

LEISTUNGSBILANZ: AKTIONISMUS NICHT ANGEBRACHT

I. Die aktuelle Kontroverse

II. Sicht der Finanzierungsrechnung

1. Stilisierte Fakten
2. Konsolidierungsprozess der privaten Haushalte
3. Unternehmenssektor: Höhere Ersparnis bei sinkender Investitionsneigung
4. Gibt es eine Investitionsschwäche in Deutschland?

III. Die realwirtschaftliche Seite der deutschen Leistungsbilanz

1. Überblick
2. Bestimmungsgründe des Außenhandels
3. Effekte der Fiskalpolitik

IV. Entwicklung des Auslandsvermögens

V. Schlussfolgerungen und Ausblick

Eine andere Meinung

Anhang

1. Einfluss der Demografie auf den Leistungsbilanzüberschuss
2. Die Studie von Kollmann et al. (2015)

Literatur

DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

Kritik am deutschen Leistungsbilanzüberschuss

Seit mehr als zehn Jahren weist Deutschland einen im historischen und internationalen Vergleich hohen Leistungsbilanzüberschuss auf. Daher ist es zunehmend Kritik aus dem Ausland ausgesetzt: So diagnostiziert die Europäische Kommission für Deutschland ein makroökonomisches Ungleichgewicht, das als Hindernis für die Erholung im Euro-Raum angesehen wird. Die Bundesregierung wird aufgefordert, die Binnennachfrage zu stimulieren, um den Leistungsbilanzüberschuss abzubauen.

Der Sachverständigenrat kann sich dieser Kritik nicht anschließen. Um die Ursachen des hohen Überschusses der Leistungsbilanz zu identifizieren, wird diese von ihren zwei Seiten betrachtet – der Finanzierungsseite und der realwirtschaftlichen Seite.

Die Finanzierungsseite

Die Ausweitung des deutschen Leistungsbilanzsaldos ist vor allem auf eine Konsolidierung des privaten Sektors zurückzuführen. Die Haushalte haben ihre Nettoinvestitionen bei gleichzeitig konstanter Sparquote eingeschränkt. Die Unternehmen haben ihre Eigenkapitalquote erhöht und zudem ihre im Ausland erwirtschafteten Gewinne überwiegend dort reinvestiert, nicht zuletzt aufgrund steuerlicher Faktoren. Auch der Staat hat durch die Reduzierung seiner Defizite zum Leistungsbilanzüberschuss beigetragen.

Eine generelle Investitionsschwäche lässt sich indes nicht feststellen. Die schwache Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen geht zu einem erheblichen Teil auf Preiseffekte zurück; eine strukturelle Fehlentwicklung lässt sich nicht erkennen. Der Rückgang der Bauinvestitionen steht im Zusammenhang mit dem Bauboom in den 1990er-Jahren. Die privaten Investitionen können aus Sicht des Sachverständigenrates vor allem durch eine Verbesserung der Rahmenbedingungen erhöht werden. Bei den öffentlichen Investitionen lässt sich ein zusätzlicher Bedarf allenfalls im Tiefbau im unteren einstelligen Milliardenbereich pro Jahr feststellen.

Die realwirtschaftliche Seite

Aus realwirtschaftlicher Sicht geht die Ausweitung der Leistungsbilanz auf drei Faktoren zurück: erstens auf deutliche Umsatzzuwächse der deutschen Exportunternehmen infolge des weltwirtschaftlichen Aufschwungs, zweitens auf eine Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen und drittens auf den dämpfenden Einfluss der moderaten Lohnentwicklung auf die Konsumnachfrage. Die Auswirkungen der Fiskalpolitik auf den Leistungsbilanzsaldo erscheinen aus Sicht der empirischen Literatur moderat.

Zusätzlich zu den genannten Faktoren haben die fiskalischen Maßnahmen zur Entschärfung der Euro-Krise zum Leistungsbilanzüberschuss beigetragen. Diese erlaubten es den Defizitländern, einen „sudden stop“ zu vermeiden und ihre Leistungsbilanzdefizite weniger stark zurückzuführen.

Implikationen für die Wirtschaftspolitik

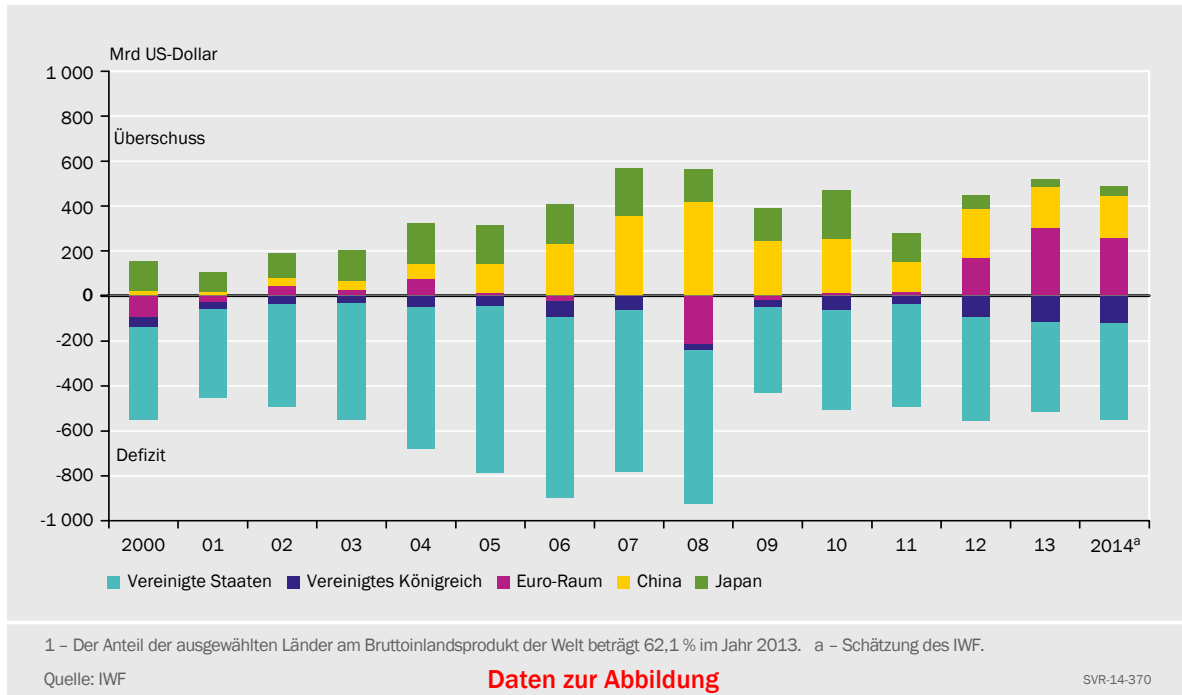
Aus der Sicht des Sachverständigenrates sollten keine wirtschaftspolitischen Maßnahmen ergriffen werden, die allein darauf abzielen, den Leistungsbilanzüberschuss zu reduzieren. Jedoch hält der Sachverständigenrat die Empfehlung der Europäischen Kommission für sinnvoll, das Wachstum des Produktionspotenzials zu stärken – etwa durch mehr Zuwanderung qualifizierter Arbeitskräfte und eine höhere Erwerbsbeteiligung.

I. DIE AKTUELLE KONTROVERSE

400. Deutschland weist seit mehr als zehn Jahren einen im historischen wie im internationalen Vergleich **hohen Leistungsbilanzüberschuss** auf. Ein positiver Saldo von rund 7 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt ist selbst für Deutschland, das mit Ausnahme der 1990er-Jahre traditionell ein Überschussland gewesen ist, ungewöhnlich. In der Gruppe der hoch entwickelten Volkswirtschaften gibt es nur wenige Länder, die in den letzten 35 Jahren Werte von 7 % erzielten. Dabei handelt es sich zum Beispiel mit Hongkong, Singapur, Taiwan und der Schweiz um kleine Volkswirtschaften und mit Norwegen um ein rohstoffreiches Land.
401. Der hohe Leistungsbilanzüberschuss ist seit längerer Zeit eine **Zielscheibe für Kritik**, vor allem aus dem Ausland. Die grundsätzliche Diskussion über „**Leistungsbilanzungleichgewichte**“ ist nicht neu und wurde vor der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09 vor allem im Zusammenhang mit den Defiziten der US-amerikanischen Leistungsbilanz und den hohen Überschüssen Chinas geführt (JG 2006 Ziffern 141 ff.). Jüngst intensivierte sich die Diskussion jedoch vor allem hinsichtlich der Bedeutung Deutschlands für die Erholung des Euro-Raums.
402. So hat im Herbst 2013 das **US-amerikanische Finanzministerium** die deutsche Politik aufgefordert, die inländische Nachfrage zu stimulieren, um so den Überschuss zu reduzieren, anderen Euro-Mitgliedstaaten bei der Reduktion ihrer Leistungsbilanzdefizite zu helfen und deren wirtschaftliche Erholung zu unterstützen. Durch seine schwache Binnennachfrage und den damit verbundenen hohen Leistungsbilanzüberschuss erzeuge Deutschland nicht nur für den Euro-Raum, sondern für die gesamte Welt einen deflationären Druck auf die Preisentwicklung (U.S. Treasury, 2013).
403. Für die internationale Debatte um „Leistungsbilanzungleichgewichte“ muss jedoch beachtet werden, dass nicht die Leistungsbilanzsalden einzelner Mitgliedstaaten des Euro-Raums relevant sind, sondern wenn überhaupt der Leistungsbilanzsaldo des Währungsraums insgesamt. ↘ **ABBILDUNG 48** Dieser war im Durchschnitt der vergangenen 15 Jahre nahezu ausgeglichen und trug nicht zu den international beobachteten Divergenzen in den Leistungsbilanzsalden bei. Die von Ländern außerhalb des Euro-Raums formulierte Kritik an Deutschland ist somit nicht überzeugend.
404. Zudem hat die **Europäische Kommission** im Rahmen ihrer „Macroeconomic Imbalances Procedure“ im März 2014 „makroökonomische Ungleichgewichte“ in Deutschland diagnostiziert (Europäische Kommission, 2014). Mit Blick auf die Leistungsbilanz ist das makroökonomische Ungleichgewichtsverfahren insgesamt kritisch zu beurteilen. So existieren etwa im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts, des Fiskalpakts und der Bankenunion mehrere Institutionen, die Entwicklungen im öffentlichen und privaten Sektor, und somit zentrale Bestimmungsgründe der Leistungsbilanz, beobachten. Mögliche Risiken werden somit bereits überwacht (JG 2010 Ziffern 171 ff.; JG 2012 Ziffern 223 ff.).

▢ ABBILDUNG 48

Leistungsbilanzsalden für ausgewählte Länder¹



405. Bei der Diskussion über „**Leistungsbilanzungleichgewichte**“ stellen sich zwei grundsätzliche Probleme: Erstens gibt es keine allgemein anerkannten Grenzwerte für übermäßige Überschüsse oder Defizite in der Leistungsbilanz. Der in dem „Macroeconomic Imbalances Procedure Scoreboard“ vorgegebene „Normalbereich“ von -4 % bis +6 % ist willkürlich und bietet keinen überzeugenden Maßstab, mit dem man feststellen könnte, ob in einer Volkswirtschaft ein „außenwirtschaftliches Ungleichgewicht“ besteht. Während das technische Begleitdokument zum „Scoreboard“ durchaus überzeugend entlang der einschlägigen wissenschaftlichen Literatur argumentiert, dass anhaltende Leistungsbilanzdefizite in Verbindung mit einer hohen Nettoauslandsverschuldung ein Land krisenanfälliger machen können, fehlt eine entsprechende Begründung für die Überwachung oder gar Sanktionierung von Leistungsbilanzüberschüssen (Europäische Kommission, 2012). Der Begriff des Leistungsbilanzungleichgewichts und vor allem die festgelegten Grenzwerte sind politisch gesetzt und nicht ökonomisch fundiert (JG 2012 Ziffern 167 f.; Gros und Busse, 2013).

Zweitens ist es in der Volkswirtschaftslehre durchaus strittig, welche Bedeutung der Leistungsbilanzüberschuss eines Landes auf den Rest der Welt hat. Anhänger der Theorie der „Ersparnisschwemme“ („**savings glut**“, Bernanke, 2005; von Weizsäcker, 2011) gehen davon aus, dass ein Land mit einem Leistungsbilanzüberschuss Ersparnisse für andere Länder verfügbar macht, die dort zu niedrigeren Zinsen führen und zusätzliche Investitionen ermöglichen, aber auch zu einer exzessiven Kreditvergabe führen. Andere Kritiker des deutschen Leistungsbilanzüberschusses argumentieren, dass dieser auf eine im Vergleich zu den Exporten zu geringe Importnachfrage zurückgeführt werden kann. Dadurch werde die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den anderen Ländern gebremst, und die Wirtschaftspolitik müsste korrigierend eingreifen.

406. Darüber hinaus hat der hohe deutsche Leistungsbilanzüberschuss über die vergangenen Jahre zu einem deutlichen **Anstieg der Auslandsforderungen** geführt. Im Zuge der globalen Finanzkrise und der Krise im Euro-Raum sind jedoch vermehrt Zweifel an der Rentabilität des deutschen Auslandsvermögens aufgetreten. Vor allem der starke Anstieg des TARGET2-Saldos der Deutschen Bundesbank im Zeitraum zwischen 2008 und 2012 hat zu dieser Debatte beigetragen (Sinn, 2012).
407. Die Leistungsbilanz lässt sich von zwei Seiten analysieren. [↗ KASTEN 19](#) Als Saldo von Exporten und Importen bildet sie die Entwicklung von Leistungstransaktionen ab und somit die realwirtschaftliche Seite. Da der Saldo der Leistungsbilanz mit der Nettogeldvermögensbildung (Finanzierungssaldo) einer Volkswirtschaft identisch ist, spiegelt er zugleich eine zentrale Komponente der **gesamtwirtschaftlichen Vermögensbildung** wider. Es bietet sich an, beide Seiten getrennt zu betrachten, um auf diese Weise die Faktoren zu identifizieren, die in den vergangenen 15 Jahren zur Entwicklung der deutschen Leistungsbilanz beigetragen haben.

[↗ KASTEN 19](#)

Zentrale Begriffe und Zusammenhänge in der Zahlungsbilanzstatistik

Die Zahlungsbilanzstatistik ist eine Strombilanz und erfasst den Wert aller wirtschaftlichen Transaktionen innerhalb eines Jahres, die ein Land mit dem Ausland tätigt (JG 2006 Kasten 7; JG 2009 Kasten 6; JG 2010 Kasten 9). Jede Transaktion – Leistungs- oder Finanztransaktion – geht mit einer finanziellen Gegenbuchung einher. Im Ergebnis ist der Saldo der Zahlungsbilanz stets Null, während dies für die einzelnen Unterbilanzen der Zahlungsbilanz nicht gilt. Die zwei zentralen Unterbilanzen der Zahlungsbilanz sind die Leistungsbilanz (LB) und die Kapitalbilanz (KB). Darüber hinaus sind die Vermögensänderungsbilanz (VB) und die Berücksichtigung einer Restgröße (RG) für die Wahrung der statistischen Identität der Zahlungsbilanz (ZB) von Bedeutung:

$$(1) \quad ZB = LB + KB + VB + RG = 0$$

Quantitativ kommt den beiden letztgenannten Unterbilanzen jedoch nur eine geringe Relevanz zu, weshalb approximativ stets gilt, dass zu einem vorliegenden Leistungsbilanzsaldo ein Kapitalbilanzsaldo in gleicher Höhe mit umgekehrten Vorzeichen gehört. Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss kann somit entlang dieser beiden Unterbilanzen untersucht werden. Die **Leistungsbilanz** wird auf Basis der Güter- und Einkommenstransaktionen zwischen dem In- und Ausland analysiert, der realwirtschaftlichen Perspektive. Hierzu lässt sich der Leistungsbilanzsaldo aufgliedern in die Salden der Handelsbilanz (HB) und Dienstleistungsbilanz (DB), die Bilanz der Primäreinkommen (PE) sowie die Bilanz der Sekundäreinkommen (SE). In diesen Teilbilanzen wird der Wert aller exportierten und importierten Waren und Dienstleistungen (Handels- und Dienstleistungsbilanz) erfasst, der Erhalt oder die Zahlung von Löhnen und Zinsen aus dem Ausland verbucht (Primäreinkommen) und zusätzlich werden die laufenden Zahlungen für die Entwicklungshilfe und an internationale Organisationen (Sekundäreinkommen) abgebildet, denen keine Gegenleistung gegenübersteht.

$$(2) \quad LB = HB + DB + PE + SE$$

Die **Kapitalbilanz** bildet die finanziellen Ströme ab. So steht etwa der Buchung eines Güterexports in der Leistungsbilanz eine Gegenbuchung in der Kapitalbilanz gegenüber, weil die finanziellen Forderungen gegenüber dem Ausland zunehmen. Sämtliche Buchungen innerhalb der Kapitalbilanz lassen sich dabei einer der vier Unterbilanzen der Kapitalbilanz zuordnen: Direktinvestitionen (DI), Wertpapiere (WP), der übrige Kapitalverkehr (ÜK) und die Währungsreserven (WR).

$$(3) \quad KB = DI + WP + \ddot{U}K + WR$$

Ein Leistungsbilanzüberschuss bedeutet, dass in der betreffenden Periode ein Land mehr Leistungen gegenüber dem Rest der Welt erbracht hat, als es Leistungen bezogen hat. Dies kann entweder in Form inländischer Produktion oder von Faktorleistungen durch im Ausland angelegtes Kapital oder dort arbeitender Inländer geschehen. Damit verbessert sich automatisch die Nettovermögensposition (Nettoauslandsvermögen), die sich aus der Differenz von Forderungen und Verbindlichkeiten des Inlands gegenüber dem Ausland ergibt.

Einem Leistungsbilanzüberschuss steht somit ein gleich großer **gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo** gegenüber, der bedeutet, dass die gesamtwirtschaftliche inländische Ersparnis (S) die gesamtwirtschaftlichen inländischen Investitionen (I) übersteigt. Gleichzeitig lässt sich ein Leistungsbilanzüberschuss als Anstieg des Nettogeldvermögens (ΔNGV) der deutschen Volkswirtschaft darstellen. Inländische Ersparnis fließt demnach entweder in inländische Investitionen oder in Änderungen des Nettogeldvermögens, also Änderungen der Nettoforderungen gegenüber der restlichen Welt. Der Leistungsbilanzsaldo wird aufgrund dieses Zusammenhangs in der Literatur alternativ als Nettokapitalabfluss einer Volkswirtschaft bezeichnet.

$$(4) \quad LB = S - I = \Delta NGV$$

Die **Änderung des Nettogeldvermögens** lässt sich aufteilen in die Änderungen des Geldvermögens (ΔGV) und die Änderung der Außenfinanzierung (ΔAF), wobei sich die Änderung des Geldvermögens als Anpassung der Aktiva und die der Außenfinanzierung als Änderung der Passiva interpretieren lassen.

$$(5) \quad \Delta NGV = \Delta GV - \Delta AF$$

Für die Entwicklung der deutschen Leistungsbilanz ist dieser Zusammenhang von besonderer Bedeutung, da er zeigt, dass eine Ausweitung der Leistungsbilanz nicht zwangsläufig mit einer Ausweitung des Geldvermögens einhergehen muss. Stattdessen kann ein Anstieg des Leistungsbilanzsaldos genauso durch die Rückführung der Außenfinanzierung, wie etwa der Kreditaufnahme im Ausland, zustandekommen. Dies ist zum Beispiel dann der Fall, wenn der Staat, die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften oder andere Sektoren ihre Bilanzen konsolidieren.

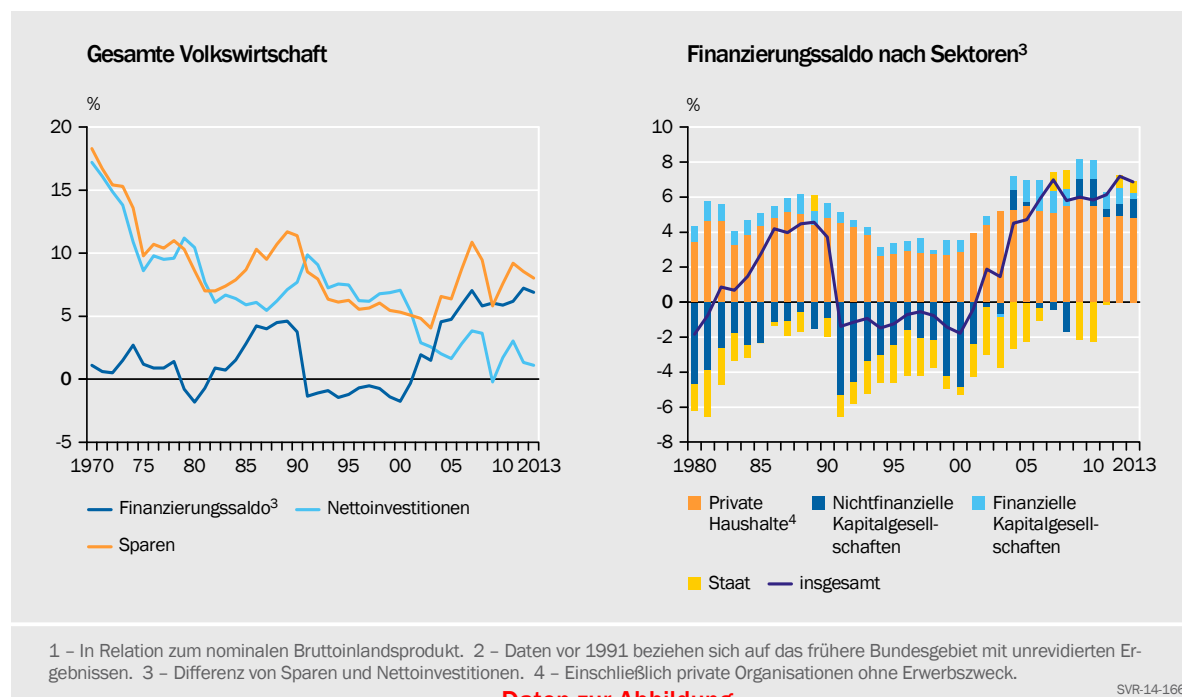
II. SICHT DER FINANZIERUNGSRECHNUNG

1. Stilisierte Fakten

408. Deutschland ist traditionell ein **Überschussland**. Es hat seit dem Zweiten Weltkrieg überwiegend einen positiven Leistungsbilanzsaldo aufgewiesen. Die **große Ausnahme sind die 1990er-Jahre**, die durch die besonderen makroökonomischen Bedingungen der Deutschen Einheit geprägt waren. Seit der Mitte des vergangenen Jahrzehnts hat sich dann ein hoher Überschuss in der Leistungsbilanz aufgebaut: Bei einer seit den 1980er-Jahren im längerfristigen Trend weitgehend stabilen gesamtwirtschaftlichen Sparquote ist die Investitionsquote seit Anfang der 1990er-Jahre deutlich gesunken. [↘ ABBILDUNG 49](#)

ABBILDUNG 49

Gesamtwirtschaftlicher Finanzierungssaldo^{1,2}



409. Für eine detaillierte Analyse der dahinterstehenden Veränderungen in den einzelnen Sektoren der deutschen Volkswirtschaft soll die Phase der Jahre 2010 bis 2013 mit dem Zeitraum von 1996 bis 1999 verglichen werden, der noch durch ein leichtes Leistungsbilanzdefizit gekennzeichnet war. Im Durchschnitt der Jahre 1996 bis 1999 bestand ein **Finanzierungssaldo** in Höhe von -0,8 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts. [TABELLE 17](#) In den Jahren 2010 bis 2013 ergab sich hingegen ein Überschuss von 6,5 %.

Die Änderung von 7,4 Prozentpunkten lässt sich zu rund einem Drittel dem Sektor der privaten Haushalte zurechnen, dessen Finanzierungssaldo sich von 2,8 % auf 5,0 % erhöht hat. Etwa ein Fünftel entfällt auf den Staat, der seinen Saldo von -1,7 % auf -0,2 % betragsmäßig reduzierte. Der Großteil des Umschwungs ist daher auf den Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften – im Folgenden als Unternehmen bezeichnet – zurückzuführen, der seinen Finanzierungssaldo von -2,5 % in einen Überschuss von 1,0 % verwandelte. Somit haben alle Sektoren der deutschen Wirtschaft zur Aktivierung der Leistungsbilanz beigetragen.

410. Da der Finanzierungssaldo der Differenz von Ersparnis und Nettoinvestitionen entspricht, wird für diese Größen ein entsprechender Vergleich der beiden Zeiträume vorgenommen. Die gesamtwirtschaftliche **Sparquote** (Ersparnis in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt) ist von 5,7 % (1996 bis 1999) auf 8,3 % (2010 bis 2013) merklich angestiegen. Dahinter steht eine differenzierte Entwicklung in den einzelnen Sektoren. Die privaten Haushalte haben ihre Ersparnis von 6,3 % auf 5,9 % leicht gesenkt; die in Relation zum verfügbaren Einkommen definierte Sparquote ist von 10,0 % auf 9,5 % gefallen. Der Staat hat seine Ersparnis von -1,6 % auf -0,3 % betragsmäßig zurückgeführt. Die Ersparnis des Unternehmenssektors (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften) stieg von 0,2 % auf 1,9 %.

TABELLE 17

Finanzierungssaldo nach Sektoren (1996-1999 und 2010-2013)¹

		1996 - 1999	2010 - 2013	Veränderung
		%		Prozentpunkte
Sparen	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	0,2	1,9	1,7
	Finanzielle Kapitalgesellschaften	0,8	0,8	0,0
	Staat	-1,6	-0,3	1,4
	Private Haushalte ²	6,3	5,9	-0,4
	Insgesamt	5,7	8,3	2,7
Nettoinvestitionen	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	2,7	1,0	-1,8
	Finanzielle Kapitalgesellschaften	0,2	-0,0	-0,2
	Staat	0,1	-0,0	-0,1
	Private Haushalte ²	3,5	0,9	-2,6
	Insgesamt	6,5	1,8	-4,7
Finanzierungssaldo³	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	-2,5	1,0	3,5
	Finanzielle Kapitalgesellschaften	0,6	0,8	0,2
	Staat	-1,7	-0,2	1,5
	Private Haushalte ²	2,8	5,0	2,2
	Insgesamt	-0,8	6,5	7,4

1 – In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. 2 – Einschließlich private Organisationen ohne Erwerbszweck. 3 – Differenz von Sparen und Nettoinvestitionen.

Daten zur Tabelle

SVR-14-266

Wiederum hat zur positiven Veränderung der aggregierten Größe überwiegend der Unternehmenssektor beigetragen. Da die Ersparnis die Reinvermögensänderung eines Wirtschaftssubjekts abbildet, spiegelt sich darin eine Verbesserung der Ertragslage der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wider, die nicht zu einem entsprechenden Anstieg der Dividenden geführt hat.

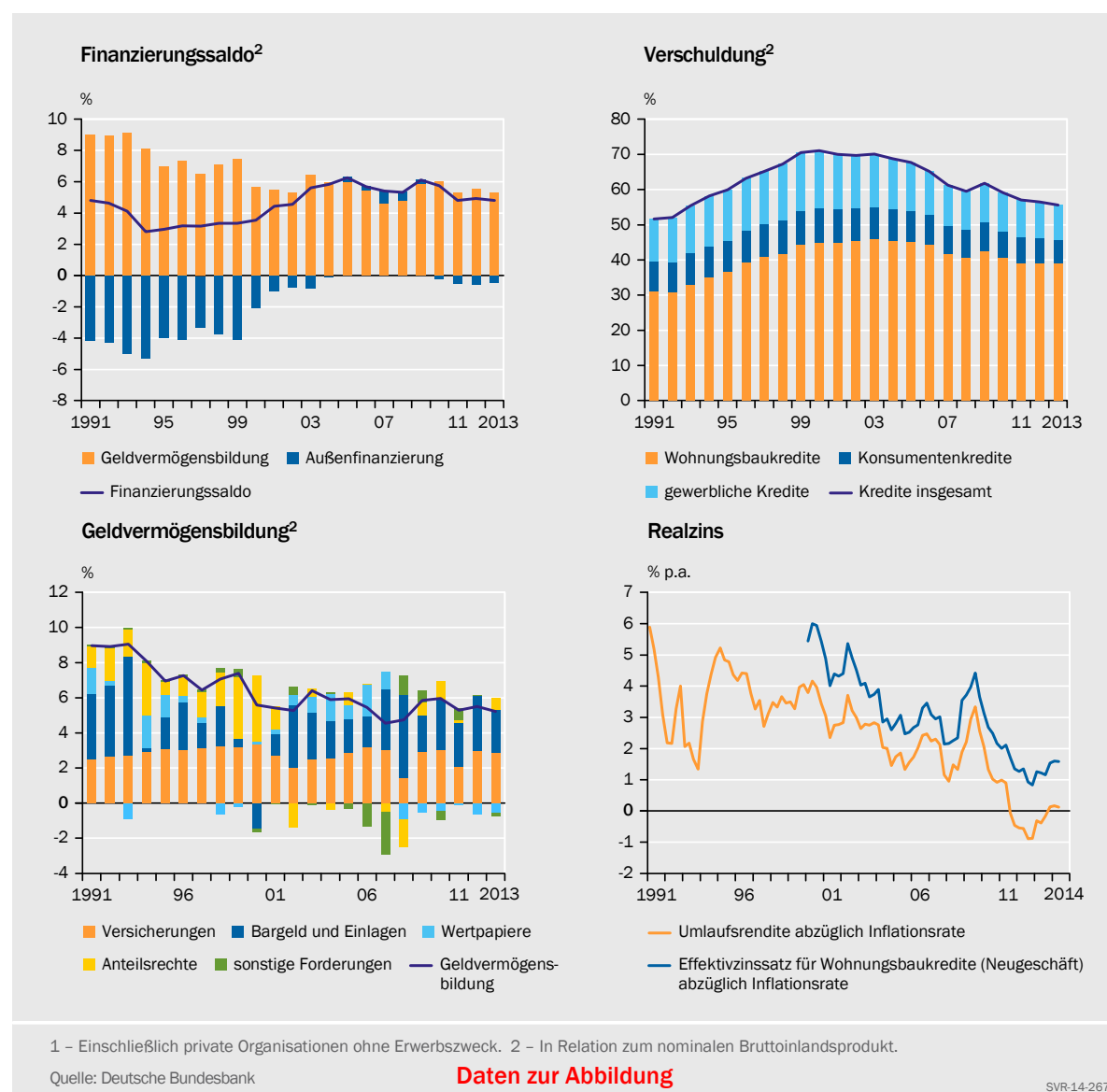
411. Bei den **Nettoinvestitionen** ist gesamtwirtschaftlich ein massiver Rückgang zu beobachten. In den Jahren 1996 bis 1999 belief sich die Sachvermögensbildung noch auf 6,5 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts. Im Zeitraum der Jahre 2010 bis 2013 waren es nur noch 1,8 %. Der Staat trug zu dieser Entwicklung kaum bei: Die ohnehin niedrigen Nettoinvestitionen gingen von 0,1 % auf 0,0 % zurück. Die Nettoinvestitionsquote der privaten Haushalte, die in den 1990er-Jahren im großen Stil in ostdeutsche Immobilien investiert hatten, verminderte sich von 3,5 % (1996 bis 1999) auf 0,9 % (2010 bis 2013). Bei den Unternehmen ist ein ebenfalls beachtlicher Rückgang von 2,7 % auf 1,0 % zu verzeichnen.
412. Diese aggregierte Betrachtung liefert somit einige **stilisierte Fakten**. Die Ausweitung des deutschen Leistungsbilanzsaldos ist zu einem überwiegenden Teil auf den Unternehmenssektor zurückzuführen, der bei steigenden Gewinnen die Nettoinvestitionen reduziert hat. Die privaten Haushalte haben bei einer insgesamt nahezu konstanten Sparquote ebenfalls ihre Investitionen eingeschränkt. Der Staat hat seine Defizite reduziert und damit ebenfalls zum Anstieg des Leistungsbilanzsaldos beigetragen. Die Rückführung der staatlichen Nettoinvestitionen hatte kaum einen Effekt, wenngleich die Investitionen zuletzt nicht einmal die Abschreibungen kompensierten.

2. Konsolidierungsprozess der privaten Haushalte

413. Die Finanzierungssituation der privaten Haushalte ist seit Beginn des Jahrtausends durch einen **starken Konsolidierungsprozess** gekennzeichnet. Der Anstieg der Finanzierungssalden geht einher mit einem deutlichen Rückgang der Nettokreditaufnahme. [ABBILDUNG 50 OBEN LINKS](#) Mit diesen hatten die Haushalte bis zum Beginn des Jahrtausends zum Großteil Immobilienkäufe, aber auch Wertpapierkäufe finanziert. Infolge des Immobilienbooms erhöhte sich die Verschuldung der Haushalte in den 1990er-Jahren stark. So war zwischen den Jahren 1991 und 2000 die Verschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt von 52 % auf 71 % gestiegen. [ABBILDUNG 50 OBEN RECHTS](#) Seit dem Jahr 2000 stieg das absolute Kreditvolumen kaum noch an, sodass sich die Schuldenquote bei steigendem nominalem Bruttoinlandsprodukt langsam reduzierte.
414. Im Zuge der Konsolidierung ihrer Vermögensbilanzen haben die privaten Haushalte nach dem Bauboom in den 1990er-Jahren ihre Investitionen in Wohnbau-

ABBILDUNG 50

Finanzierungssituation der privaten Haushalte¹



ten massiv zurückgefahren und ihre **Sparquote erhöht**. In Relation zum verfügbaren Einkommen hat sich diese im Zeitraum zwischen den Jahren 2000 und 2008 um 1,5 Prozentpunkte erhöht. Seit dem Jahr 2009 ist sie aber wieder um 1,3 Prozentpunkte gefallen. Hierzu dürfte der starke Rückgang des Zinsniveaus beigetragen haben. Die Gründe für den Anstieg der Sparquote bis zum Jahr 2008 sind vielfältig. So dürfte neben den Konsolidierungsbemühungen die Arbeitsplatzunsicherheit zu Beginn des Jahrtausends zu Vorsichtssparen geführt haben. Seit Beginn des Jahrtausends sind zudem die Gewinne der Freiberufler und Einzelunternehmer deutlich angestiegen, was sich ebenfalls in einem Anstieg der Sparquote widerspiegelt.

415. Im Einklang mit der stark rückläufigen Nettoinvestitionstätigkeit der privaten Haushalte hat sich ihr Finanzierungssaldo deutlich erhöht. Dies führte jedoch nicht zu einer höheren **(Brutto-)Geldvermögensbildung**. In Relation zum Bruttoinlandsprodukt gingen die von den privaten Haushalten gebildeten Geldersparnisse sogar leicht zurück. Aufgrund der schlechten Erfahrungen mit der Dotcom-Blase im Jahr 2000 wurden insbesondere die Aktienanlagen abgebaut. [↘ ABBILDUNG 50 UNTEN LINKS](#) Somit kann nicht die Schlussfolgerung gezogen werden, dass die privaten Haushalte ihre Ersparnisse anstatt in Immobilien verstärkt in Geldvermögen investiert hätten. Vielmehr haben sie ihre Schulden reduziert.
416. Die **Investitionstätigkeit** der privaten Haushalte ist trotz der jüngeren Entwicklungen am Immobilienmarkt bis zuletzt verhalten gewesen. Im Durchschnitt der 1990er-Jahre belief sich ihre Sachvermögensbildung auf rund 3,8 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts und ist davon im Jahr 2013 mit 0,8 % noch weit entfernt. Von den **äußerst niedrigen Realzinsen** scheint somit bisher noch kein starker Impuls auf die Investitionstätigkeit der privaten Haushalte ausgelöst worden zu sein. [↘ ABBILDUNG 50 UNTEN RECHTS](#)
417. Eine **Prognose des Spar- und Investitionsverhaltens** der privaten Haushalte ist schwierig. Generell wäre aufgrund der **demografischen Entwicklung** ein Anstieg der Sparquote zu erwarten. Dies müsste nicht zwangsläufig den Leistungsbilanzsaldo erhöhen, wenn sich gleichzeitig die Investitionstätigkeit wieder stärker ausweiten würde. Eine solche Entwicklung könnte sich vor allem bei anhaltend niedrigen langfristigen Zinsen einstellen.

Effekte der Demografie

418. Die Demografie wirkt primär über **zwei Transmissionskanäle** auf die Leistungsbilanz. Zum einen verändern sich die Sparquoten der privaten Haushalte über die verschiedenen Lebensphasen hinweg: Die Haushalte sind bei in den einzelnen Lebensperioden schwankenden Einkommen bestrebt, ihre Konsumausgaben zu glätten (Expertise 2011 Ziffern 66 ff.). Zum anderen verändern sich die Sparmotive und mit ihnen die Investitionsentscheidungen der Haushalte im Zeitverlauf. Das Motiv des Immobilienerwerbs spielt bei jüngeren Haushalten eine wesentlich größere Rolle als bei älteren (Schunk, 2009; mea, 2008).

419. In den kommenden Jahren wird sich die **Besetzung der Altersgruppen** innerhalb der deutschen Bevölkerung verstärkt in die Alterskohorte der 50- bis 65-Jährigen verschieben. Diese weist eine relativ hohe Sparquote auf. Gleichwohl sind die Sparquoten im Alter zwischen 50 und 65 Jahren geringer als im Alter zwischen 30 und 50 Jahren (Expertise 2011 Ziffern 66 ff.). Zugleich unterscheiden sich die Spar motive dieser beiden Altersgruppen. Während bei der älteren Alterskohorte die Geldersparnis zur Altersvorsorge eine wesentliche Rolle spielt, steht bei der jüngeren Kohorte das Sparmotiv des Immobilienerwerbs im Mittelpunkt. Der Finanzierungssaldo ist daher für die jüngere Altersgruppe deutlich niedriger.
420. Der **partielle Effekt der demografischen Struktur auf die Leistungsbilanz** kann ökonometrisch quantifiziert und dann für eine Projektion des Einflusses der künftigen demografischen Entwicklung verwendet werden. [↘ KASTEN 20](#) Dabei zeigt sich, dass die Altersstrukturveränderung für sich genommen einen weiteren Anstieg der Leistungsbilanz bis zur Mitte der 2020er-Jahre begünstigen dürfte. Die Projektion reagiert dabei stark auf alternative Szenarien der Bevölkerungsentwicklung. [↘ ABBILDUNG 51 RECHTS](#) Wenn etwa, wie seit dem Jahr 2011 zu beobachten, die Nettozuwanderung sehr viel höher als angenommen ausfallen sollte, so wäre mit einem geringeren partiellen Einfluss der demografischen Struktur auf den Leistungsbilanzsaldo zu rechnen. Es wäre dann davon auszugehen, dass insbesondere die Investitionen in Wohnbauten zu einer stärkeren inländischen Absorption beitragen. [↘ ZIFFERN 439 F.](#)

[↘ KASTEN 20](#)

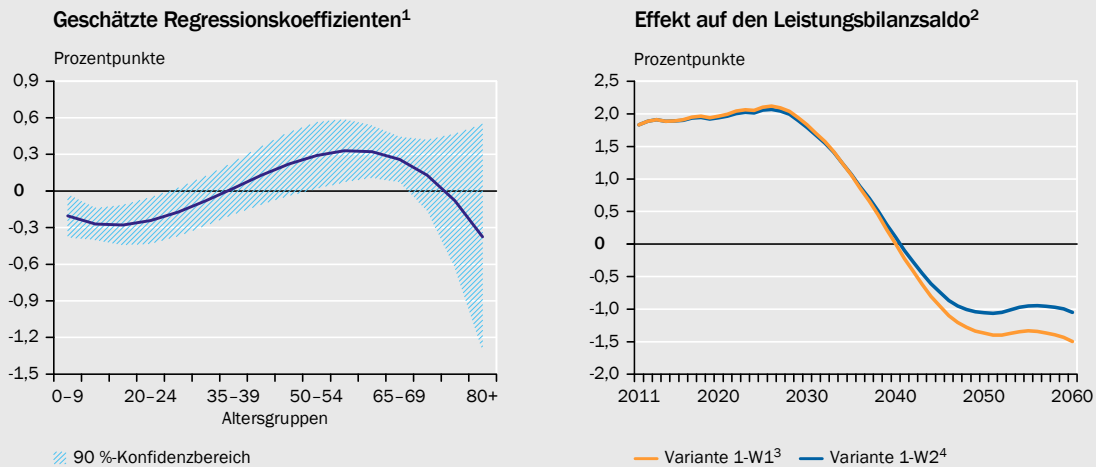
Quantifizierung der demografischen Effekte auf die deutsche Leistungsbilanz

Die Projektion des Effekts der Demografie auf die Leistungsbilanz geschieht in zwei Schritten. Im ersten Schritt wird anhand eines Paneldatensatzes für mehrere Länder ein Regressionsmodell geschätzt, bei dem der Leistungsbilanzsaldo (in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) auf verschiedene Kontrollvariablen regressiert wird. Im Anhang dieses Kapitels wird das Schätzmodell ausführlich dargestellt. Die Kontrollvariablen beinhalten unter anderem eine detailliert abgebildete Altersstruktur in Form einer kubischen Struktur (Fair und Dominguez, 1991). Die Ergebnisse dieser Regression belegen deutlich den Zusammenhang zwischen Alter und Spar- sowie Investitionsentscheidung. Der partielle Einfluss der jüngeren Alterskohorten auf den Leistungsbilanzsaldo ist tendenziell negativ. [↘ ABBILDUNG 51 LINKS](#) Für Altersgruppen ab 40 Jahren zeigt sich hingegen ein positiver Effekt.

Im zweiten Schritt kann mit Hilfe des geschätzten Modells und unter der Verwendung der 12. Bevölkerungsvorausberechnung des Statistischen Bundesamts eine Projektion des partiellen Effektes des demografischen Wandels auf die deutsche Leistungsbilanz vorgenommen werden. Es zeigt sich, dass von der Altersstruktur weiterhin positive Effekte auf den Leistungsbilanzüberschuss ausgehen, die in den nächsten zehn Jahren in der Tendenz sogar noch zunehmen dürften. Der partielle Beitrag der demografischen Struktur zum Leistungsbilanzsaldo dürfte demnach bis auf rund 2 Prozentpunkte steigen. [↘ ABBILDUNG 51 RECHTS](#) Erst ab den späten 2020er-Jahren dürfte der demografiebedingte Einfluss auf die Leistungsbilanzsalden stetig zurückgehen.

ABBILDUNG 51

Geschätzte Regressionskoeffizienten und partielle Auswirkung der Bevölkerungsentwicklung auf den Leistungsbilanzsaldo



1 – Eigene Berechnungen. Ergebnisse der Regressionsanalyse; abhängige Variable ist der Leistungsbilanzsaldo in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. 2 – Eigene Berechnungen auf Basis der 12. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung des Statistischen Bundesamts. In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. 3 – Jährliche Nettozuwanderung von 100 000 Personen ab dem Jahr 2014. 4 – Jährliche Nettozuwanderung von 200 000 Personen ab dem Jahr 2020.

SVR-14-277

Daten zur Abbildung

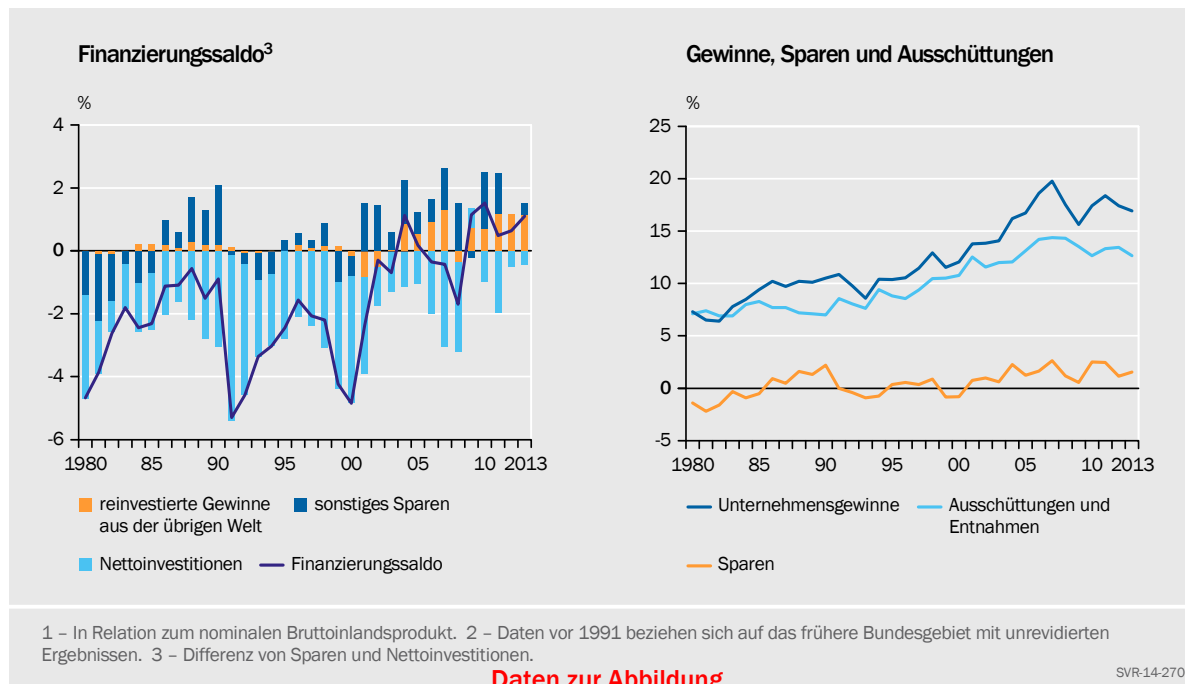
3. Unternehmenssektor: Höhere Ersparnis bei sinkender Investitionsneigung

421. Der deutsche Unternehmenssektor (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften) weist seit mehr als zehn Jahren einen **Finanzierungsüberschuss** auf. Dieser Befund ist ungewöhnlich, da der Unternehmenssektor typischerweise ein Nettoschuldner in einer Volkswirtschaft ist. Seine Finanzierungsdefizite werden dabei üblicherweise durch einen Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte finanziert. Ein Finanzierungsüberschuss des Unternehmenssektors bedeutet, dass die Investitionen vollständig durch einbehaltene Gewinne finanziert werden können (Innenfinanzierung) und ihnen dann noch Mittel zur Geldanlage zur Verfügung stehen.
422. Der positive Finanzierungssaldo geht – neben der rückläufigen Investitionsnachfrage [↗ ZIFFERN 431 FF.](#) – vor allem auf eine deutlich gestiegene **Ersparnis** des Unternehmenssektors zurück. [↗ ABBILDUNG 52 LINKS](#) Die zunehmende Reinvermögensbildung reflektiert zum einen die im vergangenen Jahrzehnt stark gestiegenen Unternehmensgewinne, die nicht zuletzt auf die hohe Exportnachfrage durch die gute Weltkonjunktur und die Lohnzurückhaltung in den Jahren 2000 bis 2007 zurückzuführen sind (JG 2013 Ziffer 695).

Zum anderen haben die Unternehmen ihre Ausschüttungen nicht an die verbesserte Ertragsanlage angepasst. [↗ ABBILDUNG 52 RECHTS](#) Der beobachtete Anstieg der Unternehmensersparnis hat zwei Komponenten: Einerseits erhöhten sich die Eigenkapitalquoten (**Deleveraging**). Andererseits wurde in den vergangenen Jahren ein Großteil der im Ausland erwirtschafteten Gewinne dort reinvestiert,

ABBILDUNG 52

Sparen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften^{1,2}



um in den entsprechenden Ländern Produktionskapazitäten und Vertriebsstätten auf- und auszubauen.

„Deleveraging“ des Unternehmenssektors

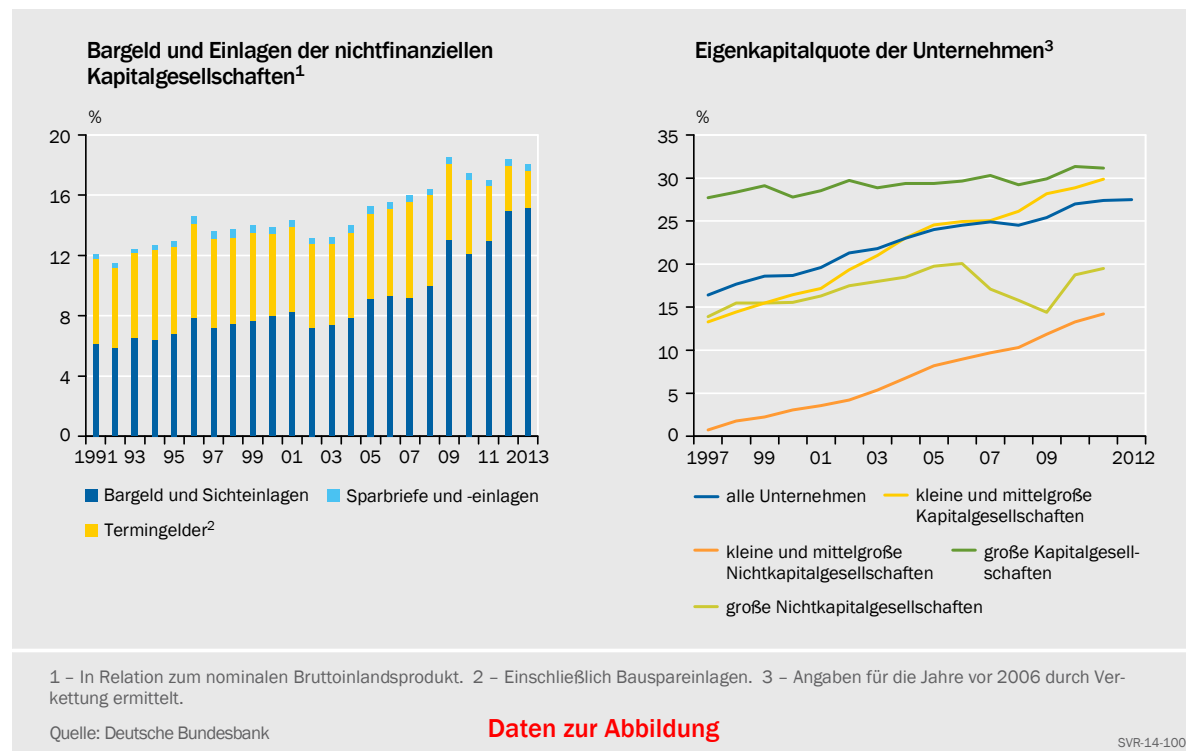
423. Ganz ähnlich wie die privaten Haushalte haben die Unternehmen ihren positiven Finanzierungssaldo überwiegend zur **Konsolidierung** eingesetzt. Ihre Geldvermögensbildung war in den letzten zehn Jahren mit 4,9 % bezogen auf das nominale Bruttoinlandsprodukt nicht wesentlich höher als in den 1990er-Jahren mit 4,5 %. Ihre Außenfinanzierung, die damals noch 5,2 % betragen hatte, belief sich in der jüngeren Vergangenheit jedoch nur noch auf 2,0 %. Gleichzeitig hat sich die **Eigenkapitalausstattung** des Unternehmenssektors deutlich verbessert. Die Eigenkapitalquote ist von 16,3 % im Jahr 1997 auf 27,4 % im Jahr 2012 gestiegen. [ABBILDUNG 53 RECHTS](#) Der Anstieg war bei kleineren und mittleren Unternehmen ausgeprägter als bei großen Unternehmen. Dies war bei Personen- und Kapitalgesellschaften gleichermaßen zu beobachten.

424. Für die bessere Eigenkapitalausstattung lassen sich mindestens zwei Gründe anführen: Einerseits stiegen im Zuge der **verschärften Eigenkapitalregulierung** gemäß Basel II und Basel III die Kreditvergabestandards der Banken, insbesondere hinsichtlich der Eigenkapitalausstattung der Kreditnehmer (Deutsche Bundesbank, 2013). Dem so gestiegenen Risiko höherer Finanzierungskosten und der Möglichkeit eines erschwerten Kreditzugangs begegneten die Unternehmen mit einer Stärkung der Eigenkapitalquote.

Andererseits haben **steuerliche Rahmenbedingungen** einen Anstieg der Eigenkapitalquote begünstigt. So wurde im Zuge der Unternehmensteuerreform des Jahres 2001 der gespaltene Körperschaftsteuersatz für einbehaltene und

➤ ABBILDUNG 53

Geldvermögen und Finanzierungsstruktur der Unternehmen



ausgeschüttete Gewinne abgeschafft und durch einen einheitlichen Satz von 25 % ersetzt. Dies begünstigt in der Tendenz die Gewinnthesaurierung, also das Einbehalten von Gewinnen. Zudem hat die Steuerreform 2008 mit der Senkung der Körperschaftsteuer auf 15 % sowie der Einführung der Thesaurierungsbegünstigung bei Personengesellschaften und Einzelunternehmen die Innenfinanzierung steuerlich weiter entlastet.

425. Das Motiv der **Risikovorsorge** dürfte ebenso dazu beigetragen haben, die Eigenkapitalquote zu erhöhen: In der Rezession der Jahre 2008 und 2009 verschlechterten sich für viele Unternehmen die Refinanzierungsbedingungen und der Zugang zu Bankkrediten deutlich. Im Jahr 2009 wurde es selbst für gesunde Unternehmen zunehmend schwieriger, Kredite zu erhalten. Dies zog vielfach Liquiditätsprobleme nach sich. Die zunehmende Risikovorsorge zeigt sich in einer deutlich höheren **Liquiditätspräferenz** der Unternehmen. ➤ ABBILDUNG 53 LINKS So sind die Bargeld- und Sichteinlagen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften insbesondere im Jahr 2009 im Vergleich zu anderen Einlagen überproportional gestiegen.

Dieser seit dem Jahr 2009 zu beobachtende Anstieg der Liquidität erhöht die Flexibilität und macht Unternehmen widerstandsfähiger gegenüber Schocks sowie veränderten Refinanzierungsbedingungen in Rezessionen. Diese Entwicklung ist nicht auf Deutschland beschränkt: Sie vollzog sich ebenfalls bei asiatischen Unternehmen während der vergangenen 20 Jahre, wobei kleinere Unternehmen wesentlich stärker Liquidität aufgebaut haben (Horioka und Terada-Hagiwara, 2013).

Investitionen der deutschen Unternehmen im Ausland

426. Neben dem ausgeprägten Deleveraging des Unternehmenssektors ging die steigende Unternehmenssparsamkeit zu einem gewissen Teil mit einer zunehmenden **internationalen Verflechtung** deutscher Unternehmen einher. So war in den vergangenen Jahren zu beobachten, dass der Großteil der im Ausland erwirtschafteten Gewinne dort reinvestiert wurde. [ABBILDUNG 52 LINKS](#) Im Jahr 2013 belief sich dieser Posten auf fast 33 Mrd Euro, was gut drei Viertel der Unternehmenssparsamkeit entsprach. Dieser Betrag erhöhte nicht nur die Unternehmenssparsamkeit, da er nicht an die Anteilseigner ausgeschüttet wurde, sondern auch den Finanzierungssaldo, da diese Mittel nicht für inländische, sondern für ausländische Investitionen genutzt wurden. Ausländische Direktinvestitionen deutscher Firmen werden in der Statistik als Zunahme des Geldvermögens erfasst.

427. Die **Unternehmensteuerreform des Jahres 2001** hat die steigende Tendenz bei den Auslandsinvestitionen deutscher Unternehmen begünstigt. Die vorherige steuerliche Diskriminierung von Dividenden und Veräußerungsgewinnen ausländischer Tochtergesellschaften wurde mit Abschaffung des Anrechnungsverfahrens aufgehoben, sodass Auslandsinvestitionen für Kapitalgesellschaften mit deutschen Eigentümern attraktiver wurden. Seitdem sind die von einer inländischen Muttergesellschaft repatrierten Dividenden und Veräußerungsgewinne der Tochtergesellschaften nicht nur gegenüber Staaten mit Doppelbesteuerungsabkommen, sondern auch unilateral gegenüber Steueroasen freigestellt.

Zudem stieg durch die Senkung des Steuersatzes bei gleichzeitiger Verbreiterung der Bemessungsgrundlage für Sachinvestitionen die relative Attraktivität von Finanzanlagen. Damit könnte die Unternehmensteuerreform 2001 sogar zu einem zu starken Anreiz geführt haben, Gewinne in niedrig besteuerte ausländische Töchter zu verlagern und dort zu thesaurieren (Homburg, 2000, 2005, 2010).

428. Die besonderen institutionellen Rahmenbedingungen in einigen **Schwellenländern** könnten die reinvestierten Gewinne deutscher Auslandstöchter zusätzlich erhöht haben. So müssen deutsche Direktinvestoren in vielen Wirtschaftsbereichen mit chinesischen Unternehmen zusammenarbeiten und Gemeinschaftsunternehmen (Joint Ventures) bilden. Gleichzeitig sind die Gewinnübertragungen aus China nach Deutschland stark restringiert.

429. Die mit den zunehmenden Auslandsinvestitionen der deutschen Unternehmen verbundenen Kapitalexporte spiegeln sich jedoch nicht umfassend in den **Direktinvestitionen** wider. Diese beinhalten lediglich den Teil der Investitionsausgaben deutscher Auslandstöchter, der von deutschen Anteilseignern finanziert wird. Der restliche mit externem Kapital finanzierte Teil taucht in der Direktinvestitionsstatistik nicht auf. Dies wird durch die im Vergleich mit den Direktinvestitionen wesentlich höheren Bilanzsummen der Auslandstöchter ersichtlich. Die zusätzlichen Mittel werden zum Teil durch konzerninterne Finanzierungsgesellschaften im Ausland bereitgestellt. Sie emittieren Schuldtitel mit

Garantie der deutschen Muttergesellschaft für den Gesamtkonzern und leiten die daraus gewonnenen Finanzmittel an die verbundenen Unternehmen weiter. Unter anderem begünstigen steuerliche Gesichtspunkte diese Finanzierungsstrukturen. Es ist davon auszugehen, dass diese Schuldtitel ebenfalls zum Teil von deutschen Haushalten und Finanzintermediären gehalten werden. Die vom deutschen Kapitalexport ausgelösten Auslandsinvestitionen wären dementsprechend höher als in der Statistik der Direktinvestitionen ausgewiesen.

430. In der Vergangenheit wurden die deutschen Direktinvestitionen im Ausland nicht nur positiv beurteilt und zuweilen sogar als Standortschwäche interpretiert (Sinn, 2005). Diese basiere auf hohen Arbeitskosten, Fachkräftemangel, zu stark ausgeprägter Bürokratie und ungünstigen steuerlichen Rahmenbedingungen. Als Ergebnis würden inländische Investitionen durch höhere Direktinvestitionen im Ausland substituiert. Allerdings können umgekehrt höhere Auslandsinvestitionen Investitionen im Inland beflügeln, etwa wenn Vorleistungen oder Investitionsgüter aus dem Inland benötigt werden.

Empirische Analysen deuten darauf hin, dass Direktinvestitionen getätigt werden, um ausländische Absatzmärkte zu erschließen (Buch et al., 2005). Zudem besteht für Industrieländer ein **komplementärer Zusammenhang** zwischen Inlands- und Auslandsinvestitionen (Desai et al., 2005; Arndt et al., 2010; Deutsche Bundesbank, 2014a). Somit verstärkt der Aufbau von Produktions- und Vertriebsstätten im Ausland die Investitionstätigkeit im Inland.

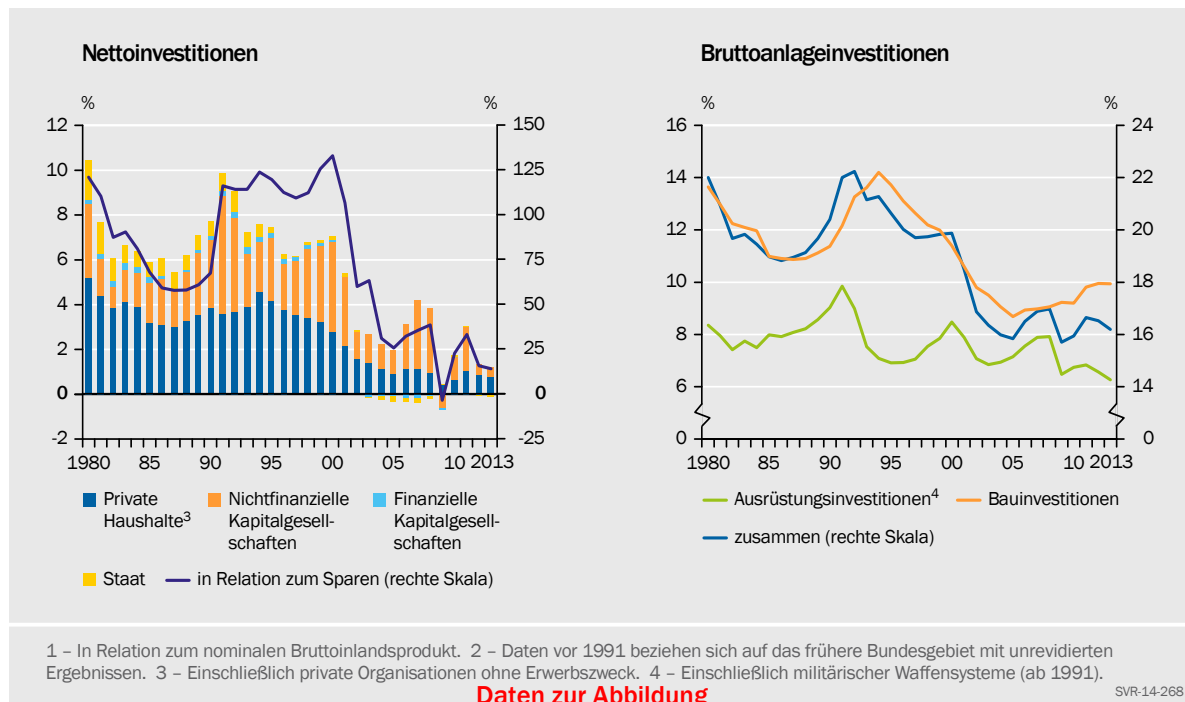
Es ist davon auszugehen, dass sich der **Globalisierungsprozess** im Unternehmenssektor weiter fortsetzt und somit weiterhin positiv auf die Unternehmensersparnis wirkt. [↘ ZIFFERN 456 F.](#) Der Aufbau von Produktionskapazitäten im Ausland bringt hierbei sowohl auf nationaler als auch internationaler Ebene Vorteile.

4. Gibt es eine Investitionsschwäche in Deutschland?

431. In Verbindung mit dem deutschen Leistungsbilanzüberschuss wird in der Öffentlichkeit häufig über eine **Investitionsschwäche** der deutschen Volkswirtschaft gesprochen (DIW, 2013, 2014). In der Tat ist nicht zu verkennen, dass seit der deutschen Einheit die Nettoinvestitionen über alle Sektoren zurückgegangen sind. Im vergangenen Jahr waren die Nettoinvestitionen deutlich niedriger als in allen Jahren seit 1991, mit Ausnahme des Jahres 2009. [↘ ABBILDUNG 54 LINKS](#)
432. Die vergleichsweise geringe Investitionstätigkeit steht im Kontrast zur relativ stabilen gesamtwirtschaftlichen Sparquote. Somit fließt im historischen Vergleich nur ein sehr geringer Teil der Ersparnis in die inländische Sachvermögensbildung. [↘ ABBILDUNG 54 LINKS](#) Bei diesem Grundbefund ist – wie schon erwähnt – zu berücksichtigen, dass deutsche Ersparnis zum Teil in ausländische Tochtergesellschaften deutscher Unternehmen in Form von Direktinvestitionen fließt. [↘ ZIFFERN 426 FF.](#) Dies ändert jedoch nichts Grundlegendes am Gesamtbefund eines ausgeprägten Konsolidierungsprozesses der privaten Haushalte und

ABBILDUNG 54

Nettoinvestitionen und Bruttoanlageinvestitionen^{1,2}



des Unternehmenssektors. In Anbetracht der sehr niedrigen langfristigen Realzinsen wäre eher das Gegenteil zu erwarten gewesen.

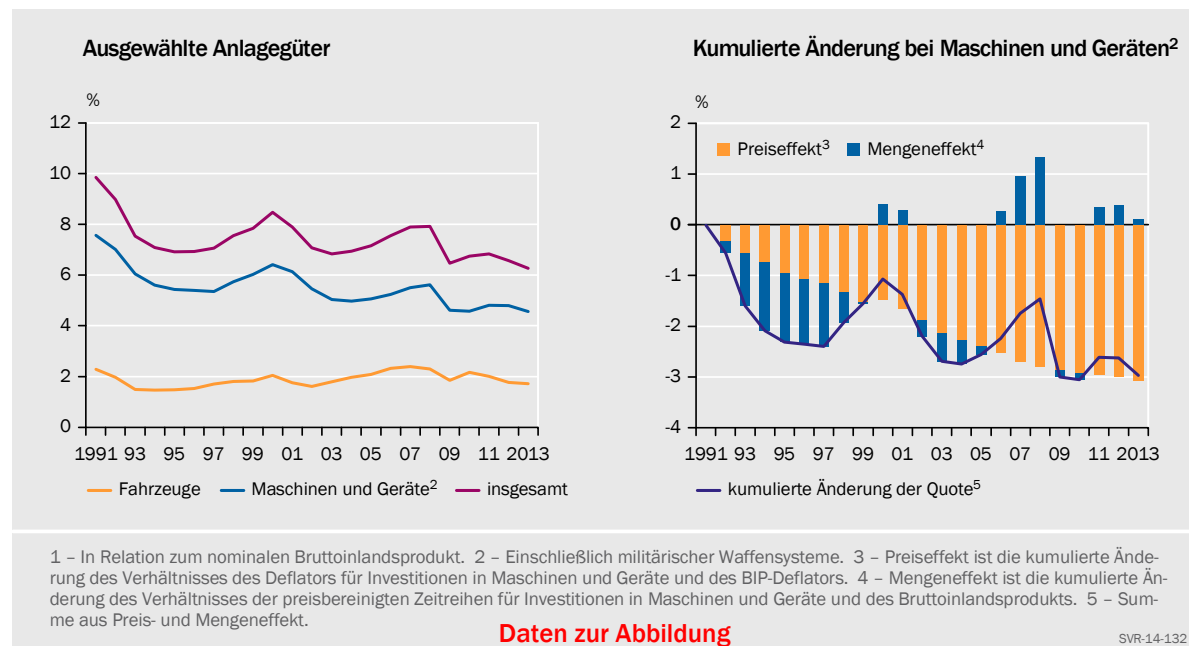
433. Eine niedrige gesamtwirtschaftliche Investitionsquote ist jedoch für sich genommen noch kein Indiz für einen pathologischen Befund. Im Folgenden wird die Entwicklung speziell der Bau- und der Ausrüstungsinvestitionen tiefer analysiert. In beiden Bereichen gingen die Investitionsquoten seit Ende der 1990er-Jahre zurück. [ABBILDUNG 54 RECHTS](#)

Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen

434. Der Anteil **der nominalen Ausrüstungsinvestitionen** am Bruttoinlandsprodukt ging, abgesehen von konjunkturellen Schwankungen, bis zum Jahr 2008 allenfalls leicht zurück. [ABBILDUNG 55 LINKS](#) Im Vergleich zum restlichen Euro-Raum zeigt sich in den vergangenen 15 Jahren keine unterdurchschnittliche Entwicklung (BMWi, 2013a; Europäische Kommission, 2014). Erst seit dem Jahr 2009 ist die Investitionsquote merklich rückläufig. Folglich haben die Nettoinvestitionen in Maschinen und Fahrzeuge kaum noch zum Wachstum des Kapitalstocks beigetragen und somit keine Impulse für das Potenzialwachstum geliefert.
435. Zerlegt man die nominalen Ausrüstungsinvestitionen in eine Preis- und Mengenkomponente, zeigt sich ein **starker negativer Preiseffekt**. [ABBILDUNG 55 RECHTS](#) Die Preise für Ausrüstungen nehmen seit dem Jahr 1991 im Trend ab. Zwar sind seit dem Jahr 2008 wieder leichte Preisanstiege zu beobachten, jedoch bleiben sie hinter den Raten des Deflators des Bruttoinlandsprodukts zurück (BMWi, 2013a). So ist seit dem Jahr 2008 das Verhältnis zwischen dem Deflator der Ausrüstungsinvestitionen und dem des Bruttoinlandsprodukts um

➤ ABBILDUNG 55

Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen^{1,2}



5,4 % gefallen. Verantwortlich hierfür sind insbesondere die Preisentwicklungen bei Datenverarbeitungsgeräten sowie elektrischen und optischen Erzeugnissen. Diese Produktgruppe machte insgesamt 14 % aller Ausrüstungsinvestitionen im Jahr 2013 aus. Ihre Preise sind allein seit dem Jahr 2005 um mehr als 45 % gefallen. Hingegen konnten die Preise der restlichen Ausrüstungsinvestitionen zulegen.

Da Elektronikbauteile und Datenverarbeitungsgeräte vor allem aus China importiert werden, hat der Preisrückgang bei diesen Gütern zugleich das Importvolumen gedämpft. Hinsichtlich der steigenden Produktionskosten in China in den vergangenen Jahren war jedoch zu beobachten, dass die Preisrückgänge für Elektronikbauteile und Datenverarbeitungsgeräte zuletzt deutlich geringer ausfielen, sodass der preisdämpfende Effekt auf die Ausrüstungsinvestitionen schwächer war. Folglich stieg der Deflator der Ausrüstungsinvestitionen seit dem Jahr 2010 wieder leicht an.

436. Seitens der **realen Ausrüstungsinvestitionen** liegen bisher kaum Anzeichen für eine strukturelle Fehlentwicklung vor. Umfragen des ifo Investitionstests für das deutsche Verarbeitende Gewerbe zeigen, dass die Investitionstätigkeit der Firmen in den Jahren 2012 und 2013 nicht von der Wirtschaftspolitik behindert wurde. Vielmehr haben gedämpfte Ertrags- und Nachfrageerwartungen, etwa wegen der schwächeren Konjunktur im Ausland, zu einem zurückhaltenden Investitionsverhalten geführt (Weichselberger, 2014). Jedoch ist nicht auszuschließen, dass die jüngsten Beschlüsse in der Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik die Rahmenbedingungen für Investitionsprojekte verschlechtert haben (DIHK, 2014). ➤ ZIFFER 158 Ebenso zeigen Analysen, dass die erhöhte Unsicherheit in den Jahren 2012 und 2013 die Investitionstätigkeit der Unternehmen signifikant negativ beeinflusst hat (JG 2013 Kasten 26; BMWi, 2013b). Bei Betrachtung ein-

zelner Branchen fällt zudem auf, dass in den Vorjahren entstandene Überkapazitäten, etwa im Schiffbau, durch geringere Investitionen abgebaut wurden.

Entwicklung der Bauinvestitionen

437. Im Zeitraum der Jahre 1994 bis 2009 sind die Bauinvestitionen kontinuierlich gefallen und haben damit wesentlich zum Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Investitionsquote beigetragen. [↘ ABBILDUNG 54 RECHTS](#) Dieser Trend steht jedoch im Zusammenhang mit dem Bauboom vor allem in Ostdeutschland zu Beginn dieses Zeitraums. Die Bautätigkeit war damals wegen der massiven Subventionen und umfangreichen öffentlichen Investitionen erheblich erhöht (JG 1991 Ziffern 83 f.; JG 2013 Kasten 26). Demgegenüber ist im vergangenen Jahrzehnt ein dämpfender Einfluss auf den Immobilienmarkt durch die Abschaffung der Eigenheimzulage und der degressiven Abschreibung für Wohnimmobilien ausgegangen.
438. Bei den **Bauinvestitionen** lassen sich divergierende Trends bei den Investitionen in Wohnbauten und Nichtwohnbauten (öffentlicher Bau und gewerblicher Bau) feststellen. Nach einer Abwärtstendenz, die Mitte der 1990er-Jahre eingesetzt und alle Bereiche des Baus erfasst hatte, stabilisierten sich die Investitionen in Wohnbauten ab dem Jahr 2003 und stiegen seit dem Jahr 2009 sogar wieder deutlich an. Im Gegensatz dazu blieb die Dynamik bei den Nichtwohnbauten eher verhalten. Die Nettoinvestitionen lagen hier in den vergangenen Jahren nahe Null und trugen wie die Ausrüstungsinvestitionen nur noch unwesentlich zur Ausweitung des gesamtwirtschaftlichen Kapitalstocks bei.
439. Die Neubau- und Sanierungstätigkeit bei **Wohnbauten** wurde in den vergangenen Jahren unter anderem durch demografische Effekte getrieben. So hat die Bevölkerungswanderung in die Großstädte dazu geführt, dass sich die Immobiliennachfrage in Ballungsgebieten trotz des allgemeinen Bevölkerungsrückgangs deutlich erhöhte. Zudem dürften eine höhere Risikoaversion der Anleger in Folge der Finanz- und Eurokrise sowie die niedrigen Zinsen stimulierende Effekte auf die Immobiliennachfrage ausgeübt haben (JG 2013 Ziffern 842 ff.). Insgesamt sind die Immobilienpreise vor allem in den großen Städten zuletzt deutlich angestiegen.
440. Die Entwicklung des **deutschen Immobilienmarkts** ist eine wichtige Determinante der deutschen Leistungsbilanz. So lässt sich ein wesentlicher Teil des Anstiegs des deutschen Leistungsbilanzsaldos bis zum Jahr 2007 auf die damalige Abkühlung des deutschen Immobilienmarkts nach dem Bauboom der 1990er-Jahre zurückführen. [↘ KASTEN 21](#) In den vergangenen Jahren war zudem zu beobachten, dass die jüngst einsetzende Belebung des Immobilienmarkts den Finanzierungssaldo der privaten Haushalte reduzierte und dadurch einen dämpfenden Effekt auf den deutschen Leistungsbilanzsaldo ausübte.
441. **Wirtschaftspolitische Maßnahmen**, die die Entwicklung auf dem Immobilienmarkt fördern, könnten somit einen Beitrag zum Abbau des Leistungsbilanzüberschusses leisten. Der Sachverständigenrat sieht hierzu jedoch keine Veranlassung. Kontraproduktiv sind regulatorische Eingriffe wie die Mietpreisbremse.

Sie haben einen negativen Effekt auf die Renditeerwartungen von Investoren (JG 2013 Ziffern 861 ff.). Zudem erhöhen häufige Markteingriffe generell die Unsicherheit für langfristige Investitionen, speziell Bauinvestitionen. Negative Effekte gehen zudem von den Anhebungen der Grunderwerbsteuer aus, die in jüngster Zeit in einer Reihe von Bundesländern zu beobachten waren (JG 2013 Ziffer 868).

▸ KASTEN 21

Einfluss des Immobilienmarkts auf die Leistungsbilanz

Die enge Beziehung zwischen der Entwicklung auf dem deutschen Immobilienmarkt einerseits und der Änderung des Leistungsbilanzsaldos andererseits wird häufig nicht wahrgenommen. Jedoch zeigt sich eine deutlich negative Korrelation zwischen den realen Immobilienpreisen und dem Leistungsbilanzsaldo. ▸ [ABBILDUNG 56 OBEN LINKS](#) Diese Beobachtung wird ergänzt durch die Erfahrungen mit den jüngsten Immobilienbooms in den Vereinigten Staaten, Irland sowie Spanien. Hier fielen starke Immobilienpreisanstiege mit hohen Leistungsbilanzdefiziten zusammen. Da die Immobilieninvestitionen der privaten Haushalte und Unternehmen einen Teil der inländischen Ersparnis absorbieren, wirken sie negativ auf den Leistungsbilanzsaldo.

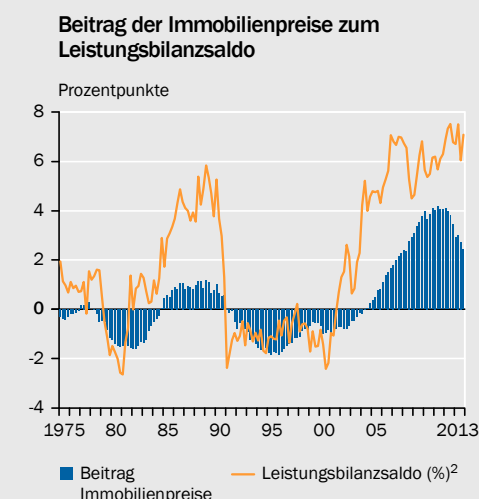
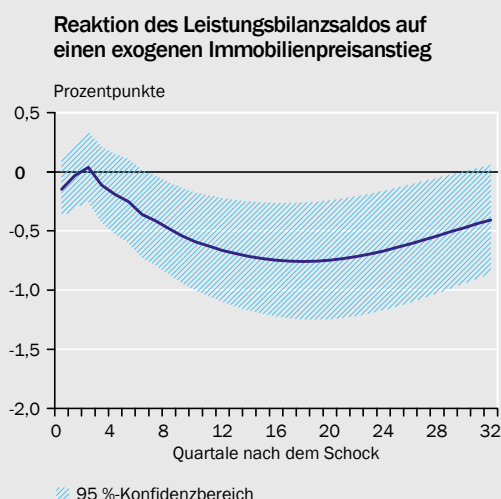
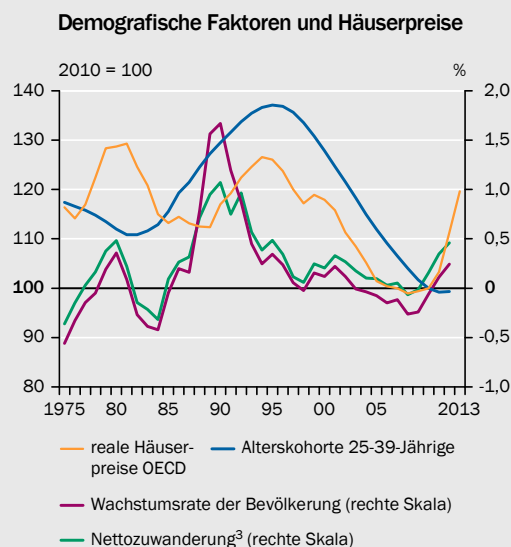
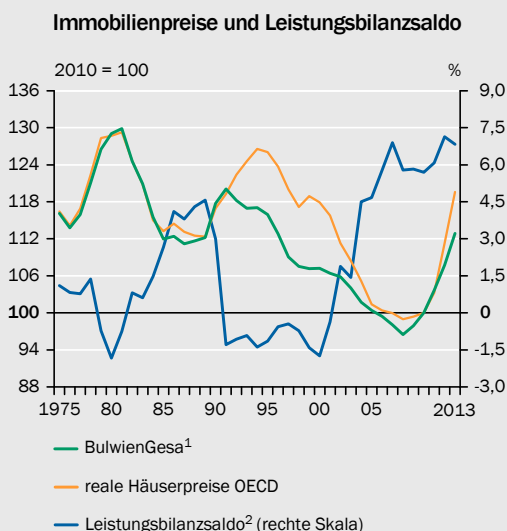
Dies deutet darauf hin, dass die Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt und in der Leistungsbilanz durch dieselben Faktoren getrieben werden. Für die Diskussion um den deutschen Leistungsbilanzüberschuss ist es hierbei von Interesse, ob es sich bei diesen Faktoren um konjunkturelle Einflüsse handelt oder andere Determinanten eine Rolle spielen. Eine Bestimmungsgröße könnte dabei erneut der demografische Wandel sein. So ist zu beobachten, dass demografische Variablen – wie das Bevölkerungswachstum, die Nettozuwanderung und der Anteil der 25- bis 39-Jährigen an der Gesamtbevölkerung – mit den realen Immobilienpreisen als Indikator für die Entwicklung auf dem Immobilienmarkt stark korreliert sind. ▸ [ABBILDUNG 56 OBEN RECHTS](#)

Um zu analysieren, wie Immobilienpreissteigerungen und Leistungsbilanzsaldo zusammenhängen, wird ein Vektorautoregressives (VAR) Modell geschätzt. In Anlehnung an Iacoviello (2005) wird das VAR-Modell mit der Konjunkturkomponente des logarithmierten deutschen Bruttoinlandsprodukts (HP-Filter), der Veränderungsrate des Deflators des Bruttoinlandsprodukts, dem Zinsdifferenzial 10-jähriger deutscher und US-amerikanischer Staatsanleihen, dem logarithmierten Häuserpreisindex der OECD, der logarithmierten preislichen Wettbewerbsfähigkeit und der Leistungsbilanz in Relation zum Bruttoinlandsprodukt und einer Konstanten geschätzt. Die Variablen gehen mit je vier Verzögerungen in das Modell ein. Die Schätzung basiert auf Quartalsdaten und der Schätzzeitraum geht von Anfang 1972 bis Anfang 2014. Die strukturellen Auswirkungen von Immobilienpreissteigerungen werden durch eine Cholesky-Zerlegung in der oben genannten Anordnung der Variablen identifiziert. Die anhand des Modells identifizierten Immobiliennachfrageschocks lassen sich als Immobilienpreissteigerungen interpretieren, die originär aus dem Immobilienmarkt – zum Beispiel durch demografische Faktoren – entstehen.

Es zeigt sich, dass Immobiliennachfrageschocks zeitlich verzögert mit einer Verschlechterung der Leistungsbilanz einhergehen. ▸ [ABBILDUNG 56 UNTEN LINKS](#) In der Literatur werden hierfür verschiedene Transmissionskanäle diskutiert. Zum einen kann eine Ressourcenverlagerung von Sektoren wie der Exportwirtschaft zum Baugewerbe stattfinden (Gete, 2010). Zum anderen werden Immobilieninvestitionen häufig kreditfinanziert, wobei die Kredite zumindest anteilig aus Ersparnissen des Auslands stammen (Punzi, 2013). Darüber hinaus können Vermögenseffekte infolge von steigenden Immobilienpreisen einen expansiven Effekt auf den Konsum ausüben und über die Importnachfrage den Leistungsbilanzsaldo senken (Iacoviello, 2005, 2011). Ferner können diese Prozesse durch subjektive Elemente der Erwartungsbildung über die zukünftige Immobilienpreisentwicklung verstärkt werden (Adam et al., 2011).

ABBILDUNG 56

Immobilienpreise und Leistungsbilanzsaldo



1 – BulwienGesa AG, realer Preisindex für Reihenhäuser und Eigentumswohnungen, 125 Städte. 2 – In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. 3 – In Relation zur Bevölkerung.

Daten zur Abbildung

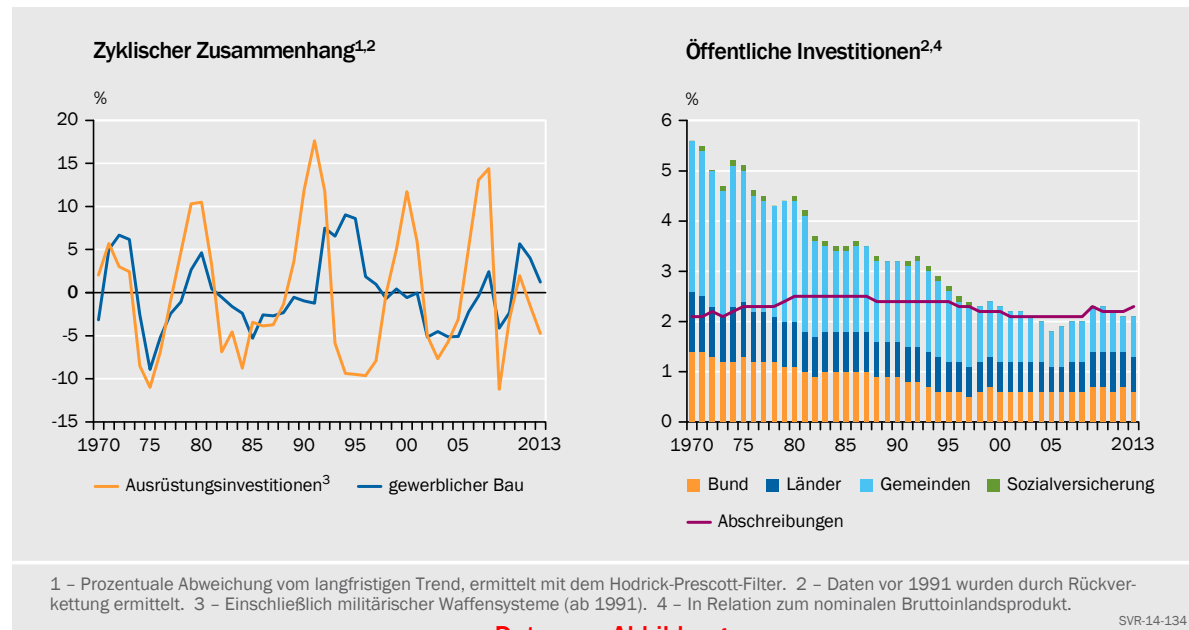
SVR-14-271

Um quantitativ einschätzen zu können, inwieweit Immobilienpreisschwankungen die deutsche Leistungsbilanz in der Vergangenheit beeinflusst haben, wird eine historische Schockzerlegung berechnet. Sie zeigt an, welcher Anteil des Leistungsbilanzsaldos durch Immobiliennachfrageschocks erklärt werden kann. Es zeigt sich, dass gut fünf Prozentpunkte des Anstiegs des Leistungsbilanzsaldos vom Ende der 1990er-Jahre bis zum Jahr 2008 durch die Faktoren, die zur schwachen Entwicklung der Immobilienpreise beigetragen haben, erklärt werden. [ABBILDUNG 56 UNTEN RECHTS](#) Dieser Wert ist jedoch als Obergrenze zu interpretieren, da gegebenenfalls weitere Einflussfaktoren unberücksichtigt bleiben. In den vergangenen zwei Jahren hat sich die Belebung des Immobilienmarkts weniger dämpfend auf die Leistungsbilanz ausgewirkt.

442. Die Entwicklung **des gewerblichen Baus** hat sich in den letzten 25 Jahren von der konjunkturellen Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen abgekoppelt. [ABBILDUNG 57 LINKS](#) Insgesamt entwickelte sich der gewerbliche Bau seit Mitte der 1990er-Jahre rückläufig. Offen ist, ob dies eher eine Normalisierung nach

➤ ABBILDUNG 57

Zyklischer Zusammenhang zwischen Bruttoanlageinvestitionen und öffentlichen Investitionen



Daten zur Abbildung

dem Bauboom zu Beginn der 1990er-Jahre ist oder andere strukturelle Ursachen hat.

Eine solche Erklärung für die schwache Entwicklung des gewerblichen Baus könnten die Produktionsverlagerungen deutscher Unternehmen ins Ausland sein. Zudem dürfte die verstärkte „Just in Time“-Produktion eine Rolle spielen. Dem steht jedoch die wachsende Bedeutung des Dienstleistungssektors entgegen, der eine besonders hohe Bauintensität aufweist. Für eine umfassende Beurteilung dieser gegenläufigen Trends fehlen bislang empirische Untersuchungen.

443. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt kann die niedrige private Investitionsquote **nicht als pathologische Investitionsschwäche** bezeichnet werden. Dennoch ließen sich die gesamten **privaten Investitionsausgaben** durch bessere Rahmenbedingungen steigern. Dazu gehören etwa die Bereitstellung einer angemessenen Infrastruktur, die Steuerpolitik und die effiziente Umsetzung der Energiewende. Keinesfalls sollte ein bestimmtes Niveau der Investitionsquote angestrebt werden. Eine zu starke Fokussierung auf solche Zielwerte kann zu Verzerrungen und gesamtwirtschaftlichen Fehlinvestitionen führen.
444. Die **öffentlichen Investitionen** haben im Jahr 2013 gut 61 Mrd Euro ausgemacht. Dies entspricht rund 2,2 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts. Im Verlauf der vergangenen 40 Jahre nahm dabei vor allem der Investitionsanteil der Gemeinden ab. ➤ ABBILDUNG 57 RECHTS Zu berücksichtigen ist jedoch, dass die Zahlen für die Gemeinden wegen der Privatisierungen im Entsorgungsbereich – dessen Bruttoanlageinvestitionen im Jahr 1992 immerhin 0,45 % des Bruttoinlandsprodukts betragen hatten – über die Zeit nur sehr eingeschränkt vergleichbar sind. Seit dem Jahr 2003 sind die öffentlichen Nettoinvestitionen insgesamt sogar negativ.

Einerseits wurde zu wenig in den Erhalt von Verkehrswegen investiert, andererseits umfasste ein Großteil der Investitionen aus den 1970er- und 1980er-Jahren Hochbauten der Kommunen. Ein Teil dieser Gebäude wird vor dem Hintergrund sich wandelnder Nachfrage nach öffentlichen Dienstleistungen und einer alternativen Gesellschaft künftig nicht mehr benötigt. Negative Nettoinvestitionen sind die direkte Konsequenz. Allenfalls sieht der Sachverständigenrat einen zusätzlichen Investitionsbedarf im Tiefbau, der aber eine Größenordnung im unteren einstelligen Milliardenbereich pro Jahr kaum übersteigen dürfte (JG 2013 Ziffer 551).

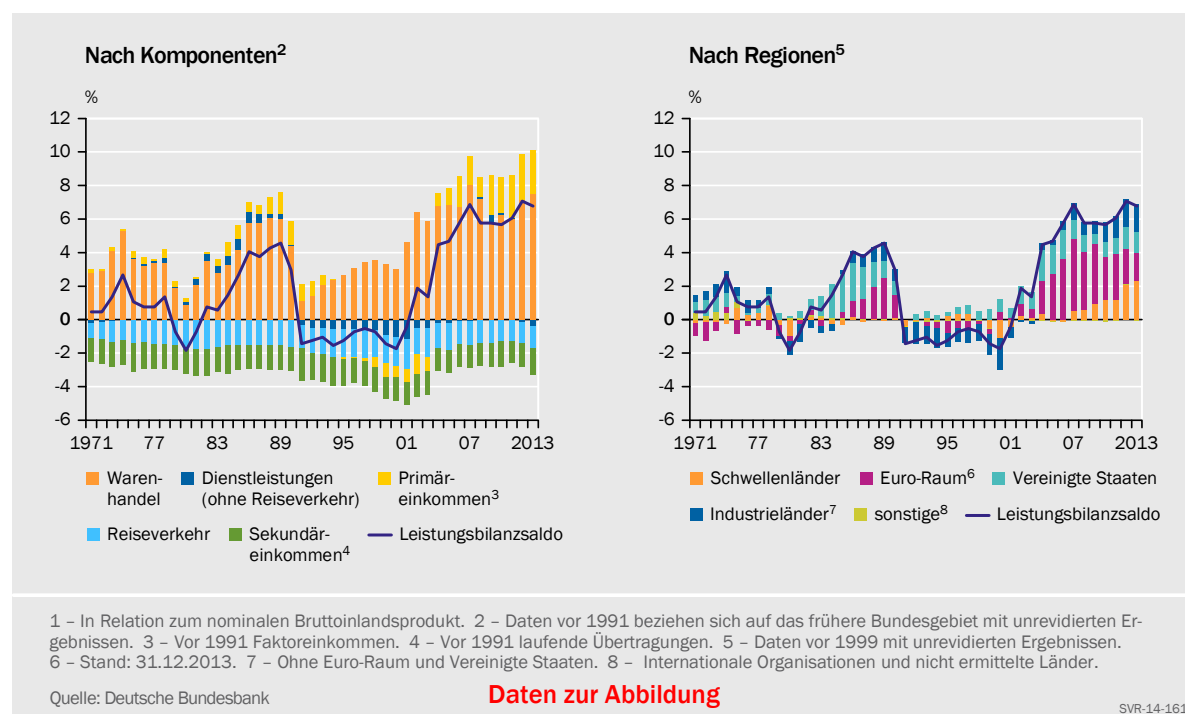
III. DIE REALWIRTSCHAFTLICHE SEITE DER DEUTSCHEN LEISTUNGSBILANZ

1. Überblick

445. Den bisher dargestellten Spar-, Investitions- und Finanzierungstransaktionen entsprechen in der Leistungsbilanz realwirtschaftliche Leistungstransaktionen. Diese sollen im Folgenden ausführlicher analysiert werden, um aus dieser Perspektive zusätzliche Erklärungen für den Anstieg des deutschen Leistungsbilanzüberschusses zu gewinnen. Es zeigt sich, dass die aufgrund der guten Gewinnlage stark gestiegene Ersparnis der Unternehmen mit der guten Exportkonjunktur korrespondiert, während die Lohnmoderation bis 2007 eher dämpfend auf die Konsumnachfrage und darüber auf die Importe wirkte.

ABBILDUNG 58

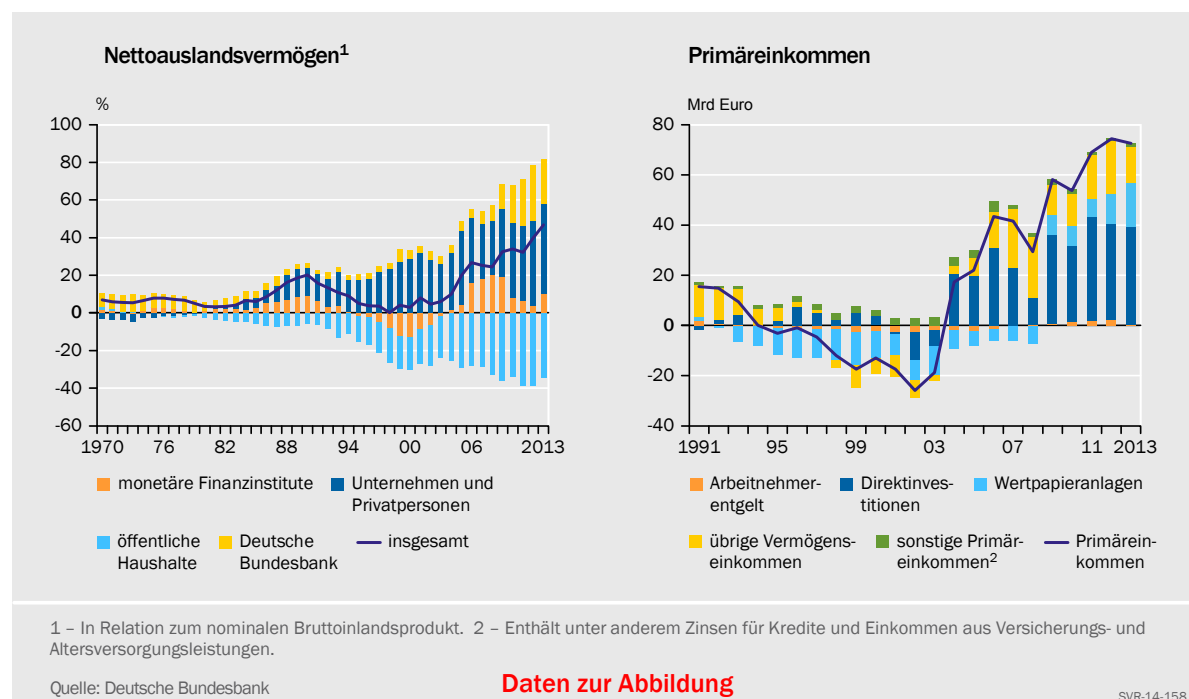
Leistungsbilanz nach Komponenten und Regionen¹



446. Der Anstieg des Leistungsbilanzsaldos in der ersten Hälfte der 2000er-Jahre ging vor allem auf Überschüsse gegenüber Staaten des Euro-Raums zurück. Seither sind zwei regional gegenläufige Bewegungen zu erkennen. [ABBILDUNG 58 RECHTS](#) So wurde der Rückgang des Überschusses gegenüber dem schwächelnden Euro-Raum nahezu vollständig durch Überschüsse gegenüber den Schwellenländern und zu kleineren Teilen gegenüber den Vereinigten Staaten kompensiert.
447. Bei den Teilbilanzen kommt dem **Warenhandel die größte Bedeutung** zu. Die seit den 1950er-Jahren stets positiven Nettowarenexporte weisen dabei im Zeitverlauf große Schwankungen auf. Der Reiseverkehr und die Bilanz der Sekundäreinkommen sind demgegenüber recht stabil und durchweg im Defizit. Die Beiträge der restlichen Dienstleistungen sind vergleichsweise gering. Die in der Vergangenheit beobachteten Umschwünge des Leistungsbilanzsaldos gehen daher auf entsprechende Änderungen des Handelsbilanzsaldos zurück. [ABBILDUNG 58 LINKS](#)
448. In den vergangenen Jahren stiegen zudem die **Erwerbs- und Vermögens-einkommen** deutlich und betrugen im Jahr 2013 netto gut 2,7 % des Bruttoinlandsprodukts. Durch die anhaltenden Leistungsbilanzüberschüsse ist das deutsche Nettoauslandsvermögen auf inzwischen mehr als 1,3 Billionen Euro angestiegen und generiert nunmehr signifikante Faktoreinkommen. [ABBILDUNG 59 LINKS](#) Mit jeweils rund 40 Mrd Euro entfiel in den vergangenen drei Jahren etwa die Hälfte der Faktoreinkommen auf die Erträge der deutschen Direktinvestitionen im Ausland. [ABBILDUNG 59 RECHTS](#) Dabei werden rund 75 % der Erträge aus Direktinvestitionen nicht nach Deutschland überwiesen, sondern thesauriert und im Ausland reinvestiert. [ZIFFERN 426 FF.](#)

ABBILDUNG 59

Entwicklung des Nettoauslandsvermögens und der Primäreinkommen



2. Bestimmungsgründe des Außenhandels

449. Die kräftige Ausweitung des deutschen Handelsbilanzsaldos seit den 1990er-Jahren geht maßgeblich auf das Zusammenspiel von **drei Faktoren** zurück. Erstens erzielten deutsche Exportunternehmen in den 2000er-Jahren deutliche Umsatzzuwächse infolge des weltwirtschaftlichen Aufschwungs und insbesondere des Aufholprozesses in den osteuropäischen Schwellenländern und China. Zweitens hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen nach der starken Aufwertung der Jahre 1992 bis 1995 stetig verbessert. Dies kann auf die seitdem günstigere Wechselkursentwicklung ebenso zurückgeführt werden wie auf den Zugewinn an Wettbewerbsfähigkeit durch die Globalisierungsstrategie deutscher Exportunternehmen und die moderate Lohnentwicklung. Drittens dürfte die moderate Lohnentwicklung über Einkommenseffekte die Binnennachfrage und darüber die Importnachfrage gedämpft haben.

Impulse durch die steigende Weltnachfrage

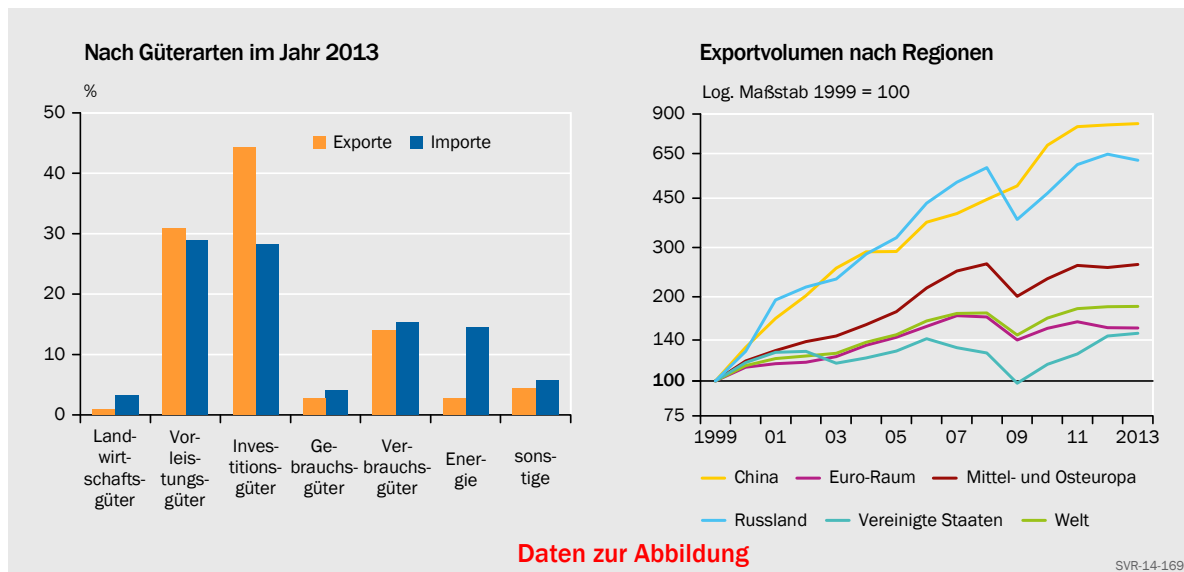
450. Die deutschen Exporte hängen **stark von der Weltkonjunktur** ab. Empirische Studien zur Nachfrageelastizität der Exporte liefern Hinweise darauf, dass bei einem Anstieg der globalen Weltproduktion um 1 % die deutschen Exporte deutlich stärker als 1 % zunehmen (IWF, 2005; Stephan, 2005; Danninger und Joutz, 2008; Thorbecke und Kato, 2012; Breuer und Klose, 2014). Umgekehrt sind sie jedoch ebenfalls stark betroffen, wenn das weltweite Wachstum zurückgeht, wie die Rezession in den Jahren 2008 und 2009 gezeigt hat. Der Vergleich mit anderen europäischen Volkswirtschaften zeigt, dass die deutsche Wirtschaft mit ihrer hohen Nachfrageelastizität der Exporte hervorsticht (Breuer und Klose, 2014).
451. Die **hohe Abhängigkeit** der Exportwirtschaft von der Weltkonjunktur geht vermutlich auf das Spezialisierungsmuster der deutschen Wirtschaft zurück. Denn sie bietet vornehmlich Güter an, die in Wachstumsphasen besonders stark nachgefragt werden. Dazu zählen Investitions- und Vorleistungsgüter wie Fahrzeuge, Maschinen und Produkte der chemischen Industrie. [ABBILDUNG 60 LINKS](#) Hierbei unterscheiden sich die Warenexporte deutlich von den Warenimporten, bei denen Konsumgüter und vor allem Rohstoffe dominieren. Dadurch gelang es, die Ausfuhren in die dynamisch wachsenden Schwellenländer zu erhöhen, vor allem nach China und Russland. So ist der Anteil der Exporte nach China von 1 % auf 6 % angestiegen, während sich der Anteil der Ausfuhren in den Euro-Raum trotz kräftiger Steigerungen im Exportvolumen von 49 % im Jahr 1999 auf 41 % im Jahr 2013 reduziert hat. Der Exportanteil in die mittel- und osteuropäischen Schwellenländer sowie nach Russland ist im selben Zeitraum von 8 % auf 13 % gestiegen. [ABBILDUNG 60 RECHTS](#)

Preiselastizität und Wettbewerbsfähigkeit

452. Neben der hohen Nachfrageelastizität zeichnen sich die deutschen Ausfuhren und Einfuhren durch vergleichsweise geringe Preiselastizitäten aus (IWF, 2005; Stephan, 2005; Breuer und Klose, 2014). Nachfragerückgänge infolge von Preis-

▢ ABBILDUNG 60

Struktur des deutschen Außenhandels



erhöhungen sind somit relativ moderat. Auf der **Exportseite** dürfte dies vor allem damit zusammenhängen, dass deutsche Exporteure sich erfolgreich auf Premiumprodukte, vor allem der Automobilindustrie, sowie auf ausgewählte Produktnischen spezialisiert haben, insbesondere im Maschinenbau und in der chemischen Industrie. Solche Produkte sind hinreichend differenziert und stehen dadurch weit weniger stark im Preiswettbewerb.

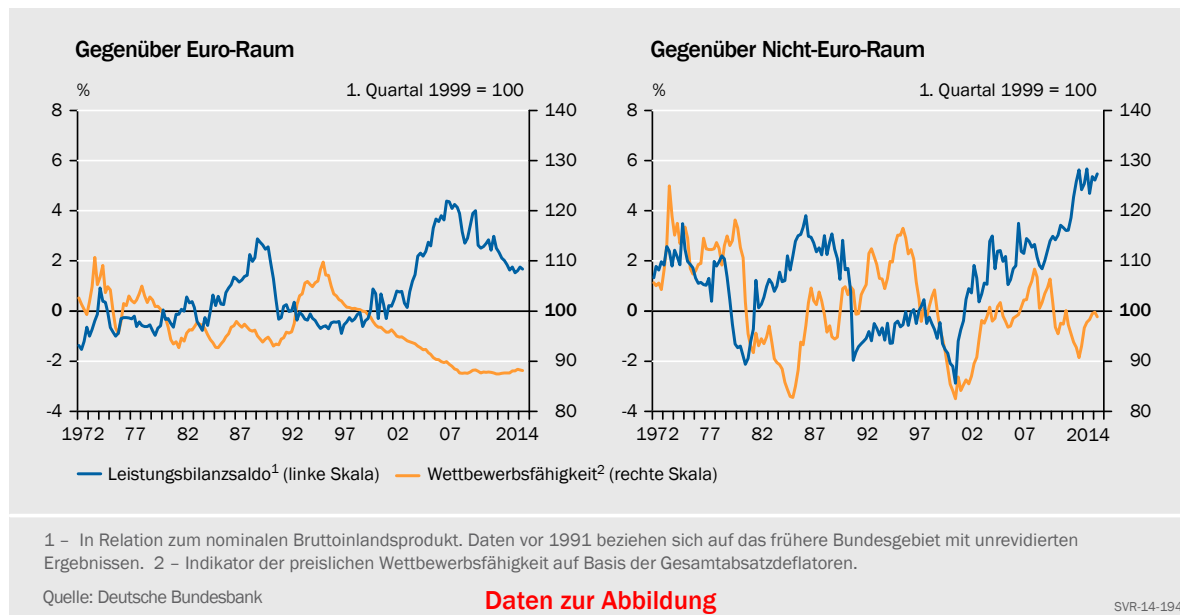
453. Auf der **Importseite** dürfte die geringe Preiselastizität zunächst darauf zurückzuführen sein, dass ein Großteil der Importe **exportgetrieben** ist. Sowohl die importierten Vorprodukte als auch die zur Produktion von Exportgütern benötigten Rohstoffe hängen primär von der Exportentwicklung ab und schwanken daher kaum in Abhängigkeit von den Importpreisen. Hinzu kommt, dass in den zurückliegenden Jahren die Produktion einzelner Branchen nahezu vollständig durch Importe ersetzt wurde. Dies gilt beispielsweise für die Textilindustrie. Für diese Güter existiert praktisch kein inländisches Substitut mehr, sodass Preiserhöhungen nur moderate Mengenreaktionen auslösen.

454. Dennoch sind die deutschen Im- und Exporte **nicht völlig preisunelastisch**. In zeitreihenanalytischen Studien und modellgestützten Analysen wird deutlich, dass die Mengenreaktionen zwar gering, aber statistisch signifikant sind. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft – definiert durch den realen Wechselkurs auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes – hat sich in den vergangenen 15 Jahren massiv verbessert und somit trotz der insgesamt geringen Preiselastizitäten die Leistungsbilanz spürbar beeinflusst. ▢ ABBILDUNG 61

Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Güter hat seit Mitte der 1990er-Jahre deutlich zugenommen und hält sich seit Beginn der 2000er-Jahre in der Nähe des Höchstwerts aus den 1980er-Jahren. Relativ zum Euro-Raum konnten die deutschen Unternehmen ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit bis zum Jahr 2012 sogar noch weiter erhöhen. Im Zusammenhang mit dieser Entwicklung werden oftmals vier Punkte diskutiert: Wechselkursentwicklung, Internationali-

ABBILDUNG 61

Leistungsbilanz und preisliche Wettbewerbsfähigkeit



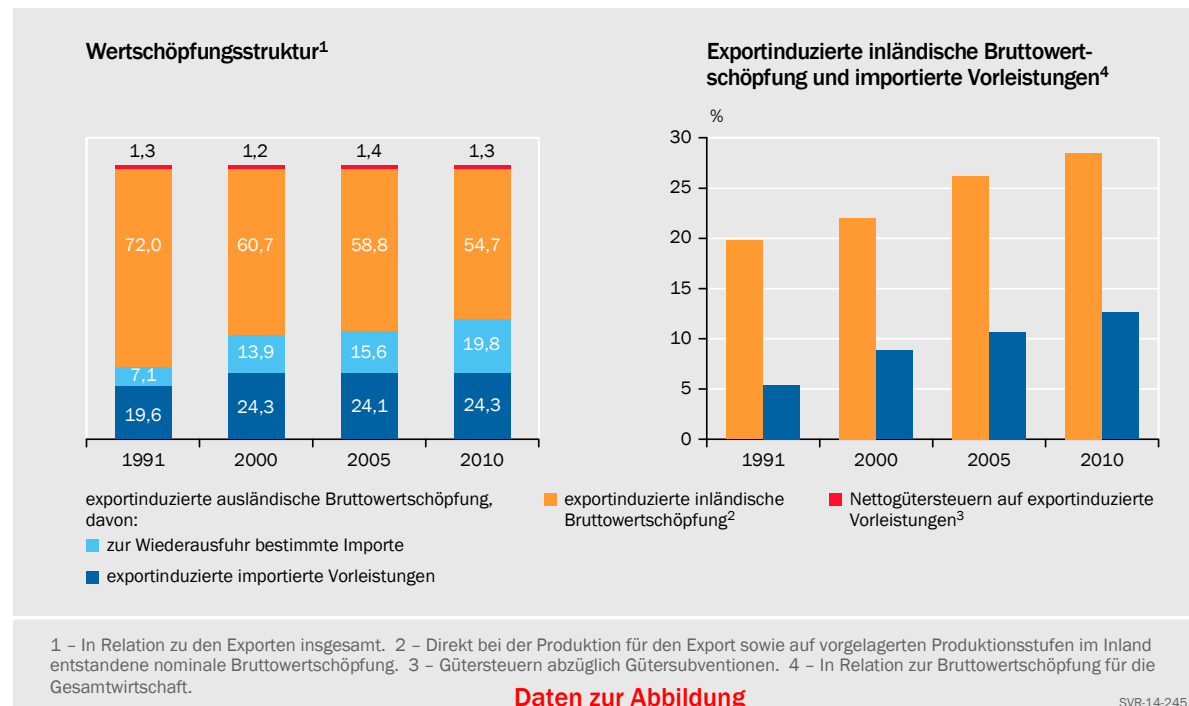
sierung der Wertschöpfungsketten, wirtschaftspolitische Reformen und Lohnmoderation.

455. Die **Wechselkursentwicklung** zeigt insbesondere seit dem Jahr 2010 eine spezielle Eigenschaft der Währungsunion: Der nominale Euro-Wechselkurs wird vor allem von Entwicklungen zwischen dem gesamten Euro-Raum und dem Rest der Welt beeinflusst, während nominale Wechselkursänderungen zwischen den Mitgliedern des Euro-Raums nicht mehr möglich sind. So hat insbesondere der Vertrauensverlust in den Euro-Raum im Zeitraum der Jahre 2010 bis 2012 zu einer deutlichen Abwertung des Euro geführt. Der reale Wechselkurs Deutschlands kann somit nicht angemessen auf Entwicklungen in der deutschen Leistungsbilanz reagieren. Bei einer nationalen Währung hätte sich für Deutschland höchstwahrscheinlich eine völlig andere Entwicklung ergeben. Von der Abwertung des Euro sind spürbare Effekte auf die Leistungsbilanz zu erkennen. [ZIF-FERN 460 F.](#)

456. Neben den positiven Effekten der Gemeinschaftswährung dürfte die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Exportsektors durch eine deutlich ausgeprägte **Globalisierung der Wertschöpfungsketten** erhöht worden sein. So wird ein steigender Anteil der inländischen Vorproduktion substituiert, indem Vorprodukte bei ausländischen Zulieferern extern beschafft werden (**Outsourcing**). Gleichzeitig greifen immer mehr Unternehmen darauf zurück, eigene Niederlassungen über Direktinvestitionen im Ausland zu errichten und über diese Vorprodukte für den späteren Wertschöpfungsprozess zu beziehen (**Offshoring**). Die steigende Bedeutung des Outsourcing und Offshoring zeigt sich am in den vergangenen 20 Jahren kontinuierlich gesunkenen Anteil inländischer Wertschöpfung je Exporteinheit. [ABBILDUNG 62 LINKS](#) Nicht länger wettbewerbsfähige, vor allem arbeitsintensive Produktionsbereiche werden ins Ausland verlagert.

➤ ABBILDUNG 62

Wertschöpfungsstruktur der Exporte



457. Der **Umbau der Produktionsstruktur** durch die Auslagerung eines Teils der Wertschöpfung ins Ausland dürfte in den vergangenen Jahren zum deutschen Leistungsbilanzüberschuss beigetragen haben. So stieg die weltweite Nachfrage nach Endprodukten der deutschen Exportwirtschaft aufgrund der preiswerten und zum Teil qualitativ hochwertigen Vorleistungsgüter aus dem Ausland. Dies zeigt sich daran, dass die exportinduzierte inländische Bruttowertschöpfung in Relation zur gesamten Bruttowertschöpfung im Verlauf der letzten 20 Jahre deutlich angestiegen ist. ➤ ABBILDUNG 62 RECHTS Der „Nachfrageeffekt“ nach deutschen Ausfuhrsgütern hat somit den „Auslagerungseffekt“ von Vorleistungen ins Ausland deutlich überkompensiert.

Bei der zuletzt zu beobachtenden Investitions- und Gewinnausschüttungspolitik der deutschen Unternehmen entstand als Folge der beschriebenen Produktionsstrukturen ein Leistungsbilanzüberschuss. ➤ ZIFFERN 421 FF. Diese Entwicklung war für die deutsche Volkswirtschaft und das Ausland von Vorteil. So wurde trotz des höheren Importgehalts deutscher Exporte die deutsche Wertschöpfung erhöht, gleichzeitig entstanden aufgrund der importierten Vorleistungen Arbeitsplätze und Wertschöpfung im Ausland (Aichele et al., 2013).

458. Die **wirtschaftspolitischen Reformen** der vergangenen 15 Jahre haben ebenfalls direkt und indirekt die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen unterstützt. So wurde die Steuerbelastung von Unternehmen im Rahmen der beiden Steuerreformen der Jahre 2001 und 2008 gesenkt: Die effektiven Durchschnittssteuersätze und somit die Kapitalkosten sind gesunken. Dies wurde vor allem durch die Senkung des Körperschaftsteuersatzes von bis zu 40 % auf 15 % erreicht. Darüber hinaus hat die Steuerreform des Jahres 2001 Auslandsinvestitionen deutscher Unternehmen begünstigt (Feld und Heckemeyer, 2011). ➤ ZIFFERN 427 FF.

Daneben haben die Reformen in den sozialen Sicherungssystemen bis zum Jahr 2007 zu einer Senkung der Lohnnebenkosten beigetragen. In jüngerer Vergangenheit wurde anhand quantitativer Modelle versucht, den Beitrag der deutschen Wirtschaftsreformen auf die Leistungsbilanz zu bestimmen. [↗ KASTEN 22](#)

[↗ KASTEN 22](#)

Auswirkungen der deutschen Reformpolitik in den Jahren 1999 bis 2008

Eine Studie von Gadatsch et al. (2014) quantifiziert die makroökonomischen Auswirkungen der fiskalpolitischen Reformen und Arbeitsmarktreformen der Jahre 1999 bis 2008. Verwendet wird ein stochastisches Gleichgewichtsmodell (DSGE-Modell), das in seiner Grundstruktur dem von der EZB für Politikanalysen verwendeten New Area Wide Model (NAWM) ähnlich ist (JG 2013 Kasten 10), aber den Arbeitsmarkt und die Fiskalpolitik wesentlich detaillierter modelliert. So ist der Arbeitsmarkt gekennzeichnet durch Suchfraktionen und unterscheidet beispielsweise zwischen Kurz- und Langzeitarbeitslosen. Dadurch können die Reformen in der quantitativen Analyse adäquat abgebildet werden. Zur Abschätzung der Effekte werden die wichtigsten Reformen gemäß ihrer zeitlichen Umsetzung simuliert:

- die fiskalischen Abwertungen in den Jahren 1999 bis 2003 und 2007 durch Senkung der Lohnnebenkosten und Erhöhung der indirekten Steuern,
- die Unternehmensteuerreformen 2001 und 2008 mit Senkungen der Körperschaftsteuer,
- die Senkung der Einkommensteuer in den Jahren 2001, 2004 und 2005,
- die Reform der Arbeitsvermittlung (Hartz III) im Jahr 2004,
- die Reform der Arbeitslosenversicherung durch verkürzte Anspruchszeiten und die Zusammenlegung von Arbeitslosenhilfe und Sozialhilfe (Hartz IV) im Jahr 2005.

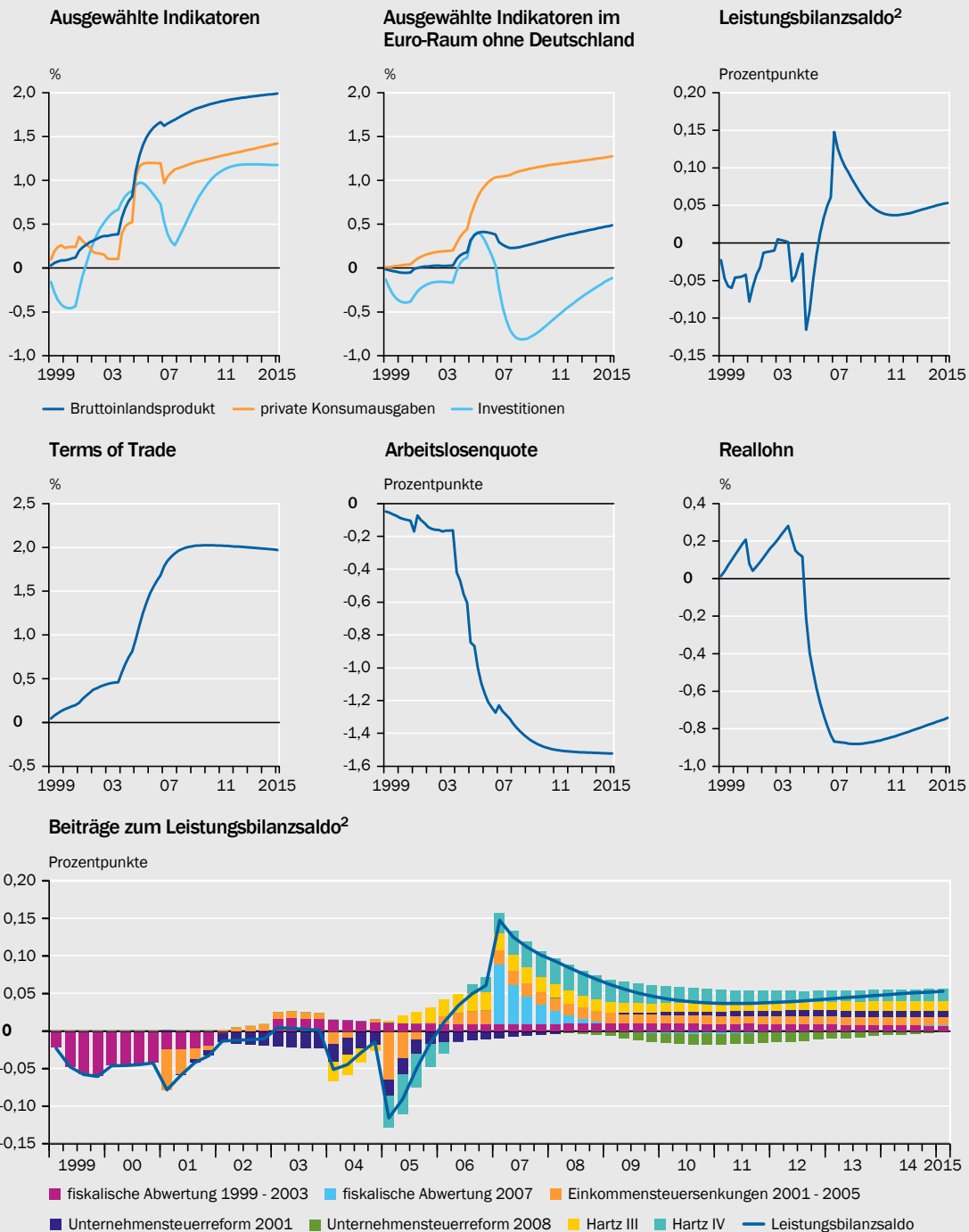
Die Modellanalyse der genannten Strukturreformen identifiziert makroökonomisch positive Effekte auf die deutsche Volkswirtschaft: [↗ ABBILDUNG 63](#) Gegenüber der kontrafaktischen Situation ohne Strukturreformen liegen das Bruttoinlandsprodukt, der private Konsum und die Investitionen mittelfristig jeweils um etwa 2 %, 1,5 % beziehungsweise 1 % höher. Die dauerhafte Senkung der Arbeitslosenquote betrug demnach rund 1,5 Prozentpunkte. Gleichzeitig verbesserten sich die Terms of Trade der deutschen Volkswirtschaft deutlich, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen stieg. Die Hartz IV-Reform hatte den mit Abstand größten Effekt.

Trotz der deutlichen Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit war der Effekt der Reformen auf die Leistungsbilanz verschwindend gering, da mit dem gestiegenen aggregierten Einkommen die Importnachfrage gesteigert wurde. Dieses Ergebnis steht im Widerspruch zur Studie von Kollmann et al. (2015), die einen signifikant positiven Einfluss der Arbeitsmarktreformen auf die deutsche Leistungsbilanz identifiziert. [↗ ANHANG](#) Das in jener Studie verwendete Modell weist allerdings keinen detaillierten Arbeitsmarkt auf, weshalb die Reformen dort nur stark stilisiert abgebildet werden können.

Es zeigt sich außerdem, dass die Strukturreformen ab dem Jahr 2005 zur deutschen Lohnmoderation beigetragen haben. Dies hatte allerdings keinen dämpfenden Effekt auf die Importnachfrage, da die gestiegene Beschäftigung den Rückgang der Reallöhne überkompensieren konnte. Somit ist der Effekt der Reformen auf das Ausland, hier der Rest des Euro-Raums, im Saldo schwach positiv. Das steht im Einklang mit anderen empirischen Studien, die ganz allgemein Spillover-Effekte von Arbeitsmarktreformen untersuchen (etwa Felbermayr et al., 2013).

Insgesamt deuten die Ergebnisse darauf hin, dass Deutschlands Strukturreformen keine Beggarthy-Neighbour-Politik darstellen, im Gegensatz zur gezielten Abwertung des nominalen Wechselkurses, um so auf Kosten des Auslands Exportnachfrage zu gewinnen.

ABBILDUNG 63

Auswirkungen der wirtschaftspolitischen Reformen in Deutschland¹

1 – Eigene Berechnungen. Alle Variablen in Abweichung von der kontrafaktischen Situation ohne Strukturreformen.
 2 – In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

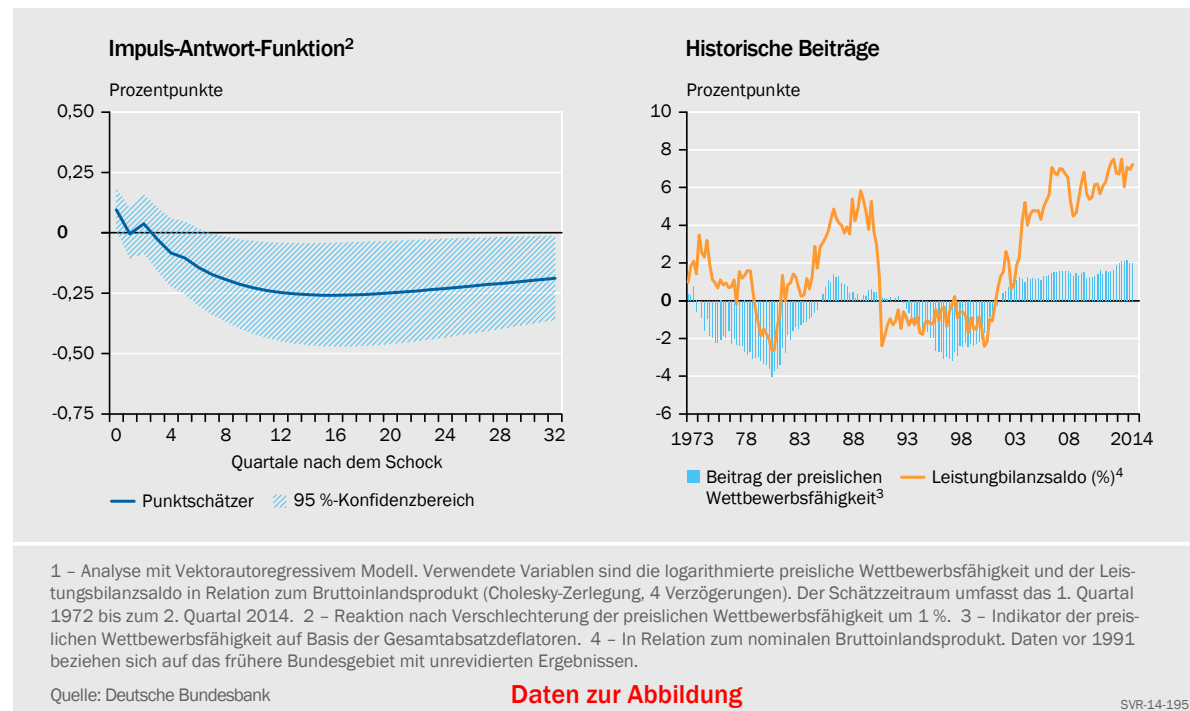
Daten zur Abbildung

SVR-14-367

459. In der Diskussion bezüglich der Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit deutscher Exportunternehmen wird oftmals auf den Einfluss der sogenannten **Lohnmoderation** verwiesen. Die zwischen den Tarifvertragsparteien ausgehandelte Reallohnentwicklung blieb in den Jahren 2000 bis 2007 hinter dem Produktivitätsfortschritt zurück und unterstützte so den Beschäftigungsaufbau und spiegelbildlich den Abbau der Arbeitslosigkeit (JG 2013 Ziffer 695).

ABBILDUNG 64

Einfluss der preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf den Leistungsbilanzsaldo¹



Eine disaggregierte Analyse der Lohnentwicklung in verschiedenen Wirtschaftsbereichen zeigt jedoch, dass die Löhne lediglich im Sektor für nicht-handelbare Güter und handelbare Dienstleistungen sanken, während insbesondere im handelbaren Sektor des produzierenden Gewerbes die Löhne auch in den 2000er-Jahren nahezu kontinuierlich stiegen (Dustmann et al., 2014). Allerdings war dort der Produktivitätsanstieg sehr hoch, sodass es zu einem deutlichen Rückgang der Lohnstückkosten gekommen ist.

460. Mit zeitreihenökometrischen Verfahren kann der **Einfluss einer Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit** deutscher Unternehmen auf die Leistungsbilanz geschätzt werden. Die Ergebnisse zeigen, dass sie hierauf zunächst mit einer Verbesserung reagiert, sich jedoch langfristig eine signifikante Verschlechterung ergibt. [ABBILDUNG 64 LINKS](#) Grund hierfür ist die Persistenz einer einmaligen Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Der ermittelte langfristige Rückgang des Leistungsbilanzsaldos – infolge einer anfänglichen Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit um 1 % – beträgt 0,25 Prozentpunkte.

Dies verdeutlicht erneut, dass die deutsche Leistungsbilanz nicht immun gegenüber Veränderungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit ist. Jedoch ist die berechnete Elastizität als ein Durchschnittswert über die vergangenen 40 Jahre zu betrachten. Es ist davon auszugehen, dass sich heute viele Unternehmen im Gegensatz zu den 1970er- und 1980er-Jahren gegen Wechselkursrisiken absichern, sodass die aktuelle Preiselastizität unter 0,25 liegt. Zudem dürfte die **Globalisierung der Wertschöpfungsketten** eine weitere Wechselkursabsicherung darstellen. [ZIFFERN 456 F.](#)

461. Die Analysen zeigen weiterhin, dass die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit ungefähr seit dem Jahr 2002 zunehmend positive Beiträge zur Höhe des Leistungsbilanzsaldos geliefert hat. [ABBILDUNG 64 RECHTS](#) Dies trifft im Besonderen auf die Entwicklung in der jüngeren Vergangenheit zu. So hat die starke Abwertung des Euro in den Jahren 2011 und 2012 für sich genommen dazu geführt, dass der deutsche Leistungsbilanzüberschuss im Jahr 2013 um fast einen Prozentpunkt höher ausfiel als im Jahr 2010.

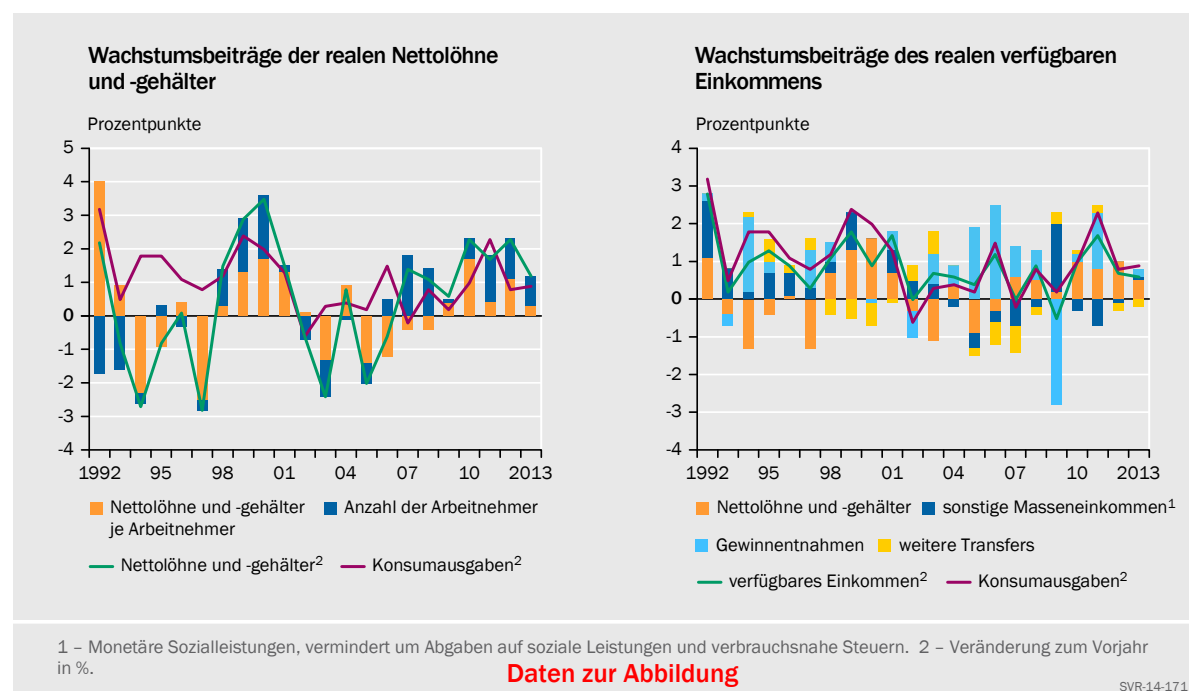
Lohnmoderation und Konsumnachfrage

462. Der Begriff **Lohnmoderation** wird mit dem Zeitraum der Jahre 2000 bis 2007 verbunden, in welchem die Nettolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer in der Tendenz stark rückläufig waren. [ABBILDUNG 65 LINKS](#) Diese Entwicklung wird häufig als Ursache für die damals stagnierende Konsumnachfrage und den deutlichen Anstieg des Leistungsbilanzsaldos genannt (JG 2010 Ziffern 219 ff.). Die Begründung geht auf Keynes zurück, der im verfügbaren Einkommen die wesentliche Bestimmungsgröße für den privaten Konsum gesehen hat (JG 2008 Kasten 3). In der Tat zeigen empirische Analysen für die Vereinigten Staaten und Europa, dass etwa 20 % bis 35 % aller privaten Haushalte ihren Konsum vollständig am verfügbaren Einkommen ausrichten (JG 2013 Ziffer 221; Coenen und Straub, 2005; Coenen et al., 2008; Ratto et al., 2009; Cogan et al., 2010).

Die Mehrheit der Haushalte scheint jedoch ihren Konsum über die Zeit zu glätten und versucht, über eine Anpassung der Sparquote Schwankungen im verfügbaren Einkommen auszugleichen. Nur wenn ihr **permanentes Einkommen** sinkt, ändert sich die Konsumnachfrage (Friedman, 1957). Dies könnte einen Teil der deutschen „Konsumschwäche“ in der ersten Hälfte der 2000er-Jahre erklären, da die schwache Konjunkturentwicklung sowie die steigende Ar-

ABBILDUNG 65

Zusammenhang von Einkommen und Konsumausgaben



beitslosigkeit zu einer Anpassung der Erwartungen geführt haben dürften.

463. Für die aggregierte Konsumnachfrage der privaten Haushalte, die sich hauptsächlich am verfügbaren Einkommen ausrichtet, sind die **gesamten Nettolöhne und -gehälter** maßgebend. Diese setzen sich aus zwei Größen zusammen: Zum einen führt ein Anstieg der **Arbeitnehmeranzahl** bei konstanten Löhnen zu einer Expansion der gesamten Nettolöhne und -gehälter. Zum anderen wird die Nettolohnsumme durch die eigentliche **Nettolohnentwicklung je Arbeitnehmer** beeinflusst. Während der Lohnmoderation gingen beide Größen zurück, sodass die Nettolohnsumme sank.

Die Nettolohnentwicklung je Arbeitnehmer erklärt den größeren Beitrag dieses Rückgangs in den Jahren 2002 bis 2006. In den Jahren 2007 und 2008 gingen die Löhne je Arbeitnehmer weiter zurück, gleichzeitig stieg jedoch die Beschäftigung wesentlich stärker an, sodass die Nettolohnsumme sich wieder erhöhte. Seit dem Jahr 2009 steigen die realen Nettolöhne je Arbeitnehmer wieder mit durchschnittlich 0,8 %. Da die Anzahl der Arbeitnehmer seit dem Jahr 2009 ebenfalls kontinuierlich zunimmt, konnten die Nettolöhne und -gehälter mit einem durchschnittlichen Wachstum von 1,6 % wieder kräftiger zulegen.

464. Jedoch wird die Dynamik des aggregierten privaten Verbrauchs primär durch die **Entwicklung der verfügbaren Einkommen** bestimmt, in der die gesamten Nettolöhne und -gehälter gut 45 % ausmachen. So beträgt die Korrelation der jährlichen Veränderungsraten zwischen dem privaten Verbrauch und den real verfügbaren Einkommen fast 0,9. [↘ ABBILDUNG 65 RECHTS](#) Im Vergleich hierzu sind die Nettolohnsumme und die Nettolöhne je Arbeitnehmer mit dem privaten Verbrauch jeweils mit 0,4 korreliert. Bei konstanter Sparquote schlägt sich eine Erhöhung des verfügbaren Einkommens um 1 % in einer Erhöhung des privaten Verbrauchs um ebenfalls 1 % nieder.
465. Die gesamten Nettolöhne und -gehälter haben vor allem im Zeitraum zwischen 2002 und 2006 einen **spürbar negativen Effekt** auf das verfügbare Einkommen und damit den privaten Verbrauch ausgeübt. Der Wachstumsbeitrag der Nettolohnsumme für die Entwicklung des real verfügbaren Einkommens betrug in diesem Zeitraum durchschnittlich -0,4 Prozentpunkte. Jedoch hat sich diese Entwicklung seit dem Jahr 2007 umgekehrt, sodass die Nettolohnsumme mit einem Wachstumsbeitrag von durchschnittlich 0,7 Prozentpunkten spürbar zum Anstieg des real verfügbaren Einkommens beitragen konnte.

3. Effekte der Fiskalpolitik

466. Im Zuge der Diskussionen um den persistenten deutschen Leistungsbilanzüberschuss wird von Deutschland mitunter gefordert, die Binnennachfrage mit fiskalpolitischen Instrumenten zu fördern. Dabei wird in besonderem Maße auf **öffentliche Investitionen** abgestellt, da deren Entwicklung im europäischen Vergleich seit mehreren Jahren unterdurchschnittlich gewesen sei (Europäische Kommission, 2014). Die quantitativen Effekte einer Ausweitung öffentlicher Investitionen auf die Leistungsbilanz sind in der Literatur jedoch bisher kaum un-

tersucht worden. Zudem divergieren die Ergebnisse der wenigen jüngeren Studien auf Basis geschätzter quantitativer Modelle für Deutschland deutlich. Dies gilt insbesondere hinsichtlich der kurzfristig zu erwartenden Effekte.

467. In einer Studie des **Internationalen Währungsfonds** (2014) wird ein Szenario betrachtet, in welchem in Deutschland in den Jahren 2014 und 2015 die öffentliche Investitionsquote um jeweils 0,5 Prozentpunkte erhöht und Maßnahmen ergriffen werden, um die privaten Investitionen in diesem Zeitraum um einen weiteren Prozentpunkt zu erhöhen. Wenn zeitgleich Strukturreformen in allen Mitgliedstaaten des Euro-Raums umgesetzt würden, ergäben sich daraus für Deutschland und die anderen großen Volkswirtschaften zusätzliche kumulierte Wachstumsimpulse von 2 % bis 6 %. Der deutsche Leistungsbilanzsaldo würde um ein bis zwei Prozentpunkte abgebaut.

468. Simulationsrechnungen mit dem **makroökonomischen Weltwirtschaftsmodell NiGEM** (BMF, 2013) kommen zu dem Ergebnis, dass eine Ausweitung der öffentlichen Investitionen in Höhe von 1 % des Bruttoinlandsprodukts kurzfristig zu einem Rückgang der deutschen Leistungsbilanz in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um rund 0,8 Prozentpunkte führen dürfte. Mittel- bis langfristig sind in diesem Modell keine Effekte auf die Leistungsbilanz zu beobachten.

469. Demgegenüber fällt der geschätzte kurzfristige negative Effekt auf die Leistungsbilanz im Rahmen einer Erweiterung des Neu-Keynesianischen Modells Quest III der Europäischen Kommission deutlich schwächer aus, da sich der Aufbau des öffentlichen Kapitalstocks vorteilhaft auf das Produktionspotenzial und die Wettbewerbsfähigkeit auswirkt (Kollmann et al., 2015). [↘ ANHANG](#) In dieser Studie sinkt der Leistungsbilanzsaldo in Relation zum Bruttoinlandsprodukt kurzfristig maximal um 0,2 Prozentpunkte und steigt mittel- bis langfristig sogar wieder. Damit sind öffentliche Investitionen gemäß dieser Studie nicht geeignet, einen Leistungsbilanzüberschuss nachhaltig abzubauen.

470. Eine Erhöhung der öffentlichen Konsumausgaben würde hingegen den Leistungsbilanzsaldo nach einer Mehrzahl jüngerer Studien senken, allerdings ist das Ausmaß dieser Effekte moderat. [↘ TABELLE 18](#) Die Untersuchungen basieren auf Mehrländerstudien, die mit Zeitreihenmethoden (Vektorautoregressiven Modellen) oder Panelschätzungen durchgeführt wurden. Zusammenfassend zeigen sie, dass eine Ausweitung des öffentlichen Konsums um 1 % des Bruttoinlandsprodukts den Leistungsbilanzsaldo in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zwischen 0,0 und 0,5 Prozentpunkten reduzieren könnte. Mit einem Effekt von 0,8 Prozentpunkten in der kurzen Frist liefert die Studie von Beetsma et al. (2008) den höchsten Effekt und stellt hierbei eine Ausnahme dar. Dieser hohe Wert erklärt sich mit dem – im Vergleich zu anderen Studien – sehr hohen Staatsausgabenmultiplikator, der deutlich über Eins liegt und einen starken Anstieg der Importe zur Folge hat.

TABELLE 18

Auswirkungen einer Erhöhung der öffentlichen Konsumausgaben und des Staatsdefizits

Studie	Methode	Schock (1 % vom Bruttoinlands- produkt)	Verschlechterung der Leistungsbilanz/Handelsbilanz in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (in Prozentpunkten)
Mohammadi (2004)	Panel-Regression (Industrielländer)	Öffentliche Konsum- ausgaben	0 – 0,26 (steuerfinanziert) 0,22 – 0,5 (schuldenfinanziert)
Corsetti und Müller (2006)	VAR	Öffentliche Konsum- ausgaben	0 (Australien und Vereinigte Staaten), 0 – 1 (Kanada), 0,5 – 0,8 (Vereinigtes Königreich)
Beetsma et al. (2008)	Panel-VAR (EU-Länder)	Öffentliche Konsum- ausgaben	0,5 – 0,8
Abbas et al. (2011)	Panel-VAR (Industrie-, Schwellen- und Entwicklungsländer)	Öffentliche Konsum- ausgaben	0,45 – 0,54
Chinn und Prasad (2003)	Panel-Regression (Industrielländer)	Staatsdefizit	0,34
Abiad et al. (2009)	Panel-Regression (Europa)	Staatsdefizit	0
Abbas et al. (2011)	Panel-Regression (Industrielländer)	Staatsdefizit	0,11
Daten zur Tabelle			SVR-14-269

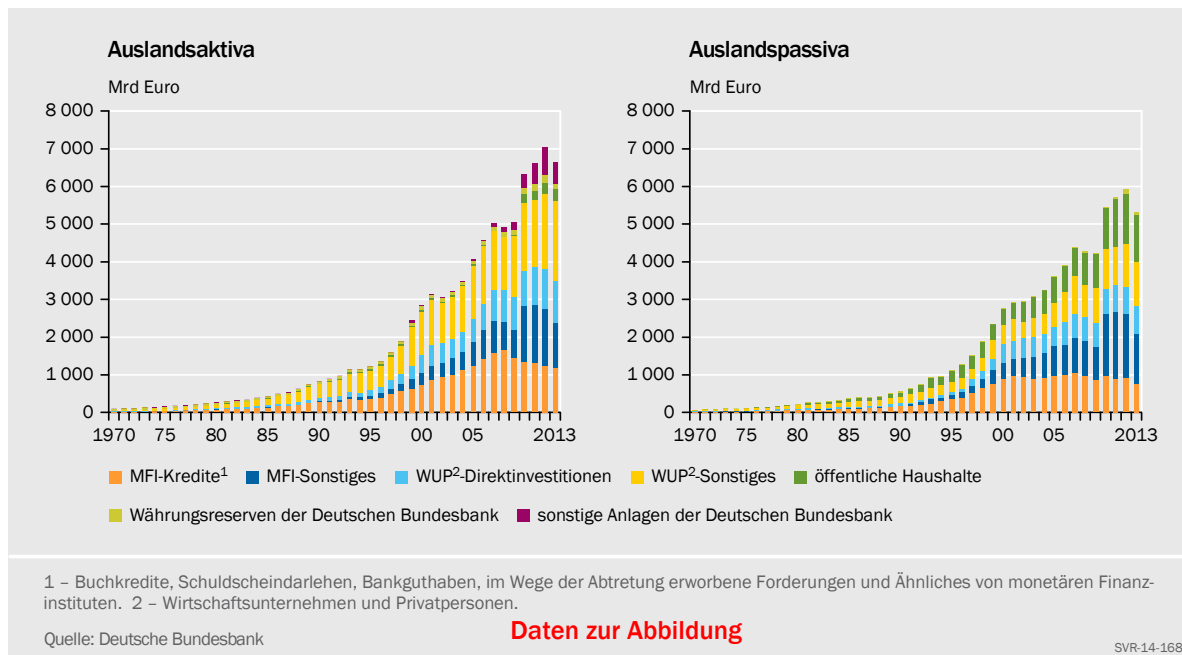
471. Es existiert zudem eine Vielzahl empirischer Studien, welche die Auswirkungen einer generellen Änderung des **Staatsdefizits** untersuchen, ohne jedoch zu unterscheiden, durch welche Maßnahmen – einnahme- oder ausgabeseitig – das Defizit jeweils verändert wurde. TABELLE 18 Insgesamt zeigen die Ergebnisse, dass eine Erhöhung des Staatsdefizits den Leistungsbilanzsaldo moderat senkt. Aufgrund der höheren Multiplikatoren ausgabeseitiger Maßnahmen ist davon auszugehen, dass die Effekte von einnahmeseitigen Instrumenten auf die Leistungsbilanz noch geringer sind. Bezüglich einnahmeseitiger Instrumente sind keine belastbaren Studien für Deutschland oder Europa vorhanden. Jedoch muss bei den empirischen Ergebnissen darauf hingewiesen werden, dass in den meisten Studien nicht für die Einflüsse der Geldpolitik kontrolliert wird. So ist damit zu rechnen, dass die fiskalischen Effekte auf die Leistungsbilanz in der momentanen Situation mit **Zinsen nahe Null** eher höher ausfallen.

IV. ENTWICKLUNG DES AUSLANDSVERMÖGENS

472. Das **deutsche Nettoauslandsvermögen** ist aufgrund der langanhaltenden Leistungsbilanzüberschüsse seit dem Jahr 2000 um 1,3 Billionen Euro angestiegen. Dabei stiegen die Forderungen um 3,8 Billionen Euro und die Verbindlichkeiten um 2,6 Billionen Euro. ABBILDUNG 66 Ende des Jahres 2013 beliefen sich die Gesamtforderungen der deutschen Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland auf mehr als 6,6 Billionen Euro oder 245 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts. Maßgeblich getragen wurde der Anstieg durch zunehmende Forderungen der privaten Banken, Versicherungen sowie der nichtfinanziellen Unternehmen und Privatpersonen.

➤ ABBILDUNG 66

Vermögensstatus Deutschlands gegenüber dem Ausland



Die Besitzstruktur dieser Auslandsforderungen hat sich in den vergangenen Jahren jedoch deutlich verändert. Während die Deutsche Bundesbank und die öffentlichen Haushalte bis zum Jahr 2007 nur gut 4 % des gesamten Auslandsvermögens hielten, stieg deren Anteil seither kräftig an und erreichte im Jahr 2012 einen Höchststand von gut 17 % oder 1,2 Billionen Euro. Gleichzeitig reduzierten sich die Forderungen der Banken gegenüber dem Ausland aus Finanzbeziehungen deutlich. Hier sank der Anteil von 32 % im Jahr 2007 auf 18 % im Jahr 2013.

473. Der starke Anstieg der Auslandsforderungen der Deutschen Bundesbank und der öffentlichen Haushalte ist eine **Folge der Rettungsmaßnahmen** im Zuge der Euro-Krise. Nach der Desintegration des europäischen Interbankenmarkts und dem Vertrauensverlust in die Solvenz einzelner Mitgliedstaaten des Euro-Raums wurde die Krise mit geldpolitischen Maßnahmen der EZB und staatlichen Rettungspaketen entschärft. Gleichzeitig kam es durch diese Maßnahmen aber zu einer Teilsubstitution der grenzüberschreitenden privaten Kapitalströme durch staatliche Kredite und das Refinanzierungssystem der EZB.

Der **TARGET2-Saldo** der Deutschen Bundesbank von 480 Mrd Euro im September 2014 ist dabei das Ergebnis der geldpolitischen Stabilisierungsmaßnahmen. Sein Ausmaß kann nicht von ihr gesteuert werden. Einige der Maßnahmen, wie etwa die Herabstufung der Standards für Sicherheiten im Rahmen der Refinanzierungsgeschäfte durch die EZB, wurden dabei gegen Vorbehalte der Deutschen Bundesbank ergriffen. Die Bundesbank erhält für ihren TARGET2-Saldo keine explizite Vergütung. Zudem ging der deutsche Staat durch die Rettungspakete, etwa die bilateralen Kredithilfen an Griechenland, zusätzliche Risiken ein.

474. Durch die Bereitstellung öffentlicher Kapitalexperte wurde zwar ein plötzlicher Stillstand der privaten Kapitalbewegungen innerhalb des Euro-Raums („Sud-

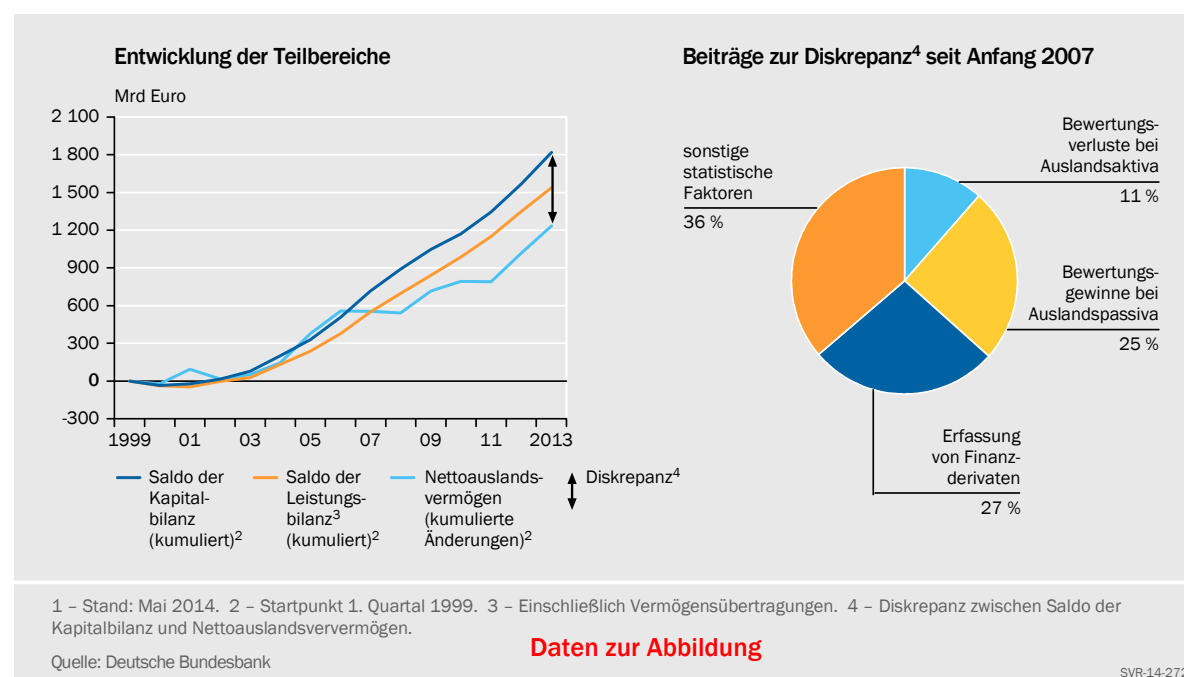
den Stop“) ausgeglichen und der Zusammenhalt des Währungsraums gesichert (JG 2012 Kasten 7; JG 2011 Ziffern 135 ff. und Kasten 7). Gleichzeitig wurde aber eine abrupte Korrektur der Leistungsbilanzsalden zwischen den Mitgliedstaaten des Euro-Raums vermieden. Hinsichtlich des deutschen Leistungsbilanzüberschusses hat sich somit in den vergangenen Jahren eine gewisse **Widersprüchlichkeit der europäischen Wirtschaftspolitik** ergeben (Sinn, 2012). So wurde auf der einen Seite auf die Bereitschaft der deutschen Wirtschaftspolitik gesetzt, mit öffentlichen Kapitalexporten die Kapitalflüsse innerhalb der Währungsunion aufrecht zu erhalten. Auf der anderen Seite kam die Forderung auf, den deutschen Leistungsbilanzüberschuss zu reduzieren, der zum Teil durch diese Rettungsmaßnahmen finanziert wurde.

Sind deutsche Auslandsanlagen ein „schlechtes Investment“?

475. Im Zuge der globalen Finanzkrise und der Krise im Euro-Raum wurden jüngst vermehrt Zweifel an der Rentabilität des deutschen Auslandsvermögens geäußert (Klär et al., 2013; Baldi und Bremer, 2013). In der Tat ist zu beobachten, dass der Anstieg des Nettoauslandsvermögens seit dem Jahr 2007 **deutlich geringer ausgefallen** ist als die Summe der entsprechenden Leistungsbilanzüberschüsse. [ABBILDUNG 67 LINKS](#) Diese Diskrepanz ist sogar höher, wenn sie als Differenz zwischen dem Anstieg des Nettoauslandsvermögens und den kumulierten Kapitalbilanzsalden gemessen wird. In diesem Fall beträgt sie rund 575 Mrd Euro seit Anfang 2007. Jedoch ist hierbei zu beachten, dass die Diskrepanz zwischen dem kumulierten Leistungsbilanzsaldo und dem Nettoauslandsvermögen nur bedingt als Vermögensverlust deutscher Auslandsanlagen zu interpretieren ist.
476. Die Lücke zwischen der Zahlungsbilanzstatistik und der Vermögenstatistik wäre nur bei einer einheitlichen Datenlage ein Hinweis darauf, dass bewertungsbe-

ABBILDUNG 67

Indikatoren der Zahlungsbilanz¹



dingte Anpassungen etwa infolge von Marktpreis- und Wechselkurseffekten stattgefunden haben. Dies ist jedoch nicht der Fall. Die Stromgrößenrechnungen innerhalb der Leistungs- und Kapitalbilanz und die Bestandsrechnung des Auslandsvermögensstatus (AVS) beruhen auf unterschiedlichen Primärstatistiken (Deutsche Bundesbank, 2014b; Frey et al., 2014). Berechnungen der Bundesbank zeigen, dass mehr als 60 % der Diskrepanz durch **statistische Faktoren** bei der Erfassung verschiedener Transaktionen erklärbar sind. Zu diesen Transaktionen zählt insbesondere die Einbeziehung von Finanzderivaten, aber auch die Erfassung des Beteiligungskapitals von Direktinvestitionsunternehmen.

▴ ABBILDUNG 67 RECHTS

477. Die verbleibende Diskrepanz geht zum Großteil auf die Abwertung des Euro im Jahr 2013 zurück sowie auf den **Kursanstieg** von Anleihen deutscher Emittenten, die von Ausländern gehalten werden. Letzteres ist vor allem auf die Auswirkungen der Euro-Krise zurückzuführen und hat zu einem Anstieg der Auslandspassiva geführt. Im Vergleich hierzu erklären Bewertungsverluste auf Auslandsaktiva einen relativ geringen Anteil der Diskrepanz. Die Deutsche Bundesbank beziffert die Wertverluste durch Abschreibungen und Vermögensabgänge bei Banken seit dem Ausbruch der Finanzkrise auf lediglich 37,5 Mrd Euro. Insgesamt sind somit weniger als 10 % der gesamten Diskrepanz auf Wertverluste zurückzuführen.
478. Die Deutsche Bundesbank berechnet zudem eine **Vermögenseinkommensrendite** und **Gesamtrendite** sowohl auf das deutsche Bruttoauslandsvermögen als auch auf die Bruttoauslandsverbindlichkeiten. Die Berechnungen zeigen, dass die deutschen Vermögenseinkommen (vor allem Zinsen und Dividenden) auf das deutsche Auslandsvermögen im vergangenen Jahrzehnt immer höher ausfielen als für hiesige Anlagen in ausländischem Besitz. Im Jahr 2013 lagen die entsprechenden Vermögenseinkommensrenditen bei 2,8 % für das deutsche Auslandsvermögen und 2,1 % für die deutschen Auslandsverbindlichkeiten. Dieses Ergebnis ändert sich nicht, wenn in die Berechnungen marktpreis- und wechselkursbedingte Veränderungen sowie abschreibungsbedingte Wertberichtigungen hinzugezogen werden (Gesamtrendite). Es zeigt sich, dass vor allem die Renditen auf deutsche Direktinvestitionen im Ausland deutlich höher ausfielen als für ausländische Direktinvestitionen in Deutschland.
479. Die Veränderung der deutschen Nettoauslandsposition allein kann somit nicht dafür herangezogen werden, um die Rentabilität der deutschen Auslandsanlagen zu beurteilen. Vielmehr zeigen die detaillierten Berechnungen, dass die deutschen Ersparnisse **durchaus rentabel** im Ausland angelegt wurden. Ohnehin kann auf Basis dieser Zahlen nicht direkt geschlossen werden, dass die Anlage im Inland ex ante besser gewesen wäre als die im Ausland, wie bisweilen behauptet wird (DIW, 2013). Es führt aber gleichzeitig zu der Frage, warum die zu erwartenden Erträge in Deutschland in der Vergangenheit anscheinend geringer ausgefallen sind als im Ausland und inwieweit hierfür strukturelle Faktoren verantwortlich sind.

V. SCHLUSSFOLGERUNGEN UND AUSBLICK

480. Im März 2014 hat die **Europäische Kommission** im Rahmen ihrer „Macroeconomic Imbalances Procedure“ für Deutschland aufgrund des hohen Leistungsbilanzüberschusses ein makroökonomisches Ungleichgewicht festgestellt. Als Grundlage für dieses Ergebnis wurden zwar mehrere deskriptive sowie quantitative Analysen herangezogen. In ihrer Diagnose führt sie jedoch den Anstieg „in erster Linie“ auf die schwache Binnennachfrage zurück (Europäische Kommission, 2014). Sie fordert daher eine deutliche Ausweitung der öffentlichen Investitionen und Maßnahmen, die das Potenzialwachstum erhöhen.

481. Dieser Diagnose kann sich **der Sachverständigenrat nicht anschließen**. Der hohe Leistungsbilanzüberschuss ist vor allem der Konsolidierung des privaten Sektors geschuldet, die als Reaktion auf die schuldenfinanzierte Binnenkonjunktur in den Jahren nach der Wiedervereinigung angesehen werden kann. Die starke Aufwertung der D-Mark bis Mitte der 1990er-Jahre erforderte zudem, dass die Unternehmen ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit verbesserten. Darüber hinaus wurden mit der Unternehmensteuerreform 2001 bestehende Verzerrungen abgebaut und damit Auslandsinvestitionen für deutsche Unternehmen relativ attraktiver gemacht. Dadurch wurde der allgemeine Trend zum vermehrten Aufbau von Produktionskapazitäten im Ausland unterstützt, der umgekehrt die Nettoerwerbs- und vermögenseinkommen hat ansteigen lassen. Hinzu trat zunehmend die Konsolidierung des Staatshaushalts.

In den vergangenen drei Jahren kamen durch die Krise des Euro-Raums **Sonderfaktoren** hinzu, die aktivierend auf den Leistungsbilanzsaldo wirkten: So hatte der nominale effektive Euro-Wechselkurs während der Zuspitzung der Krise deutlich abgewertet; seit der Ankündigung einer weiteren geldpolitischen Lockerung durch die EZB in diesem Jahr setzte die Abwertung nach einer zwischenzeitlichen Aufwertung wieder ein.

482. Zudem haben die zahlreichen gemeinsamen fiskalischen Rettungsmaßnahmen der Mitgliedstaaten des Euro-Raums zusammen mit den außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen der EZB eine stetige Verringerung der Leistungsbilanzdefizite der betroffenen Mitgliedstaaten ermöglicht. Die bei flexiblen Wechselkursen mögliche abrupte krisenbedingte Korrektur der Leistungsbilanzen unterblieb. Die Bereitschaft der deutschen Wirtschaftspolitik, mit öffentlichen Kapitalexporten die Kapitalflüsse innerhalb der Währungsunion aufrecht zu erhalten, erlaubte es den Defizitländern, ihre Leistungsbilanzdefizite weit weniger schnell und stark gegenüber den anderen Mitgliedstaaten zurückzuführen. Somit steht die Forderung an die deutsche Regierung, mit entsprechenden Rettungspaketen den Programmländern zu helfen, in einem **gewissen Widerspruch** zu der Forderung, den deutschen Leistungsbilanzüberschuss zu reduzieren, der durch diese Rettungsmaßnahmen finanziert wurde.

483. Aufgrund dieser Einschätzung kann sich der Sachverständigenrat **nicht allen wirtschaftspolitischen Empfehlungen der Europäischen Kommission anschließen**. So wird der von der Europäischen Kommission angesetzte Nach-

holbedarf bei den öffentlichen Investitionen von 15 bis 30 Mrd Euro als zu hoch eingeschätzt. Vielmehr dürfte sich der weitere Investitionsbedarf im unteren einstelligen Milliardenbereich – vornehmlich im Tiefbau – bewegen (JG 2013 Ziffer 551). Den deutschen Leistungsbilanzsaldo werden diese Maßnahmen – trotz momentan niedriger Zinsen – allenfalls in überschaubaren Größenordnungen beeinflussen. Zudem scheint die Einschätzung, dass eine Liberalisierung des Dienstleistungssektors zum Abbau des Leistungsbilanzüberschusses beitragen kann, sehr vage.

484. Der Sachverständigenrat teilt jedoch die Meinung der Kommission, dass Maßnahmen ergriffen werden sollten, mit denen **die Wachstumsrate des Produktionspotenzials** erhöht werden kann. Diese Ansicht wird jedoch unabhängig davon vertreten, ob diese Maßnahmen geeignet sind, den Leistungsbilanzüberschuss zu reduzieren. Hinsichtlich der Leistungsbilanzentwicklung dürfte eine Verbesserung der Wachstumsperspektiven im internationalen Vergleich über mehrere Kanäle dafür sorgen, dass mehr deutsche Ersparnisse für Investitionen im Inland verbleiben und ausländisches Kapital angezogen wird (Engel und Rogers, 2006). Hierzu könnte ein Anstieg der Zuwanderung qualifizierter Arbeitskräfte aus dem Ausland ebenso beitragen wie Reformen, die auf eine Erhöhung der Erwerbsbeteiligung abzielen (JG 2010 Ziffern 216 f.).
485. Ob sich der Leistungsbilanzüberschuss kurz- bis mittelfristig zurückbildet, hängt maßgeblich von fünf Faktoren ab, die in der Vergangenheit positiv auf den Leistungsbilanzsaldo gewirkt haben.
- Erstens stellt sich die Frage, inwieweit sich der Konsolidierungsprozess der privaten Haushalte weiter fortsetzt. Es gibt momentan Anzeichen, dass dieser Prozess abgeschlossen ist. So ist die Sparquote seit dem Jahr 2005 rückläufig und der Immobilienmarkt hat sich deutlich belebt.
 - Zweitens bleibt zu klären, ob sich der Trend des Anstiegs der Eigenkapitalquoten bei den deutschen Unternehmen zukünftig weiter fortsetzt. Hier ist momentan noch keine Trendwende zu beobachten.
 - Drittens besteht Diskussionsbedarf hinsichtlich der Bestimmungsgründe für die relativ moderate Investitionsnachfrage der deutschen Unternehmen. Dieser Punkt verdient in Zukunft verstärkte Aufmerksamkeit und Analyse.
 - Viertens stellt sich die Frage, wie stark sich künftig die Alterung der Bevölkerung in der Leistungsbilanz niederschlägt: Beginnend mit den 2020er-Jahren wird sich der Bevölkerungsaufbau dramatisch verändern. Die Baby-Boomer werden den Arbeitsmarkt verlassen und weit weniger Junge in den Arbeitsmarkt eintreten. Die im Ausland akkumulierten Forderungen dürften daher von der stetig steigenden Zahl an Rentnern abgebaut werden, wovon negative Impulse auf den Leistungsbilanzsaldo ausgehen. Wie stark dieser Impuls ausfällt, kann aktuell nicht sicher abgeschätzt werden.
 - Fünftens hängt es von der geldpolitischen Ausrichtung der EZB in den kommenden Jahren ab, wie sich die deutsche Leistungsbilanz entwickelt. Eine über einen längeren Zeitraum fortbestehende expansive Geldpolitik würde deutlich zur Abwertung des Euro beitragen und somit expansiv auf die Leistungsbilanz wirken.

Eine andere Meinung

486. Ein Mitglied des Rates, **Peter Bofinger**, vertritt zu der in diesem Kapitel vorgenommenen Analyse des deutschen Leistungsbilanzüberschusses eine andere Meinung.
487. Die Mehrheit kommt in diesem Kapitel zu dem Befund, dass es sich bei dem seit Längerem zu beobachtenden hohen Überschuss in der deutschen Leistungsbilanz nicht um ein makroökonomisches Ungleichgewicht handle, das auf eine schwache Binnennachfrage zurückzuführen sei. Dementsprechend sieht die Mehrheit keinen größeren Handlungsbedarf bei den öffentlichen Investitionen, um auf diese Weise zum Abbau des Leistungsbilanzüberschusses beizutragen.
488. Insgesamt zeigt sich seit Beginn des vergangenen Jahrzehnts eine ausgeprägte **Nachfrageschwäche der deutschen Wirtschaft**. Diese steht in einem engen Zusammenhang mit der in dieser Phase betriebenen „**Lohnmoderation**“, die zum einen die deutschen Exporte gefördert, zum anderen aber zu einer im internationalen Vergleich sehr schwachen Entwicklung der inländischen Nachfrage geführt hat.

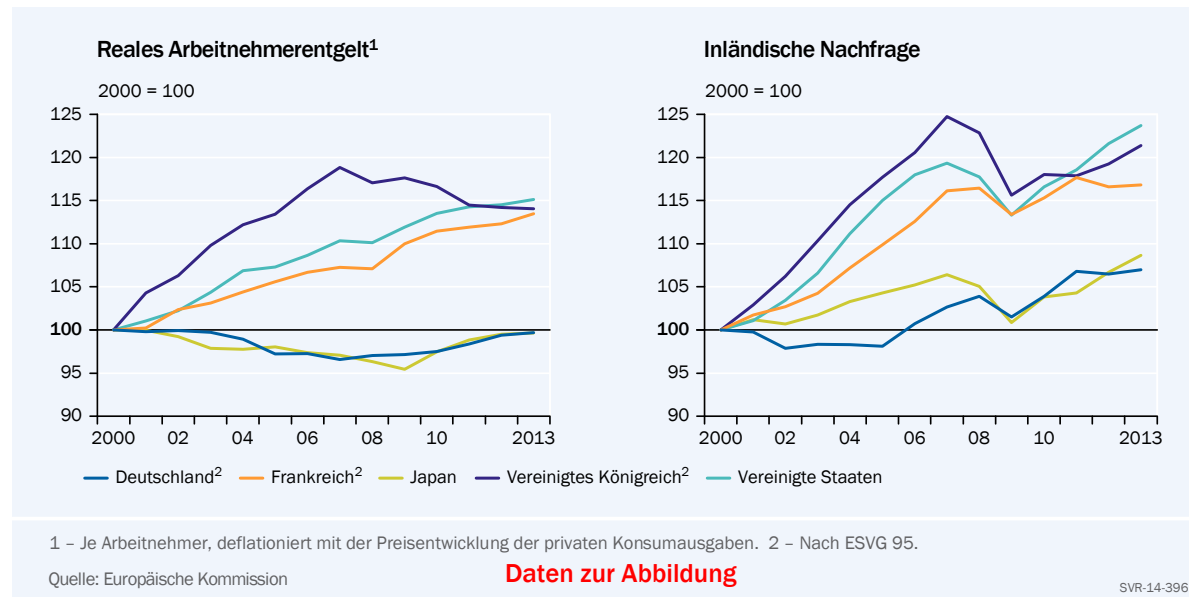
In der Phase von 2000 bis 2013 war die jährliche Zuwachsrate der **inländischen Verwendung** mit 0,5 % deutlich geringer als die des Bruttoinlandsprodukts mit 1,0 %. Im Gegensatz dazu war im Zeitraum der Jahre 1991 bis 2000 eine jährliche Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts und der inländischen Verwendung von jeweils 1,6 % realisiert worden. Dies korrespondiert mit einem Anstieg der Lohnstückkosten von jährlich 1,7 % im Durchschnitt der Jahre 1991 bis 2000 und von nur noch 0,8 % im Durchschnitt der Jahre 2000 bis 2013.

Die ausgeprägte Schwäche der deutschen Binnennachfrage zeigt sich auch im **Vergleich mit anderen großen Volkswirtschaften**. ▷ ABBILDUNG 68 Während in Deutschland und Japan die Reallöhne nahezu stagnierten und die inländische Nachfrage sich nur sehr verhalten entwickelte, ist in den Vereinigten Staaten, im Vereinigten Königreich und in Frankreich im selben Zeitraum ein deutlicher Anstieg der Reallöhne und der inländischen Nachfrage zu beobachten.

489. Das Argument, dass der deutsche Leistungsbilanzüberschuss der **Konsolidierung** des privaten Sektors geschuldet sei, steht hierzu nicht im Widerspruch. ▷ ZIFFERN 423 FF. Vielmehr bedeutet die Konsolidierung nichts anderes, als dass deutsche Unternehmen ihre – nicht zuletzt durch die Lohnmoderation – deutlich gestiegenen Gewinne nicht nachfragewirksam für zusätzliche Investitionen eingesetzt haben, sondern zum Abbau ihrer Verschuldung. Anders als von den Befürwortern der Lohnmoderation erwartet worden war (JG 2003 Ziffer 648) ist es also keinesfalls gewährleistet, dass zusätzliche Gewinne „von den Kapitalmärkten regelmäßig in private oder staatliche Nachfrage transformiert werden.“

▢ ABBILDUNG 68

Reallöhne und inländische Nachfrage in großen Volkswirtschaften



490. Es ist nicht überraschend, dass diese Entwicklung aus deutscher Perspektive anders beurteilt werden kann als aus europäischer Sicht. Per Saldo haben für Deutschland die Vorteile dieser Strategie überwogen, da die negativen Effekte auf die Binnennachfrage durch den starken Anstieg der Exporte überkompensiert wurden. Aus der Sicht der übrigen Länder bedeuten die Lohnmoderation und der dadurch entstandene Leistungsbilanzüberschuss jedoch ein **Defizit an gesamtwirtschaftlicher Nachfrage**. Zugleich resultiert daraus ein Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit, der dort nun ebenfalls eine Lohnmoderation erfordert. ▢ ZIFFERN 140 FF. Dieser übergreifende Aspekt, der für die Sichtweise der Europäischen Kommission entscheidend ist, bleibt in der Analyse der Mehrheit unbeachtet.
491. In einem europäischen und globalen Umfeld, das nach wie vor durch teilweise hohe negative Output-Lücken geprägt ist, ist ein sehr hoher und in den vergangenen Quartalen sogar wieder ansteigender Leistungsbilanzüberschuss einer vergleichsweise großen Volkswirtschaft besonders problematisch. Der in den vergangenen Jahren deutlich **gestiegene Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Raums** bringt dabei nicht zuletzt zum Ausdruck, dass die in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahrzehnts aufgrund der hohen Leistungsbilanzungleichgewichte notwendige gewordene Anpassung des Euro-Raums zunehmend in asymmetrischer Weise verlaufen ist. ▢ ABBILDUNG 48, SEITE 219 Diese **Asymmetrie** ist eine wichtige Ursache für die deflationären Tendenzen im Euro-Raum.
492. In Anbetracht eines **Deflationsrisikos für den Euro-Raum**, das der Internationale Währungsfonds mit rund 30 % einschätzt (IWF, 2014), sind daher die Appelle der Europäischen Kommission und anderer internationaler Institutionen an die deutsche Wirtschaftspolitik durchaus berechtigt. Die wirtschaftliche Entwicklung des Euro-Raums, aber auch der deutschen Wirtschaft, wird in den kommenden Quartalen nahezu stagnieren.

Die **Europäische Zentralbank (EZB)** ist weitgehend an die Grenzen ihres Handlungsspielraums gelangt, sieht man einmal von der Möglichkeit des Ankaufs von Staatsanleihen ab. Der dadurch ausgelöste Druck auf die schon jetzt niedrigen Renditen für deutsche Anleihen würde dem Ansehen der EZB in der deutschen Öffentlichkeit schaden. Da die deutsche Wirtschaftspolitik über vergleichsweise hohe fiskalische Handlungsspielräume verfügt, sollte sie alles daran setzen, den Leistungsbilanzüberschuss über mehr Investitionen in Deutschland zu reduzieren.

493. Ein Abbau des hohen deutschen Leistungsbilanzüberschusses liegt dabei nicht nur im Interesse der deutschen Partnerländer, sondern auch im **deutschen Interesse**. Der im historischen Vergleich sehr hohe deutsche Finanzierungsüberschuss und der ungewöhnlich geringe Anteil der Nettoinvestitionen an der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis bringen  zum Ausdruck, dass es in Deutschland zunehmend an der Fähigkeit und/oder der Bereitschaft fehlt, **Ersparnisse in Sachvermögen zu transformieren**. Die Höhe der Nettoinvestitionen ist also nicht isoliert zu betrachten, sondern im Kontext mit der gesamtwirtschaftlichen Spartätigkeit. Bei Renditen des Geldvermögens, die kaum die Inflationsrate übersteigen, erscheint eine Allokation der gesamtwirtschaftlichen Vermögensbildung, die zum größten Teil auf Geldvermögen entfällt, alles andere als optimal. An diesem Befund ändert sich auch nichts Grundsätzliches dadurch, dass ein Teil der statistisch ausgewiesenen Geldvermögensbildung für Investitionen von Auslandstöchtern deutscher Unternehmen verwendet wird.  ZIFFER 426

494. Neben einer stärkeren Förderung **privater Investitionen**, insbesondere über die Wiedereinführung der degressiven Abschreibung, bietet sich eine deutliche Ausweitung der **öffentlichen Investitionen** an. Es geht dabei nicht um „Investitionslücken“, die in der einen oder anderen Weise aus der Vergangenheit abgeleitet werden, sondern vielmehr darum, welche **Potenziale für zukunftsorientierte öffentliche Ausgaben** in Deutschland bestehen. Diese Frage sollte in erster Linie davon bestimmt sein, wie hoch die Finanzierungskosten des Staates sind und welche Renditen bei staatlichen Ausgaben zu erwarten sind. Bei einem Umfeld mit Realzinsen von nahe Null stellt sich dies völlig anders dar als in einem Umfeld mit deutlich höheren Finanzierungskosten des Staates.

Dabei sollte sich eine staatliche Investitionsinitiative nicht auf Infrastrukturausgaben begrenzen, sondern generell **„wachstums- und nachhaltigkeitswirksame öffentliche Ausgaben“** (Thöne, 2004) in den Blick nehmen. Diese umschließen neben öffentlichen Investitionen insbesondere Ausgaben im Bildungsbereich und im Bereich von Forschung und Entwicklung.

Die Bundesregierung sollte daher neben der Expertenkommission zur „Stärkung von Investitionen in Deutschland“ einen **„Zukunftsrat“** etablieren. Diesem sollte der Auftrag erteilt werden, das Potenzial für **hoch rentable öffentliche Investitionen** in dieser breiten Abgrenzung zu ermitteln. Nur so lässt sich die Frage klären, welche zusätzlichen öffentlichen Investitionen in Deutschland sinnvoll sein könnten.

495. Empirische Studien zeigen in der Regel **hohe Renditen für öffentliche Investitionen**. Für Verkehrsinfrastrukturinvestitionen werden im Durchschnitt langfristige Output-Elastizitäten von 0,05 % bis 0,06 % ermittelt (Melo et al., 2013): Eine Zusatzinvestition in die Verkehrsinfrastruktur von 1 % erzeugt demnach ein langfristiges zusätzliches BIP-Wachstum von 0,05 % bis 0,06 %. Bei einem Wert der Verkehrsinfrastruktur von 778 Mrd Euro im Jahr 2011 hätte sich aus einer zusätzlichen Investition in Höhe von 7,8 Mrd Euro bei einer Elastizität von 0,05 % somit ein zusätzliches Bruttoinlandsprodukt in Höhe von 1,35 Mrd Euro ergeben. Eine Milliarde an zusätzlicher Investition erhöht also das Bruttoinlandsprodukt um 173 Mio Euro. Unterstellt man dabei eine Nutzungsdauer von 30 Jahren und eine über die Zeit gleichmäßige Abschreibung des Effekts auf das Bruttoinlandsprodukt, resultiert daraus eine Rendite von rund 12 %.

Sehr hohe Renditen sind auch bei staatlichen **Investitionen im Bildungsreich** zu erwarten. Bei einem Bildungsabschluss im Sekundarbereich II liegen sie für Männer bei 9,4 % und für Frauen bei 10,9 % (Buschle, 2013). Dabei sind die Renditen besonders hoch, wenn die Mittel im Bereich der frühkindlichen Bildung eingesetzt werden.

496. Wenn die deutsche Wirtschaftspolitik diese Potenziale nicht nutzt, ist das nicht nur im Hinblick auf die makroökonomische Entwicklung in Deutschland wie im Euro-Raum nachteilig, es ergeben sich daraus auch mittel- und langfristig negative Effekte für den Wohlstand in Deutschland.

Das Hauptargument gegen kreditfinanzierte öffentliche Ausgaben ist die **Schuldenbremse**. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass es für das darin formulierte Verbot einer Kreditaufnahme für öffentliche Investitionen **keine ökonomische Grundlage** gibt. In seiner Expertise zur „Staatsverschuldung wirksam begrenzen“ aus dem Jahr 2007 hat der Sachverständigenrat (Expertise 2007 Ziffer 2) festgestellt:

„ (...) die Forderung eines generellen Verschuldungsverbots (...) wäre ökonomisch ähnlich unsinnig, wie Privatleuten oder Unternehmen die Kreditaufnahme zu verbieten.“

Eine dauerhafte Staatsverschuldung könne „in gewissem Umfang unter intergenerativen Verteilungsgesichtspunkten gerechtfertigt sein, nämlich im Zusammenhang mit öffentlichen Investitionen, die das Vermögen kommender Generationen erhöhen oder, vermittelt über ihre Produktivitätseffekte, künftige Erträge hinterlassen und diese somit ‚reicher‘ machen. Die intergenerative Umverteilungswirkung der Staatsschuld ist hier ein gewünschtes Ergebnis, um auch die künftigen Nutznießer der heutigen Ausgaben an den Finanzierungslasten zu beteiligen. Dies ist die Intention hinter der ‚Goldenen Regel der Finanzpolitik‘, die eine Kreditfinanzierung von Investitionen zulässt.“

Dementsprechend hat sich der Sachverständigenrat seinerzeit dafür ausgesprochen, die Schuldenbremse so auszugestalten, dass **Nettoinvestitionen durch Kredite finanziert** werden können.

497. Da eine Reform der Schuldenbremse derzeit wenig wahrscheinlich ist, sollten zumindest die in diesem Regelwerk möglichen **Spielräume für eine staatliche Kreditaufnahme** genutzt werden. So erlaubt die Schuldenbremse für den Bund eine jährliche strukturelle Neuverschuldung in Höhe von 0,35 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, was immerhin einem Betrag von rund 10 Mrd Euro entspricht. Da hierfür keine Verwendung vorgeschrieben wird, könnten damit auch zusätzliche Ausgaben für Forschung und Entwicklung, für Bildung und für Abschreibungserleichterungen für private Investitionen finanziert werden.
498. Die ungewöhnlich geringen Renditen für langfristige Anleihen sollten zum Anlass genommen werden, die Schuldenbremse noch einmal grundlegend zu überdenken. Die **niedrige Verzinsung** spiegelt nur partiell die sehr expansive Geldpolitik der EZB wider. Sie ist vor allem auf eine generell sehr ausgeprägte **Zurückhaltung privater Kreditnehmer** zurückzuführen. Diese manifestiert sich darin, dass das Kreditvolumen deutscher Banken selbst bei einem so geringen Zinsniveau wie derzeit nur wenig ansteigt. So lag die Zuwachsrate für Kredite für Wohnimmobilien im 2. Quartal 2014 bei 2,0 %.

Die „**schwarze Null**“ bedeutet, dass der Staat als der größte potenzielle Kreditnehmer netto keine weiteren Schulden mehr aufnimmt. Damit wird das Problem, dass es an Kreditnehmern fehlt, die bereit sind, langfristige Kredite aufzunehmen, zusätzlich verschärft. Die Folgen einer anhaltenden Niedrigzinsphase für Lebensversicherungen und die private kapitalgedeckte Altersvorsorge wären fatal.

499. Nicht geteilt werden kann schließlich die Feststellung der Mehrheit, der Appell anderer Mitgliedstaaten an die deutsche Regierung, den Leistungsbilanzüberschuss zu reduzieren, stehe in einem gewissen Widerspruch zur Forderung, Problemländern durch Rettungspakete zu helfen. ↘ ZIFFERN 473 F. Die Rettungspakete dienen in erster Linie dazu, die Finanzierung der **ausstehenden Verschuldung** zu sichern. Ein geringerer deutscher Leistungsbilanzüberschuss durch höhere deutsche Importe hätte für die Problemländer zusätzliche laufende Einnahmen bedeutet, die es ermöglicht hätten, die laufenden Ausgaben für ihre Importe bei einer verminderten **zusätzlichen Kreditaufnahme** zu finanzieren. So gesehen besteht zwischen Rettungspaketen, die die Finanzierung des Bestands ausstehender Schulden ermöglicht, und einem durch eine höhere deutsche Absorption verminderten Leistungsbilanzüberschuss, der die laufende Kreditaufnahme reduziert, keinerlei Widerspruch.

Literatur zum Minderheitsvotum

Buschle, N. und C. Haider, (2013), Über den ökonomischen Nutzen der Bildung – Ansätze zur Berechnung von Bildungsrenditen, *Wirtschaft und Statistik* 11/2013, 805-817.

IWF (2014), *World economic outlook October 2014 – Legacies, clouds, uncertainties*, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

Melo, P., D. Graham und R. Brage-Ardao (2013), The productivity of transport infrastructure investment: A meta-analysis of empirical evidence, *Regional Science and Urban Economics* 43, 695-706.

Thöne, M. (2004), Wachstums- und nachhaltigkeitswirksame öffentliche Ausgaben („WNA“), *Monatsbericht des Bundesministeriums der Finanzen* März 2004, 73-79.

ANHANG

1. Einfluss der Demografie auf den Leistungsbilanzüberschuss

500. Zur Quantifizierung des demografischen Effekts auf die deutsche Leistungsbilanz wird ein Regressionsmodell anhand eines Länderpanel-datensatzes geschätzt. Die Spezifikation des Regressionsmodells lautet:

$$y_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 D_{it} + \beta_2 X_{it} + u_{it}$$

Hierbei definiert y_{it} den Saldo der Leistungsbilanz in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Land i zum Zeitpunkt t ; X_{it} stellt einen Vektor von Kontrollvariablen dar, wie etwa das Wachstum des Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukts; u_{it} ist der Fehlerterm. Die demografischen Effekte werden durch den Vektor D_{it} abgebildet. Konkret handelt es sich dabei um die Bevölkerungsanteile von 16 Altersgruppen: 0-9, 10-14,..., 75-79, 80+. Um den Einfluss der niedrigsten und höchsten Altersgruppen nicht zu überschätzen, wurden diese zu größeren Intervallen zusammengefasst. Um die Anzahl der zu schätzenden Parameter gering zu halten und dennoch eine funktionale Form für den demografischen Einfluss zuzulassen, die flexibel genug ist, die altersgruppen-spezifischen Einflüsse auf die Leistungsbilanz abzubilden, wird analog zu Fair und Dominguez (1991) die folgende polynomische (kubische) Struktur für die Koeffizienten jeder der Altersgruppen verwendet (Fair und Dominguez, 1991; Higgins, 1998):

$$\beta_{1j} = \gamma_0 + \gamma_1 j + \gamma_2 j^2 + \gamma_3 j^3 \quad j=1, \dots, 16.$$

Die geschätzten Koeffizienten der demografischen Struktur erlauben für sich genommen noch keine Interpretation. Erst unter Verwendung der kubischen Struktur, in welche die Koeffizienten für jede Altersgruppe transformiert werden müssen, kann eine Aussage über den partiellen Einfluss einer Altersgruppe auf den Leistungsbilanzüberschuss getroffen werden. Insbesondere sind die entsprechenden Standardfehler aus den ursprünglichen Schätzergebnissen heraus zu ermitteln.

501. Der Paneldatensatz für die Grundschatzung beinhaltet 156 Länder über den Zeitraum der Jahre 1970 bis 2009, wobei nur für einige Länder, vornehmlich OECD-Länder, Daten über den gesamten Schätzzeitraum vorhanden sind. Anhand der Jahresdaten werden für die Schätzung jeweils Mittelwerte der Variablen über Fünf-Jahres-Zeiträume betrachtet, die sich nicht überlappen. Da die Leistungsbilanzsalden für einige Länder teilweise erst für spätere Jahre vorlagen, wurden diese fehlenden Werte angenähert. Dafür wurden Daten der Han-

delsbilanz sowie der Nettoerwerbseinkommen der Penn World Table 7.1 verwendet. Die Regressionsgleichung wird mit einem Fixed-Effects-Modell geschätzt. Insgesamt beläuft sich die Anzahl der Beobachtungen im Grundmodell („Welt“) auf 985. Um die Robustheit der Schätzung zu prüfen, wurden in weiteren Schätzungen die Stichprobe auf die OECD-Länder beschränkt („OECD 1“) und die angenäherten Werte nicht berücksichtigt („OECD 2“).

Als Kontrollvariablen wurden die folgenden Größen verwendet:

- Das Verhältnis des Bruttonationaleinkommens zum Bruttoinlandsprodukt als Indikator für die Vermögensposition des Inlands gegenüber dem Ausland,
- der güterwirtschaftliche Offenheitsgrad der Volkswirtschaft,
- ein Maß für die finanzielle Offenheit: Standardisierter Chinn-Ito Financial Openness Index (Chinn und Ito, 2006),
- die durchschnittliche Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts pro Kopf (Penn World Table 7.1) sowie
- der Einfluss der demografischen Struktur.

▸ TABELLE 19

Fixed-Effects-Schätzung

Variable ¹	Modelle					
	Welt		OECD 1		OECD 2	
	Koeffizient	p-Wert	Koeffizient	p-Wert	Koeffizient	p-Wert
Demografie 1	– 0,170	0,272	– 0,126	0,366	– 0,115	0,406
Demografie 2	0,039	0,147	0,026	0,248	0,023	0,308
Demografie 3	– 0,002	0,140	– 0,001	0,230	– 0,001	0,295
Offenheitsgrad der Ökonomie	– 0,052	0,000	– 0,006	0,672	– 0,011	0,471
Offenheitsgrad der Kapitalbilanz	– 0,001	0,728	0,004	0,207	0,002	0,584
Durchschnittliche Wachstums- rate des realen BIP je Einwohner	– 0,076	0,407	0,153	0,302	0,140	0,341
BNP/BIP	0,136	0,043	– 0,018	0,884	– 0,114	0,353
Relativer Preis von Konsum- ausgaben und Investitionen	– 0,011	0,307	0,003	0,868	– 0,003	0,863
Beobachtungen (Anzahl)	985		224		217	
Länder (Anzahl)	156		33		33	

1 – Die Koeffizienten der Variablen Demografie 1 bis 3 können nicht direkt interpretiert werden und beziehen sich auf die Transformation der Altersstruktur (Ziffer 500).

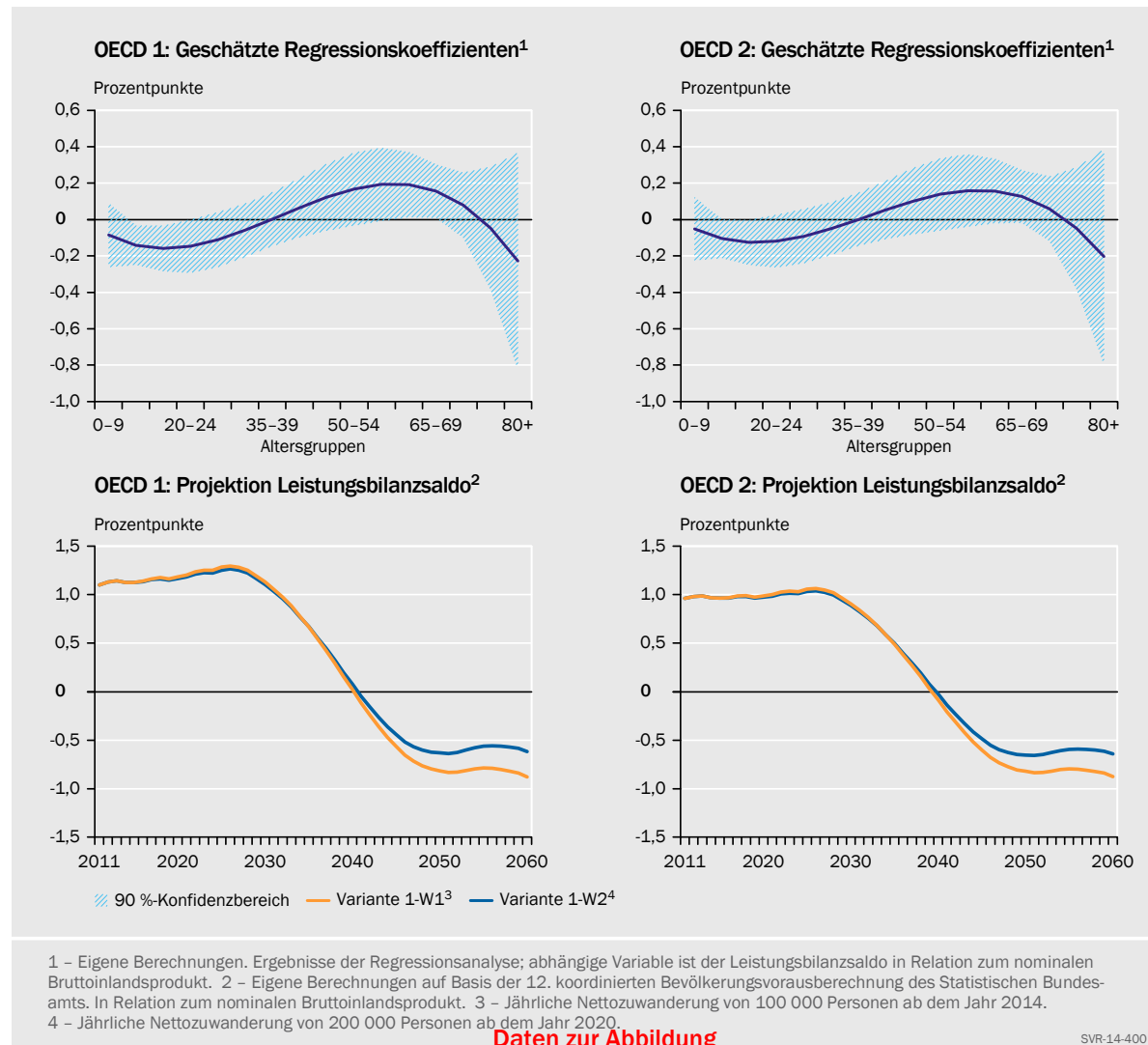
Daten zur Tabelle

SVR-14-288

502. Die Schätzergebnisse für die demografische Struktur legen auf den ersten Blick nahe, dass diese nur einen geringen Beitrag zur Erklärung des Leistungsbilanzsaldos leistet. ▸ TABELLE 19 Nach der Umrechnung der Koeffizienten in den Beitrag der einzelnen Altersgruppen zeigt sich jedoch, dass der Einfluss der jüngeren Altersgruppen auf die Leistungsbilanz als signifikant negativ ausgewiesen wird. ▸ ABBILDUNG 51 Diese Schlussfolgerung erweist sich gegenüber Variationen der Spezifikation des Regressionsmodells als robust. ▸ ABBILDUNG 69

▢ ABBILDUNG 69

Geschätzte Regressionskoeffizienten und partielle Auswirkung der Bevölkerungsentwicklung auf den Leistungsbilanzsaldo (OECD 1 und OECD 2)



Um den gesamten Einfluss einer gegebenen demografischen Struktur auf die Leistungsbilanz zu erhalten, muss die gewichtete Summe der Koeffizienten betrachtet werden. Als Gewicht wird dabei der Anteil einer Alterskohorte an der Gesamtbevölkerung verwendet. Alle geschätzten Varianten legen die Schlussfolgerung nahe, dass der deutsche Leistungsbilanzsaldo in den kommenden Jahren zunächst positiv durch die demografische Struktur der Bevölkerung beeinflusst wird, dieser Effekt ab Ende der 2020er-Jahre abnimmt und ab dem Jahr 2040 negativ wird.

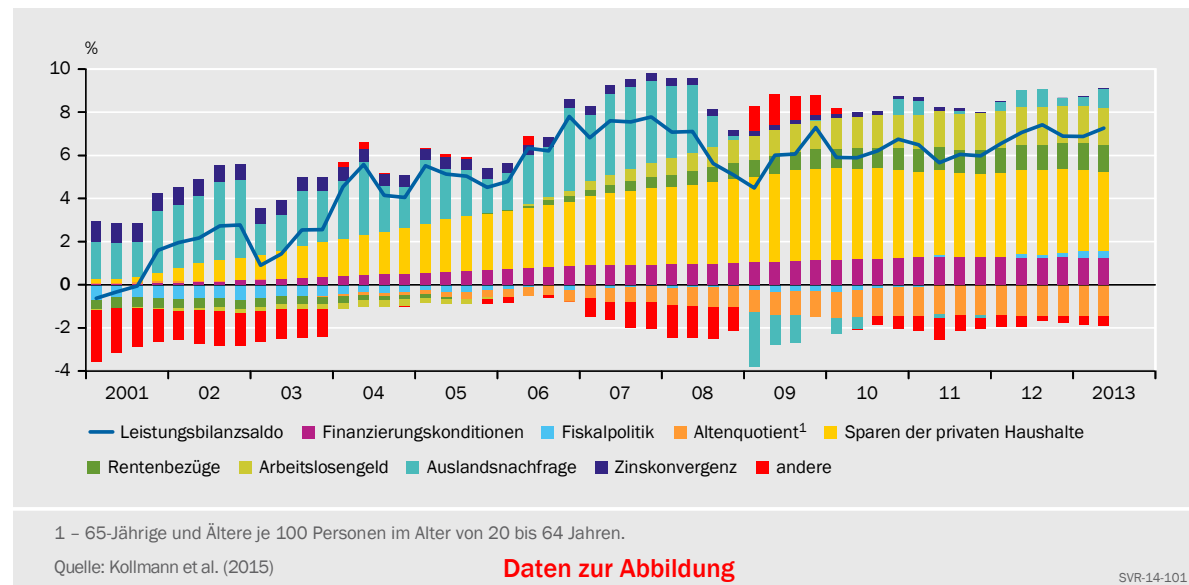
2. Die Studie von Kollmann et al. (2015)

503. In ihrer Analyse der Ursachen für den deutschen Leistungsbilanzüberschuss betrachten Kollmann et al. (2015) verschiedene Erklärungsansätze und versuchen, deren Bedeutung anhand eines stochastischen Gleichgewichtsmodells (DSGE-Modells) zu quantifizieren. Insbesondere werden folgende Einflussfaktoren betrachtet:

- die Zinskonvergenz im Euro-Raum aufgrund der Integration der Finanzmärkte,
 - die erhöhte Auslandsnachfrage nach deutschen Exporten aufgrund des starken Wachstums der Schwellenländer,
 - die Arbeitsmarktreformen der Jahre 2002 bis 2005 und eine damit einhergehende Verbesserung der deutschen Wettbewerbsfähigkeit,
 - die hohen Sparquoten der privaten Haushalte aufgrund verstärkter Anreize für die private Altersvorsorge seit den Rentenreformen der Jahre 2001 bis 2004 und
 - die fiskalische Konsolidierung Deutschlands.
504. Das von Kollmann et al. (2015) verwendete Quest-Modell ist in seiner Grundstruktur dem von der EZB für Politikanalysen verwendeten New Area Wide Model (NAWM) sehr ähnlich (JG 2013 Kasten 10), jedoch wurde es noch um einige Elemente erweitert: Erstens werden mit Deutschland, dem Rest des Euro-Raums und dem Rest der Welt drei Regionen modelliert. Die beiden letztgenannten Länderblöcke werden mit wenigen makroökonomischen Variablen jedoch nur rudimentär abgebildet. Zweitens beinhaltet das Modell einen Immobiliensektor für Deutschland. Drittens werden die Bevölkerungsgruppen der Rentner und Arbeitslosen, die soziale Transfers inklusive der Rentenleistungen beziehen, durch exogen vorgegebene Bevölkerungsanteile eingeführt.
505. Die quantitative Bedeutung der Einflussfaktoren wird anhand einer historischen Schockdekomposition geschätzt. Diese Dekomposition zeigt an, welcher Anteil des Leistungsbilanzüberschusses durch den jeweiligen Einflussfaktor, das heißt einen strukturellen Schock, erklärt werden kann. Kollmann et al. (2015) kommen insgesamt zu dem Ergebnis, dass der deutsche Leistungsbilanzüberschuss aus dem Zusammenspiel mehrerer Faktoren entstanden ist. Eine einfache „monokausale“ Aussage erscheint nicht angemessen.
506. Der Schätzung zufolge kann die **Zinskonvergenz** in den Jahren 2001 bis 2010 nur einen kleinen Anteil des deutschen Leistungsbilanzüberschusses erklären.
 ↳ **ABBILDUNG 70** Die starke **Auslandsnachfrage von Schwellenländern** hatte vor und während der Finanzkrise einen großen Einfluss. Insbesondere weist das Modell dem Einbruch der Weltkonjunktur um den Jahreswechsel 2008/2009 die Verantwortung für den kurzzeitigen Rückgang des deutschen Leistungsbilanzüberschusses zu.
507. Die Arbeitsmarkt- und Rentenreformen, im Modell abgebildet durch ein permanentes Absenken des **Arbeitslosengeldes** beziehungsweise der **Rentenbezüge** in Relation zum Durchschnittslohn, hatten einen deutlich positiven Effekt auf die deutsche Leistungsbilanz. Sie erklären gemeinsam ungefähr die Hälfte des Überschusses der vergangenen Jahre. Den weitaus größten Beitrag lieferte ein Schock auf die **Sparneigung der privaten Haushalte**. Kollmann et al. (2015) erklären dies damit, dass sich das Sparverhalten der deutschen Haushalte mit dem Wissen um eine alternde Gesellschaft und damit einhergehender Kür-

▸ ABBILDUNG 70

Historische Schockdekomposition der deutschen Leistungsbilanz
in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt



zungen zukünftiger Rentenbezüge stark verändert hat. Da sich das Bewusstsein für diesen Zusammenhang mit den Rentenreformen der Jahre 2001 bis 2004 verstärkt hat, interpretieren Kollmann et al. (2015) den Schock als eine **antizipierte Veränderung des Altersquotienten**.

Eine Erhöhung des Altersquotienten wirkt sich allerdings aufgrund negativer Arbeitsangebotseffekte negativ auf die Leistungsbilanz aus (siehe Beitrag „Altersquotient“ ▸ ABBILDUNG 70), sodass Kollmann et al. (2015) für die Zukunft von der alternden Gesellschaft einen größeren dämpfenden Effekt erwarten. Die **Fiskalpolitik** hatte im Beobachtungszeitraum kaum einen Einfluss auf die Leistungsbilanz. Allerdings zeigt der Fiskalbeitrag bei einer historischen Schockdekomposition nicht den gesamten Effekt der Fiskalpolitik auf die Leistungsbilanz, da die systematischen Effekte – zum Beispiel Sparmaßnahmen zur Einhaltung einer Fiskalregel – nicht abgebildet werden, sondern lediglich diskretionäre Abweichungen von den Fiskalregeln.

508. Bei der Beurteilung der Ergebnisse muss berücksichtigt werden, dass diese zum Teil stark von Modellierungsannahmen abhängen. So existiert kein Immobilien-sektor in beiden ausländischen Länderblöcken. Insbesondere die dort erzeugte Kapitalnachfrage könnte einen deutlichen Effekt auf die deutsche Leistungsbilanz ausgeübt haben. Die Modellierung des deutschen Immobilienmarkts ist ebenfalls kritisch zu beurteilen, da Erhöhungen des Immobilienwerts in Deutschland selten für Ausweitungen des Immobilienkredits genutzt werden (siehe Beitrag „Finanzierungskonditionen“ ▸ ABBILDUNG 70).

Zudem spiegelt eine Herabsetzung des Arbeitslosengeldes beziehungsweise der Rentenbezüge nicht die kompletten Maßnahmen der Arbeitsmarkt- und Renten-reformen Anfang der 2000er-Jahre wider und ignoriert die bereits in den 1990er-Jahren unternommenen Rentenreformen. ▸ KASTEN 22 Der große Erklä-

rungsbeitrag des veränderten Sparverhaltens deutet vielmehr darauf hin, dass darüber hinaus das Spar- und Investitionsverhalten der Unternehmen infolge einer stärkeren Finanzmarktregulierung, unterschiedlicher Realzinsentwicklungen im Euro-Raum oder ausländischer Produktionsstandortentscheidungen (Enders et al., 2013; Müller, 2015) [↗ ZIFFERN 426 FF.](#) nicht abgebildet wird, sodass dieser Kanal per Annahme nicht existiert.

LITERATUR ZUM KAPITEL

- Abbas, S.M.A., J. Bouhga-Hagbe, A. Fatás, P. Mauro und R.C. Velloso (2011), Fiscal policy and the current account, *IMF Economic Review* 59, 603-629.
- Abiad, A., D. Leigh und A. Mody (2009), Financial integration, capital mobility, and income convergence, *Economic Policy* 24, 241-305.
- Adam, K., P. Kuang und A. Marcet (2011), House price booms and the current account, in: Acemoglu, D. und M. Woodford (Hrsg.): *NBER Macroeconomics Annual 2011*, Volume 26, University of Chicago Press, Chicago, 77-122.
- Aichele, R., G. Felbermayr und I. Heiland (2013), Neues von der Basarökonomie, *ifo Schnelldienst* 6/2013, 17-28.
- Arndt, C., C.M. Buch und M.E. Schnitzer (2010), FDI and domestic investment: An industry-level view, *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy* 10, 1-22.
- Baldi, G. und B. Bremer (2013), Verluste auf das deutsche Nettoauslandsvermögen – Wie sind sie entstanden?, *DIW Wochenbericht* 49/2013, 32-40.
- Beetsma, R., M. Giuliodori und F. Klaassen (2008), The effects of public spending shocks on trade balances and budget deficits in the European Union, *Journal of the European Economic Association* 6, 414-423.
- Bernanke, B.S. (2005), *The global saving glut and the U.S. current account deficit*, Rede, Homer Jones Lecture, St. Louis, 14. April 2005.
- BMF (2013), Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen fiskalpolitischer Impulse, *Monatsbericht* November 2013, 15-22, Bundesministerium der Finanzen.
- BMWi (2013a), Investitionsschwäche in Deutschland?, *Monatsbericht* Dezember 2013, 11-18, Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie.
- BMWi (2013b), Die Wirkung wirtschaftspolitischer Unsicherheit auf das Investitionsverhalten in Deutschland, *Monatsbericht* August 2013, 11-16, Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie.
- Breuer, S. und J. Klose (2014), Who gains from nominal devaluation? An empirical assessment of Euro Area exports and imports, *The World Economy*, im Erscheinen.
- Buch, C.M., J. Kleinert, A. Lipponer und F. Toubal (2005), Determinants and effects of foreign direct investment: Evidence from German firm-level data, *Economic Policy* 20, 52-110.
- Chinn, M.D. und H. Ito (2006), What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions, *Journal of Development Economics* 81, 163-192.
- Chinn, M.D. und E.S. Prasad (2003), Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: An empirical exploration, *Journal of International Economics* 59, 47-76.
- Coenen, G., P. McAdam und R. Straub (2008), Tax reform and labour-market performance in the Euro Area: A simulation-based analysis using the New Area-Wide Model, *Journal of Economic Dynamics and Control* 32, 2543-2583.
- Coenen, G. und R. Straub (2005), Does government spending crowd in private consumption? Theory and empirical evidence for the Euro Area, *International Finance* 8, 435-470.
- Cogan, J.F., T. Cwik, J.B. Taylor und V. Wieland (2010), New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers, *Journal of Economic Dynamics and Control* 34, 281-295.
- Corsetti, G. und G.J. Müller (2006), Twin deficits: Squaring theory, evidence and common sense, *Economic Policy* 21, 597-638.
- Danninger, S. und F. Joutz (2008), What explains Germany's rebounding export market share?, *CESifo Economic Studies* 54, 681-714.
- Desai, M.A., C.F. Foley und J.R. Hines Jr. (2005), Foreign direct investment and the domestic capital stock, *American Economic Review* 95, 33-38.
- Deutsche Bundesbank (2013), Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2012, *Monatsbericht* Dezember 2013, 43-58.

Deutsche Bundesbank (2014a), Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2013, *Monatsbericht* März 2014, 37-53.

Deutsche Bundesbank (2014b), Diskrepanz zwischen der Veränderung des Auslandsvermögens und des kumulierten Saldos der Kapitalbilanz: Kein geeigneter Indikator für Vermögensverluste, *Monatsbericht* Mai 2014, 52-54.

DIHK (2014), *Dynamik im Inland überlagert Störfaktoren – Ergebnisse der DIHK-Konjunkturumfrage bei den Industrie- und Handelskammern*, Deutscher Industrie- und Handelskammertag, Berlin.

DIW (2013), Investitionen für mehr Wachstum – Eine Zukunftsagenda für Deutschland, *DIW-Wochenbericht* 26/2013, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin.

DIW (2014), Wirtschaftliche Impulse für Europa, *DIW-Wochenbericht* 27/2014, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin.

Dustmann, C., B. Fitzenberger, U. Schönberg und A. Spitz-Oener (2014), From sick man of Europe to economic superstar: Germany's resurgent economy, *Journal of Economic Perspectives* 28, 167-188.

Enders, Z., P. Jung und G.J. Müller (2013), Has the Euro changed the business cycle?, *European Economic Review* 59, 189-211.

Engel, C. und J.H. Rogers (2006), The U.S. current account deficit and the expected share of world output, *Journal of Monetary Economics* 53, 1063-1093.

Europäische Kommission (2014), *Macroeconomic imbalances – Germany 2014*, European Economy – Occasional Paper 174, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen, Brüssel.

Europäische Kommission (2012), *Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances*, European Economy – Occasional Paper 92, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen, Brüssel.

Fair, R.C. und K.M. Dominguez (1991), Effects of the changing U.S. age distribution on macroeconomic equations, *American Economic Review* 81, 1276-1294.

Felbermayr, G.J., M. Larch und W. Lechthaler (2013), Unemployment in an interdependent world, *American Economic Journal: Economic Policy* 5, 262-301.

Feld, L.P. und J.H. Heckemeyer (2011), FDI and taxation: A meta-study, *Journal of Economic Surveys* 25, 233-272.

Frey, R., U. Grosch und A. Lipponer (2014), Fallstricke bei der Bestimmung von Vermögensverlusten deutscher Anleger im Ausland, *Wirtschaftsdienst* 94, im Erscheinen.

Friedman, M. (1957), *A theory of the consumption function*, Princeton University Press, Princeton.

Gadatsch, N., N. Stähler und B. Weigert (2014), *German labor market and fiscal reforms 1999 to 2008: Can they be blamed for intra-Euro Area imbalances?*, Arbeitspapier 05/2014, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.

Gete, P. (2010), *Housing markets and current account dynamics*, Arbeitspapier, Georgetown University, Washington, DC.

Gros, D. und M. Busse (2013), *The macroeconomic imbalance procedure and Germany: When is a current account surplus an 'imbalance'?*, CEPS Policy Brief No. 301, Brüssel.

Higgins, M. (1998), Demography, national savings, and international capital flows, *International Economic Review* 39, 343-69.

Homburg, S. (2010), *Allgemeine Steuerlehre*, 6. Auflage, Vahlen, München.

Homburg, S. (2005), Internationale Kapitaleinkommensbesteuerung nach dem Wohnsitzprinzip oder dem Quellenprinzip, in: Endres, D., A. Oestreicher, W. Scheffler, U. Schreiber und C. Spengel (Hrsg.): *Die internationale Unternehmensbesteuerung im Wandel*, Beck, München, 14-27.

Homburg, S. (2000), Perspektiven der internationalen Unternehmensbesteuerung, in: Andel, N. (Hrsg.): *Probleme der Besteuerung*, Duncker & Humblot, Berlin, 9-61.

Horioka, C.Y. und A. Terada-Hagiwara (2013), *Corporate cash holding in Asia*, NBER Working Paper 19688, Cambridge.

Iacoviello, M. (2005), House prices, borrowing constraints, and monetary policy in the business cycle, *American Economic Review* 95, 739-764.

Iacoviello, M. (2011), Housing wealth and consumption, in: Smith, S. (Hrsg.): *International encyclopedia of housing and home*, Elsevier, Amsterdam, 673-678.

IWF (2005), *France, Germany, Italy, and Spain: Explaining differences in external sector performance among large Euro Area countries*, IMF Country Report No. 05/401, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

IWF (2014), *Euro Area policies: 2014 Article IV consultation*, IMF Country Report No. 14/199, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

Klär, E., F. Lindner und K. Sehovic (2013), Investition in die Zukunft? Zur Entwicklung des deutschen Auslandsvermögens, *Wirtschaftsdienst* 93, 189-197.

Kollmann, R., M. Ratto, W. Roeger, J. in 't Veld und L. Vogel (2015), What drives the German current account? And how does it affect other EU member states?, *Economic Policy* 81, im Erscheinen.

mea (2008), *Das Sparverhalten der deutschen Haushalte – Wie viel, warum und wie spart man in Deutschland*, Policy Brief No. 5, Mannheim Research Institute for the Economics of Aging, Universität Mannheim.

Mohammadi, H. (2004), Budget deficits and the current account balance: New evidence from panel data, *Journal of Economics and Finance* 28, 39-45.

Müller, G. (2015), Comment on: What drives the German current account? And how does it affect other EU member states?, *Economic Policy* 81, im Erscheinen.

Punzi, M.T. (2013), Housing market and current account imbalances in the international economy, *Review of International Economics* 21, 601-613.

Ratto, M., W. Roeger und J. in 't Veld (2009), QUEST III: An estimated open-economy DSGE model of the Euro Area with fiscal and monetary policy, *Economic Modelling* 26, 222-233.

Schunk, D. (2009), What determines household saving behavior? An examination of saving motives and saving decisions, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 229, 467-491.

Sinn, H.-W. (2005), *Die Basar-Ökonomie. Deutschland: Exportweltmeister oder Schlusslicht?*, Econ-Verlag, Berlin.

Sinn, H.-W. (2012), *Die Target-Falle: Gefahren für unser Geld und unsere Kinder*, Carl Hanser Verlag, München.

Stephan, S. (2005), *Modellierung von Mengen und Preisen im deutschen Außenhandel*, Dissertation am Fachbereich Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin.

Thorbecke, W. und A. Kato (2012), *The effect of exchange rate changes on Germany's exports*, RIETI Discussion Paper 12-E-081, Tokio.

U.S. Treasury (2013), *Report to congress on international economic and exchange rate policies*, Washington, DC, 30. Oktober.

Weichselberger, A. (2014), Deutsche Industrie: Erhöhte Investitionsbereitschaft, *ifo Schnelldienst* 4/2014, 45-49.

von Weizsäcker, C.C. (2011), *Public debt requirements in a regime of price stability*, Preprints 2011/20, Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern, Bonn.