

SWP-Studie

Heribert Dieter

Deutschlands zweiseitige Außenwirtschaftspolitik

Gründe und Optionen für den Abbau der
Leistungsbilanzüberschüsse



Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für
Internationale Politik und Sicherheit

SWP-Studie 13
Juli 2018

Deutschlands anhaltend hohe Leistungsbilanzüberschüsse sorgen in Europa und in Amerika für Verdruss. Bisher ist es der Bundesregierung weder gelungen, erfolgreich Maßnahmen zum Abbau der Überschüsse einzuleiten, noch konnte sie überzeugend erklären, warum diese unproblematisch sein sollen. Durch die seit dem Jahr 2000 erwirtschafteten stetig hohen Leistungsbilanzüberschüsse gefährdet Deutschland nicht nur die Zukunft des europäischen Integrationsprozesses, sondern auch die der liberalen Handelsordnung.

Politik und Gesellschaft in Deutschland mangelt es an der Einsicht, dass die eigenen Kapitalexporte für andere Länder problematisch sein können. Die markige Rhetorik des amerikanischen Präsidenten Trump mag im Ton unangemessen sein, hat aber einen wahren Kern: Deutschland ignoriert die Folgen seiner Außenwirtschaftspolitik für andere Volkswirtschaften und fördert damit protektionistische Reflexe.

Aus volkswirtschaftlicher Perspektive hat Deutschland aber allen Grund, das eigene außenwirtschaftliche Modell zu überdenken. Die Lieferungen ans Ausland wurden – volkswirtschaftlich gesehen – häufig verschenkt. Exportiertes Kapital musste – etwa im Falle von Investitionen in US-Immobilienkredite – abgeschrieben werden. Eine solche Außenwirtschaftspolitik begünstigt zwar die unmittelbar von Exporten profitierenden Akteure, etwa Aktionäre und Beschäftigte deutscher Automobilkonzerne. Zahlreichen Bundesbürgerinnen und Bundesbürgern dagegen bürdet sie schwere finanzielle Lasten auf.

Nach Jahren der fruchtlosen Diskussion über mögliche Maßnahmen zur Dämpfung der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse könnten nun auch radikalere Schritte erwogen werden, beispielsweise eine zeitweilige drastische Senkung der Mehrwertsteuer oder die temporäre Besteuerung von Kapitalexporten.

SWP-Studie

Heribert Dieter

Deutschlands zweiseitige Außenwirtschaftspolitik

Gründe und Optionen für den Abbau der Leistungsbilanzüberschüsse

**Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für
Internationale Politik und Sicherheit**

SWP-Studie 13
Juli 2018

Alle Rechte vorbehalten.

Abdruck oder vergleichbare Verwendung von Arbeiten der Stiftung Wissenschaft und Politik ist auch in Auszügen nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung gestattet.

SWP-Studien unterliegen einem Begutachtungsverfahren durch Fachkolleginnen und -kollegen und durch die Institutsleitung (*peer review*). Sie geben die Auffassung der Autoren und Autorinnen wieder.

© Stiftung Wissenschaft und Politik, Berlin, 2018

SWP

Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für
Internationale Politik und
Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3–4
10719 Berlin
Telefon +49 30 880 07-0
Fax +49 30 880 07-200
www.swp-berlin.org
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6372

Inhalt

5	Problemstellung und Empfehlungen
7	Warum sind Leistungsbilanzüberschüsse ein Thema der internationalen Politik?
7	Leistungsbilanzüberschüsse führen häufig zu Finanzkrisen
8	Die Interpretation der Leistungsbilanz
11	Einschätzungen im Ausland und in Deutschland
11	Perspektiven ausländischer Beobachter
13	Positionen deutscher Beobachter und der Bundesregierung
16	Negative Folgen der Leistungsbilanzüberschüsse für die deutsche Volkswirtschaft
16	Sind Leistungsbilanzüberschüsse ein Zeichen mangelnden Vertrauens in den Standort Deutschland?
17	Schwache Position Deutschlands beim Vergleich der Vermögen
19	Bisherige Verluste infolge des Kapitalexports
22	»Dummes deutsches Geld« oder Verarmung durch Exporte
24	Optionen für die Wirtschafts- und Finanzpolitik zum Abbau der Überschüsse
25	Erhöhung der Binnennachfrage durch Reallohnsteigerungen
26	Zeitweilige Senkung der Mehrwertsteuer
26	Reduzierung der privaten Ersparnis durch Aufhebung der Altersgrenze
28	Erhöhung der Steuern auf Unternehmensgewinne
29	Vorübergehende Besteuerung des Kapitalverkehrs
31	Steigerung der privaten Investitionen in den Wohnungsbau
33	Schlussbemerkungen
34	Abkürzungsverzeichnis

Prof. Dr. Heribert Dieter ist Wissenschaftler in der Forschungsgruppe Globale Fragen, außerplanmäßiger Professor an der Universität Potsdam und Gastprofessor für internationale politische Ökonomie an der Zeppelin-Universität in Friedrichshafen am Bodensee.

Deutschlands zweischneidige Außenwirtschaftspolitik. Gründe und Optionen für den Abbau der Leistungsbilanzüberschüsse

Deutschlands anhaltend hohe Leistungsbilanzüberschüsse sorgen in Europa und in Amerika für Verdross. Bislang ist es der Bundesregierung weder gelungen, erfolgreich Maßnahmen zum Abbau der Überschüsse einzuleiten, noch konnte sie überzeugend erklären, warum diese unproblematisch sein sollen. Allerdings hat die deutsche Außenwirtschaftspolitik erhebliche Konsequenzen für Volkswirtschaften innerhalb und außerhalb der Europäischen Union (EU). Die Überschüsse in Höhe von deutlich über sieben Prozent des deutschen Bruttoinlandsprodukts (BIP) treiben andere Volkswirtschaften in die Verschuldung. Regelmäßig tadeln deutsche Politiker ausufernde Schulden bei anderen als verantwortungslos. Ebenso unverantwortlich handelt aber Deutschland selbst, weil seine hohen Kapitalexporte nur durch Kapitalimporte anderer Länder ermöglicht werden.

Durch die seit dem Jahr 2000 erwirtschafteten stetig hohen Leistungsbilanzüberschüsse gefährdet Deutschland nicht nur die Zukunft des europäischen Integrationsprozesses, sondern auch die der liberalen Handelsordnung. In Europa verweisen die Partnerländer zu Recht auf die Kosten, die sie schultern müssen, um die positive wirtschaftliche Entwicklung der deutschen Wirtschaft zu ermöglichen. Zur Finanzierung ihrer Importüberschüsse müssen sie Kredite aufnehmen und werden damit verwundbarer. Bei künftig vermutlich wieder steigenden Zinsen entsteht für die verschuldeten Volkswirtschaften das Risiko einer Finanzkrise. Die Wirtschaftsgeschichte zeigt sehr deutlich, dass kapitalimportierende Länder mit hoher Wahrscheinlichkeit mit dem Versiegen von Kapitalströmen und in der Folge mit Liquiditätsengpässen konfrontiert werden.

Überschussländer hingegen stoßen in der heutigen internationalen Wirtschaftsordnung auf keine Barrieren. Solange Länder bereit sind, Kapital zu importieren, können Überschussländer Kapital exportieren und damit Forderungen ans Ausland aufbauen. Die heutige Weltwirtschaftsordnung würde deshalb von Staaten mit Leistungsbilanzüberschüssen ein besonderes Maß an Verantwortungsbewusstsein verlangen.

Der Grund dafür liegt in der Saldenmechanik der Zahlungsbilanz und den asymmetrischen Folgen für Defizitländer. Die Weltwirtschaft verhält sich wie ein System kommunizierender Röhren, das heißt die Leistungsbilanzsalden aller Volkswirtschaften gleichen sich aus. Weil Leistungsbilanzdefizite Volkswirtschaften in eine gefährliche Verschuldung treiben können, sollten Überschussländer ihre Kapitalexporte reduzieren. Hier wäre also politisches Handeln gefragt, denn es gibt keine automatisch greifenden Mechanismen, die zum Abbau von Leistungsbilanzüberschüssen beitragen.

Politik und Gesellschaft in Deutschland mangelt es an der Einsicht, dass die eigenen Kapitalexporte für andere Länder problematisch sein können. Die markige Rhetorik des amerikanischen Präsidenten Trump mag im Ton unangemessen sein, hat aber einen wahren Kern: Deutschland ignoriert die Folgen seiner Außenwirtschaftspolitik für andere Volkswirtschaften und fördert damit protektionistische Reflexe.

Ende des zweiten Quartals 2017 beliefen sich Deutschlands Nettoforderungen ans Ausland auf 1829 Milliarden Euro. Damit die ausländischen Schuldner diese Forderungen bedienen können, müsste das Gläubigerland Deutschland im Grunde genommen eigene Leistungsbilanzdefizite akzeptieren. Die deutsche Außenwirtschaftspolitik ist zweischneidig. Sie betont den Nutzen von Exporten, vernachlässigt aber die Nachteile eines Modells, dem gemäß Waren ins Ausland verkauft und die Lieferantenkredite gleich dazu bereitgestellt werden. In der Debatte hierzulande wird die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen hervorgehoben, aber es wird ausgeblendet, dass ohne den hohen Export gesamtwirtschaftlicher Ersparnis der Verkauf der deutschen Industrieprodukte gar nicht möglich wäre.

Deutschlands Politik destabilisiert die internationalen Wirtschaftsbeziehungen und ähnelt damit der Politik der Vereinigten Staaten Ende der 1920er und Anfang der 1930er Jahre. Damals wie heute zeigt sich eine unerfahrene wirtschaftliche Führungsmacht, die die Schuldnerländer immer tiefer in die Verschuldung treibt und dabei noch ein Gefühl der moralischen Überlegenheit entwickelt. Nur allzu deutlich wurde dies im Zuge der europäischen Schuldenkrise seit dem Jahr 2010, als zahlreiche Beobachter in Deutschland den Krisenstaaten leichtfertiges Verhalten vorwarfen. In ihrer Begeisterung für das von deutschen Politikern empfohlene schuldenarme Wirtschaften verkennen Beobachter im In- und Ausland allerdings, dass die schwäbische Hausfrau eine

Betriebswirtin und keine Volkswirtin ist und deshalb die gesamtwirtschaftlichen Effekte vernachlässigen kann. Eine von tugendhafter Sparsamkeit geprägte Ökonomie litte unter einer schwachen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage.

Aus volkswirtschaftlicher Perspektive hat Deutschland aber allen Grund, das eigene außenwirtschaftliche Modell zu überdenken. Die Lieferungen ans Ausland wurden – volkswirtschaftlich gesehen – häufig verschenkt. Die Verluste für die deutsche Volkswirtschaft betragen je nach dem angelegten Maßstab zwischen 300 und 730 Milliarden Euro. Exportiertes Kapital musste – etwa im Falle von Investitionen in US-Immobilienkredite – abgeschrieben werden. Eine solche Außenwirtschaftspolitik begünstigt zwar die unmittelbar von Exporten profitierenden Akteure, etwa Aktionäre und Beschäftigte deutscher Automobilkonzerne. Zahlreichen Bundesbürgerinnen und Bundesbürgern dagegen bürdet sie schwere finanzielle Lasten auf.

Nach Jahren der fruchtlosen Diskussion über mögliche Maßnahmen zur Dämpfung der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse könnten – neben den satt-sam bekannten klassischen Maßnahmen wie der Stärkung der Binnennachfrage und der Steigerung von Investitionen im Inland – nun auch radikalere Schritte erwogen werden, beispielsweise:

- Eine zeitweilige drastische Senkung der Mehrwertsteuer um fünf Prozentpunkte, um einerseits die Kaufkraft der Bürger zu stärken und andererseits für eine staatliche Kreditaufnahme zu sorgen.
- Zur Dämpfung der privaten Sparneigung die Abschaffung der festgelegten Regelaltersgrenze und die Einführung eines individuellen Rechtes auf Fortsetzung der Berufstätigkeit weit über das 65. Lebensjahr hinaus.
- Die Erhöhung der Steuern auf Unternehmensgewinne auf den Mittelwert der Staaten der Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), um den Export gering besteuert Profite zu dämpfen.
- Die zeitweilige Einführung einer einprozentigen Steuer auf Kapitalexporte aus Deutschland bis zur Reduzierung der Leistungsbilanzüberschüsse auf maximal 4,0 Prozent der Wirtschaftsleistung, in Analogie zur Obergrenze von 4,0 für Länder mit Leistungsbilanzdefiziten in der Eurozone.
- Die Einführung einer Eigenheimzulage und anderer staatlicher Förderprogramme zur Erhöhung der Investitionen in den Wohnungsbau und damit der inländischen Verwendung der privaten Ersparnis.

Warum sind Leistungsbilanzüberschüsse ein Thema der internationalen Politik?

Seit der Jahrtausendwende erwirtschaftet Deutschland stetig steigende Überschüsse in der Leistungsbilanz. Im Jahr 2016 wurde ein neuer Rekordwert von 268 Milliarden Euro erreicht. Weder in den deutschen Medien noch bei der Bundesregierung scheint dies große Besorgnis hervorzurufen. Stattdessen wurden die hohen Überschüsse ausschließlich als Resultat der Leistungsfähigkeit deutscher Unternehmen interpretiert. Kritik aus dem Ausland, ob von der Europäischen Kommission, dem Internationalen Währungsfonds (IWF) oder der amerikanischen Regierung, wird bis heute als unangemessen zurückgewiesen. Der damalige Wirtschaftsminister Sigmar Gabriel forderte die Vereinigten Staaten im Januar 2017 auf, »bessere Autos zu bauen«, um das dortige Leistungsbilanzdefizit zu verringern. Wolfgang Schäuble, zu jener Zeit noch Bundesfinanzminister, hat zwar im Frühjahr 2017 erstmals eingeräumt, der Leistungsbilanzüberschuss sei zu hoch, aber erneut auf die Ohnmacht der Bundesregierung in dieser Frage verwiesen.

Leistungsbilanzüberschüsse führen häufig zu Finanzkrisen

Indem Deutschland Kritik aus dem Ausland immer wieder zurückweist, schwächt es auf die Dauer seine Reputation als internationaler Akteur, der die Interessen anderer Staaten berücksichtigt. Sowohl gegenüber anderen europäischen Ländern als auch im Verhältnis zu den USA hat sich Deutschland jahrzehntelang bemüht, als uneigennützig handelnder Staat wahrgenommen zu werden. Wiederkehrende Belehrungen, ausländische Kritiker verstanden entweder die volkswirtschaftlichen Zusammenhänge oder den Nutzen der deutschen Überschüsse nicht, passen

nicht zum Leitbild einer Politik, die internationale Zusammenarbeit propagiert. Zudem konzentrieren sich viele Beobachter zu sehr auf die Leistungsbilanz, die nur eine Teilbilanz der Zahlungsbilanz ist, und blenden damit die Finanzierungsseite der Zahlungsbilanz aus. Beim Export von Waren und Dienstleistungen erzielt Deutschland seit dem Jahr 2000 Überschüsse und stellt zugleich Kredite zur Finanzierung dieser Exportüberschüsse zur Verfügung. Leistungsbilanzüberschüsse gehen zwingend mit Kapitalexporten einher. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) nennt diese »Lieferantenkredite«.¹ Die Überschüsse in der Leistungsbilanz sind ohne die hohe inländische Ersparnis und die niedrigen Investitionen im Inland nicht möglich. Auf beide Faktoren hat eine Regierung Einfluss.

Hochproblematisch ist, dass die Bundesregierung die Folgen der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse für andere Volkswirtschaften über viele Jahre hinweg ausgeblendet hat. Volkswirtschaften, die Kapital importieren, riskieren finanzielle Turbulenzen. Diesem politischen Problem hat die Bundesregierung bisher keine Aufmerksamkeit gewidmet. Im Falle hoher Kapitaleinfuhren drohen Finanzkrisen, wie etwa in Asien (1997), den USA (2007/08), Spanien (2008/09) oder Irland (2008/09). Hohe, anhaltende Kapitalimporte machen die betroffenen Ökonomien verwundbar: Wandeln sich die Perzeptionen der Marktteilnehmer, können drastische Kapitalabflüsse und Finanzkrisen die Folge sein.

Für Überschussländer gelten diese Zusammenhänge nicht: Kapitalexporteure sind in der heutigen Finanzordnung nicht mit Mechanismen konfrontiert, die

¹ Michael D. Bordo/Robert N. McCauley, *Triffin: Dilemma or Myth?*, Basel: Bank for International Settlements (BIS), Dezember 2017 (BIS Working Papers, Nr. 684), S. 14.

eine Anhäufung von Forderungen an das Ausland begrenzen. Die Stabilität des Finanzsystems hängt von klugem, umsichtigem Agieren der Überschussländer ab. Diese Einsicht lässt Deutschland vermissen. Langfristig könnte diese Politik Deutschland schaden, weil damit die Kritik an internationaler Arbeitsteilung in Ländern wie Italien oder den USA gestärkt werden könnte. Der britische Ökonom Robert Skidelsky sieht die Gläubigerländer in der Pflicht, eine Anpassung ihrer Politik vorzunehmen, um die offene Handelsordnung zu stabilisieren:

»Und doch hing ökonomische Integration stets zu einem gewissen Grad von der Bereitschaft der Gläubigerländer ab, Anpassungen vorzunehmen. Ohne einen solchen Anpassungsmechanismus wird das Freihandelssystem dereinst zusammenbrechen. Befürworter offener Grenzen können heute die Kosten übernehmen, oder sie werden ganz gewiss in Zukunft die Rechnung präsentiert bekommen.«²

Der Internationale Währungsfonds hat darauf hingewiesen, dass in den 1920er Jahren ein mit der heutigen Situation vergleichbares Problem zu beobachten war. Die damaligen Überschussländer USA und Frankreich waren nicht bereit, ihre Überschüsse abzubauen. Dies erschwerte es den damaligen kapitalimportierenden Ländern Deutschland und Großbritannien, ihre hohe Verschuldung zu bewältigen, und bereitete den Weg für die Große Depression der 1930er Jahre. Der Mangel an Flexibilität bei den Wechselkursen – es galt der Goldstandard – und nachfragedämpfende Politiken in den Gläubigerstaaten lassen Parallelen zur heutigen Situation erkennen.³

Betrachtet man die jüngere Entwicklung von Leistungsbilanzüberschüssen zeigt sich ein bemerkenswertes Bild. Seit den 1960er Jahren gab es etwa 40 Fälle anhaltend hoher Leistungsbilanzüberschüsse. Bis in die 1980er Jahre waren hohe Kapitalexporte vorwiegend für ölexportierende Volkswirtschaften typisch. Die Finanzkrisen der frühen 1980er Jahre in Argentinien, Brasilien und Mexiko gingen unmittelbar auf deren Kapitalimporte aus Ländern der OPEC

(Organization of the Petroleum Exporting Countries) zurück. Seit 30 Jahren sind es zunehmend OECD-Länder wie Deutschland, die über einen längeren Zeitraum Überschüsse aufweisen.⁴

Die Interpretation der Leistungsbilanz

Bei der Bewertung von Kosten und Nutzen der Außenwirtschaft spielt die Leistungsbilanz eine zentrale Rolle. Aber: Was verbirgt sich hinter der Leistungsbilanz einer Volkswirtschaft und wie ist sie einzuordnen? Vielen Beobachtern fällt die Beantwortung dieser Fragen schwer. Die Leistungsbilanz erfasst den Waren- und Dienstleistungshandel mit anderen Ländern. Sämtliche Leistungsbilanzsalden dieser Welt gleichen sich aus. Deutschland, die Schweiz und die Niederlande beispielsweise können nur deshalb Überschüsse erwirtschaften, weil es andere Länder gibt, die mehr importieren als exportieren, also Defizite zulassen. Weil in Deutschland die Binnen- nachfrage fehlt, versuchen viele deutsche Unternehmen, ihre Produkte im Ausland abzusetzen.

Jedoch ist es ein verbreiteter Fehler, lediglich die linke Seite der Zahlungsbilanz, also die Leistungsbilanz, zu betrachten. Ebenso wichtig ist die rechte Seite, die Kapitalbilanz. Eine Volkswirtschaft, die einen Leistungsbilanzüberschuss schafft, exportiert zugleich Kapital. Aus Deutschland werden beispielsweise nicht nur Automobile in andere Länder ausgeführt, sondern die Kredite zum Kauf der Wagen gleich mit dazu. Die deutsche Volkswirtschaft gewährt also dem Rest der Welt einen gigantischen Lieferantenkredit. Schon dies ist ein zumindest fragwürdiges Modell. Deutschland baut Forderungen gegenüber dem Ausland auf, deren Bedienung nicht gesichert ist.

Lange wurden Überschüsse im Außenhandel als Ausdruck wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit gesehen, wie sich am Begriff »Exportweltmeister« ablesen lässt. Sinnvoll ist deshalb, die Zahlungsbilanz und ihre Teilbilanzen genauer zu betrachten. Die Zahlungsbilanz ist per Definition immer ausgeglichen: Einem Leistungsbilanzüberschuss (innerhalb eines Zeitraums wurde mehr exportiert als importiert) steht definitiv ein äquivalentes Kapitalbilanzdefizit gegenüber (innerhalb dieses Zeitraums floss mehr Kapital ab, als zuströmte). Importiert eine Volkswirtschaft mehr, als sie exportiert, muss dieses Defizit anschließend durch

2 Robert Skidelsky, »Resurrecting Creditor Adjustment«, *Project Syndicate*, 24.10.2017, <<https://www.project-syndicate.org/commentary/scarce-currency-clause-trade-imbalance-by-robert-skidelsky-2017-10>> (eingesehen am 19.1.2018), eigene Übersetzung.

3 International Monetary Fund (IMF) (Hg.), *IMF Policy Paper. 2017 External Sector Report*, Washington, D.C., Juli 2017, S. 27.

4 Ebd., S. 28.

Auslandskredite finanziert werden. Der Leistungsbilanzsaldo bildet also die Differenz zwischen gesamtwirtschaftlicher Ersparnis und Investitionen im Inland ab.⁵ Dies ergibt sich aus der Zahlungsbilanz, die hier in der einfachsten Form dargestellt wird.

$$\text{Ex} - \text{Im} = \text{S} - \text{I}$$

Ein Überschuss der Exporte (Ex) gegenüber den Importen (Im) entspricht einem Defizit, de facto einem Kapitalabfluss, in der Kapitalbilanz. In dieser wird die inländische Ersparnis (S) abzüglich der Investitionen (I) erfasst. Eine Volkswirtschaft mit einem Leistungsbilanzüberschuss investiert also weniger, als sie spart. Bei Ländern mit einem Leistungsbilanzdefizit ist es umgekehrt. Sie investieren mehr, als sie sparen, und verschulden sich deshalb bei Überschussländern.

Leistungsbilanzsalden werden üblicherweise als Differenz zwischen Importen und Exporten betrachtet. Das ist die gängige Sichtweise, die auch als Außenhandelsperspektive bezeichnet wird. Aber Kapitalbilanzsalden, die die Leistungsbilanzsalden widerspiegeln, können auch als Differenz zwischen Investitionen und Ersparnis einer Volkswirtschaft betrachtet werden. Die gesamtwirtschaftliche Ersparnis ist der Teil der Einkommen, den Staat, Unternehmen und private Haushalte nach Abzug der Ausgaben noch zur Verfügung haben. Die Ersparnis kann sowohl für Investitionen als auch für den Kapitalexport eingesetzt werden. Exporte und Investitionen stehen daher in einer Verwendungskonkurrenz des Sozialproduktes.⁶

Eine Volkswirtschaft, die Leistungsbilanzüberschüsse produziert, baut gegenüber dem Ausland Forderungen auf. Nettogüterexport und Nettokapitalexport sind ein und dasselbe.⁷ Deutschland verwendet also einen beachtlichen Teil des nicht konsumierten volkswirtschaftlichen Einkommens dafür, Forderungen an das Ausland aufzubauen, statt im Inland

zu investieren.⁸ Da die Bundesrepublik dies über viele Jahre getan hat, sind ihre Forderungen an das Ausland stark gestiegen. Allerdings laufen Gläubiger wie Deutschland auch Gefahr, Kapital zu verlieren: Können oder wollen Schuldner die Kredite nicht bedienen, muss der Gläubiger auf Forderungen verzichten und Abschreibungen vornehmen. Deutschland hat in den letzten Jahren genau diese schmerzliche Erfahrung machen müssen und mehrere Hundert Milliarden Euro verloren.

Von 2004 bis einschließlich 2018 summieren sich die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse auf 3453,7 Milliarden US-Dollar. Eine Abnahme der Überschüsse ist, zumindest in US-Dollar gerechnet, nicht erkennbar. Als Anteil am BIP hat der Leistungsbilanzüberschuss 2015 den bisherigen Höchstwert von 8,6 Prozent erreicht. Für 2018 erwartet die OECD einen Überschuss von 8,0 Prozent des BIP.

Saldenmechanisch entspricht den Leistungsbilanzüberschüssen ein Export der inländischen Ersparnis in gleicher Höhe. Die hohe Ersparnis in Deutschland hat sich also zum Problem entwickelt, weil das Kapital nicht im Inland, sondern im Ausland investiert und dort nicht klug angelegt wurde. Aus anderer Perspektive: Die deutschen Exporterfolge wären ohne die hohe inländische Ersparnis nicht möglich gewesen, denn ohne die Kapitalexporte hätte das Ausland die Exportwaren nicht kaufen können.

Eine Frage, die die Volkswirtschaftslehre bis heute nicht abschließend geklärt hat, ist die nach der Kausalität von Leistungs- und Kapitalbilanzsalden. Ist die Leistungsbilanz die auslösende Komponente? Bestimmt die linke Seite der Zahlungsbilanz die rechte oder ist es umgekehrt? Ziehen hohe Exporte den Abfluss von Kapital nach sich? Oder fließt zunächst Kapital ins Ausland ab und anschließend resultieren daraus Überschüsse in der Leistungsbilanz? Dabei ist es vor allem in Deutschland verbreitet, die Leistungsbilanz als die entscheidende Größe in der Zahlungsbilanz zu betrachten. Eine Volkswirtschaft erzielt ein Handelsbilanzdefizit und importiert, so die übliche Interpretation, im Anschluss das zum Ausgleich der Zahlungsbilanz notwendige Kapital. Die Kausalität wäre klar: Der Ausgleich der Zahlungsbilanz, die definitionsgemäß immer null sein muss, erfolgt im Anschluss.

⁵ Philipp Harms, »The Taming of the Shrew: (Wie) Soll die Wirtschaftspolitik die deutsche Leistungsbilanz beeinflussen?«, in: *Wirtschaftsdienst*, 96 (2016) 11, S. 797–800 (798).

⁶ Karlhans Sauernheimer, »Ist Deutschland der Eurogewinner?«, in: *ifo Schnelldienst*, 68 (15.5.2015), S. 6–9 (8).

⁷ Hans-Werner Sinn, »Das deutsche Rätsel: Warum wir Exportweltmeister und Schlusslicht zugleich sind«, in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 7 (2006) 1, S. 1–18 (15).

⁸ Klaus Borger, *Leistungsbilanz: Überschuss reduzieren, Deutschland stärken*, Frankfurt a.M.: KfW Research, 8.8.2017 (Fokus Volkswirtschaft, Nr. 178), S. 1.

Tabelle 1

Deutschlands Leistungsbilanz seit 2004

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
In Mrd. US-Dollar	122,2	129,4	170,0	233,4	208,8	195,7	186,0	226,8	250,9	254,7	293,1	289,6	288,7	290,4	314,0
In % des BIP	4,3	4,5	5,6	6,8	5,5	5,7	5,4	6,0	7,1	6,8	7,5	8,6	8,3	7,9	8,0

Quelle: OECD (Hg.), *OECD Economic Outlook 102*, Paris, November 2017, Statistical Annex, Tabellen 61 und 62, S. 319f.

Zuerst der Warenhandel, dann der Kapitalimport.

Der Kausalmechanismus kann aber auch entgegengesetzt funktionieren: Der deutsche Ökonom Wolfgang Stützel hat sich bereits in den 1950er Jahren mit diesem Thema beschäftigt. Stützel bemerkte zum Verhältnis von Kapitalflüssen und Leistungsbilanzsalden:

»Woher rührt es, dass das, was im Binnenverkehr selbstverständlich ist, dass nämlich Entstehen und Höhe von ›Leistungsbilanzsalden‹ wesentlich von der Finanzierungsseite her determiniert sind, im internationalen Verkehr mit anscheinend derselben Selbstverständlichkeit völlig außer Betracht gelassen wird?«⁹

Schon vor sechs Jahrzehnten konstatierte Stützel, dass die Kausalität in der Zahlungsbilanz auch umgekehrt sein kann: Bei einem Leistungsbilanzdefizit kann am Beginn der Wirkungskette ein Kapitalimport stehen, technisch ein Überschuss in der Kapitalbilanz. Erst danach resultiert daraus ein Defizit in der Leistungsbilanz. Der Wirtschaftswissenschaftler Gunther Schnabl stellt unter Verweis auf den österreichischen Ökonomen Eugen von Böhm-Bawerk fest, dass die Kapitalbilanz regiere: Erst wird Kapital exportiert, dann werden damit Waren gekauft.¹⁰

Festzuhalten ist, dass Veränderungen auf der rechten Seite der Zahlungsbilanz, in der Kapitalbilanz, auf die linke Seite der Zahlungsbilanz, die Leistungsbilanz, wirken. In den vergangenen Jahren haben also nicht nur die hohen Ausfuhren, sondern auch die hohe Ersparnis und die niedrigen Investitionen in Deutschland zu einem Leistungsbilanzüberschuss geführt.

⁹ Wolfgang Stützel, *Volkswirtschaftliche Saldenmechanik. Ein Beitrag zur Geldtheorie*, Tübingen 1958, S. 129.

¹⁰ Gunther Schnabl, »Risiken für den Exportweltmeister. Ist der deutsche Leistungsbilanzüberschuss wirklich ein Segen?«, in: *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, 16.7.2017, S. 22.

Einschätzungen im Ausland und in Deutschland

Spätestens seit Beginn der Finanzkrise in Griechenland im Jahr 2010 wird in Europa über den Beitrag der Gläubigerländer zu solchen Krisen diskutiert. Ohne Kapitalexport wären internationale Finanzkrisen nicht möglich. Die Perspektiven der Beobachter unterscheiden sich hier indes stark: Ausländische Betrachter sehen das Kapitalexportland Deutschland in der Verantwortung, während zahlreiche Kommentatoren hierzulande betonen, es sei die Pflicht der Kreditnehmer, eine tragfähige Verschuldungspolitik zu betreiben.

Perspektiven ausländischer Beobachter

Wegen seiner Leistungsbilanzüberschüsse wird Deutschland seit einigen Jahren im Ausland harsch kritisiert. Die damalige französische Finanzministerin und heutige geschäftsführende Direktorin des IWF, Christine Lagarde, fand in diesem Zusammenhang schon 2010 deutliche Worte. Die deutschen Überschüsse seien eine Belastung für andere Mitgliedsländer der Eurozone. Es reiche nicht aus, auf die Einhaltung von Defizitregeln zu pochen. Die »Financial Times« nannte Lagardes unverblühte Warnung einen Tabubruch in den deutsch-französischen Beziehungen.¹¹

Klagen über die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse waren schon häufiger geäußert worden, aber selten war die Kritik so massiv wie im November 2013. Besonders hart ging der New Yorker Ökonom und Kolumnist der »New York Times«, Paul Krugman, mit Deutschland ins Gericht. »Diese deprimierenden Deutschen«, schrieb Krugman und holte weit aus: Während die südeuropäischen Krisenländer ihre Leistungsbilanzdefizite abbauten, produziere Deutsch-

land weiter enorme Überschüsse. Das sei »sehr schlecht für Europa«, weil damit die Überwindung der Krise im Süden noch schwerer falle.¹² Die Londoner »Financial Times« kommentierte, die Deutschen hätten so viel Geld, dass sie gewiss einen Tag länger auf Rhodos Urlaub machen oder eine zusätzliche Designerhandtasche aus Mailand kaufen könnten.¹³ Der britische Wirtschaftsjournalist Martin Wolf nannte Deutschland in der »Financial Times« eine »Belastung für die Welt« und prognostizierte, die von Deutschland geprägte Eurozone werde ihre Leistungsbilanzüberschüsse noch weiter steigern.¹⁴ EU-Währungskommissar Olli Rehn leitete eine Prüfung der deutschen Überschüsse ein und forderte Deutschland auf, sowohl die Binnennachfrage als auch die inländischen Investitionen zu stärken.¹⁵

Der britische Ökonom Simon Tilford stellte im März 2015 fest, Bundesregierung und Medien in Deutschland kündigten immer wieder den angeblich unmittelbar bevorstehenden Abbau der Leistungsbilanzüberschüsse an, doch dann geschehe nichts, wie in Samuel Becketts Drama »Warten auf Godot«. Dabei wäre es, so Tilford, für alle Beteiligten vorteilhaft, wenn die Überschüsse abgebaut würden:

12 Paul Krugman, »Those Depressing Germans«, in: *New York Times*, 3.11.2013, <http://www.nytimes.com/2013/11/04/opinion/krugman-those-depressing-germans.html?_r=0> (eingesehen am 11.8.2017).

13 »Europe's Flirtation with Deflation. US Is Right to Criticize Germany on Its Economic Policy«, in: *Financial Times*, 1.11.2013, S. 8.

14 Martin Wolf, »Germany Is a Weight on the World«, in: *Financial Times*, 6.11.2013, S. 9.

15 Olli Rehn, »Was Handelsbilanzüberschüsse mit dem Euro zu tun haben«, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 11.11.2013, <<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/gastbeitrag-was-handelsueberschuesse-mit-dem-euro-zu-tun-haben-12657154.html>> (eingesehen am 11.8.2017).

11 »Lagarde Criticises Berlin Policy«, in: *Financial Times*, 14.3.2010, <<https://www.ft.com/content/225bbcc4-2f82-11df-9153-00144feabdc0?mhq5j=e4>> (eingesehen am 11.8.2017).

»Dies alles muss sich ändern – im Interesse Deutschlands und seiner Handelspartner. Es ist nicht in Deutschlands Interesse, einen so großen Überschuss zu produzieren. Die bisherige Situation bedeutet, dass Lebensstandard und Investitionen niedriger sind, als sie es andernfalls wären. Zudem hat Deutschland ein Drittel des Geldes verloren, das es in den vergangenen 15 Jahren im Ausland investiert hat.«¹⁶

Im Jahr 2016 erneuerte Martin Wolf seine Einwände gegen die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse. Zu Recht fragte er, warum andere Länder eine produktive Verwendung für deutsches Kapital haben sollten, wenn dies nicht einmal in Deutschland selbst gelinge. Ebenso wenig leuchtete ihm ein, warum Struktur-reformen in anderen Volkswirtschaften einen Investi-tionsboom auslösen sollten, der in Deutschland bis-lang ausgeblieben sei.

»Why should others be able to make productive use of savings Germans cannot apparently use? Why should structural reforms elsewhere, as advocated by Germany, generate the investment surge lacking at home?«¹⁷

Die Europäische Kommission schloss sich 2017 der Kritik an, wenngleich in diplomatischerem Ton. Vor allem hob sie die negativen Folgen der deutschen Überschüsse für andere Länder hervor. In einer Emp-fehlung der Kommission heißt es:

»Ein Abbau dieses Überschusses kann die Aussich-ten des restlichen Euro-Währungsgebiets und der restlichen EU auf eine Rebalancierung begün-stigen.«¹⁸

16 Simon Tilford, *German Rebalancing: Waiting for Godot?*, London: Centre for European Reform, März 2015, S. 2, <http://www.cer.eu/sites/default/files/publications/attachment/s/pdf/2015/10368_09-cer-waiting-for-godot-updatekm-11003.pdf> (eingesehen am 25.3.2018), eigene Übersetzung.

17 Martin Wolf, »Germany Is the Eurozone's Biggest Problem«, in: *Financial Times*, 11.5.2016, S. 9.

18 Europäische Kommission (Hg.), *Empfehlung für eine Empfehlung des Rates zum nationalen Reformprogramm Deutschlands 2017 mit einer Stellungnahme des Rates zum Stabilitäts-programm Deutschlands 2017*, COM (2017) 505 final, Brüssel, 22.5.2017, <[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-country-specific-recommendations-](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-country-specific-recommendations)

Nicht zu vernachlässigen sind auch die Einschät-zungen des Internationalen Währungsfonds, der regelmäßig die außenwirtschaftliche Entwicklung seiner Mitgliedsländer untersucht. Als »substantiell stärker als durch Fundamentaldaten gerechtfertigt« bezeichnet der IWF Leistungsbilanzüberschüsse von mehr als 4 Prozent des BIP. Für die hohen Überschüs-se macht der IWF die zu strenge Fiskalpolitik in eini-gen Ländern mitverantwortlich, darunter Deutsch-land und die Niederlande.¹⁹ Auch die USA beklagen immer wieder die deutschen Überschüsse und kriti-sieren, Deutschland nutze seinen finanzpolitischen Spielraum nicht aus.²⁰

Vorsprung durch Angst.

Die britische Zeitschrift »The Economist« widmete den deutschen Leistungsbilanzüberschüssen im Juli 2017 eine Titelgeschichte. Die Überschrift des Arti-kels lautete »Vorsprung durch Angst« (im Original). Deutschland, so hieß es dort, sei hoffnungslos einem Wirtschaftsmodell verhaftet, dem gemäß Exporte wichtiger seien als sämtliche anderen wirtschafts-politischen Ziele.²¹

Einige ausländische Beobachter weisen sehr klar auf die Rolle der deutschen Politik bei der Schaffung von Rahmenbedingungen für die hohen Überschüsse hin. Deutschland habe in der Regierungszeit von Bun-deskanzler Schröder eine »fiskalpolitische Abwer-tung« (»fiscal devaluation«) durchgeführt. Einige Sozialabgaben für Arbeitgeber wurden gesenkt und zugleich die Mehrwertsteuer erhöht.²² Sozialabgaben werden von Exporteuren, nicht jedoch von Importeu-ren gezahlt. Genau umgekehrt verhält es sich bei der Mehrwertsteuer. Diese wird bei Exporten nicht erho-ben. Die wirtschaftspolitischen Modifikationen der Agenda 2010 werden von einigen Beobachtern also als bewusste Wirtschaftspolitik zur Stärkung der Exportwirtschaft sowie der importkonkurrierenden

<[commission-recommendations - germany-de.pdf](#)> (ein-gesehen am 14.8.2017).

19 IMF (Hg.), *IMF Policy Paper* [wie Fn. 3], S. 17.

20 »Frühjahrstagung des IWF. Schäubles Verteidigungs-kampf«, in: *Handelsblatt*, 21.4.2017, S. 9.

21 »Vorsprung durch Angst. The Good and Bad in Germa-ny's Economic Model Are Strongly Linked«, in: *The Economist*, 8.7.2017, <<https://www.economist.com/news/briefing/21724801-germany-admired-its-stability-derided-persistent-trade-surpluses-good-and-bad>> (eingesehen am 15.7.2017).

22 Allerdings war es erst die Regierung Merkel, die 2006 die Mehrwertsteuer von 16 auf 19 Prozent heraufsetzte.

Unternehmen interpretiert.²³ Die Regierung Schröder habe dem Drängen der Wirtschaft nachgegeben, eine stärker angebotsorientierte Politik zu betreiben und die Arbeitskosten zu senken.²⁴ Wenn Deutschland es wollte, wäre eine Korrektur möglich: Eine Senkung der Mehrwertsteuer bei gleichzeitiger Anhebung der Arbeitgeberbeiträge zur Sozialversicherung würde die Kaufkraft der Bevölkerung stärken und die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen dämpfen.²⁵

Positionen deutscher Beobachter und der Bundesregierung

In Deutschland leidet die Debatte über den Nutzen von Leistungsbilanzüberschüssen und -defiziten vermutlich schon daran, dass der Begriff »Leistung« darin vorkommt und positiv konnotiert ist. »Leistung« gilt als anstrengenswert und viele Beobachter haben offenbar den Eindruck, eine Volkswirtschaft mit einem hohen Leistungsbilanzüberschuss »leiste« mehr als Volkswirtschaften mit einem Leistungsbilanzdefizit. Augenscheinlich missdeuten viele Beobachter die Schattenseiten hoher Kapitalexporte. In Deutschland hat sich – in Verkennung der volkswirtschaftlichen Zusammenhänge – ein ausgeprägter Stolz auf die hohen Überschüsse und den Status des »Exportweltmeisters« entwickelt.²⁶ Die im Englischen übliche Bezeichnung »current account« gibt es zwar auch im Deutschen, aber nur wenige Beobachter sprechen von der »Bilanz der laufenden Posten«. Würde man diesen Begriff anstatt der »Leistungsbilanz« verwenden, wäre deutlich, dass es sich um einen Teil der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung handelt und nicht um einen Indikator für die Stärke oder Schwäche einer Volkswirtschaft.

Bemerkenswert ist, dass in Deutschland seit einigen Jahren zwar sehr viel über die vermeintliche Führungsverantwortung, die Deutschland in Europa, ja

möglicherweise sogar global, übernehmen soll, diskutiert wird, jedoch wenig Zeit darauf verwendet wird, die Bedingungen für eine führende Rolle zu untersuchen. Gelegentlich kann man den Eindruck gewinnen, andere Länder müssten nur dem deutschen Beispiel folgen, um erfolgreich zu werden. Dies ist allein saldenmechanisch ausgeschlossen. Der Journalist Thomas E. Schmidt kritisierte, dass die Folgen der deutschen Politik für andere Länder zu wenig wahrgenommen werden:

»Langsam, sehr langsam sickert durch, dass die Perlenschnur der internationalen Krisen auch ein wenig mit dem praktizierten Nationalismus der Deutschen zu tun haben könnte. Das wird in Deutschland ungern gehört. Der Export- und Moralweltmeister lebt ganz aus der Eigenperspektive.«²⁷

Zu den Krisen der letzten Jahre gehören fraglos die Finanzkrisen in Europa und die negativen Folgen des deutschen Kapitalexports werden kaum diskutiert. Wenn sich Beobachter mit diesem Problem auseinandersetzen, fragen sie sich, ob der Kapitalexport Deutschland nutzt. Die Deutsche Bank etwa hat sich im Jahr 2013 mit der Frage beschäftigt, ob die ausländische Kritik an den Leistungsbilanzüberschüssen gerechtfertigt ist, und dies zurückgewiesen. Zutreffend bemerkte die Deutsche Bank, das Ausland profitiere doch davon, dass deutsche Investoren über- teuerte Aktiva im Ausland kaufen würden:

»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.«²⁸

Tatsächlich ist es nicht ohne Ironie, dass gerade Washington Deutschlands Politik seit Jahren scharf kritisiert, sind doch die USA Nutznießer der Kapital-

23 John Grahl, »German Wages Must Be Politically Acceptable«, in: *Financial Times*, 14.5.2017, S. 10.

24 Tilford, *German Rebalancing* [wie Fn. 16], S. 6.

25 Ebd.

26 Harms, »The Taming of the Shrew« [wie Fn. 5], S. 797. Bezeichnend für die verbreitete Begeisterung über den deutschen Leistungsbilanzüberschuss ist ein Gespräch, das der Autor dieser Studie am Rande einer wissenschaftlichen Tagung im August 2017 führte. Ein Gesprächspartner äußerte mit besorgter Miene, er befürchte, dass »wir den Leistungsbilanzüberschuss künftig nicht mehr werden halten können«.

27 Thomas E. Schmidt, »Doch nur halbstark«, in: *Die Zeit*, 1.6.2017, S. 38.

28 *Deutsche Leistungsbilanzüberschüsse – Kritik nicht stichhaltig*, Frankfurt a.M.: Deutsche Bank Research, 12.12.2013 (*Standpunkt Deutschland*), S. 7, <https://www.dbresearch.de/PROD/RPS_DE-PROD/PROD000000000444516/Deutsche_Leistungsbilanz%C3%BCbersch%C3%BCsse_%E2%80%93_Kritik_nicht.PDF> (eingesehen am 25.3.2018).

exporte aus Deutschland. Wohlwollend ließen sich die amerikanischen Vorwürfe als Mahnung einer befreundeten Nation verstehen, das eigene Geld nicht so sinnlos zu vergeuden.

Die Reaktion des Bundesfinanzministeriums (BMF) auf die Kritik aus dem Ausland im Jahr 2013 spiegelte die tonangebende Haltung in Deutschland wider. Die Überschüsse gäben keinen Anlass zur Sorge, weder für Deutschland, noch für die Eurozone oder die gesamte Weltwirtschaft.²⁹ Bemerkenswert ist, dass Martin Wolf mit seiner Prognose Recht behielt. Die Eurozone hat ihren Leistungsbilanzüberschuss von 56,0 Milliarden Euro im Jahr 2010 auf 423,8 Milliarden Euro im Jahr 2016 gesteigert.³⁰

Auch im Jahr 2017 beharrte die Bundesregierung auf einer Perspektive, die die Kapitalbilanz ausblendet. Hingewiesen wurde darauf, dass die Leistungsbilanzüberschüsse das Ergebnis von Angebots- und Nachfrageentscheidungen von Unternehmen und Konsumenten auf dem Weltmarkt seien. Von Bedeutung seien zudem die hohen Investitionen Deutschlands in den USA: Allein 2016 seien dorthin 63 Milliarden US-Dollar geflossen.³¹

In einem gemeinsamen Positionspapier haben das BMF und das Bundeswirtschaftsministerium (BMWi) im Mai 2017 die Argumente der Kritiker zu entkräften versucht. Aufschlussreich ist schon der Titel: Dort ist von deutsch-amerikanischen Handelsbeziehungen die Rede. Der Kapitalverkehr kommt in der Überschrift nicht vor.³²

Der Ton des Textes ist apologetisch. Schon die Betrachtung Deutschlands als einzelner Volkswirtschaft in einer Währungsunion wird kritisiert. Die Politik der Europäischen Zentralbank (EZB) wird verteidigt: Eine Wechselkurssteuerung finde nicht statt. Per saldo sei die Politik hilflos, weil der Leis-

tungsbilanzüberschuss von privaten Akteuren verursacht werde:

»Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss ist vor allem das Ergebnis von marktbasierter Angebots- und Nachfrageentscheidungen von Unternehmen und privaten Verbrauchern auf dem Weltmarkt.«³³

Ist es angemessen, die Konsequenzen privater Entscheidungen als unveränderbar zu betrachten? In den vergangenen Jahren hat die Bundesregierung bei Finanzkrisen Verantwortung für die Fehlentscheidungen privater Akteure übernommen. Zusammen mit der Europäischen Kommission, dem IWF und anderen Mitgliedsländern der Eurozone hat sie einen Plan zur Rettung der Gläubiger Griechenlands entwickelt, statt die Folgen der Entscheidungen privater Gläubiger zu ignorieren und das Krisenmanagement dem Londoner Club zu überlassen. Nicht die Devise »Laissez faire, laissez passer« bestimmte die Politik, sondern ein umfangreiches und bis heute andauerndes Krisenmanagement. Ein solches Verhalten ist inkonsistent. Entweder ignoriert die Politik die Fehlentscheidungen privater Akteure beim Kapitalexport oder sie beschäftigt sich damit. Dann aber sollte sie nicht asymmetrisch nur dann intervenieren, wenn es zu Krisen kommt, sondern schon zuvor Maßnahmen zur Reduzierung der Risiken ergreifen.

Entweder ignoriert die Politik die Fehlentscheidungen privater Akteure beim Kapitalexport oder sie beschäftigt sich damit.

Kapitalexporte sind zwar nicht grundsätzlich schädlich, aber die Dosis macht auch hier das Gift. Gewiss fällt es schwer, einen Schwellenwert zu definieren, ab dem Leistungsbilanzüberschüsse als problematisch gelten müssen. Bei Leistungsbilanzdefiziten von mehr als fünf Prozent des BIP kamen Finanzkrisen häufig vor.³⁴ Angesichts dieses Befunds erscheint es sinnvoll, dem Vorschlag des IWF zu folgen und die Überschüsse auf maximal vier Prozent des BIP zu beschränken.

²⁹ Wolf, »Germany Is a Weight on the World« [wie Fn. 14], S. 9.

³⁰ OECD (Hg.), *OECD Economic Outlook 101*, Paris, Juni 2017, Statistical Annex, Tabelle 61, S. 333.

³¹ David Böcking/Christian Reiermann, »Deutsche Nachhilfe für Donald Trump«, in: *Der Spiegel*, 19.4.2017, <<http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/wolfgang-schaeuble-will-donald-trump-im-streit-um-ueberschuesse-beschwichtigen-a-1143778.html>> (eingesehen am 2.5.2017).

³² BMF/BMWi (Hg.), *Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss im Lichte der deutsch-amerikanischen Handelsbeziehungen*, Berlin, 5.5.2017, <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/2017-05-04-deutscher-leistungsbilanzueberschuss.html> (eingesehen am 22.5.2017).

³³ Ebd.

³⁴ Giancarlo Corsetti/Paolo Pesenti/Nouriel Roubini, *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?*, New York, April 1999, S. 8, <<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/economists/pesenti/whatjapwor.pdf>> (eingesehen am 25.3.2018).

Gerne gibt die Bundesregierung Kritikern zu verstehen, dass es ihr nicht möglich sei, auf die Höhe der Überschüsse Einfluss zu nehmen. Auch das Kieler Institut für Weltwirtschaft (IfW) hat in einer Studie, die es im Auftrag des BMF erstellte, das Fazit gezogen, die Politik besitze so gut wie keine Handhabe gegen die hohen Leistungsbilanzüberschüsse.³⁵ Das ist schon deshalb falsch, weil der Staat direkt auf die Leistungs- und Kapitalbilanzen einwirkt. Dies verdeutlicht eine erweiterte Darstellung der Zahlungsbilanz, in der der Budgetsaldo des Staates (BS) aufgenommen wird:³⁶

$$\text{Ex} - \text{Im} = (\text{S} - \text{I}) + \text{BS}$$

Ein staatlicher Überschuss steigert den Kapalexport, ein staatliches Defizit senkt ihn. Die Kritik aus dem Ausland, die Bundesregierung würde durch ihre Politik der ausgeglichenen Haushalte einen möglichen Beitrag des deutschen Staates zur Reduzierung der Leistungsbilanzüberschüsse unterlassen, trifft zu. Andere Länder müssen also über ihre Verhältnisse leben und sich verschulden, damit Deutschland Überschüsse exportieren kann. Widersprüchlich ist oben drein, dass die Bundesregierung diese Volkswirtschaften dann dafür kritisiert, sie lebten über ihre Verhältnisse.³⁷ Der Volkswirt Martin Hellwig empfahl, dem Ausland zu erklären, warum der Budgetsaldo im Falle Deutschlands keine Rolle spielen soll. Unterlasse man dies, so Hellwig, werde man entweder als ignorant oder als arrogant wahrgenommen.³⁸

Einige Betrachter hingegen sehen keinen Grund, die deutschen Überschüsse zu bemängeln. Gabriel Felbermayr, Clemens Fuest und Timo Wollmershäuser geben zu bedenken, dass Deutschland Kapital für Investitionen im Ausland bereitstelle und damit für Wachstum im Ausland Sorge. Auch sei die Warnung vor Kreditkrisen unangemessen, weil Überschuldung auch ohne Kapitalimporte entstehen

könne.³⁹ Diese Sichtweise blendet die Erkenntnisse der jüngeren Wirtschaftsgeschichte aus. Es ist wohlfeil zu behaupten, die großen Krisen der letzten Jahrzehnte, einschließlich derjenigen in Griechenland, Spanien, Portugal und Irland, hätten sich auch ohne ausländisches Kapital entwickeln können. Spanien beispielsweise wäre nicht in der Lage gewesen, seinen Immobilienboom aus eigener Ersparnis zu finanzieren. Erst der Zufluss von über 676,2 Milliarden US-Dollar zwischen 2004 und 2010 an ausländischem Kapital verlieh der Immobilienpreisblase eine dramatische Dynamik. Allein mit inländischer Ersparnis hätte es in Spanien möglicherweise auch Übertreibungen gegeben, aber in geringerem Maß.

Die Verfasser der bereits erwähnten Studie des Instituts für Weltwirtschaft in Kiel sehen ebenfalls keinen Anlass, den Leistungsbilanzsaldo einer Volkswirtschaft als »Zielvariable der Wirtschaftspolitik« darzustellen.⁴⁰ Zwar räumen sie ein, dass wirtschaftspolitische Maßnahmen auf die Leistungsbilanz wirken. Dennoch raten sie der Bundesregierung eher davon ab, Maßnahmen zum Abbau der Leistungsbilanzüberschüsse zu ergreifen: Keine Einzelmaßnahme werde ausreichen, die Überschüsse um zwei Prozent des BIP zu senken.⁴¹

Die Kieler Forscher geben damit die Antwort auf eine Frage, die niemand gestellt hat. Es ist nicht ersichtlich, warum sie glauben, nur mit einer Einzelmaßnahme lasse sich das angestrebte Ziel erreichen. Sie lassen außer acht, dass ein Maßnahmenbündel allem Anschein nach sinnvoller wäre. Zudem diskutieren die Verfasser nur vergleichsweise moderate Maßnahmen. Eine deutliche Reduktion der Mehrwertsteuer wird erst gar nicht in Betracht gezogen. Stattdessen nehmen die Autoren lediglich die Senkung direkter Steuern in den Blick.

35 Institut für Weltwirtschaft (IfW), *Politik gegen hohen Leistungsüberschuss praktisch machtlos*, Pressemitteilung, Kiel, 27.11.2017, <<https://www.ifw-kiel.de/medien/medieninformationen/2017/politik-gegen-hohen-leistungsbilanz-uberschuss-praktisch-machtlos>> (eingesehen am 20.1.2018).

36 Siehe zum Vergleich die einfache Darstellung der Zahlungsbilanz auf S. 9 dieser Studie.

37 Tilford, *German Rebalancing* [wie Fn. 16], S. 3.

38 Martin Hellwig, »Bitte nicht großdeutsch«, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 20.5.2017, <<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/sorge-um-umwandlung-der-eurozone-15014236.html>> (eingesehen am 10.7.2017).

39 Gabriel Felbermayr/Clemens Fuest/Timo Wollmershäuser, *The German Current Account Surplus: Where Does It Come from, Is It Harmful and Should Germany Do Something about It?*, München, Juli 2017 (EconPol Policy Report Nr. 2/2017), S. 9.

40 Jens Boysen-Hogrefe/Klaus-Jürgen Gern/Dominik Groll/Philipp Hauber/Nils Jannsen/Stefan Kooths, *Wirtschafts-, Finanz- und Geldpolitik: Wirkungen auf die deutsche Leistungsbilanz*, Kiel: IfW, November 2017 (Kieler Beiträge zur Wirtschaftspolitik, Nr. 11), S. 8.

41 Ebd., S. 25.

Negative Folgen der Leistungsbilanzüberschüsse für die deutsche Volkswirtschaft

Nicht nur andere Länder, auch die deutsche Volkswirtschaft leidet unter den hohen Überschüssen. Dieser Befund ist erklärungsbedürftig, widerspricht er doch den Erfolgsmeldungen der letzten Jahre. Beachtlich ist vor allem der drastische Anstieg der Überschüsse in der ersten Dekade des neuen Jahrtausends.

Kapital wurde unklug investiert und im Ergebnis verschenkt.

Die deutsche Volkswirtschaft hat von diesen Überschüssen weit weniger profitiert, als es auf den ersten Blick scheint. Darüber hinaus wird geltendes Recht missachtet: Das Gesetz zur »Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft« vom 8. Juni 1967 definiert mit dem sogenannten magischen Viereck die Ziele der Wirtschaftspolitik. Dort heißt es in Paragraph 1:

»Bund und Länder haben bei ihren wirtschafts- und finanzpolitischen Maßnahmen die Erfordernisse des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts zu beachten. Die Maßnahmen sind so zu treffen, daß sie im Rahmen der marktwirtschaftlichen Ordnung gleichzeitig zur Stabilität des Preisniveaus, zu einem hohen Beschäftigungsstand und außenwirtschaftlichem Gleichgewicht bei stetigem und angemessenem Wirtschaftswachstum beitragen.«⁴²

Die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen haben die anhaltenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte nicht nur hingenommen, sondern sogar als Ausdruck der Stärke Deutschlands bejubelt. In der öffentlichen Diskussion wurden hohe Überschüsse in der

Leistungsbilanz Jahr um Jahr als Leistungsbeweis, nicht als Verletzung eines wirtschaftspolitischen Zieles gefeiert. Gründe für eine eingehendere Betrachtung gab und gibt es genug. Der wichtigste: Das Geschäftsmodell verursacht hohe Verluste. Den seit Jahren hohen Kapitalexporten stehen heute sehr viel geringere Forderungen ans Ausland gegenüber. Kapital wurde unklug investiert und im Ergebnis verschenkt.

Sind Leistungsbilanzüberschüsse ein Zeichen mangelnden Vertrauens in den Standort Deutschland?

Zunächst sind diese Kapitalexporte Ausdruck der Skepsis von Investoren: Sie ziehen es vor, im Ausland zu investieren, anstatt in Deutschland beispielsweise eine neue Fabrik zu errichten. Die deutschen Automobilhersteller investieren in neue Werke – von Ungarn über China bis Mexiko. Die niedrigen Investitionen von heute werden aber morgen eine nachlassende Wettbewerbsfähigkeit zur Folge haben. Leistungsbilanzüberschüsse sind also Warnsignale, gelten hier indes fälschlich als Zeichen ökonomischer Stärke. Deutschland kann jedoch kein Interesse an einem hohen Leistungsbilanzüberschuss haben, weil dieser zu Lasten des inländischen Kapitalstocks geht und damit die künftige Leistungsfähigkeit der deutschen Wirtschaft schmälert.⁴³

Von 2000 bis 2016 ist die gesamtwirtschaftliche Ersparnis, also der Privathaushalte, der Unternehmen und des Staates, von 22,2 auf 27,8 Prozent des BIP

⁴² Vgl. den Gesetzestext, <<http://www.gesetze-im-internet.de/stabg/BJNR005820967.html>> (eingesehen am 11.8.2017).

⁴³ Borger, *Leistungsbilanz* [wie Fn. 8], S. 2.

Tabelle 2

Arbeitskosten pro Stunde in ausgewählten Industrieländern (2015)*

Land	Arbeitskosten in Euro	Land	Arbeitskosten in Euro
Schweiz	58,13	Vereinigtes Königreich	30,03
Norwegen	49,28	Kanada	27,98
Belgien	43,20	Italien	27,92
Dänemark	42,77	Ostdeutschland**	26,26
Schweden	41,14	Japan	22,88
Westdeutschland**	40,90	Spanien	22,69
Deutschland	38,99	Griechenland	14,91
Frankreich	37,47	Portugal	11,15
Finnland	36,82	Tschechische Republik	9,75
Österreich	36,18	Ungarn	7,84
Niederlande	34,99	Polen	7,69
USA	33,96	Bulgarien	3,40
Luxemburg	31,27	Ukraine	1,78
Irland	30,86		

* Arbeitnehmer (Arbeiter und Angestellte) je geleistete Stunde im verarbeitenden Gewerbe.

** Westdeutschland einschließlich Berlin, Ostdeutschland ohne Berlin.

Quelle: Christoph Schröder, »Industrielle Arbeitskosten im internationalen Vergleich«, in: *IW Trends – Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung*, 43 (2016), 3, S. 39 – 57 (44).

angewachsen.⁴⁴ Dabei spielt zwar auch eine Rolle, dass die Ersparnis der privaten Haushalte im selben Zeitraum moderat von 9,0 auf 9,7 Prozent des verfügbaren Einkommens gestiegen ist. Vor allem aber sparen Unternehmen und der deutsche Staat heute weitaus mehr als im Jahr 2000.

Offen bleibt, warum Unternehmen in Deutschland nur noch mäßig investieren, denn an Kapital fehlt es nicht. In einigen Branchen, etwa der Automobilindustrie, waren Investitionen entweder im osteuropäischen Ausland oder in Mexiko oder China oftmals lohnender. Gerade in Osteuropa haben beispielsweise Audi und Daimler hauptsächlich deshalb investiert, weil dort die Löhne sehr viel niedriger sind als in Deutschland. Deshalb erscheinen die Forderungen des IWF, vor allem aber von gewerkschaftsnahen Wissenschaftlern nach einer deutlichen Anhebung der Löhne zumindest einen zweiten Blick wert. Die Arbeitskosten in Deutschland sind heute schon überdurchschnitt-

lich hoch. Eine weitere Steigerung könnte das Gegenteil des Gewünschten bewirken: Deutsche Unternehmen könnten mehr, nicht weniger Kapital exportieren. Die Löhne in der verarbeitenden Industrie Japans etwa lagen 2015 bei gerade einmal 58 Prozent des deutschen Wertes.

Schwache Position Deutschlands beim Vergleich der Vermögen

Im Prinzip müssten Länder mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen Forderungen gegenüber dem Rest der Welt aufbauen und damit wohlhabender werden. Es sollte einer Volkswirtschaft möglich sein, von den Kapalexporten im Laufe der Zeit zu profitieren und Erträge aus dem Schuldendienst zu realisieren. Umgekehrt gilt, dass Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten – und entsprechenden Kapitalimporten – aufgrund der immer schwerer wiegenden Außenverschuldung nicht wohlhabender, sondern ärmer werden. Dies müsste sich in der Vermögensbilanz der

⁴⁴ OECD (Hg.), *OECD Economic Outlook 102*, Paris, November 2017, *Statistical Annex*, Tabelle 27, S. 285.

Tabelle 3

Wohlstand und Leistungsbilanz 2000–2016

Land	Durchschnittliches Nettovermögen pro Person in US-Dollar, 2000*	Durchschnittliches Nettovermögen pro Person in US-Dollar, 2016*	Leistungsbilanzsaldo in Milliarden US-Dollar, 2000–2016	Leistungsbilanzsaldo: Durchschnittswert pro Jahr in Milliarden US-Dollar
Australien	103 151	375 573	- 698,1	- 41,1
Deutschland	89 770	185 175	2882,7	169,6
Frankreich	103 619	244 365	- 145,0	- 8,5
Italien	119 773	202 288	- 211,0	- 12,4
Schweiz	232 548	561 854	904,3	53,2
Vereinigtes Königreich	162 999	288 808	- 1220,5	- 71,8
Vereinigte Staaten	192 399	344 692	- 8335,2	- 490,3

* Nettovermögensposition pro Erwachsenem: Immobilien, Sparguthaben und Wertpapiere abzüglich Schulden.

Quellen: Credit Suisse Research Institute (Hg.), *Global Wealth Databook 2016*, Zürich, November 2016, S. 19–22;

OECD (Hg.), *OECD Economic Outlook 101*, Paris, Juni 2017, Statistical Annex, Tabelle 61, S. 333.

Individuen niederschlagen. Dafür finden sich jedoch keinerlei Anhaltspunkte.

Tabelle 3 liefert eine Reihe unerwarteter Befunde. Überraschend ist zunächst die Erkenntnis, dass Deutschlands Bürgerinnen und Bürger nicht besonders vermögend sind. Dies mag im Verhältnis zur Schweiz nicht verwundern, zu Italien und Frankreich aber schon. In diesen häufig als reformbedürftig charakterisierten Volkswirtschaften haben es die Menschen zu größerem Vermögen gebracht als die Deutschen. Die vermeintlich so erfolgreiche deutsche Volkswirtschaft sorgt zwar für Beschäftigung, zumindest in den letzten Jahren, aber das Vermögensniveau ist erstaunlich niedrig.⁴⁵

Aus den Daten in Tabelle 3 lässt sich kein eindeutiger Zusammenhang zwischen hoher Wohlstandsposition und Überschüssen oder Defiziten in der Leistungsbilanz ableiten. Australien, ein Land mit großen Leistungsbilanzdefiziten, hat den prozentual stärksten Anstieg der Vermögensposition seiner Bevölkerung erreicht. Die Schweiz ist seit Jahrzehnten sehr

wohlhabend und baute erhebliche Forderungen an das Ausland auf. Die USA wiederum verzeichnen zwischen den Jahren 2000 und 2016 einen moderaten Vermögenszuwachs pro Einwohner. Weiterhin sind die US-Amerikaner deutlich vermögender als die Deutschen. Französische Bürgerinnen und Bürger haben ihre Vermögen von 2000 bis 2016 von 100 000 auf nahezu 250 000 US-Dollar gesteigert.

Angesichts der verbreiteten positiven Würdigung der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse verblüfft die schwache Vermögensentwicklung in Deutschland. Exporte von Waren und Dienstleistungen sind kein Selbstzweck, sondern sollen Einkommen und letztlich auch Vermögen schaffen. Das gelingt in Deutschland seit Anfang der 2000er Jahre sehr viel schlechter als etwa in der Schweiz. Das deutsche Modell kann also im Hinblick auf Vermögensbildung nicht überzeugen. Trotz positiver Wirtschaftsentwicklung, Rekordbeschäftigung und relativ hoher Löhne hinkt Deutschland hinsichtlich der Vermögensposition seiner Bürger den europäischen Nachbarn und den US-Amerikanern hinterher. Ein wesentlicher Faktor hierfür waren nicht zuletzt die Fehlinvestitionen oder Fehlspekulationen deutscher Kreditinstitute, denen es bei ihren Investitionsentscheidungen an Kompetenz zu mangeln scheint. Das Argument, die deutsche Volkswirtschaft müsse wegen drohender Überalterung Kapital exportieren und Forderungen ans Ausland aufbauen, ist zwar grundsätzlich stichhaltig. Aber in An-

⁴⁵ In der Vermögensbilanz werden die Forderungen von Individuen an die Rentenversicherung nicht erfasst. Es ist wahrscheinlich, dass Deutsche höhere Rentenansprüche haben als beispielsweise Italiener. Andererseits gibt es begründete Zweifel daran, dass die Rentenversicherung in Deutschland gegenüber demographischen Veränderungen hinreichend abgesichert ist.

betracht der schwachen Vermögensbildung können die Ergebnisse des Kapitalexports nicht überzeugen.⁴⁶

Ebenso bemerkenswert ist, dass manche Länder offenbar über längere Zeit hohe Leistungsbilanzdefizite aufweisen können, ohne dass ihre Einwohner ärmer werden. Australien, Großbritannien und die USA beispielsweise verschulden sich im Ausland, um Konsum und Investitionen zu finanzieren. Dies schlägt sich in der Leistungsbilanz nieder: Der Zinsdienst auf ausländische Kredite wird in der Dienstleistungsbilanz verbucht, einem Teil der Leistungsbilanz. Allerdings profitierten die genannten Länder bei ihrer Auslandsverschuldung von den niedrigen Zinsen der letzten Jahre. Den USA kam außerdem zugute, dass die Forderungen ausländischer Gläubiger infolge der Immobilien- und Finanzkrise («Subprime-Krise») seit 2007 dramatisch an Wert verloren und damit die Außenverschuldung der USA reduzierten.

Frankreich und Italien zeigen, dass der Aufbau von Vermögen bei einer ausgeglichenen Leistungsbilanz gelingen kann. Beide Länder haben anders als Deutschland keine großen Überschüsse erzielt und sind daher weniger gefährdet, Auslandsinvestitionen abschreiben zu müssen. Freilich können beide Volkswirtschaften auch nicht auf mögliche Wertsteigerungen von Auslandsinvestitionen hoffen. Zudem haben Frankreich und Italien nicht dazu beigetragen, dass andere Länder sich verschulden mussten, um Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren.

Bisherige Verluste infolge des Kapitalexports

Bei der Bewertung der deutschen Kapitalexporte sind aber keineswegs nur die negativen Folgen für die Kapitalimporteure zu bedenken. Was Forderungen ans Ausland betrifft, sah sich Deutschland in der Vergangenheit zu enormen Abschreibungen gezwungen. Den kumulierten Leistungsbilanzüberschüssen müssten rechnerisch Forderungen ans Ausland in gleicher Höhe gegenüberstehen. Je nach Schätzung fallen

⁴⁶ Laut Winand von Petersdorff handeln die geburtenstarken Jahrgänge in Deutschland rational, wenn sie sparen, da die Erwerbsbevölkerung schrumpft und die Renten deswegen immer schwieriger zu finanzieren sein werden. Winand von Petersdorff, »Exportweltmeister. Was soll schlecht daran sein, wenn alle Welt unsere Waren kaufen will? Fast nichts«, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 10.11.2013, S. 26.

diese aber schon bis zum Jahr 2012 um 300⁴⁷ bis 650 Milliarden Euro⁴⁸ geringer aus. Der Grund ist einfach: Überspitzt gesagt, exportiert Deutschland Porsche und Mercedes und erhält im Gegenzug (wertlose) amerikanische Hypothekenkredite oder griechische Staatsanleihen. Die Abschreibungen in Milliardenhöhe belasteten unmittelbar den deutschen Staatshaushalt, weil sie nicht nur bei privaten Akteuren anfielen, sondern auch bei staatlichen Banken wie Landesbanken und der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW).

Dieses Problem von kapitalexporthierenden Volkswirtschaften hat der Internationale Währungsfonds deutlich benannt. Überschussländer müssen häufig Teilverluste ihrer Ersparnisse hinnehmen. Zudem führt die hohe Ersparnis der Überschussländer zu einer hohen Verfügbarkeit von Kapital, was sich dämpfend auf das Zinsniveau auswirkt.⁴⁹ Nach dieser Lesart sind also die deutschen Sparer selbst dafür verantwortlich, dass die Zinsen auf ihre Ersparnisse derzeit so niedrig sind.

Überschussländer müssen häufig Teilverluste ihrer Ersparnisse hinnehmen.

Deutschlands Leistungsbilanzüberschüsse der letzten Jahre hätten eigentlich dazu führen müssen, dass die Forderungen Deutschlands an das Ausland in gleichem Maße wachsen. Die deutsche Volkswirtschaft hat entweder Waren exportiert und anschließend eine Forderung ans Ausland verbucht oder das Kapital direkt an ausländische Akteure verliehen. Die Überschüsse entsprechen einer Kreditvergabe ans Ausland.

Man betrachte beispielsweise das Verhältnis zu den USA: Deutschland exportiert dorthin etwa Fahrzeuge von Porsche und Audi und hat dadurch eine Forderung – einen Leistungsbilanzüberschuss – im Handel mit den USA. Allerdings haben die USA die Importrechnung in der Vergangenheit mit nicht werthaltigen Papieren bezahlt. Natürlich erhalten Exporteure für ihre Waren Devisen. Aber die amerika-

⁴⁷ Erik Klär/Fabian Lindner/Kenan Šehović, »Investition in die Zukunft? Zur Entwicklung des deutschen Auslandsvermögens«, in: *Wirtschaftsdienst*, 93 (März 2013) 3, S. 189–197 (191).

⁴⁸ European Commission (Hg.), *Current Account Surpluses in the EU*, Brüssel 2012 (European Economy Nr. 9/2012), S. 39, <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-9_en.pdf> (eingesehen am 25.3.2018).

⁴⁹ IMF (Hg.), *IMF Policy Paper* [wie Fn. 3], S. 27.

nische Volkswirtschaft muss die Importrechnung begleichen, und sie hat dies in der Vergangenheit häufig mit nicht werthaltigen Papieren getan, die deutsche Banken und Sparkassen kauften. Besonders gern erwarben deutsche Investoren »Subprime-Anleihen«. Dahinter verbargen sich zu Paketen gebündelte (»verbriefte«) Immobilienkredite von Schuldnern schlechter Bonität. Diese Anleihen wurden von Rating-Agenturen bewertet und häufig mit der Bestnote AAA versehen.⁵⁰ Im Vertrauen auf die Seriosität der amerikanischen Finanzmärkte und deren Regulierung kauften deutsche Investoren amerikanische »Schrottpapiere«. Die Abschreibungen eines Teils der Forderungen ans Ausland sind zum einen auf im Ergebnis sehr kostspielige Investitionsentscheidungen von deutschen Bankiers zurückzuführen, zum anderen spiegeln sie die Schwierigkeiten anderer Volkswirtschaften wider, die deutschen Überschüsse produktiv zu investieren.⁵¹

Im Ausland spottet man daher gern über das angebliche Unvermögen deutscher Investoren. In Großbritannien wird gestichelt, die Deutschen seien »penny-wise, but pound-foolish«.⁵² Stephen Fidler stellte im »Wall Street Journal« schon 2013 die berechnete Frage: »Where did all the German savings go?« Und der britische Finanzmarktexperte Sony Kapoor bemerkte, deutsche Bürgerinnen und Bürger vertrauten ihre Ersparnisse dem Finanzsystem an, das diese dann verspiele.⁵³

Der amerikanische Autor Michael Lewis veröffentlichte im Jahr 2010 eine detaillierte Analyse der amerikanischen Finanzkrise mit dem Titel »The Big Short«, zu Deutsch etwa: Die große Verkaufswette. Zwei Händler an der Wall Street unterhalten sich und diskutieren darüber, wer denn eigentlich so dumm sei, die Papiere zu kaufen. Die Antwort lautet:

50 Hans-Werner Sinn, »Insecure Securities«, *Project Syndicate*, 23.12.2009, <<https://www.project-syndicate.org/commentary/insecure-securities?barrier=accessreg>> (eingesehen am 21.1.2018); vgl. dazu auch Hanno Beck/Helmut Wienert, »Brauchen wir eine europäische Rating-Agentur? Funktionsprobleme des Rating-Marktes und ein alternativer Lösungsvorschlag«, in: *Wirtschaftsdienst*, 90 (2010) 7, S. 464–469.

51 Tilford, *German Rebalancing* [wie Fn. 16], S. 7.

52 Gerald Braunberger, »Das Ausland lacht schon lange über dummes deutsches Geld«, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 26.9.2013, S. 18.

53 Stephen Fidler, »Where Did All the German Savings Go?«, in: *The Wall Street Journal (Europe Edition)*, 29.11.2013, S. 4.

»Düsseldorf. Stupid Germans. They take rating agencies seriously. They believe in the rules.«⁵⁴

Das Stichwort »Düsseldorf« erinnert an die dort ansässige, im Jahr 2007 mit Staatshilfe vor der Pleite bewahrte IKB Deutsche Industriebank AG. Am 30. Juli 2007 gab sie bekannt, dass sie aufgrund von Abschreibungen auf Immobilienkredite in den USA in Schieflage geraten sei.⁵⁵ Die Bank wurde mit Hilfe der staatlichen KfW vor dem Zusammenbruch gerettet und im Jahr 2008 an einen amerikanischen Finanzinvestor verkauft.

Doch wer hat nun die Rechnung für die Fehlspekulation der IKB gezahlt? Dies ist deshalb wichtig, weil sich in Europa weiterhin ähnliche Entwicklungen abspielen: Ins Ausland exportiertes Kapital muss abgeschrieben werden, da die Schuldner nicht in der Lage sind, die Kredite wie vereinbart zurückzuzahlen. Die Forderungen des Bundesfinanzministeriums an die griechische Regierung etwa werden nicht in voller Höhe bedient werden, woraus sich neuer Abschreibungsbedarf ergeben wird. Auch steht zu erwarten, dass Forderungen deutscher Banken und Versicherungen an italienische Schuldner künftig wertberichtigt werden müssen.

Die Rechnung für die Insolvenz der IKB wurde unter der Ägide des damaligen Bundesfinanzministers Peer Steinbrück verschleiert, weil sie nicht unmittelbar beim Steuerzahler, sondern bei der staatlichen KfW anfiel. Diese musste aber mehr als acht Milliarden Euro abschreiben und damit einen wesentlichen Teil der über Jahre aufgebauten Reserven.⁵⁶ Umgerechnet bedeutet dies, dass jede vierköpfige Familie in Deutschland durch die Rettung der IKB 400 Euro verlor. Die Sparer haben die Verluste nicht direkt bemerkt, weil sie in staatlichen Haushalten verbucht wurden, aber letztlich schlugen sich die Verluste doch nieder, zum Beispiel in geringeren Staatsausgaben.⁵⁷

54 Michael Lewis, *The Big Short. Inside the Doomsday Machine*, New York/London 2010, S. 93.

55 Vgl. hierzu die Ad-hoc-Mitteilung der IKB vom 30.7.2007, <https://www.ikb.de/uploads/media/07_07_30_Ad-hoc-Mitteilung.pdf> (eingesehen am 8.8.2017).

56 Vgl. das Porträt der KfW anlässlich ihres sechzigjährigen Bestehens: Nicole Bastian, »KfW: Geburtstag in tiefster Krise«, in: *Handelsblatt*, 18.11.2008, <<http://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/staatsbank-kfw-geburtstag-in-tiefster-krise/3056300.html>> (eingesehen am 8.8.2017).

57 Hellwig, »Bitte nicht großdeutsch« [wie Fn. 38].

Werden Exporte aus Deutschland verschenkt?

Deutschland feiert seit Jahren seine Erfolge im Export. Die meisten Beobachter nehmen an, dass die Exporte den Wohlstand in Deutschland mehren. Das kann, muss aber nicht so sein. Die Frage der Finanzierung der Exporte spielt eine entscheidende Rolle.

In einem einfachen Fall verkauft ein Autohersteller, etwa Porsche, ein Auto an einen Kunden ins Ausland, der den Wagen aus vorhandenem Vermögen finanziert. Der Porsche wird bezahlt, ebenso die Mitarbeiter in Stuttgart.

Anders gelagert ist der Fall, wenn ein PKW in die USA verkauft wird und der dortige Kunde bei seiner Bank einen Kredit zur Bezahlung des Wagens aufnimmt. Diese Bank gibt den Kredit an eine Investmentbank weiter. Dort werden Tausende von Krediten zu einem Wertpapier (Asset Backed Security, ABS) gebündelt. Solche Wertpapiere können, anders als ein einzelner Kredit, an Börsen gehandelt werden.

Im vorliegenden Fall wird das von der Investmentbank geschaffene Papier an eine deutsche Bank verkauft, die den Kaufpreis für das Wertpapier in die USA überweist. Per saldo fließt das Kapital zur Finanzierung des Autos von Deutschland in die USA. Geht die Investmentbank in Konkurs, verlieren die Forderungen des deutschen Bankhauses stark an Wert. Die Bank wird insolvent und muss mit Steuergeldern gerettet werden.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht wurde das Auto verschenkt, weil es mit einem Papier bezahlt wurde, das sich später als wertlos entpuppte. Betriebswirtschaftlich sieht das anders aus: Die Aktionäre und Beschäftigten des Autoherstellers sind zufrieden, weil sie von der Bank des amerikanischen Kunden eine Zahlung erhalten haben. Den Nachteil hat der Steuerzahler, auf dessen Kosten die insolvente deutsche Bank am Leben erhalten werden musste. Den Nutzen aus dem Geschäft haben Aktionäre und Beschäftigte des Automobilherstellers sowie die amerikanischen Banken, die letztlich wertlose Papiere ausgegeben haben.

Der gleiche Mechanismus gilt auch im Binnenhandel: Falls ein Kreditnehmer seine Schulden nicht begleicht, sind Zahlungsausfälle zu verbuchen. Wenn zum Beispiel Automobilhersteller hohe Abschreibungen auf Fahrzeugkredite vornehmen müssten, gäbe dies Anlass zur Sorge. Bei Exporten ist es den davon profitierenden Unternehmen gelungen, die Finanzierungsrisiken teilweise an andere Akteure abzugeben. Bemerkenswert ist aber, dass die deutsche Volkswirtschaft in den vergangenen Jahren beträchtliche Auslandsforderungen abschreiben, also Verluste hinnehmen musste. Im Ergebnis heißt dies, dass nicht immer alle Einwohner Deutschlands vom Export profitieren, sondern nur ein Teil.

An der IKB war der Bund als Anteilseigner seit dem Jahr 2001 mit 38 Prozent beteiligt. Im Aufsichtsrat der Bank saß als Vertreter des Bundesfinanzministeriums der damalige Ministerialdirektor und spätere Staatssekretär Jörg Asmussen.⁵⁸ Die Aufseher der halbstaatlichen Bank haben weder die Probleme des Engagements in den USA gesehen noch die Frage gestellt, warum ein Kreditinstitut, dessen Kernkompetenz die Finanzierung des Mittelstandes in Deutschland ist, in amerikanische Immobilien investiert.

Wenn man die im Kasten skizzierten Zusammenhänge bedenkt, stellt sich zugleich die Frage, welche Länder den größten Nutzen vom Euro haben, dessen Einführung den innereuropäischen Handel deutlich erleichtert hat. Immer wieder wird darauf hingewiesen, Deutschland insgesamt sei Nutznießer der europäischen Gemeinschaftswährung, was angeblich die hohen Leistungsbilanzüberschüsse belegen. Hier gilt es allerdings zu differenzieren. Vom Euro profitieren die exportierenden Unternehmen, deren Eigentümer und die dort Beschäftigten. Die Verlierer sind diejenigen, die für Importe mehr zahlen müssen, als dies ohne Euro der Fall wäre, weil sich die D-Mark vermutlich als ähnlich stark erwiesen hätte wie der Schweizer Franken. Mit anderen Worten: Ohne den Euro wären Olivenöl und iPhones in Deutschland billiger. Manche in Deutschland ziehen also ihren Vorteil aus dem Euro, andere müssen wirtschaftliche Nachteile in Kauf nehmen.

»Nicht selten gelingt es aber den gut organisierten Gewinnern, den Eindruck zu erwecken, nicht sie, sondern Deutschland gewönne.«⁵⁹

Zugleich wird deutlich, dass Deutschlands Leistungsbilanzüberschüsse sich ohne den Euro nicht in gleichem Maße entwickelt hätten: Die Wirtschaftsgeschichte der Bundesrepublik war geprägt von einer stetigen Aufwertung der D-Mark. Diese Entwicklung wirkte dämpfend auf die Leistungsbilanz. Der für die heutige wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland relativ niedrige Euro-Wechselkurs trägt zu den Leistungsbilanzüberschüssen bei.⁶⁰

⁵⁸ Vgl. IKB, *Geänderter Geschäftsbericht 2006/2007*, Düsseldorf 2008, <https://www.ikb.de/fileadmin/content/30_Investor_Relations/30_Finanzberichte/2006_07_IKB_Konzern_geaendert.pdf> (eingesehen am 8.8.2017).

⁵⁹ Sauernheimer, »Ist Deutschland der Eurogewinner?« [wie Fn. 6], S. 9.

⁶⁰ Boysen-Hogrefe u.a., *Wirtschafts-, Finanz- und Geldpolitik* [wie Fn. 40], S. 19.

Die Zweiseitigkeit der deutschen Außenwirtschaftspolitik zeigt sich sehr deutlich: Einerseits sorgen die Leistungsfähigkeit im Export und die Ausfuhr von Gütern für Arbeitsplätze und Wachstum in Deutschland, andererseits verhindern die häufig vorzunehmenden Abschreibungen auf Auslandsinvestitionen, dass die Bürgerinnen und Bürger von den Erfolgen auch angemessen profitieren. Die Lieferung von Gütern – etwa von Autos in die USA – erfolgte oft ohne Gegenleistung.⁶¹ Die Wagen wurden – volkswirtschaftlich gesehen – verschenkt.

»Dummes deutsches Geld« oder Verarmung durch Exporte

Warum also hält Deutschland an einem Modell fest, das gravierende Nachteile aufweist? Was geschieht mit den hohen Forderungen ans Ausland? Leistungsbilanzüberschüsse müssten sich in einem Anstieg des sogenannten Nettoauslandsvermögens niederschlagen. Dabei handelt es sich um die Summe der Forderungen ans Ausland, vermindert um die Forderungen von Ausländern. Wegen der hohen Leistungsbilanzüberschüsse der letzten Jahre müssten diese Forderungen stark angewachsen sein.⁶² Der IWF erwartet, dass das deutsche Auslandsvermögen in den kommenden Jahren auf bis zu 80 Prozent des BIP steigt, das heißt auf bis zu 2600 Milliarden Euro.⁶³ Solange die Leistungsbilanzüberschüsse anhalten, ist diese Entwicklung unvermeidlich.

Von 2000 bis 2016 beliefen sich die kumulierten Leistungsbilanzüberschüsse nach Angaben der OECD auf knapp 2900 Milliarden US-Dollar. Bei einem Wechselkurs von 1,18 US-Dollar pro Euro entspricht dies rund 2460 Milliarden Euro. Tatsächlich betrug das deutsche Auslandsvermögen Ende des Jahres 2016 aber nur 1727 Milliarden Euro.⁶⁴ Es mussten also 733 Milliarden Euro abgeschrieben werden. Dies bedeutet einen Verlust von 29,8 Prozent oder 23,4 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung von 3134 Milliarden Euro (2016). Umgerechnet auf die Einwohnerzahl ergibt sich ein rechnerischer Verlust pro Bundesbürger von beachtlichen 8863 Euro.

61 Borger, *Leistungsbilanz* [wie Fn. 8], S. 2.

62 Klär/Lindner/Šehović, »Investition in die Zukunft?« [wie Fn. 47], S. 191.

63 IMF (Hg.), *IMF Policy Paper* [wie Fn. 3], S. 20.

64 Deutsche Bundesbank (Hg.), *Zahlungsbilanzstatistik*, Frankfurt a.M., Stand 11.8.2017, S. 96.

Zu einem ähnlichen Ergebnis war die Europäische Kommission schon in einem Ende 2012 erschienenen Bericht über die Entwicklung von Leistungsbilanzsalden in der EU gelangt. Sie errechnete, dass das Auslandsvermögen Deutschlands um 650 Milliarden Euro gesunken ist,⁶⁵ indem sie rechnerische Höchstwerte vor Beginn der Krisen mit den damals aktuellen Kursen im Jahr 2012 verglich.⁶⁶ Die Ergebnisse der Kommission bestätigen, dass Deutschland wenig Geschick bei den Auslandsinvestitionen bewies.⁶⁷ So flossen die erwirtschafteten Überschüsse in wenig werthaltige Anlagen. Die von der Europäischen Kommission festgestellten Verluste von 650 Milliarden Euro entsprechen zwei Bundeshaushalten, dem 75-Fachen der jährlichen Ausgaben für Entwicklungszusammenarbeit oder nahezu dem 37-Fachen der jährlichen Ausgaben im Etat des Bundesministeriums für Bildung und Forschung.

Im internationalen Vergleich schneidet Deutschland bei der Entwicklung seiner Forderungen ans Ausland besonders schlecht ab.

Der IWF legt offen, dass Deutschland zwischen 2010 und 2016 Verluste auf Auslandsinvestitionen in Höhe von ungefähr 20 Prozent des BIP hinnehmen musste, ähnlich wie etwa China, Japan, Malaysia und Thailand. Ganz anders entwickelte sich beispielsweise

65 European Commission (Hg.), *Current Account Surpluses in the EU* [wie Fn. 48], S. 39.

66 Die Bundesbank hat der Einschätzung widersprochen, deutsche Investitionen im Ausland seien häufig keine guten Geschäfte gewesen. Die Renditen deutscher Investitionen im Ausland von 2005 bis 2013 seien sogar etwas höher gewesen als ausländische Investitionen in Deutschland. Allerdings sind Verluste auf Investitionen und Renditen auf den verbleibenden Rest kein Widerspruch. Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*, Frankfurt a.M., Mai 2014, S. 50.

67 Drei Mitarbeiter der Bundesbank kommen in einem Papier aus dem Jahr 2014 zu einem anderen Ergebnis. Dabei blenden sie weder aus, dass Kapitalexporte das Auslandsvermögen steigern müssen, noch dass Verluste entstanden sind. Die Autoren konstatieren »Wertminderungen von Auslandsvermögenspositionen«. Verantwortlich hierfür seien »statistische Erhebungsverfahren« sowie »Kurssteigerungen bei den deutschen Auslandspassiva«, das heißt, die Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland seien gewachsen. Rainer Frey/Ulrich Grosch/Alexander Lipponer, »Fallstricke bei der Bestimmung von Vermögensverlusten deutscher Anleger im Ausland«, in: *Wirtschaftsdienst*, 94 (2014) 11, S. 806–812 (810).

das norwegische Auslandsvermögen, dessen Bewertung im genannten Zeitraum um etwa 20 Prozent des norwegischen BIP wuchs. Die Niederlande, ebenfalls ein großer Kapitalexporteur, verzeichneten zwar keine Bewertungszuwächse, aber immerhin blieb der Wert des niederländischen Auslandsvermögens zwischen 2010 und 2016 konstant.⁶⁸

Deutschlands Anleger haben also nicht nur keinen Wertzuwachs ihrer Auslandsinvestitionen erzielt, sondern viel Geld im Ausland verloren. Für Gunther Schnabl von der Universität Leipzig haben die zahlreichen Finanzkrisen im Ausland dazu geführt, dass eher von Transfers als von Ersparnis im Ausland gesprochen werden muss.⁶⁹

Verbreitet ist die Einschätzung, Deutschland müsse wegen des demographischen Wandels vorsorgen und deshalb sei der Export von Ersparnis eine kluge Strategie. Außer Acht gelassen wird dabei, dass die Bevölkerungen in Ländern, die deutsches Kapital importieren, ebenfalls mit Überalterung zu kämpfen haben. Deutschlands Handelspartner bauen aber keine Forderungen, sondern Schulden auf. Es erschließt sich auch auf den zweiten Blick nicht, warum es anderen alternden Gesellschaften möglich sein sollte, künftig Kapital nach Deutschland zurückzuzahlen.⁷⁰ Wahrscheinlicher ist, dass die künftigen deutschen Ruheständler nicht darauf hoffen dürfen, dass amerikanische oder britische Pensionäre ihren Lebensstandard senken, um die aufgenommenen Kredite zu bedienen.

Schon diese Erläuterung verdeutlicht, dass die in den vergangenen Jahren aufgekommenen Rufe nach einem Überdenken der deutschen Außenwirtschaftspolitik durchaus berechtigt sind. Der Ökonom Karlhans Sauerheimer betont, dass Deutschland einen Teil seiner Exportgüter verschenkt, und sieht sogar eine »Verarmung durch Exporte« (immiserizing exports).⁷¹

Exporte sind nicht isoliert zu betrachtende wirtschaftliche Zielgröße, sondern sollen dazu dienen, das Wohlstandsniveau zu steigern. Deutschland sollte seine Leistungsbilanzüberschüsse entweder stark

reduzieren oder sinnvoller im Ausland anlegen. Zugespitzt heißt dies, dass man in der Vergangenheit besser in dynamische, aufstrebende Volkswirtschaften investiert hätte als in Staatsanleihen südeuropäischer Staaten oder in mit Immobilien besicherte Wertpapiere aus den USA. Mit diesem Wissen wäre es heute klüger, Investitionen in Deutschland zu erhöhen und damit seine Zukunftsfähigkeit zu stärken. Nicht nur für die Partnerländer, auch für die Bürgerinnen und Bürger dieses Landes wäre eine Reduzierung der Überschüsse vernünftig. Überdies würde sie zu nachhaltiger Wirtschaftspolitik beitragen, weil damit neue Investitionen in Deutschland finanziert werden könnten.

68 IMF (Hg.), *IMF Policy Paper* [wie Fn. 3], S. 10.

69 Gunther Schnabl, »Die Quelle der Ungleichgewichte«, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 10.3.2014, S. 16.

70 Norbert Häring, »Deutschland – der übermächtige Konkurrent«, in: *Handelsblatt*, 16.1.2018, <<http://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/analyse-zum-leistungsbilanzueberschuss-deutschland-der-uebermaechtige-konkurrent/20852196.html>> (eingesehen am 22.1.2018).

71 Sauerheimer, »Ist Deutschland der Eurogewinner?« [wie Fn. 6], S. 8.

Optionen für die Wirtschafts- und Finanzpolitik zum Abbau der Überschüsse

Die in Deutschland verbreitete Einschätzung, die Leistungsbilanzüberschüsse würden schon von alleine zurückgehen, wird vom IWF nicht geteilt. Der Fonds erwartet, dass die Überschüsse anhalten, wenn keine wirtschafts- und finanzpolitischen Maßnahmen zu ihrem Abbau ergriffen werden.⁷² Bei einer Konferenz der Bundesbank im Januar 2018 übte der IWF-Chefökonom Maurice Obstfeld zum wiederholten Male Kritik an den deutschen Überschüssen und wies die Erläuterungen des Bundesbankpräsidenten Jens Weidmann zum Thema zurück.⁷³ Nur knapp die Hälfte des deutschen Leistungsbilanzüberschusses von acht Prozent des BIP könne durch demographische Entwicklungen erklärt werden, während die Gründe für die Entstehung der anderen Hälfte umstritten seien.⁷⁴

Welche Optionen hat also die deutsche Politik? Die Frage ist, ob es sinnvoll wäre, einfach gar nichts zu tun. Dies ist möglich, aber mit einer solchen Politik sind erhebliche Risiken für die Stabilität des Integrationsprozesses in Europa und der heutigen liberalen Welthandelsordnung verbunden. Es könnte sein, dass Handelspartner Deutschlands Abwehr-

maßnahmen zum Schutz vor deutschen Überschüssen ergreifen. Im Jahr 2018 zeigt sich, dass dies keine graue Theorie ist. Präsident Trump hat mit seiner Steuerreform die Struktur des amerikanischen Steuersystems verändert. Künftig werden bestimmte Importe, etwa konzernintern erbrachte Dienstleistungen, höher besteuert, Exporte dagegen steuerlich begünstigt. Unternehmen in den USA werden künftig gemäß drei unterschiedlichen Steuerklassen belastet. Auf Gewinne, die mit Hilfe ausländischer Dienstleistungen erzielt werden, sind 30 Prozent Steuern zu entrichten. Der normale Steuersatz beträgt 21 Prozent. Gewinne aus dem Warenexport schließlich unterliegen einem Satz von 13 Prozent.⁷⁵

Schiebt Deutschland das Problem der hohen Überschüsse weiter auf die lange Bank, muss es damit rechnen, dass Länder wie die USA ihre eigenen Verfahren entwickeln, um die deutsche Politik und Wirtschaft zu einer Anpassung zu zwingen. Angesichts der so hartnäckig wie fruchtlos vorgetragenen Kritik sollte Deutschland sich über diese amerikanische Politik nicht wundern, sondern eigene Antworten entwickeln. Dies gilt auch für Europa. Es kann nicht im Interesse Deutschlands liegen, dass europakritische Parteien und Bewegungen insbesondere in südeuropäischen Ländern mit ihrer Kritik an den deutschen Überschüssen immer größere Unterstützung erhalten.

Um seine Leistungsbilanzüberschüsse und damit den Export von Kapital zu reduzieren, hat Deutschland im Wesentlichen vier Optionen. Es könnte weniger exportieren oder mehr importieren. Genauso effektiv wäre es, die inländische Ersparnis zu ver-

⁷² IMF (Hg.), *IMF Policy Paper* [wie Fn. 3], S. 38.

⁷³ Deutsche Bundesbank, *Weidmann: Hohe Leistungsbilanzüberschüsse spiegeln lockere Geldpolitik*, Frankfurt a.M., 19.1.2018, <https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2018/2018_01_18_iwf_bbk_konferenz.html?startpageAreaId=Teaserbereich&startpageId=Startseite-DE&startpageLinkName=2018_01_18_iwf_bbk_konferenz+417854> (eingesehen am 25.3.2018).

⁷⁴ Maurice Obstfeld, *Could Germany Gain from a Smaller External Surplus?*, Präsentation auf der Konferenz der Deutschen Bundesbank, Frankfurt a.M., 18.1.2018, <https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Topics/2018_01_18_imf_conference_session_3_obstfeld.pdf?blob=publicationFile> (eingesehen am 21.1.2018).

⁷⁵ Georg Giersberg/Winand von Petersdorff, »Was Trumps Steuerreform für deutsche Konzerne bedeutet«, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 19.1.2018, S. 28.

ringern. Der Königsweg indessen läge in einer Erhöhung der Investitionen im Inland.

Es gibt noch zwei andere Stellschrauben, mit denen auf die Leistungsbilanzsalden eingewirkt werden könnte. Die erste betrifft die Politik der Europäischen Zentralbank. Deren aggressive Nichtzinspolitik trägt zu einer Unterbewertung des Euro bei, was wiederum die Wettbewerbsposition von Unternehmen aus der Eurozone stärkt. Die EZB blendet die Wirkung ihrer Politik auf den Wechselkurs des Euro aus. Nicht zuletzt gegenüber dem US-Dollar war der Euro lange schwach.

Die wiederholten Kommentare der Bundesregierung, auf den Wechselkurs des Euro habe Deutschland leider keinen Einfluss, werden im Ausland als unangemessen wahrgenommen.⁷⁶ Fraglos sind die Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion für die Geldpolitik der EZB verantwortlich. Möglicherweise enthält das Mandat der EZB einen Konstruktionsfehler, weil die außenwirtschaftliche Dimension der Geldpolitik nicht berücksichtigt wird. Es obliegt allein den Europäern, also auch Deutschland, diesen Fehler zu korrigieren.

Die zweite Stellschraube sind staatliche Investitionen. Gemäß einer Studie des Instituts für Weltwirtschaft in Kiel hätte eine Steigerung der öffentlichen Investitionen um ein Prozent des BIP einen Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses von 0,7 Prozent zur Folge. Eine deutlichere Ausweitung der öffentlichen Investitionen würde bewirken, dass der Leistungsbilanzüberschuss stärker sänke. Damit sich ein Effekt ergibt, dürften die gestiegenen Ausgaben nicht durch Steuererhöhungen kompensiert werden.⁷⁷

Die Kieler Forscher sehen jedoch ein Problem: Wie soll es gelingen, diese zusätzlichen Mittel sinnvoll auszugeben? Gewiss lassen sich viele Beispiele für überfällige Verbesserungen etwa der Infrastruktur finden. Allerdings ist der Einwand nicht vorschnell von der Hand weisen, dass die in den letzten Jahrzehnten deutlich verschlankten öffentlichen Verwal-

tungen gar nicht mehr in der Lage wären, zusätzliche jährliche öffentliche Investitionen von 30 Milliarden Euro zu steuern. Indes wäre es möglich, dass private Akteure im Auftrag der öffentlichen Hand tätig werden und die gewünschten Investitionsmaßnahmen umsetzen.

Erhöhung der Binnennachfrage durch Reallohnsteigerungen

Kritiker der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse empfehlen als »Wundermittel« gern die Stärkung der Binnennachfrage. Eine merkliche Steigerung der in Deutschland gezahlten Löhne fördere nicht nur die Importnachfrage, sondern dämpfe auch die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen. Damit erleichtere sie den Aufschwung in anderen europäischen Ländern. Doch hier irren die Kritiker Deutschlands. Sofern Lohnzuwächse nicht vorwiegend in den Konsum ausländischer Waren fließen und stattdessen eher die inländische Ersparnis anschwellen lassen, würden höhere Löhne den Leistungsbilanzüberschuss noch vergrößern. Zudem sind die Löhne in der verarbeitenden Industrie, wie bereits gezeigt, schon heute vergleichsweise hoch.

Es kann zwar kein Zweifel daran bestehen, dass die Lohnkosten in Deutschland angesichts der hohen Arbeitsproduktivität gesteigert werden können, ohne die wirtschaftlichen Perspektiven deutlich zu verschlechtern. Aber selbst ein langjähriger Kritiker zu niedriger Löhne, der Würzburger Ökonom Peter Bofinger, hat in Anbetracht zuletzt deutlich gesteigener Reallöhne seine Position geändert und spricht nun von einer angemessenen Lohnentwicklung. Bofinger konstatiert heute, dass moderate Lohnsteigerungen in Deutschland der Vergangenheit angehören.⁷⁸

Allerdings trifft zu, dass das Lohnniveau in Deutschland dessen wirtschaftliche Leistungsfähigkeit in der Vergangenheit nicht vollständig widerspiegelte. Im Vergleich zu Anbietern aus anderen europäischen Ländern sind deutsche Anbieter zu billig. Dieses Problem ließe sich sowohl durch Anhebung der Löhne

⁷⁶ BMF/BMWi (Hg.), *Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss im Lichte der deutsch-amerikanischen Handelsbeziehungen* [wie Fn. 32]. IWF-Direktorin Christine Lagarde mahnte am 19. Januar 2018 einen politischen Kurswechsel an. Auch der Chefökonom des IWF, Maurice Obstfeld, kritisierte die deutschen Überschüsse. Die deutsche Seite, etwa Bundesbankpräsident Jens Weidmann, beharrte auf ihrer Position. »Bundesbank weist Kritik zurück«, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 19.1.2018, S. 22.

⁷⁷ Boysen-Hogrefe u.a., *Wirtschafts-, Finanz- und Geldpolitik* [wie Fn. 40], S. 10f.

⁷⁸ Vgl. Peter Bofinger, *Wages and Inflation in Germany*, Präsentation auf der Konferenz der Deutschen Bundesbank, Frankfurt a.M., 19.1.2018, <[https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Topics/2018_01_18_imf_conference_session_1_bofinger.pdf? blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Topics/2018_01_18_imf_conference_session_1_bofinger.pdf?blob=publicationFile)> (eingesehen am 21.1.2018).

als auch durch Steigerung der Gewinne lösen. Ohne Frage sind die deutschen Gewerkschaften in einer vergleichsweise schwachen Position: Sie wissen, dass höhere Löhne möglich und finanzierbar wären, zugleich aber sind die Optionen der Unternehmen dabei nicht berücksichtigt. In der Automobilindustrie etwa könnte Daimler angesichts stattlicher Gewinne nennenswert höhere Löhne zahlen. Die Kapitaleseite erwartet aber hohe Gewinne und diese lassen sich durch Verlagerung der Produktion zum Beispiel ins benachbarte osteuropäische Ausland weiter steigern. Gerade in Branchen, die beträchtliche Überschüsse erwirtschaften, ist dies gängige Praxis. Gewerkschaften, die auf einen drastischen Anstieg der Löhne setzen, beflügeln damit Investitionen im Ausland und den Abbau von Investitionen im Inland.

Zeitweilige Senkung der Mehrwertsteuer

Der Ökonom Carl Christian von Weizsäcker hat vorgeschlagen, die Mehrwertsteuer von 19 auf 14 Prozent zu senken, um die Leistungsbilanzüberschüsse zu verringern. Er begründet dies zum einen mit Deutschlands Verantwortung für Europa. Zum anderen sieht er nur zwei Wege aus der gegenwärtigen Lage in Europa, entweder eine Transferunion, in der systematisch zugunsten der ärmeren Volkswirtschaften der Eurozone umverteilt wird, oder die Einführung einer »Leistungsbilanzbremse«.⁷⁹

Eine Mehrwertsteuersenkung käme in erster Linie Beziehern kleiner Einkommen zugute, denn der Konsum würde billiger werden. Zwar hat das Bundesfinanzministerium darauf hingewiesen, dass der Importanteil beim Konsum nur bei 25 Prozent liegt, aber diese Sichtweise verkennt, dass gerade ärmere Menschen einen größeren Anteil ihrer Ausgaben für Importe aufwenden. Einfachere Textilien etwa werden in der Regel im Ausland, nicht in Deutschland produziert.⁸⁰

79 Carl Christian von Weizsäcker, »Europas Mitte. Mit einer Leistungsbilanzbremse könnte Deutschland für neuen Zusammenhalt unter den Partnern sorgen«, in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 17 (2016) 4, S. 383 – 392 (389).

80 Nikolaus Doll/Tobias Kaiser, »Bundesregierung prüft Senkung der Mehrwertsteuer«, in: *Welt am Sonntag*, 11.6.2017, S. 1.

Die Senkung der Mehrwertsteuer wäre ein deutliches Signal an die Partnerländer Deutschlands.

Gewiss ist es nicht möglich, die Mehrwertsteuer zu reduzieren, ohne andere finanzpolitische Ziele zu verletzen. Schrumpfen die Staatseinnahmen, läuft dies dem angestrebten Abbau der Staatsschulden zuwider. Wägt man hier aber ab, wäre eine zeitweilige Neuverschuldung das geringere Übel gegenüber einer stockenden europäischen Integration oder dem Erstarken merkantilistischer Politiken in Deutschlands außereuropäischen Partnerländern.

In der Studie des Kieler Instituts für Weltwirtschaft wird die Senkung der Mehrwertsteuer überraschenderweise nicht untersucht. Wohl aber werden die Effekte einer Reduzierung der direkten Steuern betrachtet. Dabei kommen die Autoren zu einem positiven Fazit:

»Ein schuldenfinanziertes Absenken der direkten Steuern und Beiträge der privaten Haushalte trägt in der Tendenz zu einem Rückgang des Leistungsbilanzsaldos bei.«⁸¹

Die Kieler Forscher räumen also ein, dass es Möglichkeiten der Beeinflussung der Leistungsbilanzsalden gibt. Eine Senkung der Mehrwertsteuer hätte vermutlich eine noch stärkere Wirkung als die Senkung direkter Steuern. Der Grund ist, dass bei einer Senkung der direkten Steuern die Gefahr besteht, dass die Steuersenkung zur Zunahme der privaten Ersparnis verwendet wird. Der Staat würde weniger, private Haushalte möglicherweise mehr sparen. Diese Gefahr besteht bei einer Reduktion der Mehrwertsteuer nicht im gleichen Maße, da damit der Konsum von im In- und Ausland erzeugten Waren und Dienstleistungen gefördert wird.

Reduzierung der privaten Ersparnis durch Aufhebung der Altersgrenze

Die Sparquote privater Haushalte (einschließlich privater Organisationen) ist in Deutschland mit 17 Prozent des verfügbaren Bruttoeinkommens sehr hoch. In wichtigen Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten bleibt sie weit dahinter zurück, so in Großbritannien mit 6,5 und den USA mit nur 5,2 Prozent (vgl. Tabelle 4).

81 Boysen-Hogrefe u.a. *Wirtschafts-, Finanz- und Geldpolitik* [wie Fn. 40], S. 14.

Tabelle 4

Sparquoten privater Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck (2015)⁸²

Land	Sparquoten (in Prozent des verfügbaren Bruttoeinkommens)
Schweiz	21,9
Deutschland	17,0
Frankreich	13,9
Niederlande	13,2
Eurozone	12,4
Italien	10,6
EU-28	10,9
Spanien	8,6
Großbritannien	6,5
USA	5,2

Quellen: Daten für die USA: »United States Personal Savings Rate 1959–2018«, *Trading Economics*, <<http://www.tradingeconomics.com/united-states/personal-savings>> (eingesehen am 25.3.2018); Daten für übrige Länder: Eurostat, *Household Saving Rate*, <<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00131&plugin=1>> (eingesehen am 25.3.2018).

Dagegen ist das Konsumniveau in Deutschland relativ niedrig: Die privaten Konsumausgaben liegen bei nur noch 54 Prozent des BIP, verglichen mit 69 Prozent in den USA und 65 Prozent in Großbritannien.⁸³

Die in Tabelle 4 gezeigten gravierenden Unterschiede der Sparquoten haben ihre Ursache zumindest teilweise in den Arbeitsmarktregulierungen in Deutschland. Menschen in Deutschland sparen so viel, weil sie zum einen gezwungen werden, ab einem festgelegten Alter in den Ruhestand zu gehen. Zum anderen hat die Politik in Deutschland seit Jahren die Botschaft vermittelt, private Vorsorge für den Ruhe-

⁸² Die OECD nennt für private Haushalte (private Organisationen ohne Erwerbszweck nicht mitgerechnet) für 2015 eine Quote von 9,7 Prozent. OECD (Hg.), *OECD Economic Outlook 101* [wie Fn. 30], Tabelle 26, S. 298.

⁸³ »The German Problem. Why Germany's Current-account Surplus Is Bad for the World Economy. The Country Saves too Much and Spends too Little«, in: *The Economist*, 8.7.2017, <<https://www.economist.com/news/leaders/21724810-country-saves-too-much-and-spends-too-little-why-germanys-current-account-surplus-bad>> (eingesehen am 15.7.2017).

stand sei notwendig. Die Deutschen, so alle Bundesregierungen der vergangenen Jahre, sollten sparen. Genau dieser Empfehlung sind sie gefolgt.

In den liberalisierten Arbeitsmärkten der angelsächsischen Volkswirtschaften können Bürgerinnen und Bürger länger arbeiten als in Deutschland. Die Fortsetzung der Berufstätigkeit über die Regelaltersgrenze hinaus ist dort verbreitet. In Deutschland ist die Verlängerung des Arbeitsverhältnisses über die Regelaltersgrenze hinaus relativ unüblich und zudem eine Entscheidung des Arbeitgebers, nicht des Arbeitnehmers. Ein Berufstätiger kann aber viele Jahre vor Erreichen der Altersgrenze nicht wissen, ob der Arbeitgeber ihm die Gunst der Verlängerung des Arbeitsverhältnisses gewährt. Deshalb müssen sich Arbeitnehmer finanziell für den Fall der Ablehnung wappnen.

Um dieses Problem zu lösen, sollte den Arbeitnehmern das Recht eingeräumt werden, durch einseitige Erklärung die Berufstätigkeit über die Regelaltersgrenze hinaus fortzusetzen. Damit entfiel der Druck, bis zum Eintritt des Ruhestandes eine bestimmte Summe gespart zu haben. Als positiver Nebeneffekt könnte das Arbeitskräftepotential gesteigert werden. Der Internationale Währungsfonds hat in seinen jüngsten Konsultationen mit der Bundesregierung auf die positiven Effekte der Steigerung des Renteneintrittsalters hingewiesen:

»In Anbetracht der rasch alternden Bevölkerung betonten die Direktoren, dass Reformen zur Anhebung des effektiven Rentenalters das potenzielle Wachstum erhöhen, die Notwendigkeit, für den Ruhestand zu sparen, vermindern und somit den Leistungsbilanzüberschuss verringern und die Haushaltsposition stärken würden.«⁸⁴

In Deutschland trat 2017 das sogenannte Flexirentengesetz in Kraft. Damit wurden Möglichkeiten zur flexibleren Gestaltung des Eintritts in das Rentenalter geschaffen. Allerdings hat dieses Gesetz keinen Effekt auf die Sparneigung der Arbeitnehmer, weil sie nach wie vor auf das Einverständnis des Arbeitgebers

⁸⁴ IMF (Hg.), *IMF Executive Board Concludes the 2017 Article IV Consultation with Germany*, Washington, D.C., 7.7.2017, <<https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/07/07/pr17264-germany-imf-executive-board-concludes-the-2017-article-iv-consultation>> (eingesehen am 14.8.2017), eigene Übersetzung. Dieselbe Forderung wurde auch erhoben in: IMF (Hg.), *IMF Policy Paper* [wie Fn. 3], S. 23.

zur Weiterbeschäftigung angewiesen sind. Im Sozialgesetzbuch heißt es dazu:

»Sieht eine Vereinbarung die Beendigung des Arbeitsverhältnisses mit dem Erreichen der Regelaltersgrenze vor, können die Arbeitsvertragsparteien durch Vereinbarung während des Arbeitsverhältnisses den Beendigungszeitpunkt, gegebenenfalls auch mehrfach, hinausschieben.«⁸⁵

Das Gesetz dient im Idealfall den Interessen von Arbeitgebern und Arbeitnehmern, ändert aber nichts an den eingeschränkten Optionen für die Rente. Deshalb hat IWF-Direktorin Christine Lagarde im Januar 2018 ihre Kritik an der deutschen Politik erneuert. Zu fragen sei, warum sowohl private Haushalte als auch Unternehmen so viel sparen und relativ wenig investieren.⁸⁶ Lagarde schlug vor, die Bürger sollten weniger für die Altersvorsorge zurücklegen und dafür länger arbeiten.⁸⁷

Erhöhung der Steuern auf Unternehmensgewinne

Mehr noch als private Haushalte tragen Unternehmen zu den Leistungsbilanzüberschüssen bei. Der Finanzierungssaldo der Unternehmen hat sich in den letzten Jahren drastisch geändert. Im Jahr 2000 waren die Unternehmen in Deutschland noch Kreditnehmer und Nettoschuldner. Seit 2009 hat ein Wandel eingesetzt und im Jahr 2016 waren die Unternehmen in Deutschland Nettogläubiger. 2000 lag der Finanzierungssaldo noch bei minus 4,8 Prozent des BIP, 2016 bei plus 2,9 Prozent des BIP. Zu verzeichnen ist ein Anstieg des Finanzierungssaldos um 7,7 Prozent des BIP.⁸⁸ Maurice Obstfeld, Chefökonom des IWF, unter-

strich, die hohe Ersparnis der Unternehmen sei eine wichtige Quelle der deutschen Kapitalexporte.⁸⁹

Der britische Ökonom Simon Tilford schlug vor, die Unternehmenssteuern in Deutschland zu erhöhen, denn sie seien niedriger als in den meisten anderen OECD-Ländern und lägen nur bei rund der Hälfte des OECD-Mittelwertes. Das könne sogar den Unternehmen indirekt zugutekommen, da die Binnennachfrage wachsen könne.⁹⁰ Doch sind die Steuern auf Unternehmensgewinne hierzulande wirklich so gering?

Die OECD untersucht sowohl den Anteil von Steuern auf Unternehmensgewinne an den gesamten Steuereinnahmen als auch den entsprechenden Anteil am BIP. In beiden Kategorien ist Deutschland für die Unternehmen ein Steuerparadies. Analysiert werden nicht nominale Steuersätze, sondern tatsächlich erhobene Steuern. Der Anteil der Steuern auf Unternehmensgewinne ist von 2006 bis 2015 von 6,12 auf 4,72 Prozent der gesamten Steuereinnahmen gefallen. In den USA zum Beispiel lag der Wert 2015 bei 8,33, der OECD-Mittelwert 2015 bei 8,86 Prozent. Niedriger war der Anteil der Steuern auf Unternehmensgewinne nur in Frankreich (4,64 Prozent), Ungarn (4,71) und Slowenien (4,03).

Auch wenn man Steuern auf Unternehmensgewinne als Anteil des BIP darstellt, verschiebt sich das Bild nicht. Der Wert in Deutschland sank zwischen 2006 und 2015 von 2,11 auf 1,74 Prozent des BIP und lag 2015 nur in den drei OECD-Ländern Lettland, Slowenien und Türkei niedriger. Im Jahr 2015 betrug der OECD-Mittelwert 2,80 Prozent.⁹¹ Höbe die Bundesregierung die Besteuerung von Unternehmensgewinnen auf den OECD-Mittelwert an, wäre ein zusätzliches Steueraufkommen von rund 32 Milliarden Euro zu erwarten. Saldenmechanisch würde dies zwar am Leistungsbilanzüberschuss zunächst nichts ändern, denn aus privater würde staatliche Ersparnis. Allerdings könnte die Bundesregierung diese Mittel verwenden, um beispielsweise den Wohnungsbau zu subventionieren. Die Kosten der früheren Eigenheimzulage etwa beliefen sich auf rund 11 Milliarden Euro pro Jahr und erscheinen moderat im Vergleich zu den Verlusten bei Auslandsinvestitionen.

85 BMJV, *Sozialgesetzbuch (SGB)*, Sechstes Buch (VI), <https://www.gesetze-im-internet.de/sgb_6/41.html> (eingesehen am 21.1.2018).

86 Alessandro Speciale/Piotr Skolimowski/Carolynn Look, »Weidmann Hits Back after Lagarde Criticizes German Surplus«, *Bloomberg*, 18.1.2018, <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-18/weidmann-hits-back-after-imf-s-lagarde-criticizes-german-surplus>> (eingesehen am 21.1.2018).

87 »Bundesbank weist Kritik zurück«, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 19.1.2018, S. 22.

88 Borger, *Leistungsbilanz* [wie Fn. 8], S. 3.

89 Obstfeld, *Could Germany Gain from a Smaller External Surplus?* [wie Fn. 74].

90 Tilford, *German Rebalancing* [wie Fn. 16], S. 9f.

91 OECD, *Tax on Corporate Profits*, <<https://data.oecd.org/tax/tax-on-corporate-profits.htm>> (eingesehen am 3.9.2017).

Forderungen nach weiteren Steuersenkungen für Unternehmen können vor diesem Hintergrund nicht überzeugen. Gabriel Felbermayr, Clemens Fuest und Timo Wollmershäuser sind der Auffassung, die Bundesregierung solle, sofern sie überhaupt die Senkung des Leistungsbilanzüberschusses anstrebe, die Steuern für Unternehmen etwa durch raschere Abschreibungen senken.⁹² Zu erwarten wäre, dass die Unternehmen ihre Vermögensposition dann weiter verbessern und mehr, nicht weniger Kapital exportieren. Das Argument, die Unternehmen würden wegen der hohen Steuerlast nicht in Deutschland investieren, ist angesichts der relativ niedrigen erhobenen Steuern sowie der hohen Reserven der Unternehmen nicht stichhaltig.

Im Vergleich zu anderen OECD-Ländern erhebt Deutschland geringe Steuern auf Unternehmensgewinne. Für eine weitere Steuersenkung gibt es keine plausible Begründung, für eine Erhöhung auf den OECD-Mittelwert dagegen schon. Allerdings müsste die Bundesregierung ihre Annahme überdenken, dass geringe Steuern zu hohen Investitionen führen. Das mag grundsätzlich richtig sein, sagt aber noch nichts darüber aus, in welchen Ländern Unternehmen investieren, wenn sich ihr Finanzierungssaldo verbessert.

Vorübergehende Besteuerung des Kapitalverkehrs

Die radikalste Maßnahme, um den deutschen Leistungsbilanzüberschuss zu senken, wäre die zeitweilige Besteuerung von Kapitalexporten. Zugleich wäre eine solche Steuer ein klares Signal an die europäischen Partnerländer und die USA, dass die Bundesregierung deren Bedenken respektiert und den Kapitalexport tatsächlich herunterfahren möchte.

In den späten 1970er Jahren regte der amerikanische Ökonom James Tobin an, den Kapitalverkehr zu besteuern,⁹³ um die Spekulation gegen Währungen einzudämmen. Es ging ihm in erster Linie darum, Wechselkurse zu stabilisieren und nicht Kapitalimporte und -exporte zu reduzieren. Die nach Tobin benannte Steuer hat in den vergangenen Jahren eine

kleine Renaissance erlebt.⁹⁴ Selbst der frühere Ministerpräsident Baden-Württembergs, Erwin Teufel, forderte im Jahr 2014 nicht nur die Einführung einer »Kapitalverkehrssteuer«, sondern auch die »Vermeidung von Kapitalverkehr jenseits der Realwirtschaft«.⁹⁵

Der Internationale Währungsfonds hat Beschränkungen des Kapitalverkehrs – nichts anderes wäre die Besteuerung von Kapitalexporten – jahrzehntelang kritisch bewertet. Im April 1997, wenige Monate vor Ausbruch der Asienkrise, beschloss das sogenannte Interim Committee, den Gründungsvertrag des IWF zu ändern, die vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs anzusteuern und die administrativen Kompetenzen des Fonds in diesem Zusammenhang zu erweitern.⁹⁶ Allerdings warnte IWF-Vize Stanley Fischer schon 1998 vor den Risiken unbeschränkten Kapitalverkehrs: Märkte würden zur Übertreibung neigen, Kapitalzuflüsse seien manchmal zu hoch und kurzfristige Kapitalzuflüsse seien stets ein Grund zur Sorge. Beschränkungen des Kapitalverkehrs seien für viele Länder sinnvoll:

»Vernünftige Beschränkungen von Kapitalströmen werden sinnvollerweise bereits heute von vielen Ländern angewendet [...]. Solche Kontrollen, die darauf abzielen, die Verwundbarkeit von einheimischen Institutionen bei starken Schwankungen der ausländischen Kapitalströme zu erhöhen, könnten sehr wohl Teil eines international akzeptierten Regelwerkes guter Finanzmarktstandards werden.«⁹⁷

Die Besteuerung von Kapitalverkehr wurde immer wieder einmal diskutiert, aber Staaten scheuten deren Einführung. Als Probleme genannt wurden die mögliche Umgehung der Steuerzahlung und die Notwendigkeit, derivative Finanzinstrumente, also Termingeschäfte auf Grundlage bestimmter Basiswerte, zu berücksichtigen. Außerdem wurde die Gefahr gesehen, dass der Steuersatz zu niedrig sein könnte, um

92 Felbermayr/Fuest/Wollmershäuser, *The German Current Account Surplus* [wie Fn. 39], S. 2, 10.

93 James Tobin, »A Proposal for International Monetary Reform«, in: *Eastern Economic Journal*, 4 (1978) 3–4, S. 153–159.

94 Arthur A. Stein, »The Great Trilemma: Are Globalization, Democracy, and Sovereignty Compatible?«, in: *International Theory*, 8 (2016) 2, S. 297–340 (321).

95 Erwin Teufel, »Europa vom Kopf auf die Füße stellen«, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 28.3.2014, S. 20.

96 Stanley Fischer, »Capital-account Liberalization and the Role of the IMF«, in: Stanley Fischer u.a., *Should the IMF Pursue Capital-account Convertibility?*, Princeton: Princeton University, Mai 1998 (Essays in International Finance, Nr. 207), S. 1–10 (8), eigene Übersetzung.

97 Ebd., S. 5.

die bei erfolgreicher Spekulation gegen Währungen möglichen hohen Gewinne so zu dämpfen, dass die Spekulation zurückgeht.⁹⁸ Der Frankfurter Ökonom Paul Bernd Spahn schlug im Jahr 2002 eine modifizierte Form der Besteuerung von Kapitalverkehr vor, aber auch diese wurde nicht umgesetzt.⁹⁹

Die vorgeschlagene Kapitalexpportsteuer hätte allerdings eine völlig andere Zielrichtung und würde auch anders erhoben. Das Ziel wäre nicht die Dämpfung von Wechselkursschwankungen, sondern von Kapitalexporten. Erhoben würde die Steuer nicht bei Devisentransaktionen, sondern bei allen Arten des Kapitalexports, auch innerhalb der gleichen Währung, also des Euro. Bei Kapitalimporten, beispielsweise Direktinvestitionen aus dem Ausland in Deutschland, würde keine Steuer erhoben. Die Maßnahme würde nur so lange eingesetzt, bis der Leistungsbilanzüberschuss auf ein Maß gefallen ist, das als nachhaltig betrachtet werden kann. Nachhaltig sind Kapitalexporte, die es den Empfängerländern ermöglichen, diese Defizite auf Dauer zu finanzieren. Nach dem gültigen Regelwerk der Europäischen Kommission wären dies sechs Prozent des BIP, aber ein niedrigerer Wert von vier Prozent wäre ebenfalls denkbar.

Eine Kapitalexpportsteuer wäre eine radikale, bislang in Europa nicht angewendete Maßnahme.

Eine Kapitalexpportsteuer wäre eine radikale, bislang in Europa nicht angewendete Maßnahme. Die Einführung einer solchen Steuer verstieße gegen das heutige Regelwerk der Europäischen Union. Der Vertrag zur Arbeitsweise der EU verbietet in Artikel 63 sämtliche Beschränkungen des Kapitalverkehrs. Wörtlich und sehr deutlich heißt es dort:

»Im Rahmen der Bestimmungen dieses Kapitels sind alle Beschränkungen des Kapitalverkehrs

zwischen den Mitgliedstaaten sowie zwischen den Mitgliedstaaten und dritten Ländern verboten.«¹⁰⁰

In Anbetracht der massiven Kritik an den deutschen Kapitalexporten erscheint es jedoch durchaus realistisch, rasch die Zustimmung der übrigen EU-Länder zu einer Vertragsänderung zu erhalten. Diese müsste die zeitweilige Besteuerung von Kapitalexporten gestatten.

Denkbar wäre indes auch, in der EU die zeitweilige Besteuerung von Kapitalimporten – etwa im Falle einer vom Ausland finanzierten Immobilienpreisblase – zu erlauben. Angesichts dessen, dass heute sogar der IWF die zeitweilige Beschränkung des Kapitalverkehrs als sinnvolles Element einer nachhaltigen Finanzpolitik betrachtet, könnte eine Ergänzung der Europäischen Verträge an dieser Stelle plausibel sein.

Wie würde sich eine Kapitalexpportsteuer dieses Zugschnitts auswirken? Eine einprozentige Steuer würde die Rentabilität langfristiger Investitionen wohl nur wenig beeinträchtigen. Direktinvestitionen werden in der Regel über mehrere Jahre oder gar Jahrzehnte getätigt, so dass die einmalige Abgabe in Höhe eines Prozentpunkts kaum ins Gewicht fiel. Dämpfend würde diese Steuer vor allem auf kurzfristige Anlagen im Ausland wirken. Dieser Effekt ist positiv zu bewerten. Selbst Stanley Fischer, der Grandseigneur der internationalen Finanzpolitik, bis September 2017 stellvertretender Gouverneur der amerikanischen Notenbank und langjähriger erster stellvertretender geschäftsführender Direktor des IWF, weist heute darauf hin, dass kurzfristiger internationaler Kapitalverkehr keinen praktischen Nutzen hat.¹⁰¹

Bei einer einprozentigen Steuer und unveränderten Kapitalexporten aus Deutschland in Höhe von gegenwärtig 270 Milliarden Euro pro Jahr würde – sofern alle Transaktionen von der Finanzverwaltung erfolgreich erfasst werden und Kapital nicht mehrfach ex- bzw. importiert wird – eine Steuer von 2,7 Milliarden Euro erhoben werden. Zu bedenken ist, dass es infolge der Verluste beim Kapitalexport ja heute schon eine implizite Entwertung des exportierten Kapitals gibt. Rechnet man die Verluste von rund

⁹⁸ Danny Cassimon, *Taxing Excessive Currency Speculation to Prevent Social Crisis and Finance Global Challenges*, Brüssel, Januar 1999 (CIDSE Background Paper).

⁹⁹ Paul Bernd Spahn, *Zur Durchführbarkeit einer Devisentransaktionssteuer. Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaftliche [sic!] Zusammenarbeit und Entwicklung*, Frankfurt a.M., Januar 2002, <<https://www.wiwi.uni-frankfurt.de/profs/spahn/tobintax/Tobinsteuer.pdf>> (eingesehen am 21.1.2018).

¹⁰⁰ Vertrag über die Arbeitsweise der EU, Artikel 63, Absatz 1, <<https://dejure.org/gesetze/AEU/63.html>> (eingesehen am 30.8.2017).

¹⁰¹ Wörtlich sagte Fischer: »What useful purpose is served by short-term international capital flows?«, zitiert nach Jonathan D. Ostry/Prakash Loungani/Davide Furceri, »Neoliberalism: Oversold?«, in: *Finance & Development*, 53 (2016) 2, S. 38–41 (39).

730 Milliarden Euro seit dem Jahr 2000 um, ergeben sich jährliche Einbußen von fast 43 Milliarden Euro. Im Idealfall, wenn es nämlich gelingen sollte, durch eine Besteuerung von Kapitalexporten unsinnige Investitionen im Ausland zu unterlassen, stünde unter dem Strich langfristig noch ein Vermögenszuwachs für die deutsche Volkswirtschaft. Naheliegender ist aber folgende Wirkung: Bei einer Besteuerung von Kapitalexporten steigt die Neigung zu Investitionen im Inland. Genau dies wäre der gewünschte Effekt.

Kritiker könnten einwenden, diese Besteuerung von Kapitalexporten müsste von allen Ländern der EU oder zumindest der Eurozone gemeinsam beschlossen und eingeführt werden. Dieser Einwand ist nicht stichhaltig. Kapitalexporte würden lediglich dann besteuert werden, wenn die Leistungsbilanzüberschüsse einen bestimmten Schwellenwert überschreiten. Nähme man die Grenze von vier Prozent des BIP, wären dies im Jahr 2017 die Niederlande (9,6 Prozent des BIP), Dänemark (8,5), Deutschland (7,5) und Slowenien (7,4). Länder, die einen unter der vierprozentigen Schwelle liegenden Leistungsbilanzüberschuss erwirtschafteten, müssten gar keine Steuer entrichten.

Das Argument, bei einer Steuererhebung in einigen, aber nicht allen Ländern der Eurozone oder der EU würden Verlagerungseffekte entstehen, überzeugt ebenfalls nicht. Anders als bei einer Finanzmarkttransaktionssteuer können hier keine Geschäfte in andere, nicht der Besteuerung unterliegende Finanzplätze vorgenommen werden. Besteuert würde die Ausfuhr von Kapital, nicht Geschäfte an einem Finanzplatz. Im Idealfall würde die Besteuerung von Kapitalexporten zu einem raschen Rückgang der Kapitalexporte führen und damit wäre das vordringliche Ziel, der Abbau schädlicher Überschüsse, erreicht.

Um die Wirkung der Kapitalexportsteuer zu verstärken, sollten die Steuereinnahmen supranationalen Einrichtungen zur Verfügung gestellt werden. Dies könnten der IWF oder der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) sein. Damit würde deutlich, dass die Mitverursacher von Finanzkrisen sich an den Kosten des Krisenmanagements beteiligen müssen.

Steigerung der privaten Investitionen in den Wohnungsbau

Schließlich ist es, so überraschend dies klingen mag, die Wohnungsbaupolitik, die zu den hohen Kapitalexporten Deutschlands beiträgt. Der Kauf einer Eigen-

tumswohnung oder der Bau eines Eigenheims ist statistisch gesehen eine Investition. Bei einer Steigerung des Wohnungsbaus in Deutschland wüchsen die inländischen Investitionen. Die vergleichsweise niedrigen Investitionen in den Wohnungsbau haben in den vergangenen Jahren dazu beigetragen, dass inländische Ersparnis nicht im Inland verwendet, sondern exportiert wurde. Bürgerinnen und Bürger in Deutschland investieren relativ wenig in eigene Immobilien. Deutschland weist deshalb im internationalen Vergleich eine niedrige Eigentumsquote auf.

Tabelle 5

Eigentumsquoten im Vergleich* (2016)

Deutschland	51,9
Frankreich	64,1
Großbritannien	63,3
USA	62,9
Italien	72,9
Spanien	78,2
Niederlande	67,8

* Anteil der Menschen an der Gesamtbevölkerung, die in selbst genutztem Wohneigentum leben.

Quellen: Eurostat, *Distribution of Population by Tenure Status, Type of Household and Income Group – EU-SILC Survey*, <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ilc_lvho02&lang=en>; Federal Reserve Bank of St. Louis, *FRED – Homeownership Rate for the United States*, <<https://fred.stlouisfed.org/series/RHORUSO156N>>.

Welchen Einfluss hat die Politik in diesem Zusammenhang? Der Staat kann die Steuer auf den Erwerb von Wohneigentum heben oder senken. Außerdem kann er ihn mit steuerlichen Maßnahmen fördern oder erschweren. In Deutschland wurden seit 2006 zwei Maßnahmen umgesetzt, die den Haus- und Wohnungskauf für Privatleute unattraktiver machen.

Zum einen wurde die Grunderwerbsteuer erhöht. Hatte sie seit 1998 einheitlich bei 3,5 Prozent der Bemessungsgrundlage gelegen, wurde sie in den meisten Bundesländern im Laufe der 2010er Jahre angehoben und beträgt nun je nach Bundesland zwischen vier und 6,5 Prozent. Das sind im internationalen Vergleich eher hohe Werte, die mögliche Käufer abschrecken können. In Frankreich, Großbritannien oder den Niederlanden ist der Steuersatz nur etwa halb so hoch wie der in Deutschland in einigen Bundesländern erhobene Satz von 6,5 Prozent.

Die Grunderwerbsteuer hat sich in Deutschland zur achtgrößten Einzelsteuer entwickelt. Seit 1983, als eine große Reform umgesetzt wurde, hat sich das Aufkommen von einer auf 12 Milliarden Euro erhöht, während sich die gesamten Steuereinnahmen im gleichen Zeitraum nur verdreifachten. Bis zur Reform der Grunderwerbsteuer im Jahr 1983 betrug der Steuersatz sieben Prozent. Allerdings waren vier Fünftel der Käufe von Immobilien von der Steuerzahlung vollständig befreit. Von 2006 an wurde den einzelnen Bundesländern ermöglicht, den Steuersatz autonom festzulegen. Jedoch hat dies mit Wettbewerb zwischen Bundesländern nichts zu tun.¹⁰² Niemand wird sich anstatt in Berlin eine Immobilie im Saarland wegen des dort niedrigeren Steuersatzes kaufen.

Zum anderen wurde die steuerliche Förderung des Erwerbs von Wohneigentum ersatzlos gestrichen. Bis einschließlich 2005 war einer Familie mit zwei Kindern eine Eigenheimzulage von durchschnittlich gut 32 000 Euro gewährt worden, die nun wegfiel. Die Folge ist, dass in Deutschland die private Ersparnis zwar weiterhin hoch ist, heute aber Konsum und Investitionen im Ausland finanziert. Die Vermögensbildung ist hierzulande eher schwach.

Um all dem entgegenzuwirken, sollte die Politik Anreize schaffen, in Immobilien in Deutschland zu investieren. Dazu könnten dreierlei Maßnahmen ergriffen werden. Erstens könnten Bauvorschriften weniger streng gefasst werden, um Bauen billiger zu machen. Zweitens könnte die Grunderwerbsteuer gesenkt werden. Dabei wäre es nicht nötig, einen für alle Objekte und Erwerber einheitlichen Steuersatz festzulegen. So könnten Bürgerinnen und Bürger einmalig von der Zahlung der Grunderwerbsteuer befreit werden. Diese Ausnahme könnte auf Objekte bis zu einem bestimmten Schwellenwert beschränkt sein. Zudem könnten Erwerber aus dem nichteuropäischen Ausland einer deutlich höheren Grunderwerbsteuer unterliegen als Inländer. Im kanadischen Vancouver etwa gilt für Ausländer ein prohibitiv hoher Steuersatz von 15 Prozent. Auf diese Weise gelang es, vor allem chinesische Interessenten vom Kauf im überhitzten Immobilienmarkt der Stadt abzuhalten. Einzelne australische Bundesstaaten praktizieren inzwischen ähnliche, wenn auch weniger drastische Regelungen. Sydney erhebt einen Zuschlag von vier Prozent des Immobilienwertes für ausländische Käufer. In Melbourne müssen diese

sieben statt drei Prozent Grunderwerbsteuer zahlen.¹⁰³ Drittens schließlich könnte die Eigenheimzulage, möglicherweise beschränkt auf Familien mit Kindern, wieder eingeführt werden. Ziel dieser Maßnahme wäre, die Investitionen im Inland zu Lasten des Kapitalexports zu erhöhen. Das 2018 neu eingeführte Baukindergeld ist ein Schritt hierzu.

102 Axel Schrunner, »Wettlauf nach oben«, in: *Handelsblatt*, 23.5.2017, S. 14.

103 Patrick Collinson, »Has Vancouver Found the Solution to a Super-heated Housing Market?«, in: *The Guardian*, 30.9.2016, <<https://www.theguardian.com/cities/2016/sep/30/vancouver-canada-house-prices-solution-super-heated-housing-market>> (eingesehen am 28.8.2017).

Schlussbemerkungen

Deutschland ist zu einer Belastung für seine Partnerländer geworden und bewirkt eine Schiefelage in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen. Es sieht sich als Musterschüler, trägt aber durch seine hohen Kapitalexporte zu Verwundbarkeiten in anderen Ländern bei. Diesen wird gleichzeitig unseriöses Verhalten bescheinigt, weil sie sich bei Deutschland verschulden. Zugespitzt formuliert: Deutschland predigt maßvolle Kreditaufnahme, sorgt aber durch seine Kapitalexporte für Verwundbarkeit in anderen Volkswirtschaften.

Deutschlands Leistungsbilanzüberschüsse sind nicht allein auf die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit deutscher Unternehmen, sondern auch auf Maßnahmen der Politik zurückzuführen. Die Unternehmenssteuern sind im internationalen Vergleich sehr niedrig, was es den Firmen erlaubt, hohe Überschüsse anzuhäufen, die dann ins Ausland transferiert und dort investiert werden. Der Staat greift nicht mehr auf die Ersparnis im Land zurück, sondern schreibt seit einigen Jahren schwarze Zahlen (wenn auch nur eine Null). Das Steuersystem begünstigt exportierende Unternehmen und belastet Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer außerhalb exportierender Unternehmen vergleichsweise stark.

Aus wohlverstandenen Eigeninteresse sollte Deutschland die Überschüsse rasch abbauen. Andernfalls werden sowohl die europäische Integration als auch die heutige liberale Weltwirtschaftsordnung Schaden nehmen. Die im Jahr 2017 verabschiedeten Steuerreformen in den USA sollten von der deutschen Politik nicht als Kampfansage, sondern als Warnschuss verstanden werden. Die USA besteuern Importe künftig stärker und haben einen Weg gefunden, die eigene Exportwirtschaft durch steuerliche Maßnahmen zu entlasten. Nach Jahren erfolgloser Appelle an die Bundesregierung hat ein wichtiges Partnerland Deutschlands Fakten geschaffen. Ein Kurswechsel in der Wirtschafts- und Finanzpolitik kann verhindern, dass das amerikanische Beispiel Schule macht und merkantilistische Politik wieder zur Norm in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen wird.

Neben einer zeitweiligen deutlichen Senkung der Mehrwertsteuer sind auch radikalere Maßnahmen

zu erwägen. Sobald ein Schwellenwert überschritten ist, könnte eine Steuer auf Kapitalexporte erhoben werden. Die Regelaltersgrenze könnte abgeschafft werden, um den Druck zu mildern, privat für den Ruhestand vorzusorgen. Schließlich könnte die Förderung von Wohneigentum dazu beitragen, dass ein größerer Teil der inländischen Ersparnis auch im Inland investiert wird. Am wichtigsten ist jedoch, dass die Bundesregierung die Reduzierung des Kapitalexports wieder als Aufgabe der Politik begreift. Auf dem Spiel steht nicht nur Deutschlands Reputation als verantwortungsbewusster Akteur in der internationalen Politik, sondern nicht zuletzt die Zukunft des europäischen Integrationsprozesses und die weitere Entwicklung der Globalisierung. Deutschland als Führungsmacht in Europa und in der Weltwirtschaft hat die Aufgabe, die Folgen seines Handelns für andere Länder zu bedenken. Daran hapert es. Zur Stabilisierung des europäischen Integrationsprozesses, aber auch um die weitere Diskreditierung der internationalen Arbeitsteilung in anderen europäischen Ländern und den USA zu verhindern, muss Deutschland seine Außenwirtschaftspolitik ändern und die hohen Überschüsse rasch abbauen.

Die Argumentation, die Überschüsse reflektierten Millionen von privatwirtschaftlichen Entscheidungen und spielten deshalb für die deutsche Politik keine Rolle, ist nicht stichhaltig. Deutschland hätte demnach in den vergangenen zehn Jahren die Folgen des Kapitalexports privater Akteure ignorieren müssen. Dies ist nicht geschehen: Deutsche und französische Banken wurden vor den Konsequenzen ihrer Fehlentscheidungen geschützt. Eine ordnungspolitisch kohärente Antwort wäre gewesen, die (Fehl-)Entscheidungen von Kapitalexporthen schlicht auszublenken. Eine Politik des »Laissez faire, laissez passer« hätte im Krisenfall weder deutsche Banken noch ausländische Gläubiger unterstützt. Angesichts dieser Asymmetrie – Ignoranz gegenüber Kapitalexporten, aber Hilfen bei Verlusten – erscheint es ebenfalls dringend geboten, Deutschlands außenwirtschaftlichen Kompass neu zu kalibrieren.

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Security
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMJV	Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft
ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus
EU	Europäische Union
EZB	Europäische Zentralbank
IfW	Institut für Weltwirtschaft
IMF	International Monetary Fund
IWF	Internationaler Währungsfonds
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OPEC	Organization of the Petroleum Exporting Countries
USA	United States of America

