



# Standpunkt

## Deutschland

## Deutsche Leistungsbilanzüberschüsse – Kritik nicht stichhaltig

12. Dezember 2013

David Folkerts-Landau  
Group Chief Economist

### Editoren

Gilles Moec  
Head of European Economic Research

Barbara Böttcher  
Head of European Policy Research

Stefan Schneider  
Chief German Economist

Deutsche Bank AG  
Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

Die internationale Kritik an der deutschen Leistungsbilanz hat einen neuen Höhepunkt erreicht. Der deutsche Überschuss hätte mit dem chinesischen zu den massiven globalen Ungleichgewichten beigetragen und somit die Entwicklung der Finanzmärkte sowie der Weltwirtschaft geprägt. Die meisten dieser Vorwürfe sind aus unserer Sicht politisch motiviert und intellektuell ohne Tiefgang. Die Diskussion darüber, ob Überschuss- oder Defizitländer sich anpassen müssen, ist bei einer globalisierten Welt mit überwiegend marktwirtschaftlich basierten Wirtschaften gehaltlos.

Es gibt keine Belege für einen unfairen Wettbewerb. Die Löhne sind in etwa mit der Produktivität gestiegen. Zwar war die Lohnentwicklung Mitte der 2000er Jahre unterdurchschnittlich, um die Fehlentwicklungen nach der Wiedervereinigung zu korrigieren. Die Wettbewerbsfähigkeit verbesserte sich allerdings vor allem durch exzessive Lohnerhöhungen in anderen Ländern. Der Euro ist weder zu niedrig, noch manipuliert. Zwar würde die DM stärker notieren, aber Deutschland ist EWU-Mitglied, was für Deutschland, u.a. über den ESM, derzeit auch erhebliche Kosten mit sich bringt.

Deutschland hat keine Importschwäche. Im Gegenteil, mit einem Importanteil von 46% ist Deutschland offener als z.B. Frankreich (30%). Die deutsche Importelastizität ist eine der höchsten unter den Industrieländern.

Deutschland steht den Anpassungen in den Peripherieländern nicht im Wege, eine Nachfrageankurbelung in Deutschland wäre auch keine große Hilfe. Der Überschuss gegenüber der EWU hat sich seit 2007 auf 2,2% des BIP halbiert. Der unveränderte Gesamtüberschuss ist auf Zuwächse gegenüber Drittländern zurückzuführen. Eine Stimulierung um einen Prozentpunkt des BIP würde die Leistungsbilanz der Peripherie bestenfalls um 0,1% des BIP verbessern.

Ein ernst zu nehmendes Argument ist, dass die Binnennachfrage von 2001 bis 2005 schwach war. Seitdem steigt der private Konsum aber in etwa mit der Produktivität. Die Investitionen blieben insbesondere wegen der internationalen Krisen verhalten. Sicherlich gibt es bei den Infrastrukturinvestitionen Nachholbedarf, das Ausmaß sollte aber nicht überschätzt werden. Zudem ist der demografische Wandel einer starken Binnennachfrage wenig förderlich.

Ein weiteres Argument konzentriert sich auf die Bewertungsverluste deutscher Auslandsinvestitionen. Die Verluste, die etwa EUR 450 Mrd. erreichen und hauptsächlich Portfolio-Investitionen trafen, entsprachen den Benchmarks (MCSI World, 10J US Renditen). Größere Verluste, z.B. in Frankreich, zeigen, dass sie keinesfalls ein deutsches Phänomen sind.

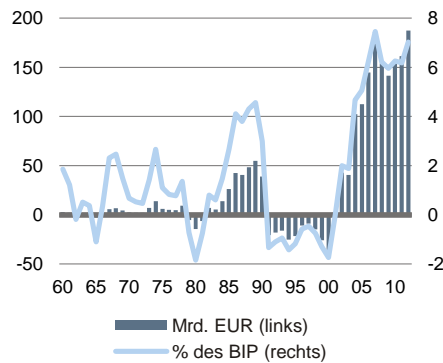
Anstatt über den Abbau der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse zu diskutieren, sollte überlegt werden, wie diese sinnvoll in den Peripherieländern angelegt werden könnten. Höhere deutsche Direktinvestitionen könnten der dortigen Investitionsschwäche entgegenwirken und die Produktivität steigern – was im europäischen Interesse wäre.



## Deutsche Leistungsbilanzüberschüsse – Kritik nicht stichhaltig

Deutschland hatte zum Großteil einen Leistungsbilanzüberschuss

1



Quellen: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt

### Auf der Anklagebank oder wie Deutschland der Schwarze Peter zugeschoben werden soll

Die internationale Kritik an den deutschen Leistungsbilanzüberschüssen hat unlängst einen neuen Höhepunkt erreicht. Auf die Beschwerden des US-Finanzministeriums und des IWF folgte eine wahre Lawine von Kommentaren keynesianischer (zumeist angelsächsischer) Beobachter. Im Rahmen des Verfahrens bei makroökonomischen Ungleichgewichten hat die EU hierzu sogar eine Untersuchung gestartet.

Die Kritik zielt dabei alternativ auf die Leistungsbilanzüberschüsse oder die Kapitalbilanzdefizite ab, die aus den umfangreichen Kapitalexporten resultieren. Beide sind Teile der Zahlungsbilanz, wobei das Prinzip der doppelten Buchführung erfordert, dass einem Überschuss auf der einen Seite ein ebenso großes Defizit auf der anderen Seite gegenübersteht (unter der Annahme, dass die Devisenbilanz der Zentralbank gleich Null ist).

$$\text{Leistungsbilanz} + \text{Kapitalbilanz} = 0$$

Überschüsse in der Leistungsbilanz stellen die einzige Möglichkeit für eine Volkswirtschaft dar, über die heimischen Investitionen hinausgehende Ersparnisse zu bilden:

$$\text{Leistungsbilanz} = \text{Ersparnisse} - \text{Investitionen}$$

Die Überschüsse müssen in Form von Kapitalexporten im Ausland angelegt werden. Obwohl es aus Gründen der Logik unmöglich ist, aus buchhalterischen Identitäten die Richtung von kausalen Beziehungen abzuleiten, wird dies jedoch häufig getan, was in der Behauptung gipfelt, dass deutsche Kapitalexporte die Zielländer zu exzessivem Konsum "gezwungen haben".

In offenen Volkswirtschaften sind Leistungsbilanzungleichgewichte ein normales Phänomen. Diese Ungleichgewichte können zyklischer (divergierende Einkommensentwicklung) oder struktureller Natur sein, auf der (Nicht-)Verfügbarkeit bestimmter Güter (z.B. Öl) oder auf unterschiedlichen Stufen der wirtschaftlichen Entwicklung sowie auf demographischen Faktoren basieren.

Im Folgenden analysieren wir die wichtigsten von den Kritikern vorgebrachten Argumente. Obwohl diese aufgrund der Identitäten miteinander verwoben sind, wenden wir uns zunächst den die Leistungsbilanz betreffenden Argumenten zu, anschließend denjenigen der Kapitalbilanz. Aus zugegebenermaßen deutscher Perspektive halten die meisten Argumente einer ökonomischen Analyse nicht stand. Vielmehr scheinen sie durch den Versuch motiviert, die Anpassungskosten für die Wiederherstellung des Gleichgewichts innerhalb der EWU und in gewissem Maße auch global auf Deutschland abzuwälzen.

Zunächst aber ein Blick auf die Fakten:

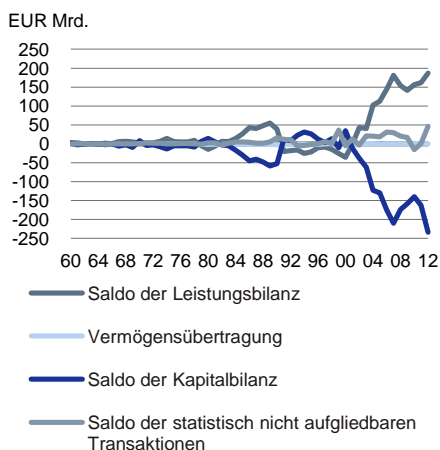
**Fakt 1:** Mit 7% des BIP oder EUR 187 Mrd. verzeichnete Deutschland 2012 einen der höchsten Leistungsbilanzüberschüsse der Welt. Für 2013 wird ein Überschuss in ähnlicher Höhe erwartet. Unter den Industriestaaten hatten nur die Schweiz (11%), das öllexportierende Norwegen (14%) und die Niederlande (10%) höhere Überschüsse.

**Fakt 2:** Der Leistungsbilanzüberschuss im Jahr 2012 geht hauptsächlich auf den Handelsbilanzüberschuss in Höhe von 7,1% des BIP zurück.

**Fakt 3:** Dem Leistungsbilanzüberschuss stehen (etwa) gleich hohe Kapitalbilanzdefizite gegenüber, was Deutschland zu einem bedeutenden internationalen Gläubiger macht. Im Laufe der Zeit hat Deutschland im Ausland Nettovermögenswerte in Höhe von EUR 1,2 Billionen oder ca. 44% des BIP angehäuft (Q2

Komponenten der Zahlungsbilanz

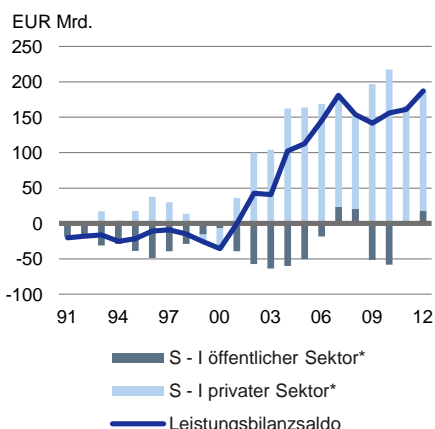
2



Quelle: Deutsche Bundesbank

Deutschland: Öffentliche und private Nettoersparnis & Leistungsbilanz

3



\*) Sparen minus Investitionen

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

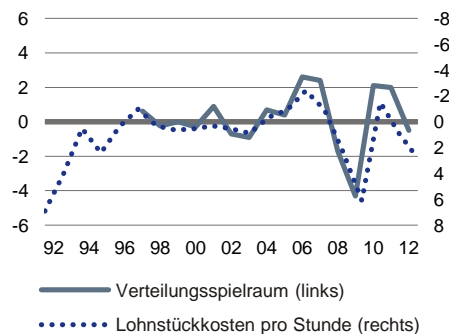


## Deutsche Leistungsbilanzüberschüsse – Kritik nicht stichhaltig

Löhne stiegen in etwa mit der Produktivität und der Inflation

4

%-Punkte (links), % gg. Vj. (rechts)



Verteilungsspielraum (-) überzogen (+) nicht ausgeschöpft;  
(Veränderung der beschäftigungsbereinigten Grenzproduktivität der Arbeit + BIP-Deflator) - Tarifföhne je Stunde

Quellen: SVR, Statistisches Bundesamt

2013). Unter vergleichbaren fortgeschrittenen Volkswirtschaften wurde dieses Niveau 2012 nur noch von Japan (57%) und den Niederlanden (55%) übertroffen.

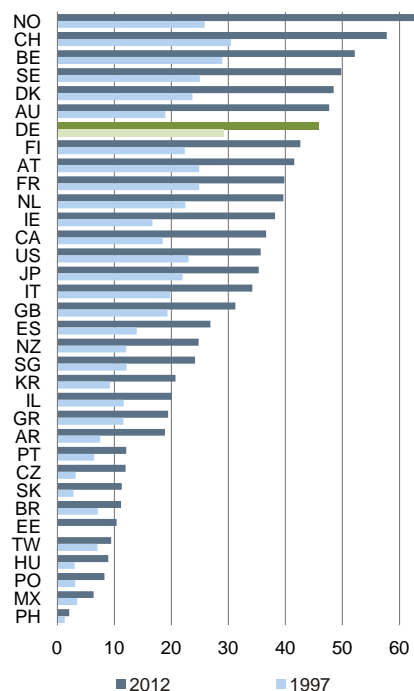
**Fakt 4:** Die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse sind heute stärker diversifiziert. 2012 entfielen 31% des deutschen Leistungsbilanzüberschusses auf die EWU, 19% auf die USA, 15% auf Asien (ohne China) und jeweils 12% auf europäische Nicht-EWU-Mitglieder sowie den amerikanischen Kontinent (ohne USA). Der Anteil der EWU entspricht derzeit in etwa dem des Jahres 2002 und ist nur noch halb so hoch wie im Jahr 2008, als mit 62% ein Rekordstand erreicht wurde. Während das deutsche Defizit gegenüber China deutlich gefallen ist, haben sich die Überschüsse gegenüber den übrigen Ländern Asiens stark ausgeweitet. Der bilaterale Überschuss gegenüber den USA ging von 63% des gesamten Leistungsbilanzüberschusses im Jahr 2002 auf 19% zurück.

## Die Argumente im Einzelnen:

Arbeitskosten je Stunde

5

USD, August 2013



Quelle: U.S. Bureau of Labor Statistics

Deutschland lebt "auf Kosten anderer" und überschwemmt die Welt mit seinen Produkten

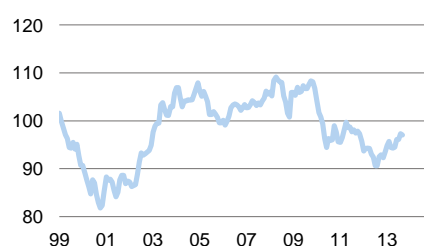
**Argument:** Als Konsequenz einer "unfairen" deutschen Lohnzurückhaltung haben die Reallöhne in Deutschland jahrelang stagniert, so dass die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands erheblich stieg und so "Arbeitslosigkeit exportiert" wurde.

**Nein:** Die Löhne auf dem deutschen Arbeitsmarkt werden durch privatwirtschaftliche Verträge bestimmt und nicht durch Politiker festgesetzt. Die deutschen Lohnstückkosten waren seit den späten 1990er Jahren bis zur Mitte der 2000er Jahre weitgehend unverändert, da die Löhne mehr oder weniger parallel zur Produktivität und dem allgemeinen Preisniveau anstiegen – eine Orientierungsgröße, wie sie z.B. vom Sachverständigenrat vorgeschlagen wurde. Insbesondere von Beginn bis zur Mitte der 2000er Jahre bedeutete dies niedrige Lohnzuwächse bei geringer Produktivität. Dies steht in krassem Gegensatz zu der Entwicklung in einigen Peripherieländern, wo die Reallöhne erheblich schneller anstiegen als die Produktivität, was die Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder beeinträchtigte (so stiegen die Lohnstückkosten in Spanien um 3,0% p.a. an). Zudem muss die Lohnzurückhaltung in Deutschland im Kontext des übermäßigen Lohnanstiegs der Boomjahre nach der Wiedervereinigung sowie der 5 Millionen Arbeitslosen im Jahr 2005 gesehen werden (Arbeitslosenquote 11,1 %). Seit 2010 lag der Lohnanstieg über dem Produktivitätswachstum, was zu einer Erhöhung der Lohnstückkosten von durchschnittlich 1% führte (2010-2012). Seit 2012 sind die Lohnstückkosten um 2,6% (gg. Vj.) gestiegen, was die gute Situation des deutschen Arbeitsmarkts widerspiegelt und ein Element des markt-basierten Anpassungsprozesses darstellt. Auf USD-Basis betragen die deutschen Arbeitskosten je Stunde im Jahr 2012 USD 45,79 und gehörten damit weltweit zu den Höchsten (Rang 7).

EUR: Realer effektiver Wechselkurs

6

Gegenüber 40 Handelspartnern,  
Index Q1 1999=100



Quelle: EZB

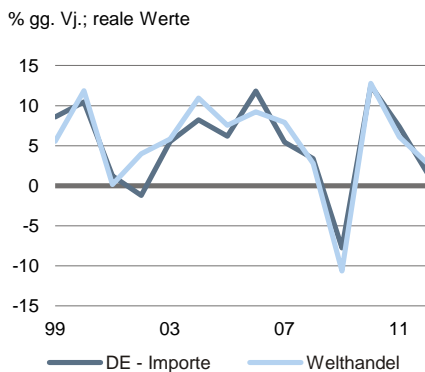
Der schwache Euro bietet Deutschland einen unfairen Vorteil

**Argument:** Die Überschüsse würden normalerweise zu einer Aufwertung der Währung führen, was die Wettbewerbsfähigkeit dämpfen und so die Exportüberschüsse verringern würde. Dies wird verhindert, da der Euro-Wechselkurs durch die Problemländer geschwächt wird.



## Deutsche Leistungsbilanzüberschüsse – Kritik nicht stichhaltig

Deutsche Importe im Gleichlauf mit dem Welthandel 7



**Nein:** Der Euro wird auf dem Markt bewertet. Deutschland kann seinen Wert nicht manipulieren, da dies außerhalb des Verantwortungsbereichs der deutschen Politik liegt. Der Euro (auf handelsgewichteter Basis) wird zudem aktuell zu seinem langfristigen Durchschnittsniveau gehandelt; angesichts des schwachen Wachstums im Euroraum kann dies kaum als zu niedriger Wechselkurs bezeichnet werden. Zugegeben, würde Deutschland noch über eine eigene Währung verfügen, wäre diese vermutlich stärker; sie wäre aber in der ersten Hälfte der 2000er-Jahre auch schwächer gewesen, als Deutschland der "kranke Mann Europas" war. Innerhalb der Eurozone kann eine Aufwertung der deutschen Währung nur durch eine interne Abwertung in den Peripheriestaaten (über niedrigere Löhne/Preise) geschehen. Alternativ dazu – wie von Deutschlands Kritikern herausgestellt – könnte die deutsche Inflation beträchtlich über den EWU-Durchschnitt steigen und damit die Anpassungskosten auf die deutschen Konsumenten und Sparer abwälzen.

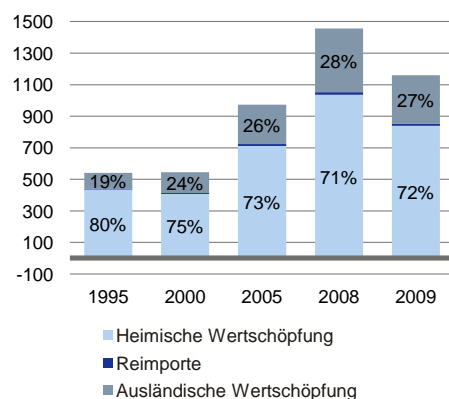
Insgesamt ist die auf den deutschen Export abzielende Kritik nicht überzeugend. Es gibt keine Hinweise darauf, dass Deutschland seine preisliche Wettbewerbsfähigkeit manipuliert. Zudem basiert der Erfolg deutscher Produkte auf der individuellen Entscheidung von Millionen ausländischer Verbraucher und Unternehmen. Neben der preislichen Wettbewerbsfähigkeit spielen dabei auch nicht-preisliche Faktoren, wie Qualität, Flexibilität und Service, eine entscheidende Rolle.

### Deutschland importiert zu wenig

**Argument:** Die Binnennachfrage in Deutschland war zu schwach, da i) Verbraucher und ii) öffentliche und private Investoren zu wenig Ausgaben in Deutschland getätigt und damit zur Importschwäche beigetragen haben.

Großer Anteil deutscher Exporte sind importierte Zwischenprodukte 8

Anteil der heimischen und ausländischen Wertschöpfung deutscher Exporte (%); USD Mrd.

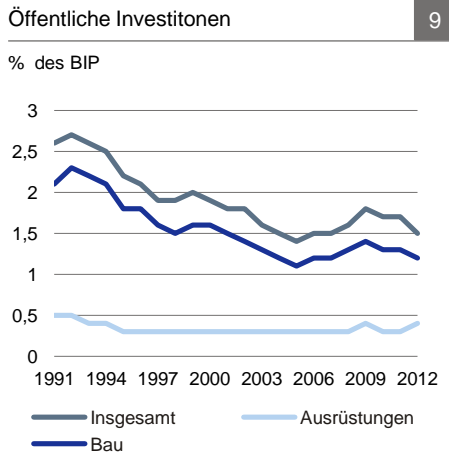


**Nein:** Deutschland ist nicht nur einer der weltweit größten Exporteure, sondern auch einer der wichtigsten Importeure. Seit der Einführung des Euro sind die deutschen Importe (Güter und Dienstleistungen) im Durchschnitt um 5,2% p.a., die Exporte um 6,3% und der Welthandel um 5,5% gestiegen. Im Jahr 2012 lag der Export bei 52% und der Import bei 46% des BIP. Dies ist der höchste Importanteil unter den großen Volkswirtschaften (USA: 17%; Frankreich: 30%). Zudem weist Deutschland mit 2,5 eine der höchsten Importelastizitäten unter den großen Industrienationen auf. Dies bedeutet, dass sich eine Beschleunigung des deutschen Wirtschaftswachstums um 1% in einem Anstieg der Importe um 2,5% niederschlägt. Allerdings fließt ein wachsender Anteil dieser Importe in die deutschen Exporte, d.h. nicht in die heimische Absorption. Der Anteil der ausländischen Wertschöpfung an den deutschen Exporten ist zwischen 1995 und 2008 von 19% auf 28% gestiegen, so dass vom deutschen Exporterfolg auch andere Länder profitieren.

- i. Zwischen 2002 und 2012 stieg der private Verbrauch durchschnittlich um 0,7% (real). Zwar ist dies im historischen und internationalen Vergleich ein schwacher Anstieg, er entsprach jedoch dem Wachstum der realen verfügbaren Einkommen (0,6% p.a.). Das unterdurchschnittliche Wachstum stammt primär aus der ersten Hälfte dieses Zeitraums, als die hohe Arbeitslosigkeit, die fiskalische Konsolidierung und der zunächst negative Effekt der Hartz-Reformen ihre Spuren hinterließen. Ab 2006 belebte sich der private Verbrauch auf gut 1% p.a. – im Einklang mit dem Produktivitätswachstum und trotz einer leicht schrumpfenden Bevölkerung (-0,1% p.a.).
- ii. Die privaten Investitionen waren von 2002 bis 2012 mit einem Anstieg von lediglich 0,7% p.a. eher schwach. Dies ist zum großen Teil auf die geringen Bauinvestitionen (-0,2%) zurückzuführen, aber auch der Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen (1,5%) lag unter seinem langfristigen Durchschnitt von ca. 3%. Dabei dürfen jedoch einige besondere Faktoren nicht übersehen

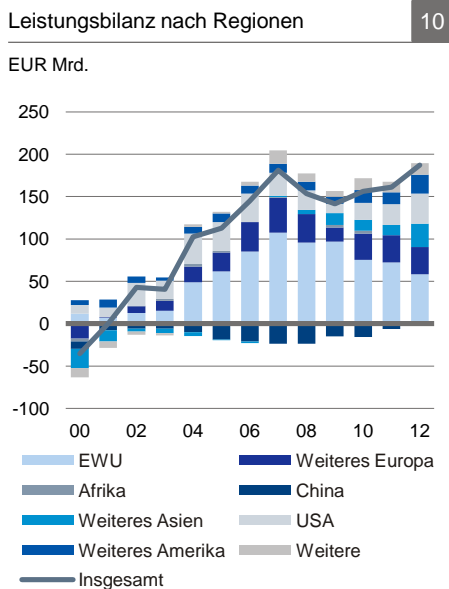


## Deutsche Leistungsbilanzüberschüsse – Kritik nicht stichhaltig

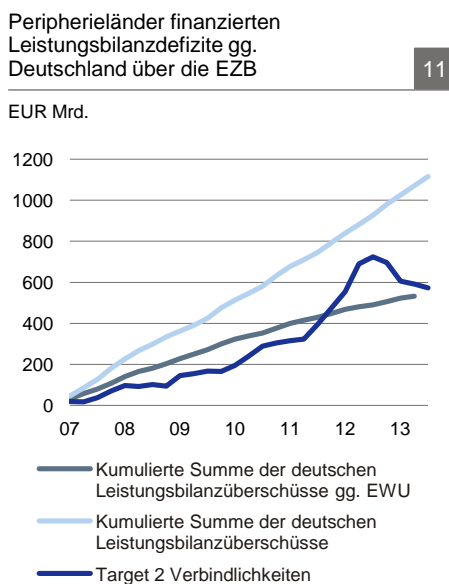


werden. Nach dem Platzen der "New Economy"-Blase sorgte die Bilanzkonsolidierung im Unternehmenssektor für einen massiven Rückgang (2001-2003). 2009 gingen die Investitionen aufgrund der globalen Rezession um 24% zurück, und 2012 führte die durch die Euro-Krise gestiegene Unsicherheit zu einer erneuten Schrumpfung (-4,5%). In "normalen" Jahren wiesen die Investitionsausgaben ein solides Wachstum auf. In jedem Fall sind die privaten Investitionsausgaben dagegen Ergebnis individueller Entscheidungen deutscher Unternehmen. Es wäre anmaßend zu unterstellen, dass auf Gewinnsteigerung ausgerichtete Unternehmen absichtlich Investitionschancen ungenutzt ließen.

Daher hat sich die Diskussion auf die öffentlichen Investitionen (z.B. von der Europäischen Kommission) konzentriert, die zwischen 2002 und 2012 um 0,7% p.a. zurückgegangen waren. Dies wiederum lässt sich auf sinkende Bauinvestitionen (-1,8%) zurückführen. Die öffentlichen Ausrüstungsinvestitionen, die im Hinblick auf Wachstumseffekte wohl relevanter sind, nahmen in Deutschland sogar um 4,2% zu und damit stärker als in vielen anderen Ländern. Die Tatsache, dass die gesamten öffentlichen Investitionen im Verhältnis zum BIP unter denen der meisten vergleichbaren Länder liegt, ist primär auf die Tatsache zurückzuführen, dass Deutschland keinen Immobilienboom erlebte, so dass die Preisentwicklung bei den Infrastrukturinvestitionen eher gedämpft war.



Dennoch ist der Anteil der öffentlichen Investitionen am BIP in den letzten 10 Jahren gefallen (von 2 ¼% in den 1990er Jahren auf 1,6% im Jahr 2012). Ein wichtiger Grund hierfür sind die umfangreichen öffentlichen Ausgaben, die aufgrund des hohen Nachholbedarfs in Ostdeutschland nach der Wiedervereinigung in den 1990er Jahren getätigt wurden und mittlerweile ausgelaufen sind. Der verstärkte Fokus auf die neuen Bundesländer hat in den alten Bundesländern dazu geführt, dass notwendige Investitionen vernachlässigt wurden. Der Sachverständigenrat beziffert die zusätzliche Nachfrage auf etwa EUR 4 Mrd. p.a. und hält Beträge von EUR 100 Mrd. oder sogar mehr, die auf fragwürdigen Schätzmethode basieren, für überzogen. Des Weiteren betonen die Experten, dass keine klare Evidenz für nachhaltige Wachstumseffekte öffentlicher Investitionen existiert. Zudem spielen Sättigungseffekte bei der niedrigen Investitionsquote eine Rolle. Letztendlich kann eine gewisse Reduzierung des öffentlichen Kapitalstocks angesichts sinkender Bevölkerungszahlen durchaus sinnvoll sein. Eine schuldenfinanzierte Ausweitung der öffentlichen Investitionen könnte zudem eine ricardianische Reaktion der deutschen Steuerzahler auslösen. Im Gegensatz dazu gibt es in den Peripherieländern jedoch zahlreiche Hinweise darauf, dass die Erhöhung der Staatsausgaben vor allem auf Klientelpolitik zurückging.



### Eine höhere deutsche Binnennachfrage reduziert die Anpassungskosten der Peripherieländer

**Argument:** Maßnahmen zur Konjunkturankurbelung in Deutschland (expansive Fiskalpolitik, höhere Löhne und Investitionsausgaben) könnten die Peripherieländer auf ihrem Weg aus der Rezession unterstützen. Dies stellt quasi die Übersetzung der zuvor genannten Kritik, Deutschland importiere zu wenig Güter, in einem normativen Ansatz dar.

**Nein:** Die Wirkung eines deutschen Konjunkturprogramms hätte äußerst geringe Übertragungseffekte auf die Peripherieländer und wäre unter Konjunktur- und längerfristigen Nachhaltigkeitsgesichtspunkten für Deutschland kontraproduktiv. Konjunkturprogramme, die zu einer Erhöhung des deutschen BIP um ca. 1% führen, würden die Leistungsbilanzen der Peripherieländer über höhere deut-



## Deutsche Leistungsbilanzüberschüsse – Kritik nicht stichhaltig

sche Importe und höhere Reiseausgaben bestenfalls um nur 0,1% des BIP verbessern.

Politisch induzierte Lohnerhöhungen – z.B. die Einführung eines Mindestlohns – (über Produktivität + Inflationsrate) hätten negative Beschäftigungseffekte zur Folge, insbesondere in Ostdeutschland.

Während die auf die Stärkung der Binnennachfrage abzielenden Maßnahmen aller Voraussicht nach kontraproduktiv wirken dürften, sind auf die Angebotsseite der Volkswirtschaft abzielenden Maßnahmen dagegen zu befürworten. Modellberechnungen der OECD aus dem Jahr 2009 deuten darauf hin, dass die Wachstumsrate der Arbeitsproduktivität in Deutschland in einem Zeitraum von zehn Jahren um 1 Prozentpunkt pro Jahr (!) steigen könnte, wenn Deutschland die beste international verfügbare Regulierungspraxis für jedes einzelne Segment seines Dienstleistungssektors einführen würde. Die OECD räumt allerdings ein, dass kein Land diese optimale Situation erreicht hat. Die – durchaus beeindruckenden – erzielbaren Verbesserungen stellen sicherlich das absolute Maximum dessen dar, was erreicht werden könnte. Die langfristigen Auswirkungen auf die Leistungsbilanz sind abhängig davon, in welchem Ausmaß die Produktivitätszuwächse auf die Arbeitseinkommen durchschlagen. Dies könnte durchaus zu einer weiteren Verbesserung der deutschen Wettbewerbsfähigkeit führen.

### Deutscher Leistungsbilanzüberschuss verhindert Anpassungen in den Peripheriestaaten

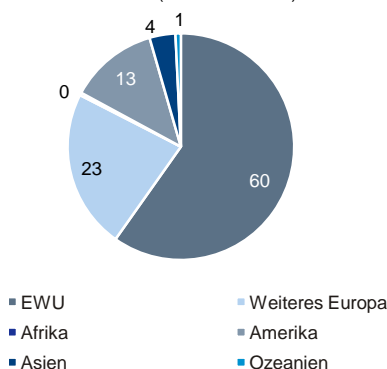
**Argument:** Der Druck von Seiten des deutschen Exports verhindert eine rasche Anpassung der Importe in den Ländern der Peripherie und dämpft deren Chancen auf Drittmärkten.

**Nein:** Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss gegenüber anderen EWU-Staaten hat sich seit 2007 drastisch verringert; damals belief er sich noch auf 4,4% des BIP bzw. auf mehr als die Hälfte des gesamten Überschusses von 7,4%. Seitdem hat sich der Überschuss gegenüber der EWU jedoch auf 2,2% des BIP halbiert (2012) und wurde weitgehend von der EZB finanziert (Target2), während der Gesamtüberschuss nahezu unverändert blieb. Obwohl eine zu starke Konzentration auf bilaterale Ungleichgewichte irreführend sein kann, da diese zu einem Großteil auf strukturelle Faktoren zurückgehen, sollte erwähnt werden, dass sich der deutsche Leistungsbilanzüberschuss gegenüber Spanien von über EUR 30 Mrd. im Jahr 2007 auf unter EUR 10 Mrd. im Jahr 2012 verringert hat. Die Anpassungen gegenüber der EWU erfolgten durch geringere deutsche Warenexporte (-3%) in die übrigen EWU-Mitgliedstaaten sowie deutlich gestiegene deutschen Importe (+11%) aus der EWU.

Deutsche Kapitalanlagen im Ausland

12

Kumulierte Summe der dt. Kapitalanlagen im Ausland seit Q1 2000 (EUR 4209 Mrd.)



Quellen: Deutsche Bundesbank, DB Research

### Übermäßig hohe deutsche Ersparnisse zwingen die Peripherieländer in die Verschuldung

**Diese These trifft nicht zu.** Die buchhalterische Identität impliziert, dass sich ein deutscher Überschuss im Defizit eines anderen Landes widerspiegeln muss. Man kann jedoch keinerlei kausale Beziehungen aus einer Identität ableiten. Aus mikroökonomischer Sicht kann ein potenzieller Kreditgeber jedoch kaum einen anderen zur Aufnahme eines Kredits zwingen. Deshalb ist die übermäßig hohe Kreditaufnahme der Peripheriestaaten wohl auf die dortigen nicht tragfähigen makroökonomischen Rahmenbedingungen zurückzuführen. Aus makroökonomischer Sicht trug die schwache inländische deutsche Nachfrage zwischen 2001 und 2005 allerdings dazu bei, dass die EZB ihre Geldpolitik expan-



## Deutsche Leistungsbilanzüberschüsse – Kritik nicht stichhaltig

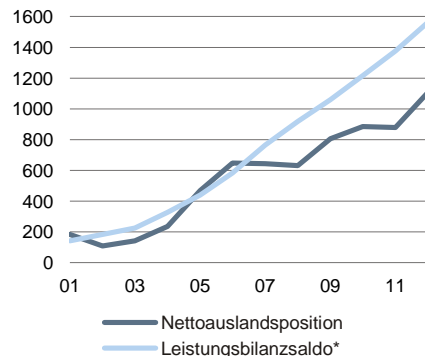
siv ausrichtete, was zu negativen Realzinsen in den Peripherieländern führte und die Verschuldung begünstigte.

### Deutschland investiert seine Überschüsse in verlustbringende Aktiva und trägt zu Blasenbildungen anderswo bei ("stupid money")

Deutschland: Leistungsbilanz & Nettoauslandsposition

13

EUR Mrd.



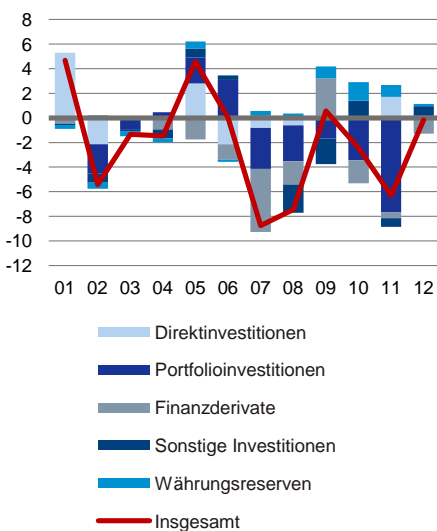
\*) Kumuliert seit 1956

Quellen: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt

Deutschland: Wertentwicklung der Nettoauslandsvermögen

14

% BIP



Quellen: Deutsche Bundesbank, DB Research

**Ja, aber:** Dieses Argument scheint durch empirische Belege Unterstützung zu erhalten (US Subprime-Krise, Abschreibungen auf Anleihen der Peripherie, Automobilhersteller). Eine Beweisführung auf statistischer Basis ist weitaus schwieriger. Die Subtraktion der seit 1956 akkumulierten deutschen Leistungsbilanzüberschüsse (EUR 1.564 Mrd.) von der deutschen Nettoauslandsposition (EUR 1.107 Mrd.) ergibt eine Differenz von EUR 457 Mrd., was ein Indikator für Deutschlands Kapitalverluste im Ausland sein könnte. Diese Überschlagsrechnung basiert allerdings auf verschiedenen Daten- und Berechnungsgrundlagen und wird durch Wechselkursschwankungen beeinflusst. Der deutsche Beitrag zu den Immobilienpreisblasen in Spanien, von den USA ganz zu schweigen, ist sicherlich vernachlässigbar.

Eine Analyse zeigt, dass von den Bewertungsverlusten hauptsächlich Portfolioinvestitionen betroffen sind, und diese Verluste vor allem seit 2007 infolge der globalen Finanzkrise und der anschließenden europäischen Staatsschuldenkrise angehäuft wurden. Dies ist kaum überraschend, da der Euro-Währungsraum (60%) und die USA (13%) die wichtigsten Zielregionen für deutsche Kapitalexporte sind. Eine Unterteilung in Anleihen und Aktien zeigt, dass die eingetretenen Verluste weitgehend der Entwicklung der globalen Benchmarks (10J-Renditen in den USA bzw. MSCI) entsprachen. Zudem waren die Wertverluste auf das Auslandsvermögen kein deutsches Phänomen. Die obige Überschlagsrechnung ergibt sogar noch größere Verluste für Frankreich.

Es ist schwer zu verstehen, warum Ausländer die Deutschen beschuldigen, ihre Auslandsaktiva zu stark überbewerteten Preisen zu kaufen, da sie massiv von dem Transfer profitieren. Wenn das Geld dagegen – was vernünftiger gewesen wäre – in Deutschland investiert worden wäre, hätte dies die deutsche Produktivität weiter erhöht.

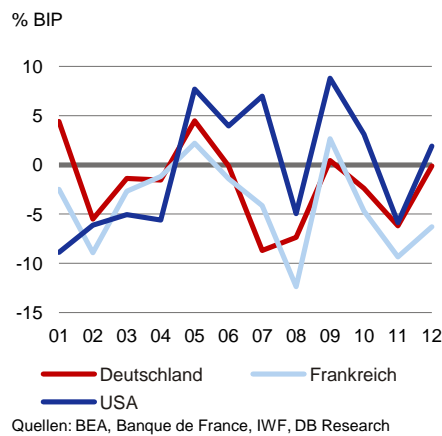
Außerdem ist es für eine alternde Gesellschaft rational, ihre Ersparnisse in jüngere und dynamischere Volkswirtschaften zu investieren, was natürlich Risiken mit sich bringt. In diesem Zusammenhang könnten die deutschen Direktinvestitionen in Osteuropa als Vorbild dienen, die den dortigen Aufholprozess zum Westen unterstützten. Wenn die deutschen Überschüsse als Direktinvestitionen ihren Weg in die Peripherieländer der Eurozone finden würden anstatt wie in der Vergangenheit übertriebenen staatlichen und privaten Konsum dort zu finanzieren, könnte dies in diesen Ländern nicht nur die heimische Investitionsschwäche teilweise ausgleichen sowie die Produktivität erhöhen, sondern auch die Diskussionen über die Rückführung der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse beenden. Voraussetzungen dafür sind aber weitere Strukturreformen in diesen Ländern.



## Deutsche Leistungsbilanzüberschüsse – Kritik nicht stichhaltig

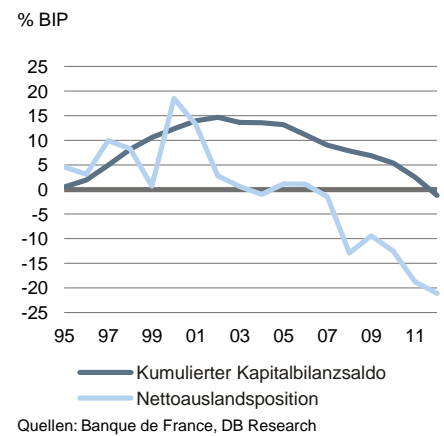
Wertveränderung der Nettoauslandsvermögen

15



Frankreich: Kapitalbilanz & Nettoauslandsposition

16

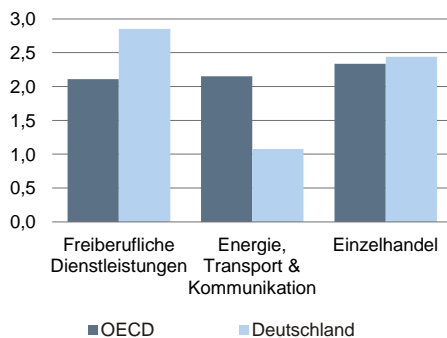


## Fazit

Produktmarktregulierungen

17

Skala von 0 bis 6 (je höher der Wert desto strenger die Regulierung)



Die Argumente, die gegen die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse vorgebracht werden, sind nicht überzeugend. Da es kaum Anzeichen dafür gibt, dass Deutschland relevante Parameter manipuliert, ist davon auszugehen, dass die Überschüsse das Ergebnis individueller Entscheidungen weitgehend privater Akteure in Deutschland und im Ausland sind. Politiker und Kommentatoren können unzufrieden mit dem Ergebnis sein, sollten aber nicht Deutschland beschuldigen, sondern betonen, dass die Peripherieländer ihre Wettbewerbsfähigkeit weiter verbessern müssen. Die internationalen Kritiker dürften die im Koalitionsvertrag vereinbarten Umverteilungsmaßnahmen freudig aufgreifen, obwohl ihr Einfluss auf die Leistungsbilanz – sogar auf kurze Sicht – wahrscheinlich marginal ist. Bedauerlicherweise sind auf der Angebotsseite keine geeigneteren Maßnahmen, insbesondere für den Dienstleistungssektor, angekündigt worden. Noch schlimmer: Die höheren Mindestlöhne und steigenden Sozialversicherungsbeiträge werden mittelfristig eine Belastung für die inländische Wirtschaft darstellen und sich damit negativ auf das deutsche Importwachstum auswirken.

Heiko Peters (+49 69 910-21548, heiko.peters@db.com)

Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)

© Copyright 2013. Deutsche Bank AG, DB Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

Print: ISSN 2198-1329 / Internet/E-Mail: ISSN 2198-1345