

Leistungsbilanz: Viel Lärm um Nichts?

AUTOR

Patrick Franke
Telefon: 0 69/91 32-47 38

research@helaba.de

REDAKTION

Dr. Stefan Mitropoulos

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

Alle reden derzeit über die Leistungsbilanz – von Donald Trump bis zu Emmanuel Macron. War vor zehn Jahren noch das scheinbar maßlos zunehmende Defizit der USA Zielscheibe der Kritik, steht nun Deutschland für seine Überschüsse international am Pranger. Wir erklären das Konzept der Zahlungsbilanzstatistik, liefern einige Fakten zur aktuellen Lage und räumen mit ein paar Mythen auf – zum Beispiel, dass Deutschland „Exportweltmeister“ ist.

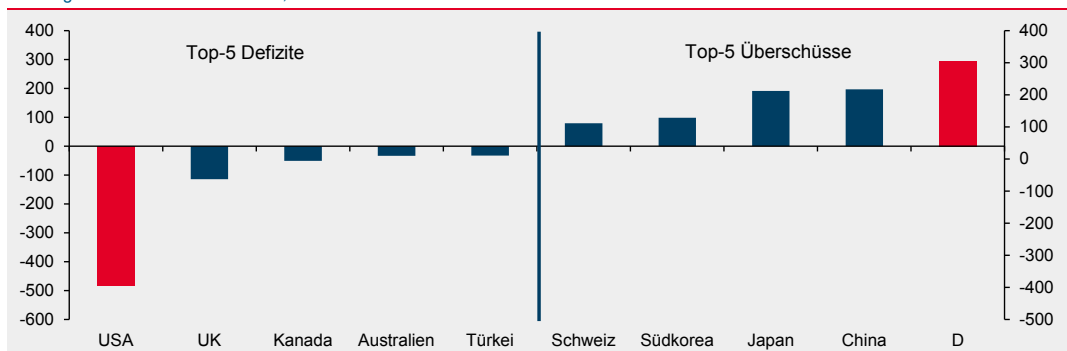
Normalerweise ist die Leistungsbilanz ein recht obskures statistisches Konzept, dessen reine Erwähnung Laien zum Gähnen reizen kann. Aktuell steht das so genannte außenwirtschaftliche Gleichgewicht (oder seine Abwesenheit) aber im Mittelpunkt einer äußerst kontroversen Diskussion in der Politik, zwischen Ökonomen und an den Finanzmärkten – mehr noch als am Höhepunkt der Debatte über die „globalen Ungleichgewichte“ in den Jahren vor der Finanzkrise (Schlagworte: „Sparschwemme“ und „Die USA brauchen jeden Tag 1,5 Mrd. Dollar Auslandskapital!“).

Erstens sieht US-Präsident Trump den Leistungsbilanzsaldo als ein geeignetes Maß dafür, inwiefern „perfide“ Ausländer im Welthandel „die Amerikaner über den Tisch ziehen“. Zweitens steht Deutschland bei der EU, bei vielen Nachbarn und zunehmend auch global am Pranger für seinen „unangemessenen Überschuss“. Nach einer Lesart reflektiert der hohe Überschuss eine zu schwache Binnennachfrage in Deutschland, einen zu niedrigen (realen) Wechselkurs und letztlich ein parasitäres Verhalten Deutschlands, das „auf Kosten“ des Rests der Welt lebt und/oder Deflation exportiert. In der Extremvariante ist es sogar mit dem Vorwurf verbunden, dies sei eine neue Methode der Deutschen, sich die Vorherrschaft in Europa zu sichern. Der deutsche Überschuss ist gleichzeitig allerdings auch Anlass für unangebrachtes Brustklopfen hier bei uns und für die zuletzt wieder vermehrt zu hörende – und falsche – Aussage, Deutschland sei „Exportweltmeister“.

In dieser Publikation erklären wir, was die Leistungsbilanz eigentlich ist, welche Faktoren sie bestimmen, wie aussagekräftig sie ist und welche politischen Schlussfolgerungen sich sinnvollerweise aus einem Defizit oder Überschuss ableiten lassen. Auf dieser Basis erläutern wir dann, wieso die Kritik an den deutschen Überschüssen (größtenteils) unberechtigt ist, warum wir Weltmeister in einer Disziplin sind, die es nicht unbedingt zu feiern gilt, wieso Donald Trump auch bei diesem Thema mit seiner Argumentation auf dem Holzweg ist und dass seine Politik voraussichtlich eher zu größeren als zu kleineren US-Defiziten führen wird. Sad!

Deutschland und USA als Extremwerte

Leistungsbilanzsalden im Jahr 2016, Mrd. Dollar

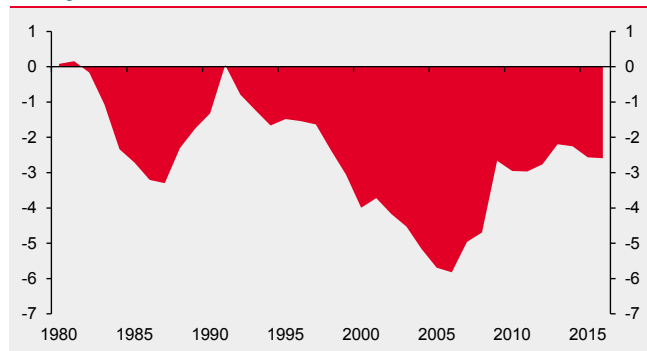


Quellen: IWF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Rote Zahlen seit über 35 Jahren

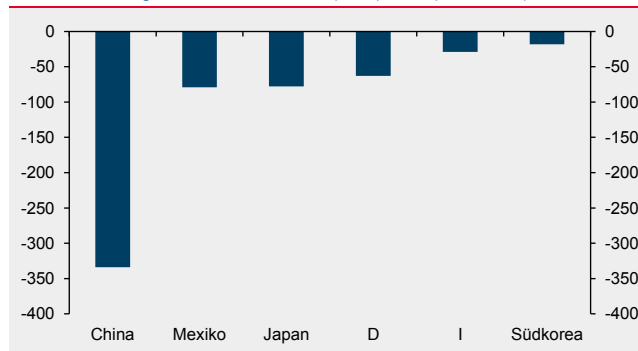
Leistungsbilanzsaldo der USA, % am BIP



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

„Enemies of Trump“: China, Mexiko, Deutschland, ...

Bilaterale Leistungsbilanzsalden der USA (2016) mit... (Mrd. Dollar)



Quellen: BEA, Helaba Volkswirtschaft/Research

Leistungsbilanzsalden: Ein paar Fakten

Hintergrund der aktuellen Diskussion um die außenwirtschaftlichen Gleichgewichte ist einmal die protektionistische Grundhaltung der neuen US-Regierung, die in Defiziten und Überschüssen klare Evidenz für unfaires Verhalten (seitens der Anderen) sieht. Zwar erreicht der Fehlbetrag in der US-Leistungsbilanz gemessen an der Größe der Wirtschaft derzeit bei weitem nicht mehr das Niveau wie vor der Finanzkrise. In absoluten Dollarzahlen ist er jedoch nach wie vor beträchtlich (2016: rund 490 Mrd. Dollar). Donald Trump und manche seiner Berater interpretieren dies als durch das Ausland gestohlenen Output, der die USA Jahr für Jahr in erheblichem Umfang Wachstum kostet und auch den zuletzt verhaltenen Wachstumstrend von rund 2 % erklärt. Die Existenz des Defizits wird zudem als Beweis für eine Überbewertung des Dollar interpretiert – d.h. andere Länder machen den USA unfaire Konkurrenz durch ihre „unterbewerteten“ Währungen. Neu ist der verstärkte Fokus auf bilaterale statt globale Salden – hier stehen aus US-Sicht neben China und Mexiko vor allem Japan und Deutschland in der Kritik.

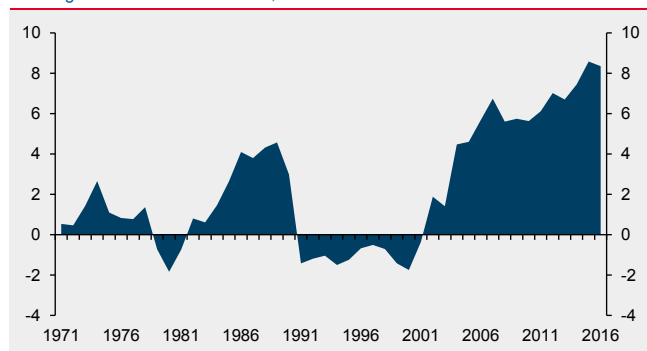
Deutschland: Zielscheibe
der Kritik

Auf dieser Seite des Atlantiks ist Deutschland seit einiger Zeit im Fadenkreuz einer EU-Prozedur („Scoreboard“), die makroökonomische Ungleichgewichte identifizieren soll und uns regelmäßig einen „übermäßigen Überschuss“ (d.h. größer als 6 % am BIP) attestiert. Tatsächlich lag der Saldo 2016 sogar bei 8,3 % am BIP (261 Mrd. Euro). Zwar gibt es viele Länder, die relativ gesehen noch deutlich höhere Salden ausweisen (z.B. die Schweiz mit rund 11 % am BIP). Absolut betrachtet war der deutsche Überschuss im vergangenen Jahr (in US-Dollar) aber der weltweit höchste. Schnelle Änderung ist nicht in Sicht. Auch für die Eurozone als Ganzes wird seit der Schuldenkrise ein Überschuss ausgewiesen – Tendenz steigend. Von den gut 3 % am Eurozonen-BIP im Jahr 2016 kamen allerdings rund zwei Drittel aus Deutschland.

Viele reden derzeit über die Leistungsbilanz, aber ist all jenen eigentlich klar, was das genau ist?

Deutschland: Aufwärtstrend seit Euro-Einführung

Leistungsbilanzsaldo Deutschland, % am BIP

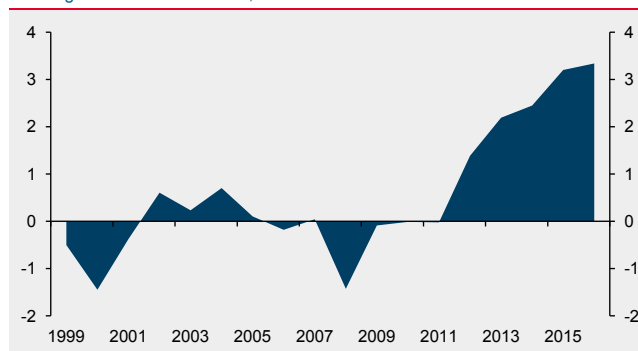


Daten vor 1991 beziehen sich auf das frühere Bundesgebiet.

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Am deutschen Wesen...

Leistungsbilanzsaldo Eurozone, % am BIP



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zahlungsbilanz für Einsteiger

Kurz gesagt ist das statistische Konzept der Zahlungsbilanz der Versuch, die extrem komplexen grenzüberschreitenden Wirtschaftsbeziehungen zwischen Millionen einzelnen Entscheidern in einem einheitlichen Zahlensystem zu erfassen. Dies erfolgt in der Form von „Bilanzen“, die aber eher den aus dem betriebswirtschaftlichen Rechnungswesen bekannten Buchungskonten entsprechen, da sie in erster Linie Fluss- und nicht Bestandsgrößen abbilden. „Zahlungsbilanz“ ist hierbei der Oberbegriff für die Leistungs- und Kapitalbilanz. Schauen wir uns dies einmal am Beispiel der Zahlen für Deutschland 2016 an.¹

Warenbilanz		Dienstleistungsbilanz	
Ausfuhr	1.195 Mrd. €	Einfuhr	923 Mrd. €
		Saldo:	271 Mrd. €
		Einnahmen	254 Mrd. €
		Ausgaben	277 Mrd. €
		Saldo:	-22 Mrd. €

Angaben gerundet. Quellen: Deutsche Bundesbank, Helaba Volkswirtschaft/Research

Warenbilanz dominiert

Innerhalb der Leistungsbilanz ist der größte Posten die Handels- oder Warenbilanz. Hier werden alle Exporte und Importe von Waren aufaddiert und dann saldiert. Deutschland hatte im letzten Jahr einen Überschuss von 271 Mrd. Euro, d.h. die Exporte überstiegen die Importe (einschl. der für die Produktion der Exporte verwendeten Vorleistungen) um diesen Betrag. Der zweite Hauptposten ist die Dienstleistungsbilanz. Sie umfasst nicht nur grenzüberschreitende Transaktionen zwischen Unternehmen und zwischen Verbrauchern und Unternehmen, sondern auch den Tourismussektor. Ausgaben für eine Auslandsreise werden als Dienstleistungsimport verbucht. Hier ist Deutschland dauerhaft im Minus, wir importieren also deutlich mehr Dienstleistungen als wir exportieren.

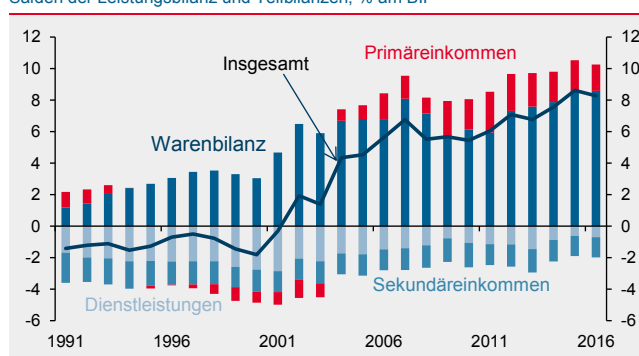
Etwas unübersichtlicher wird die Sache nun mit der dritten Teilbilanz, der Einkommens- oder Übertragungsbilanz. Hier werden grenzüberschreitende Transaktionen verbucht, die zu diversen recht heterogenen Kategorien zählen. Unter dem Oberbegriff Primäreinkommen fassen die Statistiker Kapitaleinkommen (Zinsen und Dividenden) und Arbeitseinkommen (z.B. Grenzgänger von Lörrach nach Basel) zusammen. Sekundäreinkommen sind unilaterale Übertragungen (z.B. Überweisungen von Gastarbeitern ins Heimatland, Entwicklungshilfe, Beiträge zum EU-Haushalt).

Einkommensbilanz			
Einnahmen aus Primäreinkommen	189 Mrd. €	Ausgaben für Primäreinkommen	137 Mrd. €
		Saldo:	52 Mrd. €
Einnahmen aus Sekundäreinkommen	65 Mrd. €	Ausgaben für Sekundäreinkommen	105 Mrd. €
		Saldo:	-40 Mrd. €
		Saldo insgesamt:	12 Mrd. €

Angaben gerundet. Quellen: Deutsche Bundesbank, Helaba Volkswirtschaft/Research

Deutschland: Dominanter Effekt der Handelsbilanz

Salden der Leistungsbilanz und Teilbilanzen, % am BIP



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Diese drei Teilbilanzen ergeben die Leistungsbilanz.² In Deutschland addieren sie sich auf einen nennenswerten Überschuss. Es wird aber noch komplizierter. Um das Prinzip der Zahlungsbilanz wirklich zu verstehen, muss nämlich auch die Kapitalbilanz betrachtet werden. Hier werden Finanzströme aller Art erfasst, die nicht Teil der Leistungsbilanz sind, also alle Änderungen von

¹ Dies ist eine grobe Vereinfachung. Die monatliche Veröffentlichung der Bundesbank ist fast 110 Seiten lang.

² Technisch gesehen gibt es in Deutschland noch die Teilbilanz „Vermögensänderung“, die z.B. Schenkungen und Schuldenerlasse erfasst. Sie ist aber von der Größenordnung her vergleichsweise unwichtig.

grenzüberschreitenden Forderungen und Verbindlichkeiten: Direktinvestitionen, Wertpapiertransaktionen und Bankkredite sowie die Veränderung der Währungsreserven der Bundesbank. Aus dieser Liste wird deutlich, wie vielfältig die Bestimmungsfaktoren des Kapitalbilanzsaldos sein können. Wichtig ist auch, dass hier doppelt saldiert wird: Zu- und Abgänge im Vermögen von Inländern sowie Zu- und Abgänge im Vermögen von Ausländern, jeweils bei in- und ausländischen Wertpapieren. Die zugrunde liegenden Bruttogrößen können bei der Interpretation der Salden durchaus relevant sein: Verkaufen oder kaufen Ausländer inländische Wertpapiere? Steigt das Bruttoauslandsvermögen oder nur das Nettoauslandsvermögen?

Die Zahlungsbilanz ist immer im Gleichgewicht

Da die Zahlungsbilanz insgesamt definitionsgemäß immer ausgeglichen ist, gilt: Abgesehen von einer statistischen „Rest“größe (2016: 31 Mrd. Euro) ist der Saldo der Leistungs- und der Kapitalbilanz stets vom absoluten Betrag her identisch, mit unterschiedlichen Vorzeichen. Daraus folgt – und dies ist vielleicht der wichtigste Satz in diesem Abschnitt: Ein Überschuss in der Leistungsbilanz bedeutet zwingend ein Defizit in der Kapitalbilanz und damit den Export von Kapital ins Ausland (= Aufbau von Auslandsvermögen). Umgekehrt bedeutet ein Leistungsbilanzdefizit, dass sich ein Land per Saldo im Ausland „verschuldet“ (= Zufluss von Kapital).³

Kapitalbilanz		Kapitalbilanz (negativ = Kapitalabfluss)	
Änderungen von Verbindlichkeiten von Inländern gegenüber Ausländern	Änderungen von Forderungen von Inländern gegenüber Ausländern	Direktinvestitionen im Inland	Direktinvestitionen im Ausland
-kurzfristig	-kurzfristig		Saldo: -23 Mrd. €
-langfristig	-langfristig	Wertpapieranlagen Ausländer im Inland	Wertpapieranlagen Inländer im Ausland
(einschl. Zentralbank)	(einschl. Zentralbank)		Saldo: -207 Mrd. €
		Derivate	Saldo: -32 Mrd. €
		Übriger Kapitalverkehr (insbes. Kredite)	Saldo: 34 Mrd. €
		Veränderung der Währungsreserven	-2 Mrd. €
		Saldo insgesamt:	-230 Mrd. €

Angaben gerundet. Quellen: Deutsche Bundesbank, Helaba Volkswirtschaft/Research

Was bestimmt den Leistungsbilanzsaldo?

Aufgrund der Vielzahl an Faktoren, die in der Zahlungsbilanz erfasst werden, ist nicht eindeutig, welche Größen die entscheidenden Treiber sind – und welche Größen sich nur anpassen. Sind es die Käufe von Waren- und Dienstleistungen, die dominieren – oder ist es die Entscheidung von Anlegern, im Land A oder B zu investieren? Außerhalb des Weißen Hauses besteht heute ein weitgehender Konsens, dass die wichtigsten Determinanten des Saldos der Leistungsbilanz nicht Wechselkurse oder Handelspraktiken sind, sondern inländische Faktoren. Hierbei kommt eine weitere Identität ins Spiel: Leistungsbilanzsaldo = Nettokapitalimport/-export = inländische Ersparnis minus inländische Investitionen.

Mit anderen Worten sind es primär die Entscheidungen der privaten Haushalte (Konsum, Sparen, Wohnungsbau), der Unternehmen (Investitionen) und des Staates (Ausgaben, Einnahmen), die den Saldo in der globalen Leistungsbilanz eines Landes bestimmen. Andere Faktoren wie Devisenkurse und Handelspolitik beeinflussen dann eher die regionale Verteilung – ein günstiger Wechselkurs kann z.B. China Marktanteile zu Lasten japanischer Exporte verschaffen.

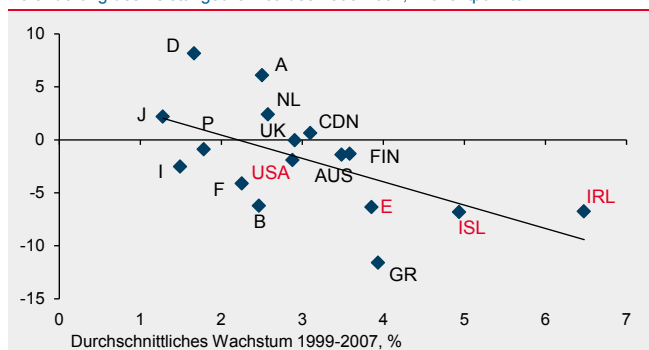
³ Dies kann auch die Form von Eigentumsrechten an realen Vermögensgütern (Immobilien) oder von Eigenkapital annehmen.

Rezept für höhere Defizite:
Weniger sparen, mehr investieren

Wird in einem Land mehr gespart (mehr investiert), steigt (sinkt) also der Saldo der Leistungsbilanz. Von daher haben Länder mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten bei der Binnennachfrage (Konsum und Investitionen) in der Regel Defizite in der Leistungsbilanz – siehe USA in den 1990er und 2000er Jahren. Vor allem ein Boom am Immobilienmarkt ist häufig mit einem sich verschlechternden Leistungsbilanzsaldo verbunden. Wenn Donald Trump seine Ankündigungen für die Fiskalpolitik umsetzen würde, wäre eher ein höheres Defizit in der Leistungsbilanz zu erwarten – wir kommen unten noch einmal auf diesen Punkt zurück.

Hohes Wachstum = mehr Defizit

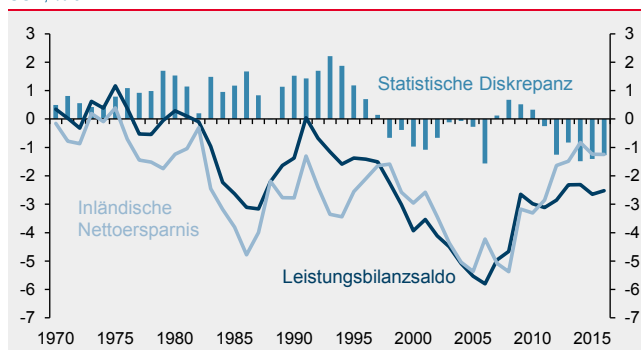
Veränderung des Leistungsbilanzsaldos 1999-2007, Prozentpunkte



Rot = Land mit Immobilienblase. Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Erhebliche statistische Diskrepanz

USA, % am BIP



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Gesundheitswarnung: Vorsicht beim Umgang mit den Daten!

Das Schaubild oben rechts zeigt aber auch eine Schwäche der Leistungsbilanzsystematik. Neben der bereits im Zusammenhang mit den deutschen Zahlen thematisierten Restgröße zwischen den berichteten Salden der Leistungs- und der Kapitalbilanz gibt es ein weiteres Residuum zwischen inländischer Nettoersparnis und dem offiziellen Leistungsbilanzsaldo. In den USA lag dieser Wert im Jahr 2016 immerhin bei fast 240 Mrd. Dollar oder 1,3 % am BIP.

Gesunde Skepsis angebracht

Dies unterstreicht die statistische Unsicherheit bei diesen Daten. Auch auf globaler Ebene wird dies sichtbar. Der am besten erfasste Teil der Leistungsbilanz, die Warenhandelsbilanz, sollte auf globaler Basis ausgeglichen sein – wenn wir nicht mit den außerirdischen Ferengi handeln. Tatsächlich weist die Welt insgesamt auf Basis einheitlicher IWF-Zahlen aber ein hohes und steigendes Defizit mit sich selbst aus. Dies deutet darauf hin, dass es erhebliche Erfassungsprobleme bei den internationalen Warenströmen gibt – und bei den Dienstleistungen sind sie wohl noch schlimmer. Auch die Statistiken zu den Finanz- und Kapitalströmen sind alles andere als perfekt – nicht nur wegen der Rolle von Schwarzgeld und Steuerhinterziehung. Strukturelle Verschiebungen können dazu führen, dass nicht nur Niveaus, sondern vielleicht auch die Veränderung vieler dieser Ströme nicht richtig erfasst werden. Den „offiziellen“ Zahlen zur Zahlungsbilanz sollte man also insgesamt mit einiger Skepsis begegnen und nicht zu starke Politikempfehlungen darauf aufbauen.

Welthandel: Ziehen uns die Ferengi über den Tisch?

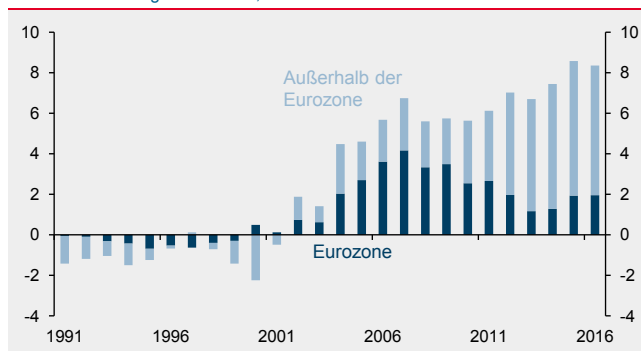
Saldo des globalen Warenhandels (Exporte minus Importe), Mrd. Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Deutscher Überschuss vor allem außerhalb der EWU

Deutsches Leistungsbilanzsaldo, % am BIP



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Lebt Deutschland „auf Kosten der Anderen“?

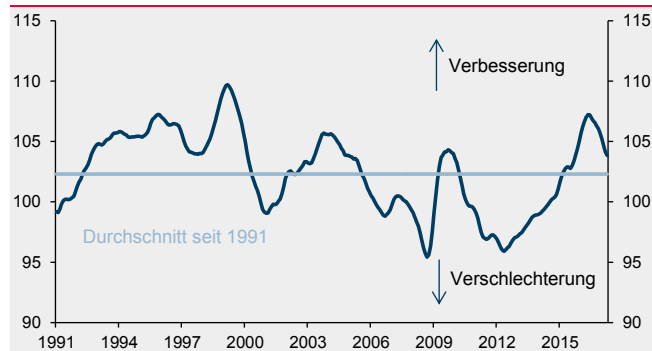
Dies schließt auch die Kritik an Deutschland ein. Die Frage, ob ein Defizit oder ein Überschuss in der Leistungsbilanz gut oder schlecht ist, lässt sich nicht pauschal beantworten. Donald Trump interpretiert den positiven Saldo als Nachfragerücke in der Weltwirtschaft: Die deutsche Nachfrage war 2016 etwa 260 Mrd. Euro niedriger als die deutsche Produktion. Bad! Die europäischen Nachbarn kritisieren uns teilweise dafür, dass wir mit unseren Dumpinglöhnen die dortige Industrie „plattmachen“ und sie durch den Kapitalexport in eine Schuldenfalle zwingen würden. Zumindest für den Euroraum trifft dieser Vorwurf heute nicht mehr zu. Etwa 75 % des deutschen Überschusses fallen aktuell gegenüber Staaten außerhalb der Währungsunion an, nur ein Viertel gegenüber dem Euroraum.⁴ Der Anstieg des Überschusses in den vergangenen Jahren kam ebenfalls „aus dem Rest der Welt“. Allerdings lässt sich das Argument auch umdrehen: Deutschland (bzw. die Bundesbank) stellt (über das Target-2-System) dem Rest der Eurozone nach wie vor in erheblichem Umfang knappen Kredit zur Verfügung. Der Target-2-Saldo der Bundesbank hat seit Anfang 2015 um rund 300 Mrd. Euro zugenommen. Eine merkliche Reduktion des deutschen Überschusses würde hingegen auch den Kapital- und Kreditexport in die Peripherie schrumpfen lassen. Ist dies wirklich erwünscht?⁵

Rolle der EZB?

Während wichtige Determinanten des deutschen Überschusses strukturell und in erster Linie binnenwirtschaftlich bedingt sind, ist dessen starker Anstieg seit 2014 wohl vor allem auf zwei externe Faktoren zurückzuführen, die zu einer Verbesserung der Terms-of-Trade (also dem Verhältnis der Export- zu den Importpreisen) geführt haben: den Verfall der Rohstoffpreise (laut Sachverständigenrat etwa 2 Prozentpunkte des Saldos) und den nicht zuletzt von der EZB zu verantwortenden schwachen Euro (rund 1 Prozentpunkt). Zwar liegen die Ursachen des strukturellen Überschusses Deutschlands wohl in erster Linie im Inland (siehe unten). Die Mitgliedschaft in der Eurozone und die extreme Geldpolitik der EZB blockieren aber offenbar die normalen Korrekturprozesse für externe Ungleichgewichte mindestens teilweise.

Deutsche Terms-of-Trade verschlechtern sich aktuell

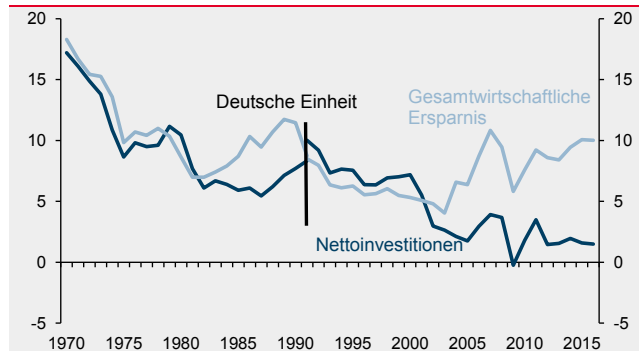
Deutschland, Terms-of-Trade (Verhältnis Exportpreise zu Importpreisen)



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ersparnis normal, Investitionen (zu) niedrig

Deutschland, % am BIP (vor 1991 Westdeutschland)



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Was ist aber mit den binnenwirtschaftlichen Faktoren? Sollte die Niedrigzinspolitik der EZB nicht die Ersparnis senken und die Investitionen stimulieren? Wie wir oben gezeigt haben, kann ein hoher Leistungsbilanzüberschuss ebenso eine schwache Binnennachfrage (niedrige Investitionen, hohe Ersparnis = geringer Konsum) reflektieren wie eine besonders hohe Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Produkte auf dem Weltmarkt. Um die Frage nach Ursache und Folge jedoch konkret zu beantworten, müsste man präzise ermitteln, was „angemessene“ Investitions- und Sparquo-

⁴ Siehe den Abschnitt auf S. 8 zur eingeschränkten Aussagekraft bilateraler Salden.

⁵ Was das Argument der „Schuldenknechtschaft“ angeht: Die Saldenmechanik der Leistungs- und Kapitalbilanz stellt nur auf die Netto-, nicht auf die Bruttogrößen ab. Theoretisch kann ein Leistungsbilanzüberschuss im Land A auch mit einem Rückgang seiner Forderungen im Ausland verbunden sein – so lange die Auslandspassiva (also die Forderungen des Auslands gegenüber Land A) noch stärker fallen.

ten für Deutschland wären und wie hoch die „normale“ Importquote wäre. Ohne solche Normen lässt sich schwer argumentieren, dass Deutschland „zu viel spart“, „zu wenig importiert“ oder „zu wenig investiert“. Zumal sich dann noch die nachgelagerte Frage nach den Ursachen stellen würde – ist es die zu expansive Politik der EZB? Der zu schwache Euro? Die mangelnde Attraktivität des Standorts Deutschland für Sach- und Finanzinvestitionen?

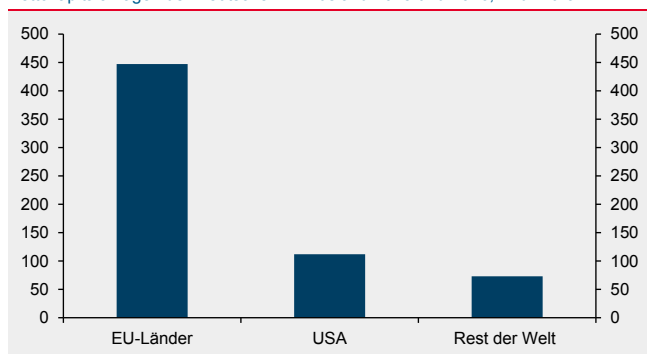
Auch gibt es andere langfristige/strukturelle Gründe, die für einen Überschuss sprechen. So ließe sich argumentieren, dass ein hochindustrialisiertes Land mit einer alternden Bevölkerung eigentlich völlig rational handelt, wenn es Kapital exportiert. Schwellenländer haben meist eine relativ junge Bevölkerung, aber wenig Kapital. Die erwartete Investitionsrendite in diesen Wachstumsmärkten sollte daher deutlich höher sein als im graumelierten, kapitalreichen Deutschland. Laut Untersuchungen des Sachverständigenrates erklärt der demografische Effekt (viele Sparer auf oder nahe der Spitze ihres Erwerbseinkommens, wenig Kinder) derzeit rund 2 Prozentpunkte des Leistungsbilanzüberschusses.

Auslandsvermögen primär
in Industrieländern

Per saldo fließt aber Kapital aus den Schwellen- in die Industrieländer und nicht umgekehrt. Zudem bauen die Deutschen ihr Auslandsvermögen auch nicht primär in China, Brasilien und Nigeria auf, sondern in Frankreich, Luxemburg und den USA. Hinzu kommt, dass dieses Vermögen nicht nur aus Krediten besteht. Kapitalexpert in der Form von Direktinvestitionen lässt sich auch als Globalisierungsstrategie der in Deutschland ansässigen Unternehmen werten. Bis zu einem gewissen Grad kann zudem eine internationale Vermögensdiversifikation auch aus Risikogründen sinnvoll sein.

Kapital fließt nicht primär in die Schwellenländer

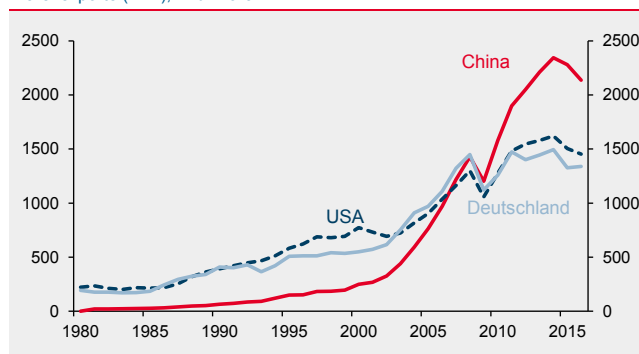
Nettokapitalanlagen der Deutschen im Ausland 2015 und 2016, Mrd. Euro



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Es war einmal... ein „Exportweltmeister“ Deutschland

Warenexporte (IWF), Mrd. Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Leistungsbilanzüberschuss: Kein Grund zum Feiern!

Dies ändert aber nichts daran, dass ein Überschuss in der Leistungsbilanz nicht unbedingt ein Grund zum Feiern ist. Zum Teil wird der hohe Wert in Deutschland als Virilitätsbeweis der industriellen Wettbewerbsfähigkeit und als gesellschaftlich akzeptierte Quelle von Nationalstolz gesehen. Man kann ja durchaus zufrieden darüber sein, dass Produkte „Made in Germany“ weltweit begehrt sind und die Exporte daher gut laufen. Aber vor lauter Begeisterung darf die Importseite des Saldos nicht in Vergessenheit geraten. Sind Exporte letztlich nicht lediglich ein Mittel zum Zweck, das nur der Beschaffung von Importen dient? Wir müssen dem Ausland Autos und Maschinen verkaufen, um uns begehrte Produkte wie Schweizer Uhren, französischen Käse und britische Trenchcoats leisten zu können. Wir nutzen unseren Exporterfolg aber nicht zur Befriedigung kurzfristiger (Konsum-) oder langfristiger Wünsche (via Sachinvestitionen), sondern parken den Überschuss im Ausland. Ob dies letztlich sinnvoll ist, hängt davon ab, wann und wie wir diese Ersparnisse nutzen.

In den vergangenen Monaten tauchte in den Medien im Zusammenhang mit Deutschland immer wieder ein Begriff aus den 2000er Jahren auf: Die Mär vom angeblichen „Exportweltmeister Deutschland“ beruht jedoch auf einem Fehlverständnis einer Veröffentlichung des ifo-Instituts vom Januar 2017. Dort wurde hochgerechnet, dass Deutschland 2016 absolut und auf US-Dollar-Basis

den weltweit größten Überschuss in der Leistungsbilanz erzielt hat – und damit gemäß den oben beschriebenen Zusammenhängen „Kapitalexportweltmeister“ war. Dies ist aber etwas völlig anderes als das Land mit den meisten (Waren-)Exporten. Der wahre Exportweltmeister 2016 war – wie in den Vorjahren – mit großem Abstand China. Nur bei den Dienstleistungen sind die USA noch im Rennen. Deutschland ist in allen relevanten Disziplinen inzwischen abgeschlagen.

Nun stellt sich die Frage, ob die Tatsache, dass kein anderes Land im vergangenen Jahr netto so viel im Ausland investiert hat wie Deutschland, wirklich Anlass zur Euphorie bietet. Zum einen lässt sich trefflich über die Gründe diskutieren, wieso dieses Kapital keine inländische Verwendung gefunden hat. Zum anderen haben die globale Finanz- und die europäische Schuldenkrise die Frage nach der Werthaltigkeit von Auslandsvermögen aufgeworfen. Viel Auslandsvermögen löste sich damals in der Form von Subprime-Anleihen, grenzüberschreitenden Krediten und anderen Anlageklassen in Luft auf. Oder: Die Amerikaner hatten den BMW, wir hatten die Ramschanleihe. Solche „Fehlinvestitionen“ sind allerdings nicht zwingend. Laut Zahlen der Bundesbank lag die Durchschnittsrendite der deutschen Auslandsaktiva⁶ seit Mitte der 2000er Jahre im Schnitt stets über der Rendite ausländischer Aktiva in Deutschland.⁷

Standortbedingungen für
Investitionen verbessern

Ohne in blinden Aktionismus zu verfallen und gemäß manchen Forderungen, die Binnennachfrage in der schon voll ausgelasteten deutschen Wirtschaft wahllos zu stimulieren, bieten sich aber sehr wohl Schritte an, die eine Reduktion des Überschusses quasi als erfreuliche Nebenwirkung mit sich bringen könnten. Hierbei wäre vor allem daran zu denken, die Standortbedingungen für Sachinvestitionen im Inland zu verbessern (Energiepolitik, Deregulierung und Bürokratieabbau, bessere Infrastruktur, Bildungswesen). Ein potenzieller Impuls für mehr Konsum und weniger Ersparnis, der jedoch nicht ernsthaft diskutiert wird, wäre eine (temporäre oder dauerhafte) Senkung der Konsumsteuern, insbesondere der Mehrwertsteuer. Bauinvestitionen ließen sich durch niedrigere Steuern auf Immobilien anschieben – was gleichzeitig auch den kräftigen Hauspreis- und Mietanstieg dämpfen könnte. Schließlich wären Maßnahmen hilfreich, die den Trend zu steigenden Eigenkapitalquoten (= Deleveraging) seitens der deutschen Unternehmen aufhalten oder sogar umdrehen. Hierbei wäre unter anderem an ein Ende des ungebremsst andauernden Trends zu mehr Regulierung im Finanzsektor zu denken, der sich negativ auf die Vergabe von Unternehmenskrediten auswirken dürfte.

Bilaterale Leistungsbilanzsalden: Worst indicator ever!

Eine Fokussierung auf Leistungs- und Handelsbilanzsalden als Indikator für eine Übervorteilung Amerikas, wie sie die US-Regierung praktiziert, macht aus den bereits geschilderten Gründen keinen Sinn. Noch schlimmer ist aber die Verwendung von bilateralen Größen. So reflektieren die offiziellen Daten zum Warenhandel die Bruttoströme und nicht die Wertschöpfung.⁸ Der Abzug von importierten Vorleistungen zeigt, dass die im Inland stattfindende Wertschöpfung (also der Löhne und Gewinne) zum Teil um einiges kleiner ist als auf Bruttobasis. Auf Wertschöpfungsbasis würde sich der Handelsbilanzüberschuss Mexikos gegenüber den USA weitgehend auflösen, derjenige Chinas wäre deutlich geringer.

Digitalisierung:
Statt LP und CD
nun Download

Noch problematischer ist allerdings die Berücksichtigung von Dienstleistungen, die von der Statistik wohl nur unzureichend erfasst werden. Dies wird durch die zunehmende Digitalisierung immer kritischer. Früher wurden Platten und Video-Kassetten, dann DVDs und CDs produziert und exportiert. Heute findet der digitale Download von Musik oder Filmen im eigenen Wohnzimmer oder in der Straßenbahn statt. Inwieweit die Statistik überhaupt den Download von „The Witcher 3“, einer

⁶ Ohne Wertveränderungen.

⁷ Es gibt jedoch Untersuchungen, laut denen grenzüberschreitende Aktiva aus Informations- und Unsicherheitsgründen bevorzugt in der Form von Schulden statt als Eigenkapital gehalten werden. Da letzteres grundsätzlich eine höhere Rendite abwirft, kann ein zu hoher Auslandsanteil am Geldvermögen die Gesamtrendite drücken.

⁸ Siehe hierzu unser USA Aktuell Außenhandel: „Fake news“ und Fakten vom 19. Januar 2017.

Staffel „Game of Thrones“ oder eines Lieds von Kate Perry erfasst, ist schon fraglich. Ob dies dann im Zeitalter von „flat rates“ und Abo-Verträgen à la „Amazon Prime“ korrekt bepreist werden kann, ist noch unklarer. Gänzlich im Nebel verschwindet dann aber oft die nationale Zuordnung dieser Transaktionen. Ist der Kauf bei iTunes Deutschland ein Import aus Irland? Ein Youtuber in Norwegen wird für sein Video nicht vom Nutzer in Frankfurt bezahlt, sondern indirekt von seinem Werbepartner in Großbritannien. Wird die Lizenzgebühr für ein Lied von Lady Gaga korrekt in ihrem amerikanischen Heimatland gebucht? Erfasst die Statistik das polnische Computerspiel, das über eine Website in Luxemburg geladen wird, überhaupt als Import – und wenn ja, von wo?

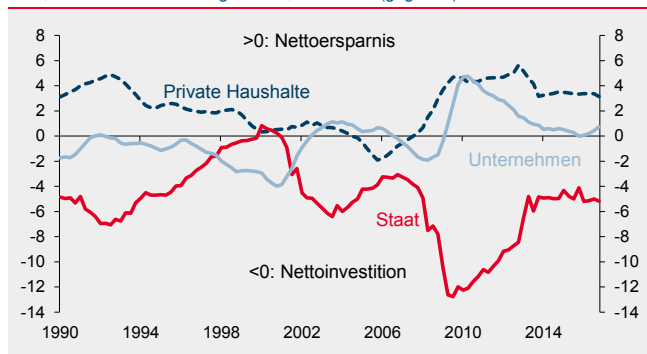
Vor allem für die USA, die auf den Gebieten der intellektuellen Eigentumsrechte, der Unterhaltungs-, Musik- und Filmbranche führend sind, birgt diese Entwicklung das Risiko einer systematischen Unterschätzung der Exporte. Wenn solche eigentlich den USA zuzurechnenden Ausfuhren zunehmend in Niedrigsteuereuländern wie Irland und Luxemburg verbucht werden, sind bilaterale Größen – u.a. auch der deutsch-amerikanische Saldo – weitgehend aussageelos. Ähnliche Einschränkungen gelten übrigens für die Kapitalbilanz, da bei Finanztransaktionen in der Regel nur der direkte Auslandspartner erfasst wird – und der könnte im Auftrag eines Kunden am anderen Ende der Welt agieren.

Wenn Trumps Politik erfolgreich sein sollte, wird das US-Defizit steigen

Unter Berücksichtigung der oben geschilderten Zusammenhänge zwischen Leistungs-, Kapitalbilanz und der inländischen Nettoersparnis wird klar, dass die Chancen der neuen US-Regierung, mit ihrem „Policy-Mix“ in den nächsten Jahren die Defizite im Außenhandel zu reduzieren, ziemlich gering sind. Selbst wenn man sich grundsätzlich auf Donald Trumps Logik einlässt, was die Aussagekraft von außenwirtschaftlichen Defiziten („Bad!“) angeht, ist unwahrscheinlich, dass er seine Ziele eines geringeren Fehlbetrags sowie höherer Produktion und Beschäftigung in der US-Industrie erreichen kann. Dies gilt nicht nur für seine angekündigten protektionistischen Maßnahmen. Vor allem wenn er seine fiskalpolitischen Ideen umsetzen und/oder durch Deregulierung einen Investitionsboom in den USA auslösen sollte, wird das externe Defizit tendenziell zunehmen.

Der US-Staat drückt die inländische Ersparnis...

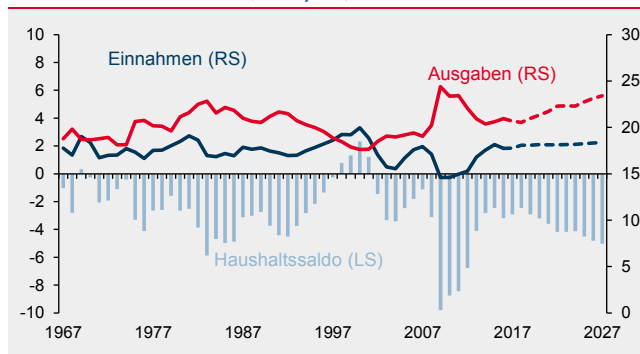
USA, sektorale Finanzierungssalden, % am BIP (geglättet)



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

...mit eher zunehmender Tendenz

Finanzen der US-Bundesebene, Fiskaljahre, % am BIP



Basis-Projektion des CBO ab 2017. Unterstellt: Keine Änderungen der Ausgaben- und Einnahmepolitik. Quellen: CBO, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die von den Finanzmärkten erhofften fiskalpolitischen Schritte – ein massives Infrastrukturprogramm, deutliche Steuersenkungen zur Stärkung der Konsum- und Investitionsnachfrage – würden, wenn sie denn a) wirklich kommen und b) wie erhofft funktionieren, der US-Konjunktur einen spürbaren Impuls liefern. Die Nachfrage würde steigen, die (Netto-)Ersparnis fallen. Wie wir oben gesehen haben, wäre dies ein Rezept für größere, nicht kleinere Leistungsbilanzdefizite. Aktuell sparen die privaten Haushalte im Rahmen der historischen Norm. Die Unternehmen halten sich mit Nettoinvestitionen ungewöhnlich zurück. Die wichtigste inländische Gegenposition zum Leistungsbilanzdefizit ist daher das aktuell schon umfangreiche Haushaltsdefizit des US-Staates. Maßnahmen, die zu einer noch stärkeren Schuldenaufnahme der öffentlichen Hand führen würden, wären daher wahrscheinlich mit steigenden Kapitalimporten (= einem höheren Defizit in der Leistungsbi-

lanz) verbunden. Tatsächlich wäre selbst bei unveränderter Gesetzeslage hinsichtlich der Einnahmen und Ausgaben in den kommenden Jahren ein höheres Haushaltsdefizit zu erwarten.

Widersprüchliche Ziele

Erreicht Trump sein Ziel, das Wachstum der US-Wirtschaft auf 3 % zu hieven, würde sich ihr Vorsprung gegenüber den meisten anderen Industrieländern spürbar erhöhen – ein Rezept für ein sich im Trend ausweitendes US-Defizit. Stärkeres Wachstum wäre zudem wohl mit höheren Zinsen in Amerika verbunden, was wiederum für einen aufwertenden Dollar spräche. Auch dies wäre kontraproduktiv für den Abbau des Fehlbetrags in der Leistungsbilanz.

Fazit: Symptom, nicht Ursache von Problemen

Für eine Diskussion über die Vor- und Nachteile einer in größerem Ausmaß unausgeglichene Leistungsbilanz gibt es gute Gründe. Vor allem im Falle eines merklichen Defizits entstehen Risiken durch die Gefahr eines „sudden stop“: einer plötzlichen Weigerung ausländischer Investoren, das Defizit weiterhin durch Kapitalexporte „zu finanzieren“. Dies kann im Extremfall zu einer Anpassungsrezession und/oder starker Volatilität an den Devisenmärkten führen. Für das Überschussland ist das Risiko hingegen asymmetrisch, vor allem, wenn das akkumulierte Auslandsvermögen einigermaßen diversifiziert ist. Defizite und Überschüsse lassen sich aber als Symptome inländischer Ungleichgewichte interpretieren und können daher auf wirtschaftspolitischen Handlungsbedarf hindeuten. Durch die Korrektur dieser binnenwirtschaftlichen Probleme würden sich übermäßige Defizite oder Überschüsse dann quasi als positiver Nebeneffekt abbauen.

Bilaterale „Ungleichgewichte“: Völlig normal

Keinen Sinn macht es hingegen, sich über die Existenz bilateraler Ungleichgewichte Sorgen zu machen – ebenso wenig, wie wir im Alltag auch nur einen Gedanken an das strukturelle „Leistungsbilanzdefizit“ des Bankangestellten gegenüber dem Supermarkt verschwenden. ■