprogramme nach der Finanzkrise 2009, die einen maßgeblichen Beitrag zur konjunkturellen Stimulierung Deutschlands und der Weltwirtschaft beigetragen haben.**

*Auszüge aus dieser Analyse hat die Börsen-Zeitung am 24. November 2022 in ihrem Beitrag „Mehr Investitionen aus China wünschenswert“ veröffentlicht.*

## Übergewinnsteuer: Zeit, das „S“ in ESG zu betonen?

**Fazit:** Die Übergewinnsteuer ist in aller Munde. Für den Staat ist es eine neue Einnahmequelle, die er versucht, mit dem Begriff der Fairness zu rechtfertigen. Doch wann sind Gewinne unfair? Hier sollte nicht die Höhe im Fokus stehen, sondern vielmehr der Prozess, durch den hohe Gewinne entstehen. Denn oft sind es Marktverzerrungen, die der Staat selbst mit Hilfe von Markteintrittsbarrieren geschaffen hat, die eine höhere langfristige Rendite für eine Branche ermöglichen. Doch weil der Staat in den letzten Jahren negative Folgen aus Krisen spürbar gedämpft hat, macht eine Diskussion über eine höhere Unternehmenssteuer durchaus Sinn – auch, um damit einer Subventionierung von Gewinnen und Kapitalrenditen entgegenzuwirken.

**Doch der eigentliche Handlungsbedarf liegt nicht beim Staat, sondern bei den Unternehmen selbst. Es ist in ihrem eigenen Interesse, das „S“ in ESG für ein nachhaltiges Geschäftsmodell zu fördern. Schließlich spielt Fairness eine wichtige Rolle bei den Marktakteuren.**

Politiker ziehen Übergewinne zunehmend als neue Steuereinnahmequelle in Betracht. So spricht EU-Kommissionspräsidentin von der Leyen von zusätzlichem Einnahmepotenzial in Höhe von 140 Mrd. €. Der Gedanke ist nicht neu: Als unfair angesehene hohe Gewinne sollten zumindest teilweise an den Fiskus gehen – auch, weil diese Gewinne oftmals mit einer eher negativen sozialen Komponente einhergehen, die höhere Fiskalausgaben mit sich bringt. Mit der aktuellen Energiekrise hat der Gedanke von „unfairen“ Gewinnen an Aktualität gewonnen: Nicht nur Deutschland leidet unter explodierenden Strom- und Gaskosten, während einige Energieversorger satte Gewinne realisieren – so zumindest die Wahrnehmung. Dies empfinden viele Menschen als unfair und sorgen für Handlungsdruck beim Staat. Der Gedanke einer Übergewinnsteuer als neue Quelle der Besteuerung scheint sich zu festigen. Wie ist dies zu werten?

### Investitionen – langfristige Renditenerwartung entscheidend

Ökonomen argumentieren immer wieder, Gewinne seien notwendig, damit Unternehmen investieren. Höhere Unternehmenssteuern führten dagegen zu niedrigeren privaten Investitionen. Steigende Gewinne ermöglichen tatsächlich mehr Investitionen und verbessern das Angebot – was wiederum Preise sinken lässt und die zwischenzeitlich höhere Rendite einer Branche durch mehr Wettbewerb wieder normalisiert. Die Voraussetzung für einen Investitionsschub ist allerdings, dass Gewinne als nachhaltig höher angesehen werden und es keine Markteintrittsbarrieren gibt. Nur temporär höhere Gewinne führen kaum zu nachhaltig höheren Investitionen, denn entscheidend ist die langfristige Rendite einer Investition. Schützt der Staat eine Branche durch Markteintrittsbarrieren, muss eine Besteuerung von Übergewinnen nicht pauschal als unfair angesehen werden, da sie eine Normalisierung der Rendite trotz fehlendem Wettbewerb sicherstellt. Damit jedoch im Energiesektor die Preise sinken, sind anhaltend höhere Renditen notwendig. Nur dann investieren die Unternehmen und weiten ihr Energieangebot aus. Dies wird durch die Besteuerung von Übergewinnen nicht unbedingt gefördert, vor allem, wenn sie als dauerhaftes Steuerinstrument eingesetzt werden.

### Übergewinnbesteuerung als Teil der Fiskalpolitik

Grundsätzlich hat der Staat in den letzten Krisen bzw. Konjunkturerbrüchen das Insolvenzrisiko von Unternehmen reduziert. Stützungsmaßnahmen, Liquiditätsbereitstellungen und allgemeine Konjunkturprogramme haben das Risiko für Aktionäre/Investoren spürbar verringert. Wenn also der Staat das Insolvenz- bzw. Rezessionsrisiko für die Wirtschaft deutlich reduziert, kann er durchaus im Gegenzug für höhere Profite eine Prämie verlangen. Die risikobereinigte Rendite würde sonst auf Kosten des Steuerzahlers subventioniert. Auch aus Makrosicht ist deshalb nachvollziehbar, wenn der Staat eine temporäre Übergewinnsteuer einführt. Dies entspräche einer Fiskalpolitik, die sich über den gesamten Konjunkturzyklus weitgehend neutral verhält. Beides, Stützungsmaßnahmen wie Steuererhebungen, sind natürlich eine Staatseinmischung im Marktprozess. Doch gerade bei der Gefahr von Abwärtsspiralen in einer Krise ist dies im gemeinschaftlichen Interesse, kann also deshalb nicht nur als fair angesehen werden, sondern stellt auch eine stabilisierende Fiskalpolitik dar – vor allem wenn die Maßnahmen für alle Branchen gelten, also wenn es pauschal um eine Überbesteuerung in konjunkturellen Boomphasen geht.

### Gedanken aus der Verhaltensökonomie – fair versus unfair

Die Haltung von Volkswirten zum Thema „Übergewinnsteuer“ ist oftmals kritisch. Neben der allgemeinen Sorge vor einer höheren Steuerlast ist es vor allem die Unsicherheit, wann Gewinne zu hoch sind und wo die

Grenze zwischen fair und unfair genau liegt. Entscheidet der Staat, welcher Preis und welche Gewinne angebracht sind, läuft dies auf Willkür bzw. zentrale Steuerung hinaus. Nicht der Markt bestimmt dann Preise, Gewinne und damit die Allokation von Ressourcen, sondern der Staat. Bei den aktuellen Gaspreisen wird die Einmischung des Staats aktuell jedoch vielfach als vorteilhaft angesehen.

Staatliche Interventionen sind allerdings in der Steuerpolitik durchaus üblich: So wird auf Lebensmittel eine niedrigere Mehrwertsteuer erhoben, weil sie lebensnotwendig sind und keine Luxusgüter darstellen. Manche Länder haben zudem eine Luxus- bzw. Vermögenssteuer etabliert. Auch ist die Einkommensteuer progressiv gestaltet: Höheres Einkommen führt zu einem höheren Steuersatz auf Grundlage der Vorstellung, was als fair bzw. gerecht angesehen wird. Eine Übergewinnsteuer wäre im Prinzip nichts anderes, wobei die Grundlage weniger die Gewinnhöhe sein sollte, sondern die Art, wie Gewinne erwirtschaftet werden. Ist nur die Höhe entscheidend, degeneriert eine Übergewinnsteuer eher zu einer reinen Einnahmequelle und wäre kein Instrument der Förderung von Fairness. Laut Robert Nozick ist für Fairness nicht die Höhe oder Verteilung von Gewinnen entscheidend, sondern vor allem der Prozess, wie diese erwirtschaftet wurden. Gilt dieser als fair, hat die eigentliche Höhe der Gewinne bei der Beurteilung von Fairness nur wenig Bedeutung.

Markteintrittsbarrieren oder Marktversagen können zu überzogenen Renditen führen, was für eine Übergewinnsteuer spricht – auch ohne Fairness-Gedanken. Wie ist es möglich, dass eine Industrie nachhaltig höhere Renditen erwirtschaftet, und in welchem Maße wird dies durch den Staat oder Regulierung verursacht? Dies wäre die entscheidendere Frage als die Überlegung, wann Gewinne zu hoch sind. Aktuell sind es jedoch eher die unerwarteten hohen Gewinne als die langfristigen Renditen, die im Fokus zu stehen scheinen und auf denen das Argument von Fairness beruht. Deshalb ist der Begriff „Übergewinnsteuer“ auch unglücklich gewählt. Der Fokus sollte auf dem Prozess liegen, mit dem höhere Renditen erwirtschaftet werden und was die Kosten dieses Prozesses für die Gesellschaft sind.

Zwar wird der Begriff fair oft als nicht greifbar und das damit verbundene staatliche Handeln als diskretionär und somit auch marktverzerrend angesehen. Doch Fairness spielt im täglichen Leben eine bedeutende Rolle. Außer für den Homo Oeconomicus, der rein rational agiert und nur auf den Preis schaut, ist Fairness für die meisten Menschen doch von Bedeutung. Fairness ist kein abstraktes Konzept, sondern eine reale Wahrnehmung jedes volkswirtschaftlichen Akteurs. Nobelpreisträger Richard Thaler hat dies bereits vor Jahrzehnten nachgewiesen. Sein Beispiel: Ein Dorf ist eingeschneit, und es gibt zu wenig Schneeschippen. Der Markt würde diktieren, dass der Preis für Schneeschippen deutlich ansteigen muss, weil die Nachfrage spürbar zugenommen hat. Eine effiziente Allokation wäre ebenfalls mit einem Preisanstieg verbunden, schließlich hat sich der Mehrwert der Schippen spürbar erhöht, und das Angebot ist begrenzt. Und doch haben 70 % der befragten Personen in seinem Experiment einen höheren Preis als unfair angesehen. Auch hier ist es der Prozess und nicht die Höhe des Preises ausschlaggebend für ein unfaires Verhalten.

### **Unternehmen sollten handeln und das „S“ in ESG betonen**

Die Wahrnehmung von Fairness hat einen wichtigen Einfluss auf das Handeln wirtschaftlicher Akteure. So beeinflusst sie auch die Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens und damit die langfristige Rendite von Investitionen. Wäre diese Erkenntnis bei allen Unternehmen angelangt, bräuchte es aktuell keinen Zwang durch den Staat. Unternehmen würden selbst für einen fairen Preis- und Profitprozess sorgen. Denn es würde sich nicht lohnen, das Geschäftsmodell durch kurzfristiges, als unfair wahrgenommenes Handeln in Gefahr zu bringen. Verwunderlich ist deshalb weniger der Vorschlag einer Übergewinnabgabe als vielmehr die Tatsache, dass Unternehmen durch Steuern dazu gezwungen werden müssen; auch wenn sicherlich viel diskutiert werden kann, was fair ist und was nicht. Die aktuelle Belastung für Haushalte infolge explodierender Energiekosten wird sicherlich von den wenigstens als fairer Prozess angesehen. Dies scheint sogar dann zu gelten, wenn angesichts von vorigen Verlusten Übergewinne nun eigentlich notwendig wären, um eine ausreichende langfristige Rendite sicherzustellen. Das soziale Bewusstsein der Unternehmen – das „S“ im ESG – muss deshalb in Deutschland grundsätzlich gestärkt werden. Dies gilt auch deshalb, weil die Krisenpolitik der Bundesregierung, wie bereits betont, das Risiko für die gesamte Wirtschaft in den letzten Jahren reduziert und damit erwartete Renditen verbessert hat. Faire Gewinnprozesse sind deshalb nicht nur ein Thema für Unternehmen im Energiesektor, sondern für die Wirtschaft insgesamt.

Wie bei jeder Steuer, so ist auch bei der Übergewinnsteuer zu erwarten, dass sie ausgeweitet bzw. zum permanenten Repertoire des Staates und seiner Einnahmen wird, wenn sie erst einmal eingeführt ist. Aus dieser Sicht wäre es wünschenswert, wenn Unternehmen selbstständig aktiv werden würden und nicht auf die Übergewinnsteuer warten. Dies würde auch Homo Oeconomicus zufriedenstellen, da eine Einmischung des

Staates dann nicht mehr erforderlich wäre. Es würde aber vor allem den Gewinn- bzw. Preisprozess fairer gestalten. Außerdem würden die Kostenvorteile bei den Menschen landen, die sie benötigen und nicht in den Staatskassen versickern. Hierfür ist aber keine Marketingstrategie oder Spende nötig, sondern ein effektiver Transfer der erhöhten Gewinne zu den Menschen, die diesen möglich gemacht haben bzw. die dadurch nun schlechter gestellt werden. Kommt die Übergewinnsteuer, so ist weniger der Staat dafür verantwortlich zu machen, sondern eher Unternehmen, welche die Bedeutung von Fairness für ihre Unternehmensstrategie nicht ausreichend würdigen.

*Referenzen:*

*Robert Nozick: Anarchy, State and Utopia*

*Richard H. Thaler: Misbehaving, The Making of Behavioural Economics – insbesondere Kapitel 14.*

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

**Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr**

|             | 2020   | 2021 | 2022P | 2023P |
|-------------|--------|------|-------|-------|
| Deutschland | -4,1%  | 2,6% | 1,8%  | -0,8% |
| Euro-Zone   | -6,3%  | 5,5% | 3,3%  | -0,4% |
| UK          | -11,0% | 8,4% | 4,5%  | -0,8% |
| USA         | -2,8%  | 6,1% | 1,8%  | -0,1% |
| Japan       | -4,6%  | 1,9% | 1,4%  | 1,0%  |
| China       | 2,2%   | 8,1% | 3,5%  | 4,5%  |

**Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr**

|             | 2020 | 2021  | 2022P | 2023P |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| Deutschland | 0,5% | 3,1%  | 8,0%  | 5,6%  |
| Euro-Zone   | 0,3% | 2,6%  | 8,4%  | 6,7%  |
| UK          | 0,9% | 2,6%  | 8,9%  | 5,6%  |
| USA         | 1,3% | 4,7%  | 8,0%  | 3,4%  |
| Japan       | 0,0% | -0,3% | 2,1%  | 1,4%  |
| China       | 2,5% | 0,9%  | 2,2%  | 2,3%  |

|                        | 24. Nov | Mitte 2023 | Ende 2023 |
|------------------------|---------|------------|-----------|
| 3M-Euribor             | 1,90    | 3,2        | 3,2       |
| 3M-USD-Libor           | 4,70    | 5,4        | 5,2       |
| 10-Jahre Bund          | 1,88    | 2,1        | 1,8       |
| 10-Jahre U.S. Treasury | 3,69    | 3,8        | 3,6       |

|         | 24. Nov | Ende 2022 | Ende 2023 |
|---------|---------|-----------|-----------|
| EUR/USD | 1,04    | 1,04      | 1,12      |
| EUR/GBP | 0,86    | 0,87      | 0,91      |
| EUR/JPY | 145     | 143       | 126       |
| EUR/CHF | 0,98    | 1,02      | 1,06      |
| EUR/HUF | 410     | 412       | 412       |
| EUR/CZK | 24,4    | 24,6      | 24,8      |
| EUR/TRY | 19,4    | 18,9      | 19,9      |
| EUR/PLN | 4,70    | 4,7       | 4,59      |
| EUR/RUB | 63,0    | 59,6      | 78        |
| EUR/MXN | 20,2    | 19,7      | 22,3      |
| EUR/ZAR | 17,7    | 17,5      | 18,9      |
| EUR/CNY | 7,44    | 7,5       | 7,8       |
| EUR/CAD | 1,39    | 1,4       | 1,5       |
| EUR/AUD | 1,54    | 1,54      | 1,5       |

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  
Volkswirtschaft und Research  
Telefon +49 211 8221-4492

2022

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