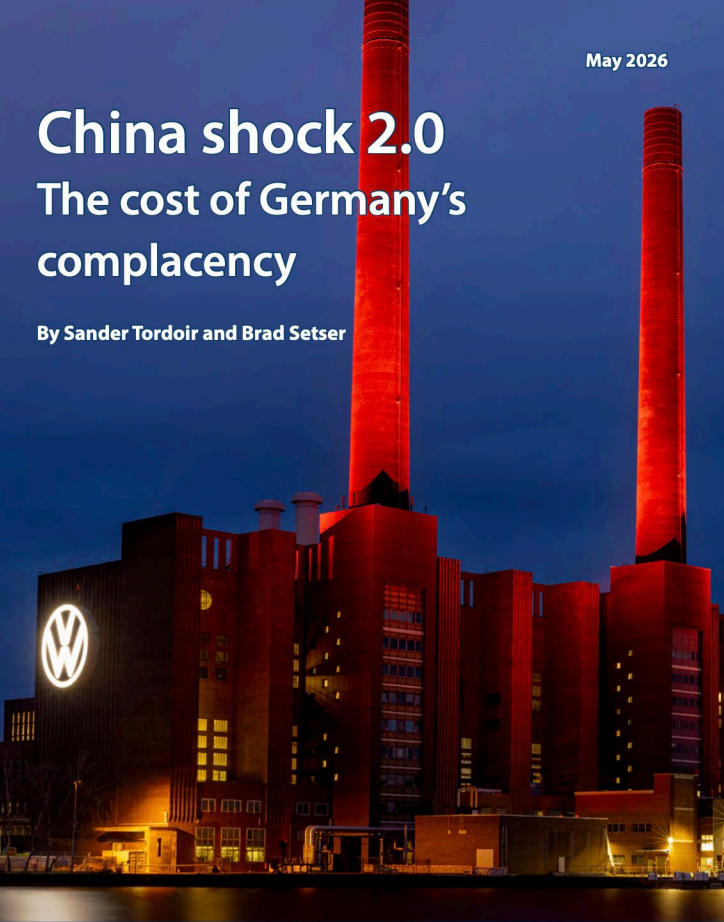


May 2026

China shock 2.0

The cost of Germany's complacency

By Sander Tordoir and Brad Setser



Die deutsche Wirtschaft zwischen dem Hammer des zweiten China-Schocks und dem Amboss der US-Zölle

DPN Assets & Liabilities Convention

Essen, 16 September 2026

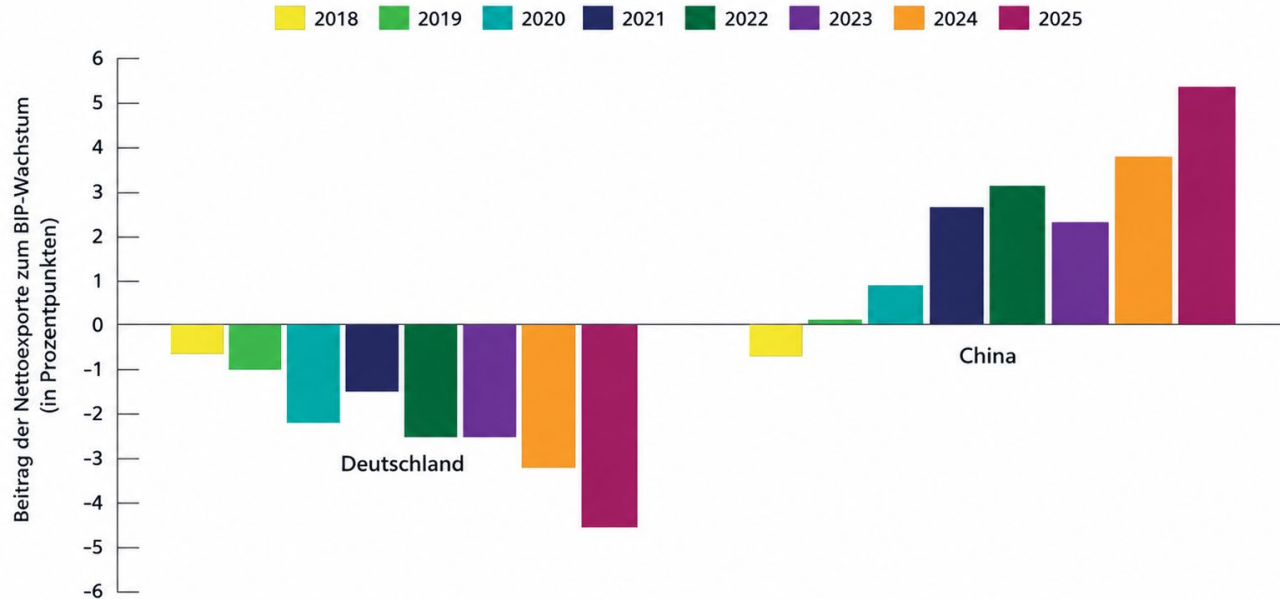
Sander Tordoir

Chief Economist, Centre for European Reform
Senior Associate, CSIS, Washington
Senior Advisor, Macro Advisory Partners



Deutschland (sowie ganz Europa) trifft auf den neuen Exportweltmeister

Deutschlands Exporte stagnieren, Chinas Exporte treiben das Wachstum



Quelle: Setser & Tordoir (2026).

China shock 2.0

China (shock 2.0), Compute, Coercion – Drei Schocks verändern die Weltwirtschaft – heute geht es um den, der Europa besonders hart trifft.

- | | | |
|----|--|--|
| 01 | CHINA SHOCK 2.0 | Immobilienkrise → exportgetriebenes Wachstum, verstärkt durch Industriepolitik und einen schwachen Renminbi. |
| 02 | DEUTSCHLAND IM EPIZENTRUM | Deutschland und Europa werden vom zweiten China-Schock deutlich härter getroffen als vom ersten. |
| 03 | AUTOS SIND NUR DIE SPEERSPITZE | 12 Mio. Jobs und 30 % der privaten F&E – doch der Druck reicht weit in Maschinenbau, Clean Tech und Chemie. |
| 04 | DER SCHOCK IST NICHT VORBEI | Makroökonomisch und sektoral spricht wenig für schnelle Normalisierung – der IWF unterschätzt das Ausmaß systematisch. |
| 05 | EUROPA REAGIERT – ABER ZU WENIG | Politik beginnt gegenzusteuern; die Reaktion dürfte dennoch hinter dem Schock zurückbleiben. |

TREIBER

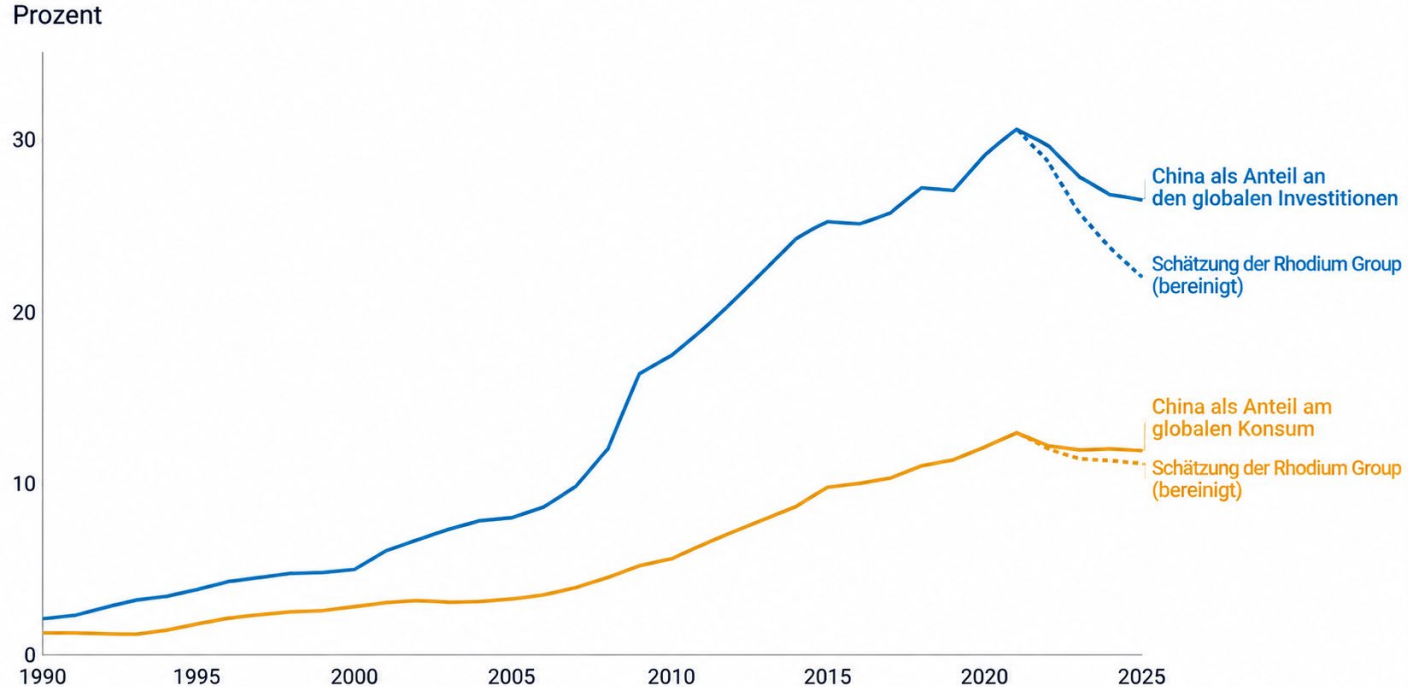
01

Warum China immer mehr industrielle Kapazität in die Weltwirtschaft drückt.



Treiber 1: Makroökonomische Ungleichgewichte

Anteil der chinesischen Volkswirtschaft am globalen Investitionen und Konsum, 1990-2025



Quelle: Weltbank. Die gestrichelten Linien zeigen Schätzungen und Bereinigungen der Rhodium Group.

Treiber 1: Makroökonomische Ungleichgewichte

Reale Inlandsumsätze und Exporte in China

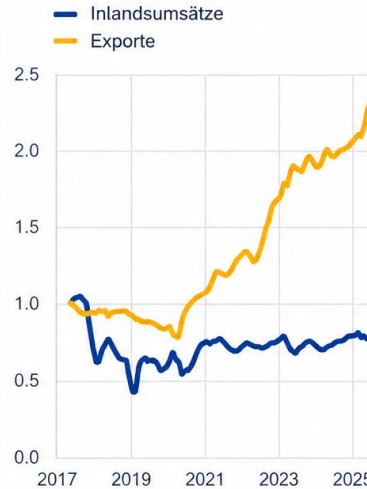
a) Alle Sektoren

(Index, Mai 2017 = 1; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



b) Sektoren mit schwächeren Inlandsumsätzen

(Index, Mai 2017 = 1; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



c) Sektoren mit stärkeren Inlandsumsätzen

(Index, Mai 2017 = 1; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)

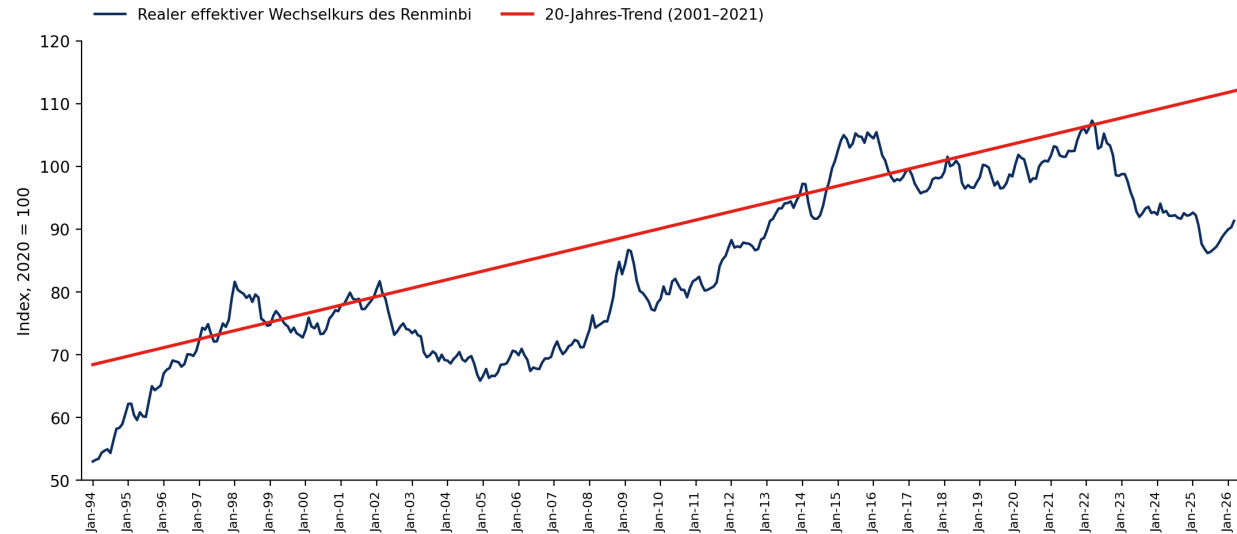


Quelle: Übersetzt aus einer Grafik der Europäischen Zentralbank (ECB).



Treiber 2: Währungsunterbewertung als Wettbewerbsvorteil

Der Renminbi hat gegenüber seinem Trend der letzten fünf Jahre stark an Wert verloren



Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Haver Analytics.

- China weist ein unerklärtes Defizit bei den Vermögenseinkommen von rund 125 Mrd. US-Dollar aus. Unter üblichen Renditeannahmen wäre dagegen ein Überschuss von rund 100 Mrd. US-Dollar zu erwarten.
- **Chinas Leistungsbilanzüberschuss wird unterschätzt:** rund 5,5 % des BIP statt der offiziell ausgewiesenen ~4 %.
- Gegenüber einer IWF-Norm impliziert der offizielle Überschuss bereits eine Unterbewertung von rund **20%**; mit dem korrigierten Überschuss steigt sie auf **rund 30%**.

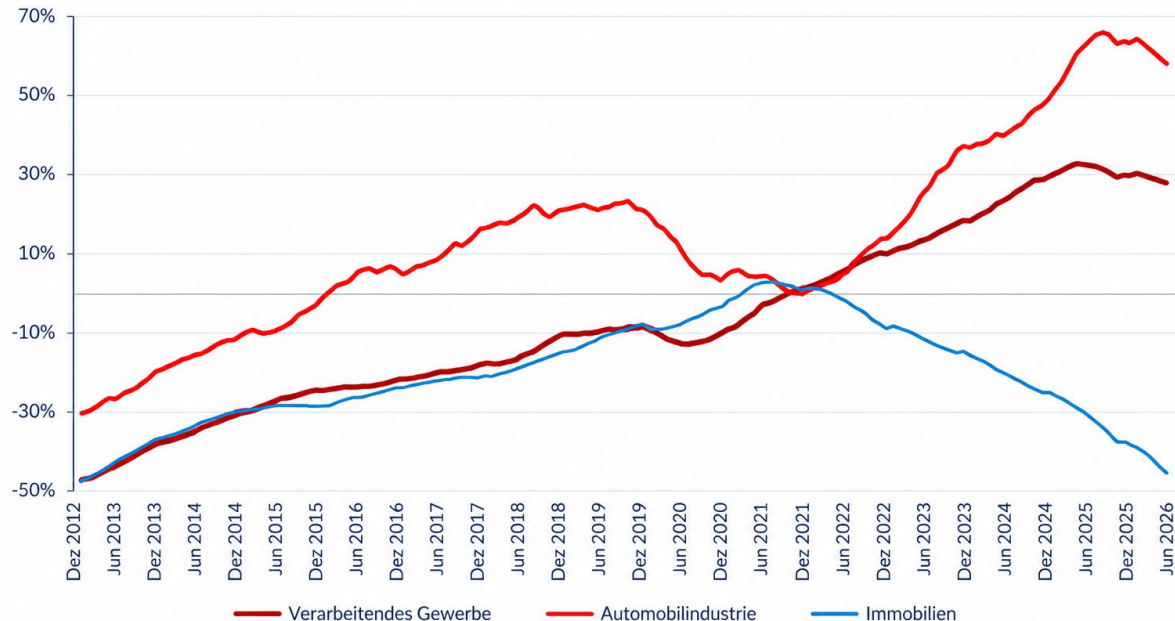
Treiber 3: Chinesische Industriepolitik trifft auf Deutschland AG

- Peking's **Industriepolitik definiert strategische Sektoren** die historisch auf Importe aus Handelspartnerländern wie Deutschland angewiesen waren.
 - Made in China 2025 = Deutschlands Kernsektoren
 - '10.000 little giants' = Mittelstand
 - 'Dual circulation economy' = new productive forces (WSJ: "an industrial policy for everything") .
- Ehrgeizige **lokale Regierungen** unterstützen Unternehmen, die in diese Märkte eintreten wollen
- Dieses System schafft innovative lokale Champions, führt jedoch zu nationalen Märkten mit **Überkapazitäten**, da die Expansion der Produktionskapazitäten das Wachstum der inländischen Nachfrage übertrifft.
- Chinas Industriepolitik verdrängt Importe anderer Länder aus dem heimischen Markt. Gleichzeitig versuchen stärkere chinesische Unternehmen, der intensiven internen **Konkurrenz durch Exportmärkten zu entkommen** – oft mit staatlicher Unterstützung.
- Zusammenspiel mit makroökonomischen Ungleichgewichten: Eine Sparquote von 40 % verschafft der CCP – vermittelt über das staatlich gelenkte Bankensystem – das weltweit größte Investitionsbudget einer Regierung.
- Subventionen entsprechen 4,4 % des chinesischen BIP (IWF) – das Drei- bis Achtfache des Niveaus westlicher Volkswirtschaften (OECD).

Peking ersetzt immobiliengetriebenes Wachstum durch industrielle Kapazität – und schafft damit die Exporte von morgen

Chinas Investitionsboom verlagert sich von Immobilien in die Industrie

Veränderung der gleitenden 12-Monats-Summe der Anlageinvestitionen seit Ende 2021



Quelle: CEIC. Eigene Berechnungen.

Anmerkung: Anlageinvestitionen (Fixed Asset Investment), Veränderung seit Ende 2021, gleitende 12-Monats-Summe.

AUSMAß

02

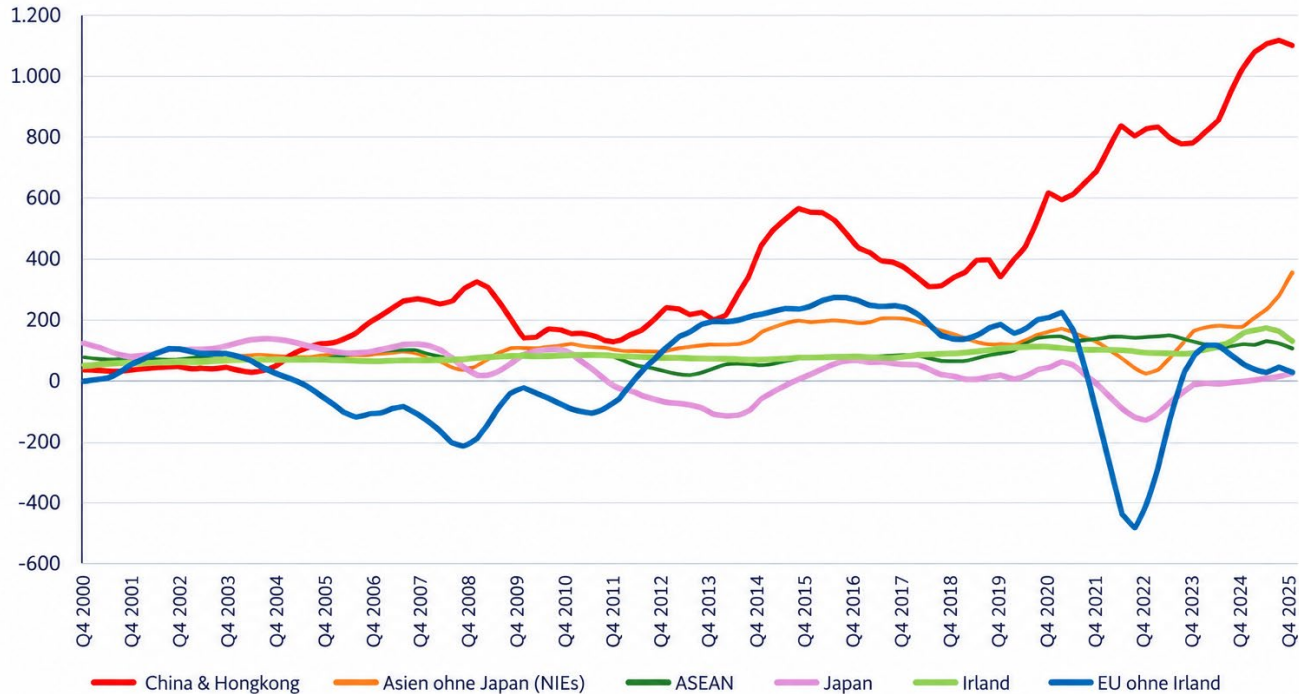
Der zweite China-Schock ist größer, breiter und gefährlicher als der erste.



Chinas Handelsüberschuss erreicht Rekordniveau

Chinas Warenhandelsüberschuss übertrifft andere große Volkswirtschaften deutlich

Warenhandelsbilanz, gleitende 4-Quartals-Summen, Mrd. US-Dollar

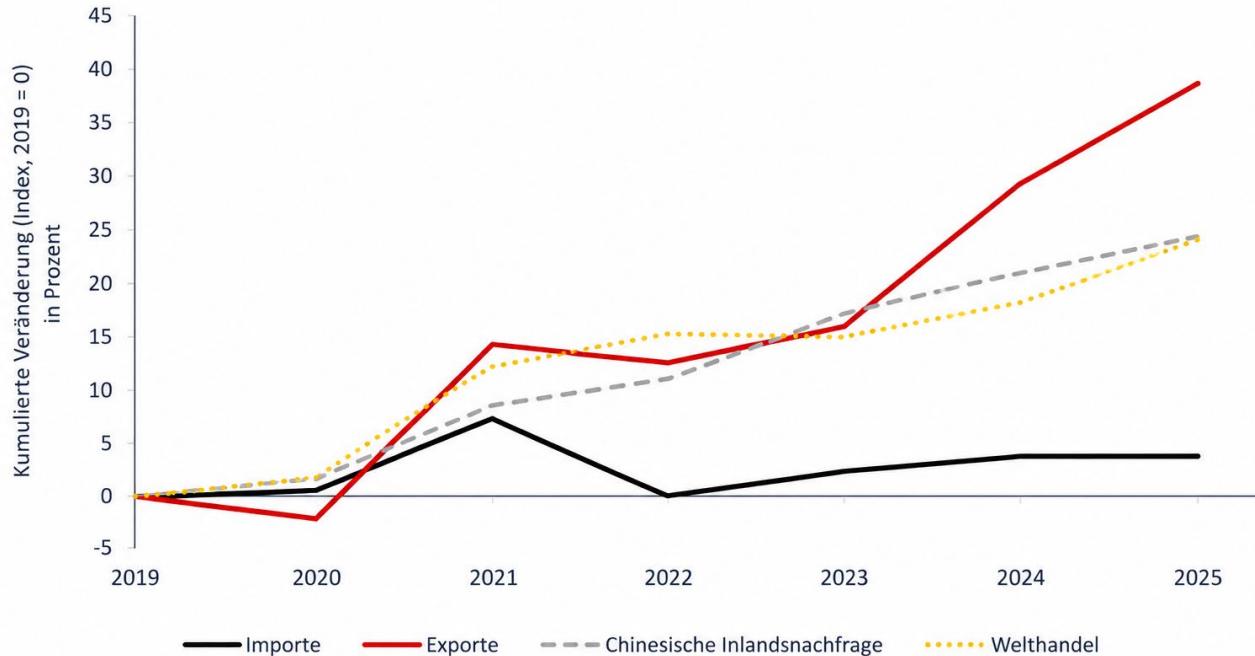


Quelle: UN Comtrade, CEIC. Eigene Berechnungen.

Anmerkung: Warenhandel, nominal, Mrd. US-Dollar, gleitende 4-Quartals-Summen.

Während Chinas Exporte explodieren, stagnieren die Importe

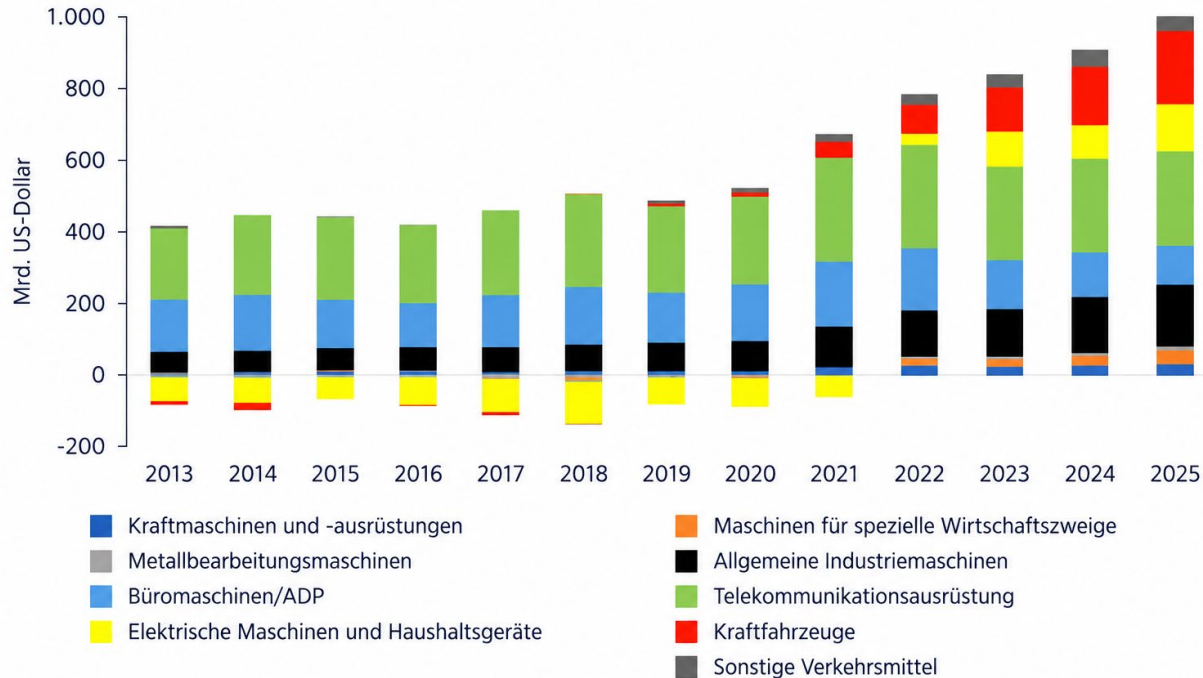
China: Kumulierte Veränderung der Export- und Importvolumina
Seit 2019, IWF-WEO- und chinesische nationale Daten



Quelle: IWF, World Economic Outlook (WEO); chinesische nationale Daten.

Der Überschuss erstreckt sich bemerkenswert breit über nahezu alle Industrie-sektoren

China: Handelsbilanz nach SITC-Warengruppen



Quelle: UN Comtrade (SITC, Rev. 3).



Zusammenfassend: Unterschiede zwischen China-Schock 1.0 und 2.0

Als China 2001 der Welthandelsorganisation (WTO) beitrat, stiegen seine Exporte sprunghaft an.

Im Zentrum standen Importkonkurrenz und lokale Arbeitsmarktverwerfungen – etwa der Verlust von rund einer Million Arbeitsplätzen in u.a. Georgia, North Carolina, Michigan und Ohio. Es ging jedoch **weder um den Verlust des produktiven Kerns der Wirtschaft noch um geostrategische Abhängigkeiten**.

Der heutige China Shock 2.0 ist deutlich gravierender:

1. **Der Schock ist größer:** Chinas Überschuss bei Industriegütern entspricht rund **2 % des globalen BIP** – etwa doppelt so viel wie Japans größter Überschuss und doppelt so viel wie der Höchststand Asiens vor der globalen Finanzkrise.
2. **Er trifft den produktiven Kern der Wirtschaft:** Beim ersten China-Schock konzentrierten sich chinesische Exporte vor allem auf Unterhaltungselektronik, Möbel, Bekleidung und Haushaltsgeräte. Heute trifft der Wettbewerbsdruck zunehmend die Automobil-, Maschinenbau- und andere industrielle Kernbranchen, die das Rückgrat der deutschen Wirtschaft bilden.
3. **Es fehlen die kompensierenden Wachstumssektoren:** Chinas Exportoffensive verdrängt deutsche Unternehmen nicht nur auf dem europäischen Heimatmarkt, sondern zunehmend auch auf globalen Absatzmärkten. Anders als früher entstehen aus dem Handel mit China kaum noch Branchen, die diese Verluste kompensieren.
4. **Die geostrategische Ausgangslage ist eine andere: Deutschland steht im Epizentrum des Schocks**, während die USA deutlich weniger unmittelbar betroffen sind. Das erschwert eine gemeinsame westliche Reaktion und lässt Europa mit einer kleinen Gruppe ebenfalls exponierter Partner – zB Japan und Südkorea – zurück.

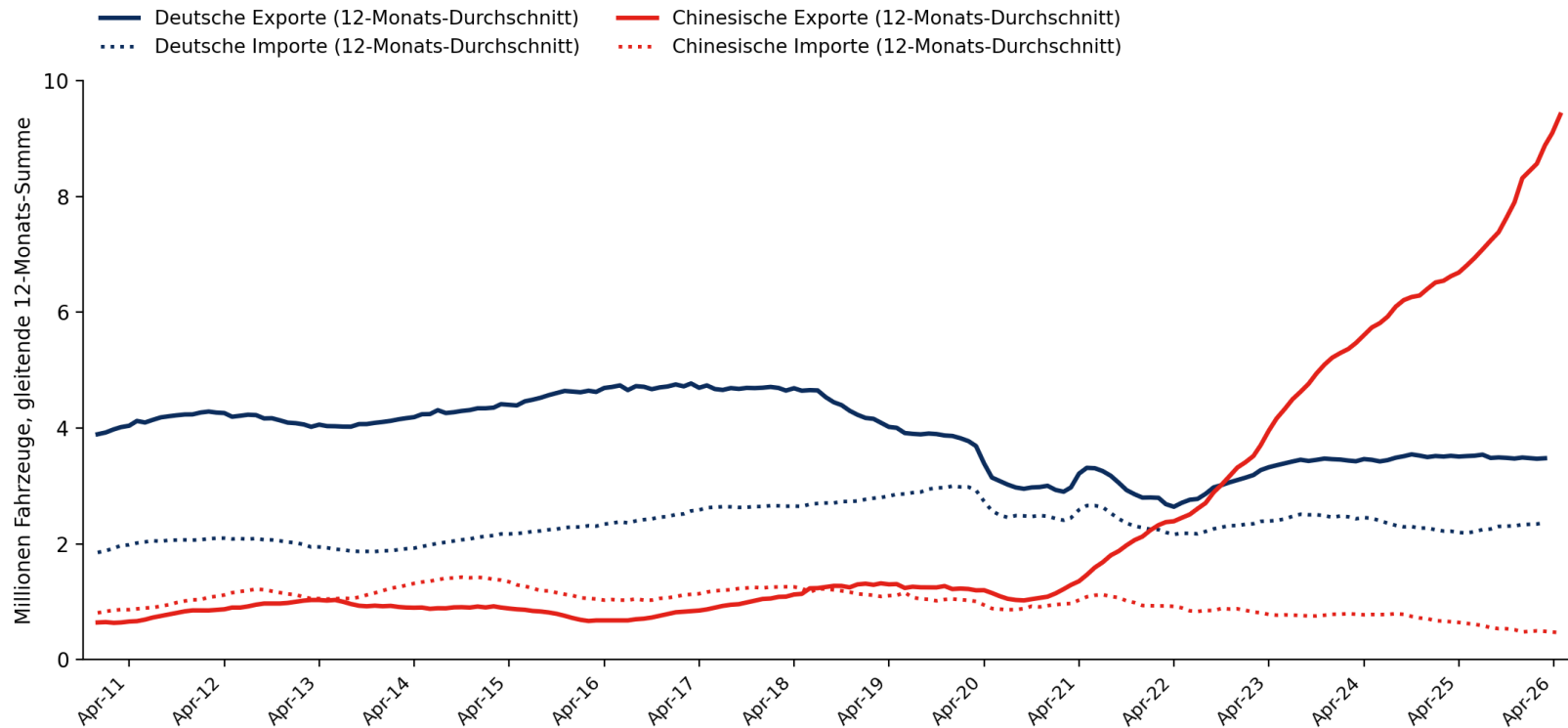
FOLGEN

03

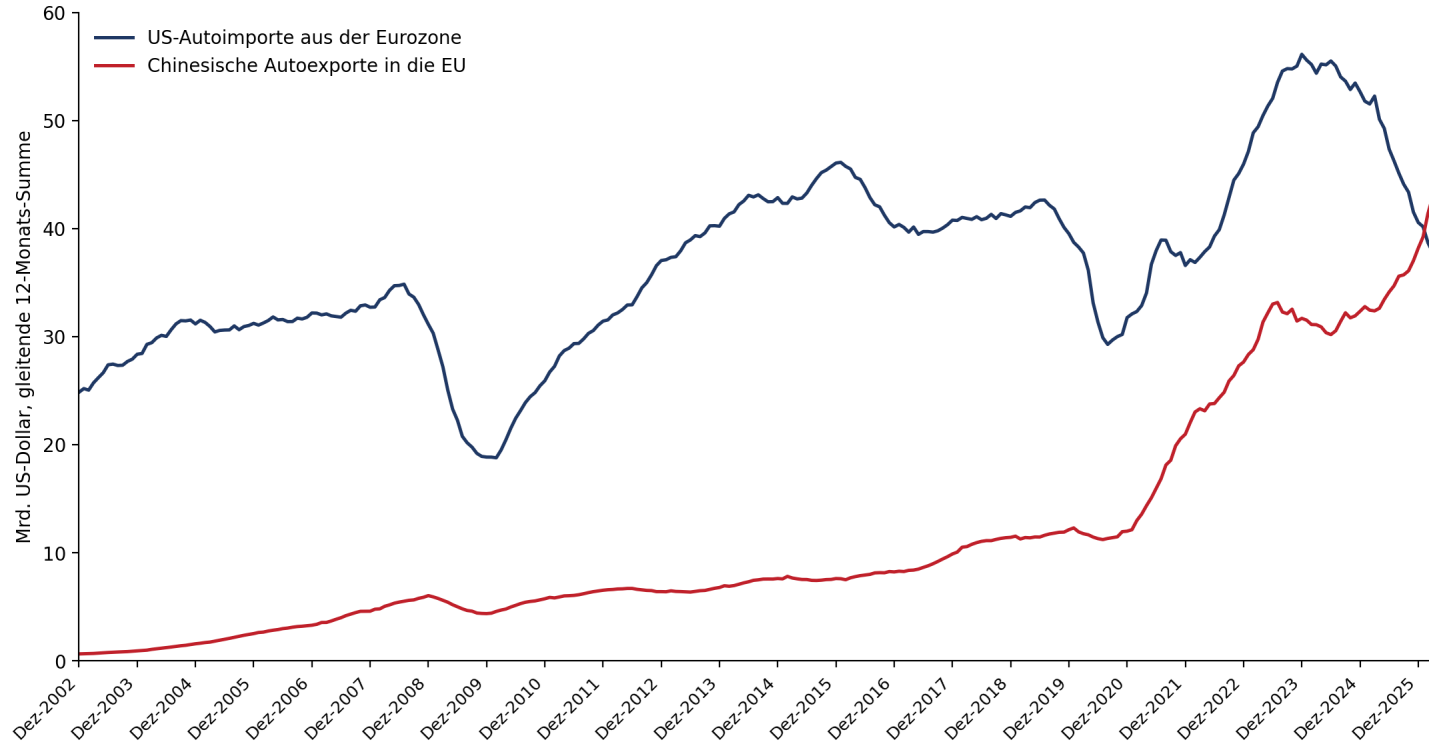
Diesmal trifft der Schock Deutschlands produktiven Kern.



Chinas Autoexporte sind sprunghaft gestiegen

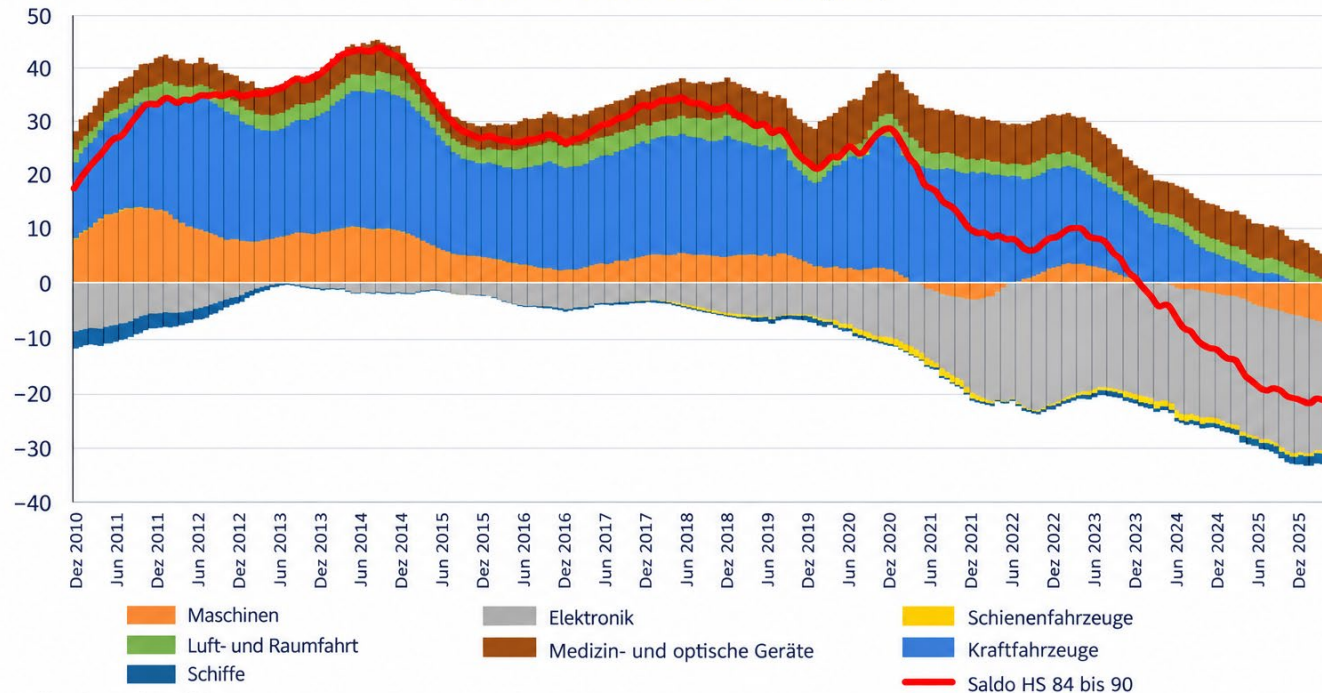


Der US-Markt konnte Europas schwächere Autoexporte zeitweise auffangen – seit den US-Zöllen fällt auch dieses Ventil weg.



Deutschlands Handelsbilanz mit China in zentralen Ingenieurbranchen verschlechtert sich rasant

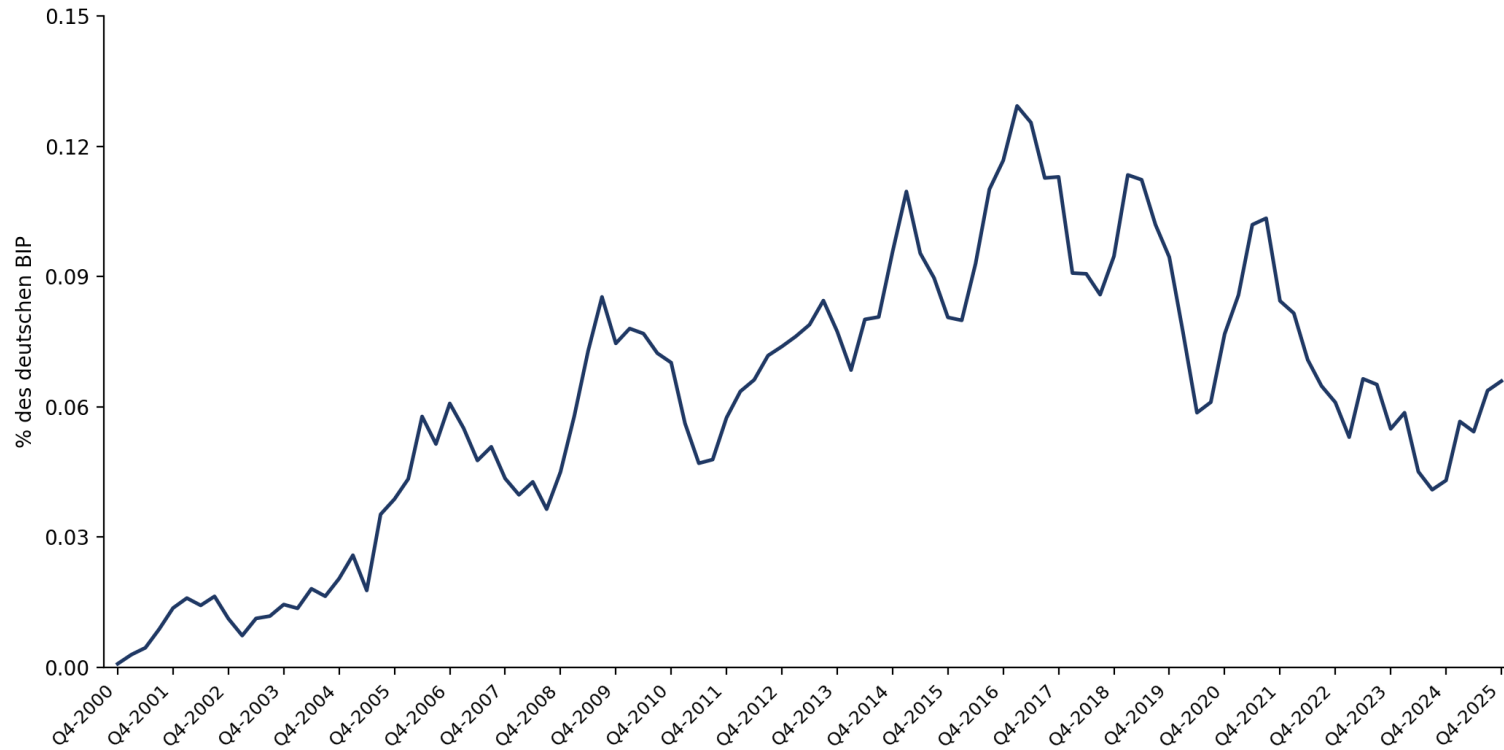
Chinesische Zolldaten, Mrd. US-Dollar, gleitende 12-Monats-Summen
(HS 84–90: verarbeitete Industriegüter)



Quelle: Chinesische Zolldaten.

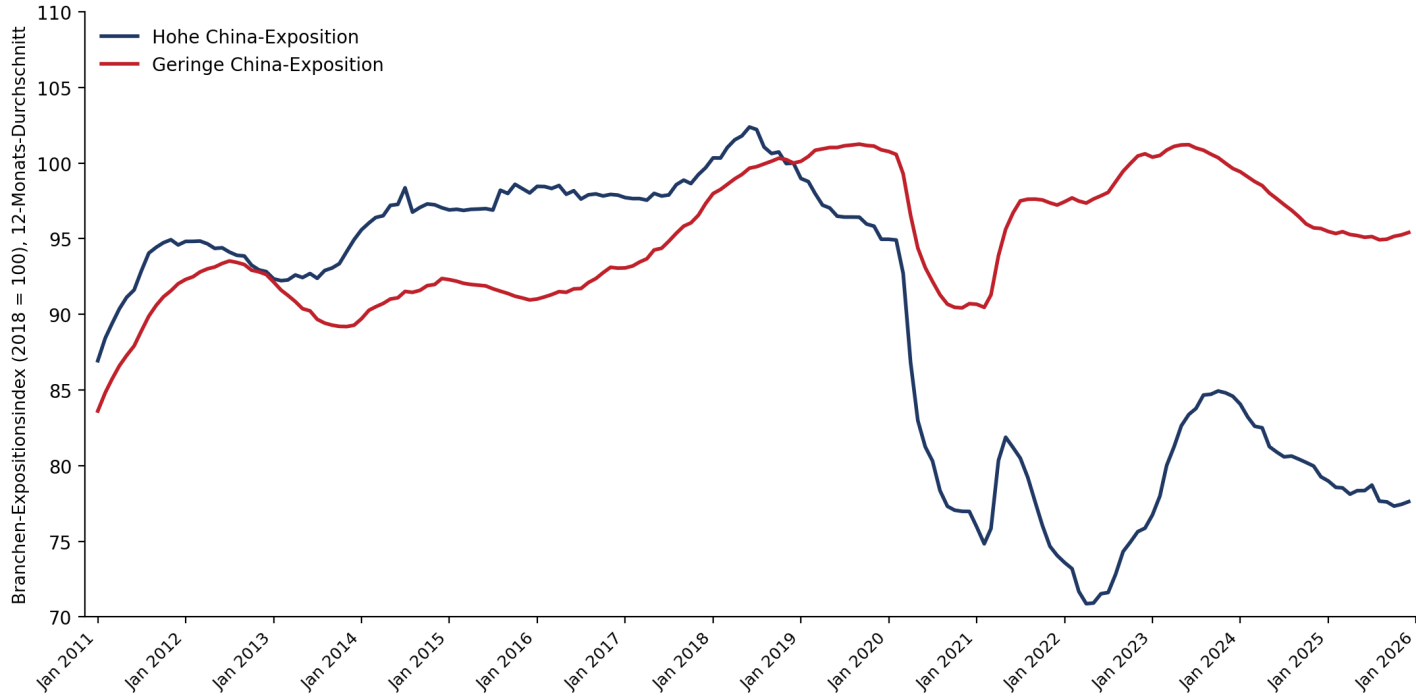
Anmerkung: HS 84–90 = verarbeitete Industriegüter.

Deutsche Flugzeugexporte nach China



Quellen: Generalzolladministration der Volksrepublik China (GACC), Internationaler Währungsfonds (deutsches BIP), Haver Analytics.

In den China-exponierten Branchen ist die deutsche Produktion eingebrochen

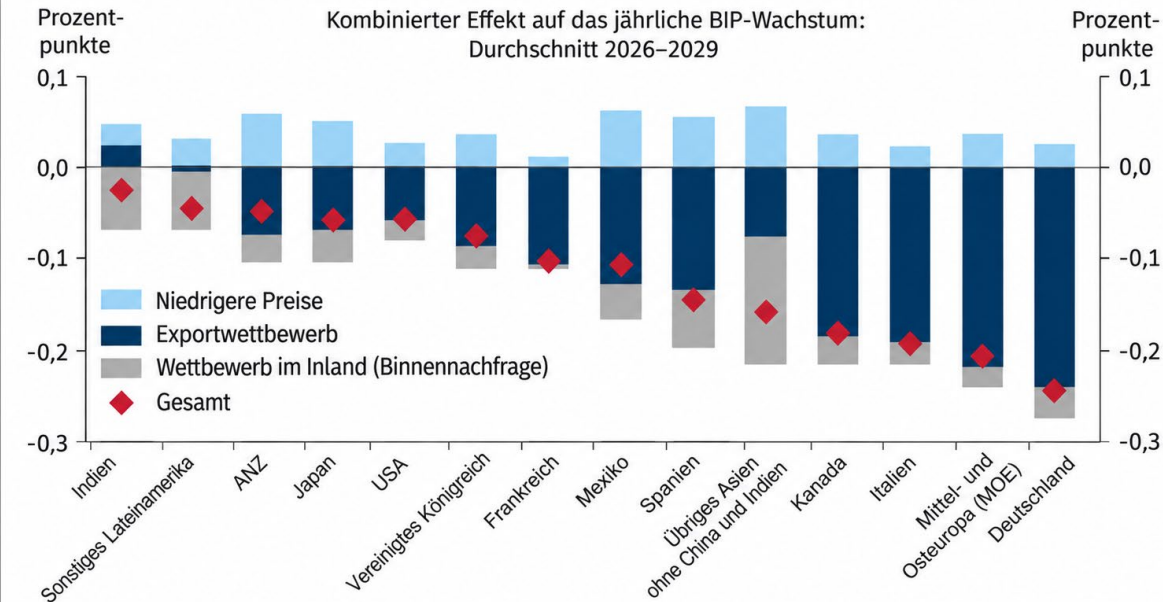


Quelle: Goldman Sachs.

Anmerkungen: 20 Prozent der Branchen, in denen sich der chinesische Exportmarktanteil seit 2021 am stärksten erhöht bzw. verringert hat.

Die Wachstumseffekte von China Shock 2.0 unterscheiden sich aber erheblich zwischen den Ländern.

Abbildung 10: Zusammengenommen führen unsere verschiedenen Einflussfaktoren zu einem durchschnittlichen Rückgang des globalen BIP-Wachstums (ohne China) um 0,1 Prozentpunkte pro Jahr im Zeitraum 2026–2029



Quelle: Goldman Sachs Global Investment Research

AUSBLICK

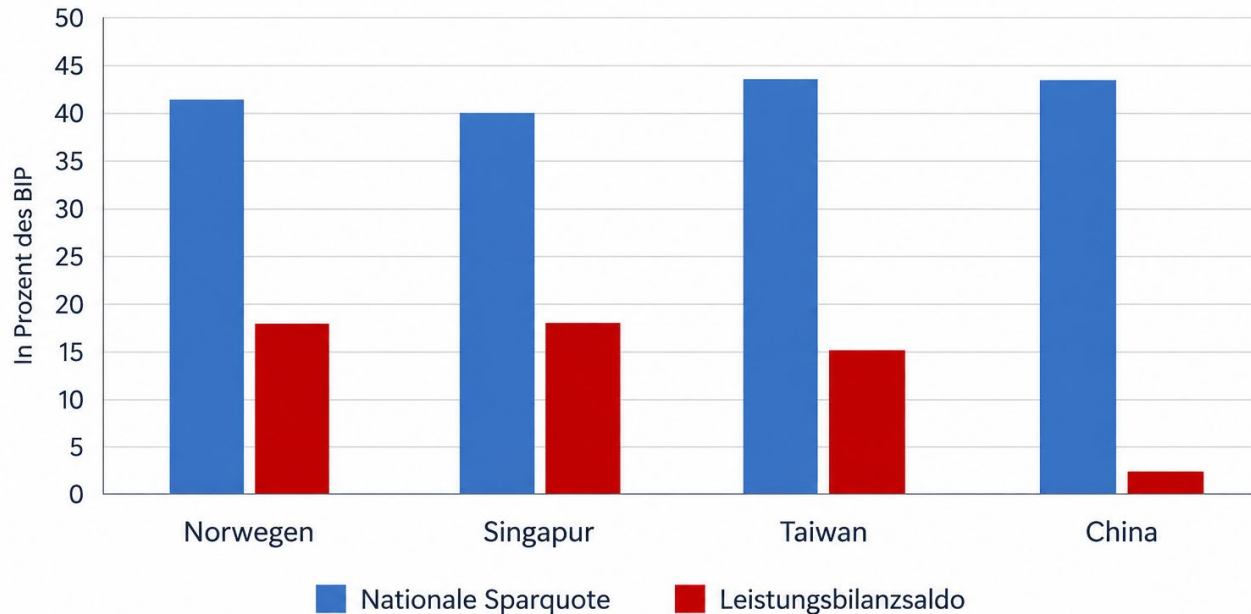
04

Warum China Shock 2.0 noch lange nicht vorbei ist.



China Shock 2.0 ist makroökonomisch noch lange nicht vorbei

Fünffahresdurchschnitte, IWF-WEO-Daten Leistungsbilanz und nationale Sparquote



Quelle: IWF, World Economic Outlook (WEO), April 2025.
Fünffahresdurchschnitte.

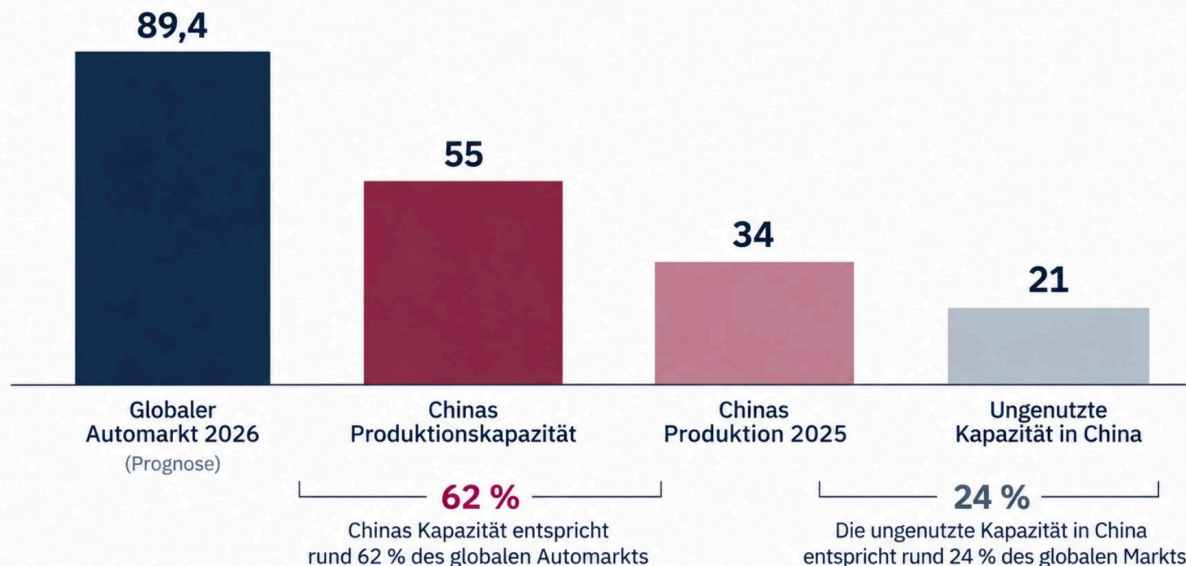
Chinas **15. Fünfjahresplan für 2026 bis 2030** setzt stark auf den Ausbau des industriellen Angebots, technologische Eigenständigkeit und die Stärkung des verarbeitenden Gewerbes – statt auf eine Belebung der heimischen Konsumnachfrage.

Eine Anpassung bleibt aus: China verhindert eine stärkere Währungsaufwertung, während die enorme heimische Ersparnis einen Leistungsbilanzüberschuss von potenziell bis zu 10 % des BIP finanzieren könnte.

China Shock 2.0 ist bei Autos noch nicht vorbei

Chinas Autokapazitäten haben globale Dimensionen

Mio. Fahrzeuge pro Jahr (Leichtfahrzeuge)



Anmerkung: Leichtfahrzeuge (Pkw, SUVs, Pick-ups, Minivans und Vans). Globaler Automarkt: S&P Global Mobility, Januar 2025 (Prognose für 2026).

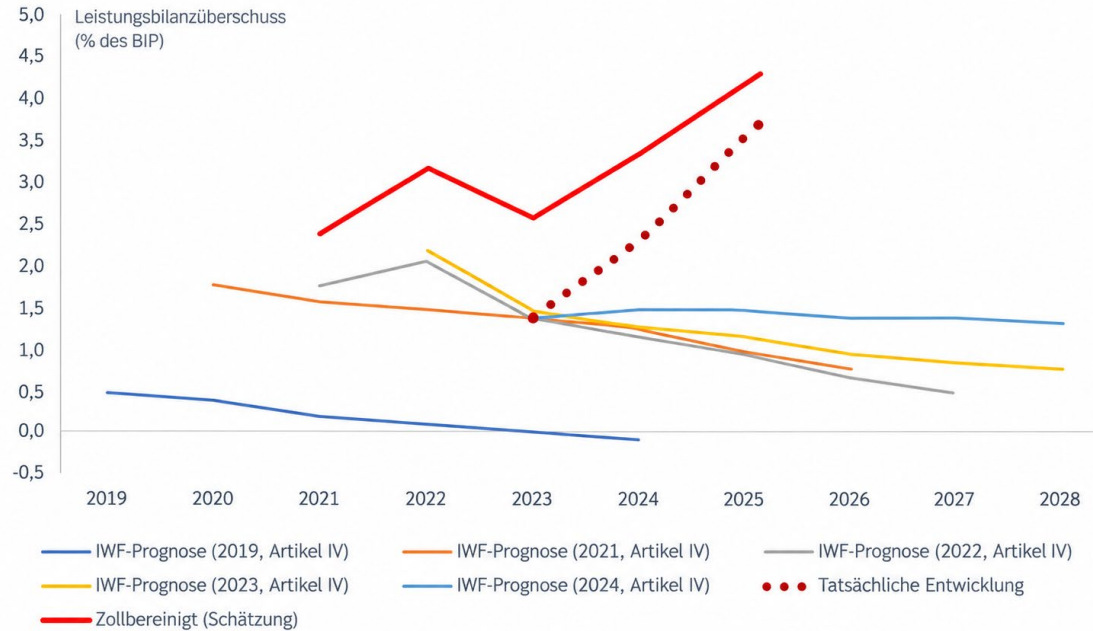
China-Produktion 2025 und Kapazität: vom Nutzer bereitgestellte Werte.

Quelle: S&P Global Mobility (2025), eigene Darstellung.

Der IWF unterschätzt Chinas wachsenden Überschuss systematisch

Der IWF unterschätzt Chinas Leistungsbilanzüberschuss seit Jahren

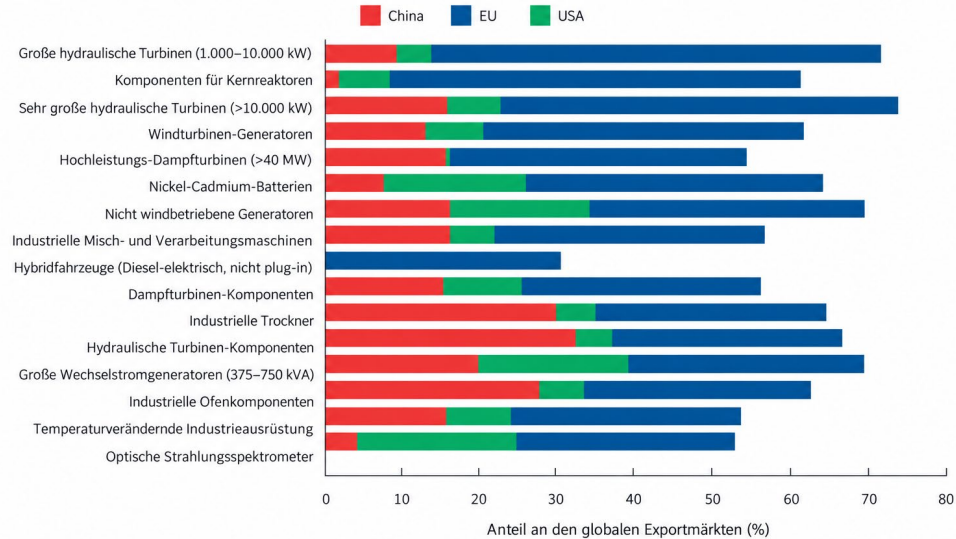
IWF-Prognosen aus den jährlichen Artikel-IV-Konsultationen vs. tatsächlicher Leistungsbilanzüberschuss, % des BIP



Quelle: IWF, Artikel-IV-Konsultationsberichte; nationale Statistikbehörden; eigene Berechnungen.
Hinweis: „Zollbereinigt“ adjustiert um geschätzte Verzerrungen durch Untererfassung von Exporten.

Europa behauptet sich noch in einigen industriellen Hochtechnologie-Nischen

Clean Tech, in denen die EU große Anteile an den globalen Exportmärkten hat (2023)



Quelle: Analyse des Centre for European Reform (CER) auf Basis von UN COMTRADE-Daten.
Exportdaten in Wertangaben.



POLITISCHE REAKTION

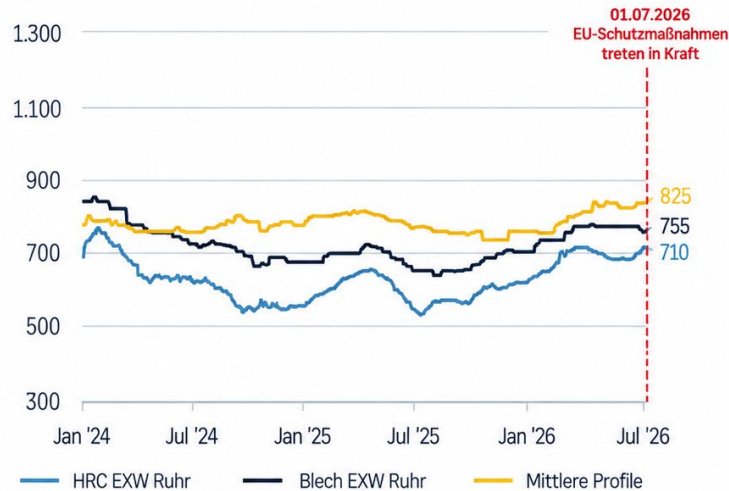
05

Europa beginnt gegenzusteuern – aber der politische Spielraum bleibt begrenzt.



Politische Intervention wirkt: Beim Stahl ist Europa „trumpianisch“ geworden.

Spotpreise Nordeuropa (€/t)



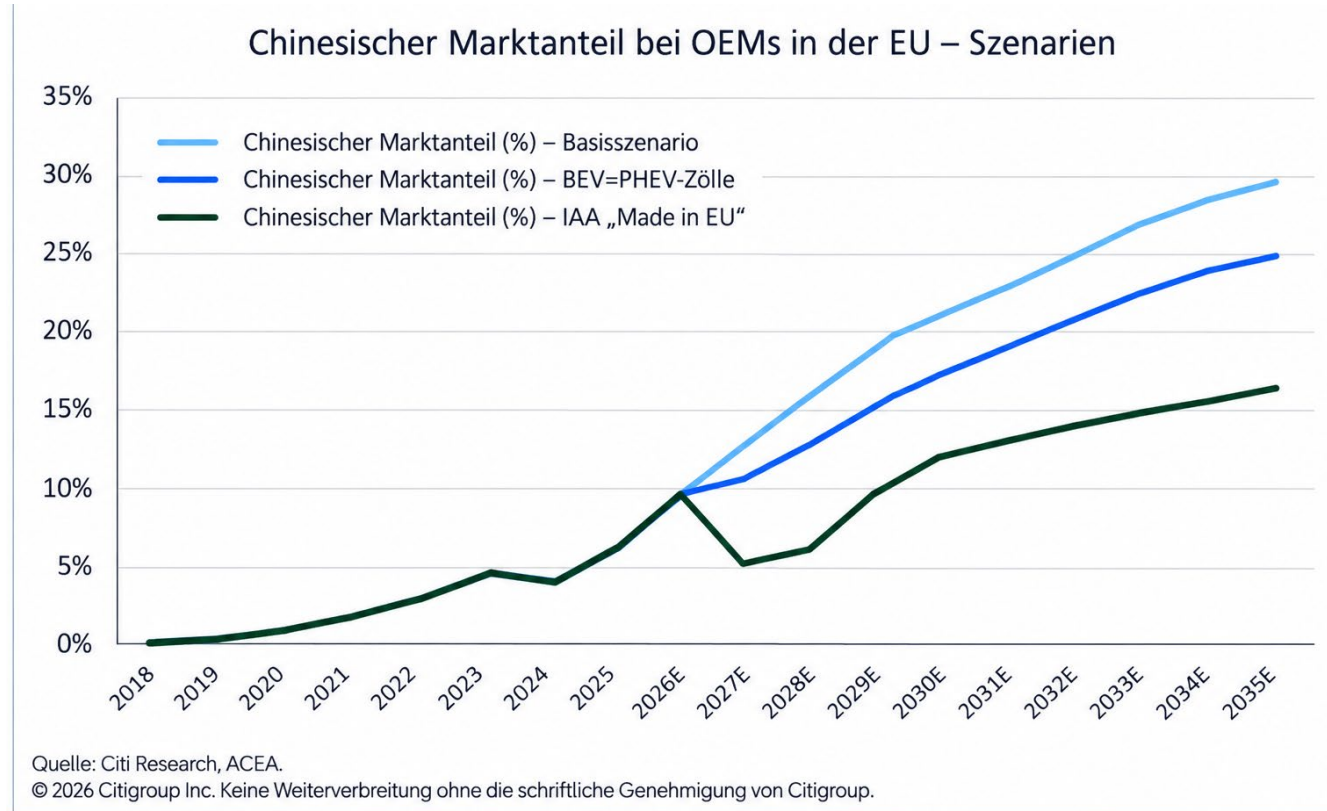
Internationale Preise für warmgewalzte Coils (€/t)



Europäische Stahlpreise zuletzt im Aufwärtstrend – auch aufgrund der Einführung des CBAM und der Erwartungen an die Nachfolgeregelung der Schutzmaßnahmen.

Quelle: LSEG, eigene Darstellung.

Politische Intervention wirkt: Europas Autoindustrie könnte heimische Marktanteile verteidigen



Brüssel und Berlin setzen schnellere und flexiblere handelspolitische Schutzinstrumente auf, während politische Zwänge ihren Einsatz eng begrenzen.

1 DER DRUCK STEIGT

„China Shock 2.0“ erhöht die Kosten des Nichtstuns

- Chinesische Überkapazitäten drücken Preise und Margen in Europa
- Die industrielle Verwundbarkeit wächst bei Autos, Maschinen und Chemie
- Doch interne Spaltungen in der EU sowie das Risiko chinesischer Gegenmaßnahmen – besonders bei Seltenen Erden und Permanentmagneten – bremst die Eskalationsbereitschaft

2 DAS INSTRUMENTARIUM WÄCHST

Institutionelle Innovation kommt zuerst

SCHUTZKLAUSELN

Reverse Qualified Majority Voting könnte Maßnahmen bei Importanstiegen leichter durchsetzbar machen.

Countervailing duties

Vorläufige Quoten oder Zölle könnten bereits auf Prima-facie-Evidenz beruhen und die 12–18-monatige Verfahrensdauer verkürzen.

DIVERSIFICATION

Ein neues Instrument könnte Konzentrationsrisiken in Lieferketten adressieren mit Zöllen/Quotas.

Nettoeffekt: mehr Handlungsfähigkeit auf dem Papier.

3 DER EINSATZ BLEIBT BEGRENZT

Verhandlungen bleiben der operative Standard

- EU–China-Gespräche laufen parallel zum Ausbau des Instrumentariums weiter
- Peking versucht den Einsatz durch Diplomatie, symbolische Zugeständnisse und Spaltung der Mitgliedstaaten abzuschrecken
- Breite Zölle von rund 30–40 % auf Autos, Maschinen oder Chemie bleiben unwahrscheinlich
- Maßnahmen bleiben produktspezifisch: schnellere Untersuchungen, Quoten oder Zölle

Nicht genug, um Chinas Industrieexporte materiell zu bremsen.

Europas China-Politik hat derzeit eine amerikanische Obergrenze

Washington priorisiert strategische Stabilität mit Peking – und begrenzt damit, wie weit Europa ohne politische Rückendeckung der USA gehen kann.

DAS SIGNAL AUS WASHINGTON

US Treasury vermeidet eine Eskalation

China blieb auf der US-Beobachtungsliste für Währungen, wurde vom Treasury jedoch nicht als Währungsmanipulator eingestuft.

Europa drängt stärker beim Renminbi

Merz und Macron haben die Forderung nach einer Aufwertung bzw. stärkeren Konvertibilität des Renminbi hervorgehoben – ohne parallelen Druck aus Washington.



WARUM WASHINGTON DIE LINIE HÄLT

Trump setzt auf eine gute Beziehung mit Xi Jinping

- Das Treffen von Xi und Trump am 24. September bleibt trotz komprimierter Vorbereitungen und chinesischer Optionalität das zentrale Ziel.
- Basisszenario: Stabilisierungsgipfel statt „Grand Bargain“ – Verlängerung der Busan Pause im Handel und Technologiekonflikt, selektive Zollerleichterungen, Käufe, firmenspezifische Lösungen und ein substanziellerer KI-Kanal.
- Beide Seiten testen, wie viel Zwang innerhalb einer stabilisierten Beziehung möglich ist: gezielter Druck bleibt bestehen, aber unterhalb der Schwelle systemischer Vergeltung.
- Für Unternehmen bedeutet das Kontinuität und Aufschub – keine dauerhafte Entspannung.
- Mittelfristig könnten sich die Bruchlinien zwischen den USA und China wieder verhärten (US-midterms, MATCH Act).

FOLGE FÜR EUROPA

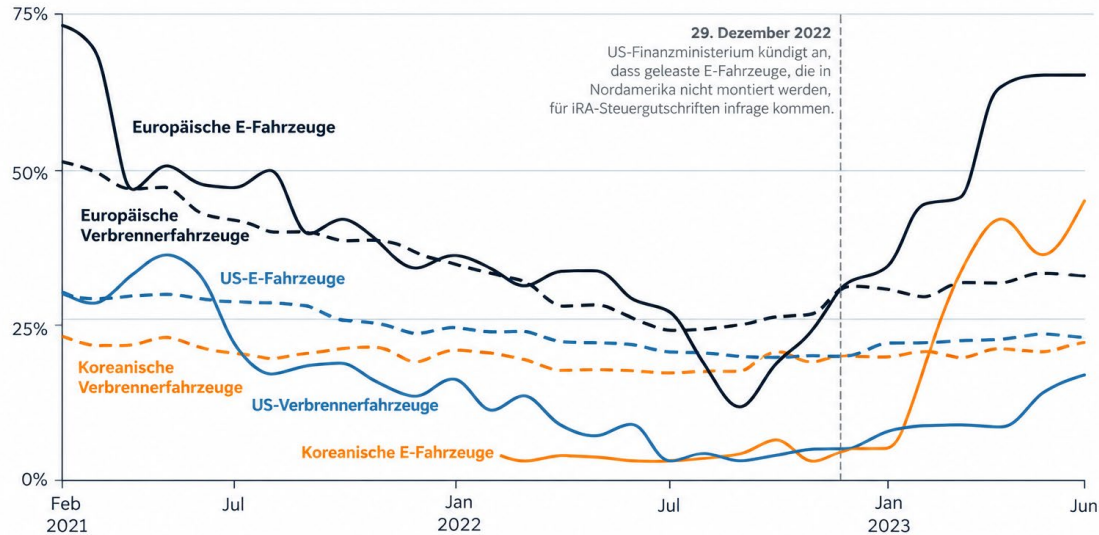
Brüssel kann sein Instrumentarium verschärfen – eine große Handelskonfrontation mit China ist aber schwerer durchzuhalten, solange Washington aktiv auf Stabilität setzt.

Politische Intervention wirkt – aber Europa braucht seine Verbündeten

Industriepolitik ist wirksamer, wenn Verbündete ihre Maßnahmen koordinieren und gegenseitige Kollateralschäden begrenzen.

Leasing von Elektrofahrzeugen in den USA ist seit der Ausweitung der IRA-Steuerzuschüsse stark gestiegen – insbesondere bei koreanischen Modellen

Leasing-Anteil an allen neu in den US-Markt kommenden Fahrzeugen, nach Fahrzeugtyp, 2021–2023, in Prozent



Quelle: Brown, 2023. "How the United States solved South Korea's problems with electric vehicle subsidies under the Inflation Reduction Act," Peterson Institute

DAS BEISPIEL: USA & SÜDKOREA

Der IRA benachteiligte zunächst EU/koreanische Elektroautos.

Die Biden-Regierung passte anschließend die Umsetzung der Steuergutschrift für Leasingfahrzeuge an. Dadurch konnten auch nicht in Nordamerika montierte EVs profitieren.

LEHRE FÜR EUROPA

Eine wirksame Antwort auf China Shock 2.0 wird deutlich schwieriger, wenn die USA, Japan und Südkorea nicht mitziehen.

ASSET ALLOCATION

06

Ein disinflationärer Schock kann eine reflationäre europäische Antwort auslösen.



China Shock 2.0 verändert Europas Risikoprämien

Der Güterpreisschock ist disinflationär – seine makrofinanziellen Folgewirkungen können europäische Renditen dennoch strukturell nach oben verschieben.

1 ETWAS WENIGER INFLATION

Billigere chinesische Importe drücken vor allem NEIG-Preise.

Der Effekt auf den Gesamt-HVPI bleibt begrenzt: grob ~0,25–0,4 Pp. im EZB Szenario.

2 SCHWÄCHERE AUSSENBILANZ

Industrieverdrängung, US-Zölle und Kapitalabflüsse Richtung KI schwächen den Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums (bereits zurück auf dem Niveau von 2012).

3 MEHR FISKALISCHE IMPULSE

Deutschland und Europa reagieren mit höherer Binnennachfrage, Subventionen, Verteidigungs- und Industrieausgaben – finanziert durch mehr Emissionen.

FIXED-INCOME-IMPLIKATION

Weniger Bund-Knaptheit + schwächerer externer Finanzierungsüberschuss + höhere Defizite

→ höhere Laufzeit- und Risikoprämien | → strukturell höherer neutraler bzw. terminaler Zinssatz

Industriepolitik wird zur Investmentvariable

Für Aktien und Credit reicht es nicht mehr, nur direkte China-Umsätze zu messen: Drittmarktwettbewerb und politische Schutzschirme am EU Markt werden zunehmend entscheidend.

1 CHINA-EXPOSURE NEU DENKEN

Das Risiko liegt nicht nur im Absatz in China.

Chinesische Wettbewerber verdrängen europäische Firmen zunehmend auch im Heimatmarkt und in globalen Drittstaatenmärkten.

2 POLICY UMBRELLA

Stahl zeigt, wie Quoten und Zölle die Sektorökonomie verändern können; Halbleiter, Clean Tech und Verteidigung zeigen die wachsende Rolle von Industriepolitik.

3 ASYMMETRISCHE TAIL-RISIKEN

Der EU-Basiscase bleibt gradueller Schutz. Bei weiterer industrieller Erosion steigt aber das Risiko abrupter Zölle – und chinesischer Vergeltung.

FRAGEN FÜR ALLOKATOREN

Welche Sektoren besitzen einen glaubwürdigen europäischen Schutzschirm? • Wo unterschätzt Umsatzexposure den Wettbewerbsdruck? • Welche Unternehmen profitieren von lokaler Kapazität, Beschaffung und staatlicher Nachfrage?

Handelspolitik ist nicht mehr nur ein Makro-Risiko – sie wird zu einem Treiber relativer Bewertungen innerhalb Europas.

EXTRA FOLIEN (HINTERGRUND)

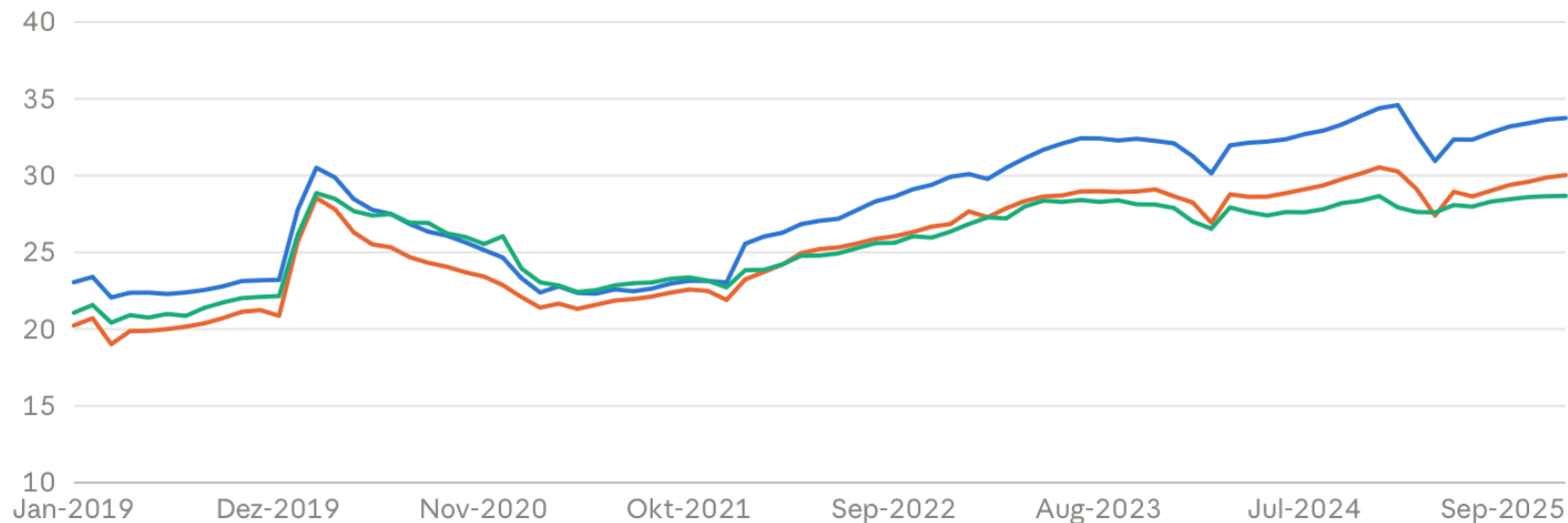
06



Keine großen Gewinne in China

Wachsender Anteil chinesischer Industrieunternehmen mit Verlusten

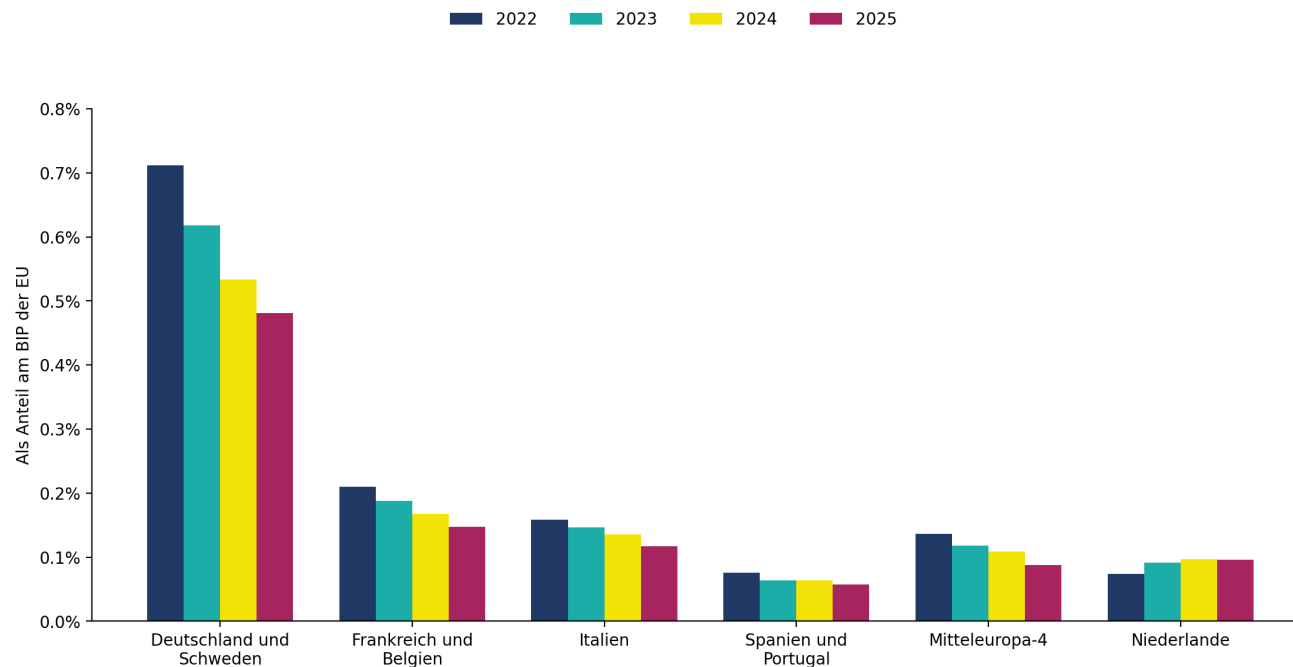
Prozent mit Verlust



- Hoch, überdurchschnittliches Anlagevermögenswachstum
- Niedrig, unterdurchschnittliches Anlagevermögenswachstum
- Alle Industriegruppen, die Verluste machen

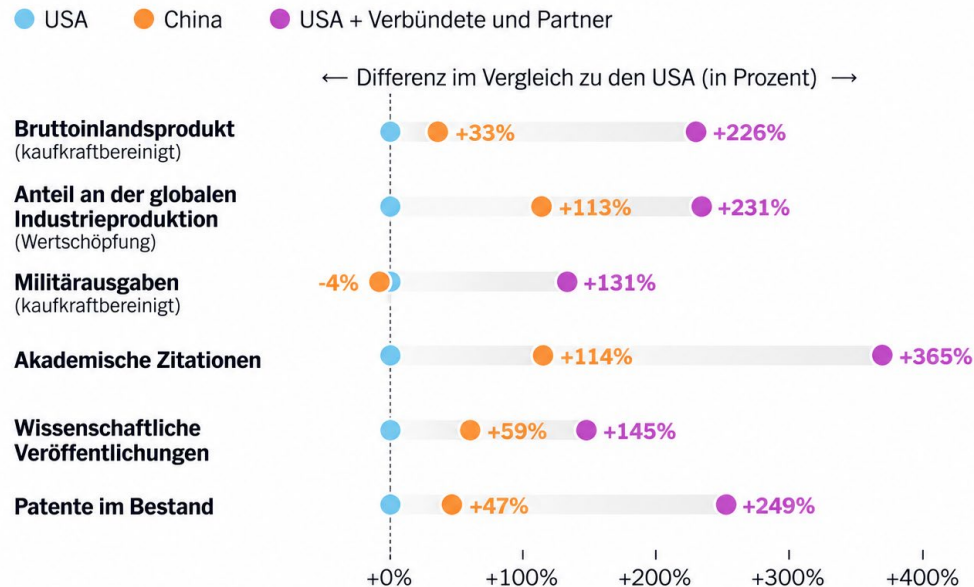
Die Effekte von China Shock 2.0 unterscheiden sich auch innerhalb Europas

Exporte nach China (approximiert durch chinesische Importe) als Anteil am BIP der EU



Quelle: Auf Basis von Haver Analytics, chinesischen Zolldaten.

Auch Amerika braucht Verbündete



Quellen: Weltbank, UNIDO, Nationale Konten, SIPRI, Scimago Journal & Country Rank, Weltorganisation für geistiges Eigentum (WIPO), Nature. Hinweis: Verbündete und Partner umfassen Australien, Kanada, Indien, Japan, Südkorea, Mexiko, Neuseeland, die Europäische Union, das Vereinigte Königreich und Taiwan. Kaufkraftbereinigte (PPP) Angaben berücksichtigen Preisunterschiede zwischen Ländern, um Ausgaben besser vergleichbar zu machen. Die Militärausgaben sind PPP-bereinigt auf Basis der BIP-Relationen. Die Militärdaten für die VR China stammen von Fravel et al. (2024). Alle Daten beziehen sich auf 2024. Werte gerundet.