



EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 5.3.2014
SWD(2014) 78

PART 2/2

ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN

Makroökonomische Ungleichgewichte - Deutschland 2014

4. INTERNATIONALE FINANZIERUNGSSTRÖME UND DIE ROLLE DER FINANZINTERMEDIATIONEN

Die Banken sind wichtige Akteure auf der Finanzierungsseite der deutschen Leistungsbilanz. Vor der Krise konnte der Bankensektor seinen Finanzierungsüberschuss gegenüber dem Rest der Welt ausbauen und entwickelte sich dadurch vom Nettoschuldner zum Nettogläubiger. Der Anreiz für deutsche Banken, ihr internationales Engagement zu jener Zeit zu erhöhen und Risiken einzugehen, lässt sich auf verschiedene Push- und Pull-Faktoren zurückführen. Zu den einschlägigen Push-Faktoren, die Anreize für die Suche nach höheren Renditen im Ausland geschaffen haben, zählen das schwache Wachstum in Deutschland, die geringe Rentabilität des heimischen Bankensektors und die Neuausrichtung der Geschäftsmodelle der Landesbanken. Zu den Pull-Faktoren sind die Einführung des Euro, die geringen Finanzierungskosten, die Verbreitung von Informations- und Kommunikationstechnologien, Finanzinnovationen und der Rückgriff auf Ratings zu rechnen. Im Vergleich zum internationalen Engagement der in anderen Ländern ansässigen Banken vor der Krise fiel der Anstieg der Auslandsinvestitionen der deutschen Banken nicht übermäßig aus. Somit dürfte das Tempo der globalen wirtschaftlichen und finanziellen Integration ganz entschieden dazu beigetragen haben, dass die deutschen Banken ihre Tätigkeiten im Ausland verstärkten.

Die Finanzkrise hat offenbart, dass die deutschen Banken bei ihren Investitionen im Ausland übermäßige Risiken eingingen. Die deutschen Banken wurden vom Zusammenbruch von Lehman Brothers mit am härtesten getroffen. 2008 und 2009 rutschte die Rentabilität des aggregierten Bankensektors in den negativen Bereich, und mehrere Banken beantragten und erhielten staatliche Unterstützung, um Verluste aufzufangen. Deutschland stellte wesentliche Mittel bereit, um die Banken zu rekapitalisieren, Bad Banks einzurichten und Banken staatliche Garantien zu gewähren. Die von den Banken seit 1999 aufgebaute Nettoposition ist im Zeitraum von 2007 bis 2013 um rund die Hälfte eingebrochen; hier war es zu einer Fehlallokation von Kapital gekommen.

Die Auswirkungen der Bankenkrise fanden ihren Niederschlag in der Finanzierung von Leistungsbilanzungleichgewichten. Der Druck zum Verschuldungsabbau und die notleidenden Auslandsmärkte führten dazu, dass die deutschen Banken sich aus Auslandsinvestitionen zurückzogen. Infolgedessen hat die Bedeutung der Deutschen Bundesbank als Intermediärin im Zusammenhang mit Nettofinanzierungsströmen zugenommen. Die Disfunktionalität der Geldmärkte im Euro-Währungsgebiet zu Beginn der globalen Finanzkrise verstärkte die Abhängigkeit von den Refinanzierungsoperationen im Rahmen des Eurosystems und führte zum Anstieg der TARGET2-Salden, die zunehmend an die Stelle der Marktfinanzierung traten. Doch nicht nur die deutschen Banken zogen sich plötzlich aus der grenzüberschreitenden Interbanken-Kreditvergabe zurück. Der Rückzug der Banken förderte zwar die Bereinigung der Bankbilanzen, vertiefte jedoch die Fragmentierung auf den Bankenmärkten und zwang ausländische Banken dazu, Kapital bei der EZB aufzunehmen, während der deutsche Bankensektor einen hohen Liquiditätspuffer akkumulieren konnte.

Trotz der Liquiditätsüberschüsse des Bankensektors und der niedrigen Kreditzinsen ging die in den vergangenen Jahren geringere Auslandskreditvergabe der deutschen Banken nicht mit einem nennenswerten Kreditwachstum auf den heimischen Märkten einher. Jüngere Erhebungen lassen nicht auf eine schwere Kreditklemme schließen, so dass das kontinuierlich schwache Kreditwachstum eher die derzeit schwache Kreditnachfrage als Kreditengpässe auf der Angebotsseite widerzuspiegeln scheint. Diese Entwicklung könnte auf die laufenden und bereits abgeschlossenen Anpassungen an die Ungleichgewichte im Finanzsektor und in der Wirtschaft zurückzuführen sein, da die krisenbedingte Unsicherheit und der vorangegangene Schuldenabbau im Unternehmenssektor hohe vorsorgliche Sparguthaben und eine geringe Neigung zur Aufnahme neuer Schulden bewirkt zu haben scheinen.

In diesem Abschnitt wird analysiert, ob und weshalb die deutschen Banken einen signifikanten Teil der inländischen Ersparnisse stärker in Auslands- als in Inlandsinvestitionen gelenkt haben, und inwieweit der beachtliche Finanzierungsüberschuss Deutschlands gegenüber dem Rest der Welt Schwächen in der

Finanzintermediation oder Mängel im Zusammenhang mit der Rolle der Finanzinstitute offenbart hat. Nach einer Beschreibung der internationalen Finanzierungsströme werden die möglichen Gründe für den Anstieg des Anteils ausländischer Forderungen in den Bankenportfolios im Zeitraum vor der Finanzkrise

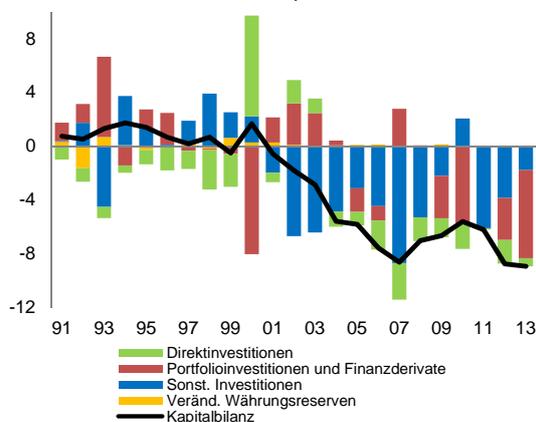
und für den späteren Rückzug der Banken aus diesem Bereich geprüft. Möglicherweise weist der Anstieg auf ein makroökonomisches Ungleichgewicht in Form einer in weiten Teilen des deutschen Bankensektors bestehenden übermäßigen Risikobereitschaft hin, während der Rückzug aus dem Bereich auf die zur Wiederherstellung der Lebensfähigkeit der Banken erforderliche langwierige Anpassung zurückzuführen sein könnte. Von besonderem Interesse ist, ob durch die Einschätzung der Banken, dass Auslandsinvestitionen rentabler sind, vor der Krise und in jüngster Zeit Investitionen in Deutschland zurückgedrängt wurden, oder ob hierin ein Mangel an Investitionsmöglichkeiten in Deutschland zum Ausdruck kommt. Die Kombination aus übermäßiger Bankenliquidität, niedrigen Kreditzinsen und den nicht auf Kreditrestriktionen hinweisenden Erhebungen erschwerte es, das in jüngster Zeit schwache Kreditwachstum auf Angebotsfaktoren auf der Bankenseite zurückzuführen, doch fällt auf, dass die Bankkredite in den vergangenen zehn Jahren von 107 % des BIP im Jahr 2002 auf gut 90 % im Jahr 2013 gesunken sind, während in fast allen anderen Mitgliedstaaten ein Anstieg zu verzeichnen war.

4.1. ANATOMIE DER GRENZÜBERSCHREITENDEN FINANZIERUNGSSTRÖME DEUTSCHLANDS

Die Kapitalbilanz weist in der Zeit vor der Krise hohe Kapitalexporte über den Interbankenmarkt und über Kredite aus, in den vergangenen Jahren hingegen verstärkt Portfolioinvestitionen und Finanzderivate. Im Zeitraum von 2002 bis 2007 fällt ein deutlicher Anstieg der sonstigen Investitionen auf (siehe Grafik 4.1).⁽¹⁾ Diese Art von Investitionen nimmt in der Struktur der deutschen Kapitalexporte eine vorrangige Stellung ein und umfasst in erster Linie grenzüberschreitende Kredite zwischen Bankinstituten. Die treibende Kraft hinter der Akkumulierung ausländischer Vermögenswerte und dem Abbau sonstiger inländischer Verbindlichkeiten aus Anlagen, z. B.

Handelskredite und Bankeinlagen, waren die Finanzunternehmen. Diese Entwicklung sollte im Kontext der deutschen Investitionen in US-amerikanische Finanzvermögenswerte und des starken Engagements in bestimmten Ländern des Euro-Währungsgebiets (siehe Europäische Kommission 2012) betrachtet werden. Infolge der Krise nahm die Bereitschaft der Banken (MFI in Grafik 4.2), Kapital bereitzustellen, schlagartig ab. Im Zeitraum von 2008 bis 2013 erlebten die Netto-Kapitalexporte über Portfolioinvestitionen und Finanzderivate, die bis 2007 nicht zur Entstehung des Leistungsbilanzüberschusses beigetragen hatten, ein Comeback. Darüber hinaus traten nach der Krise zunehmend TARGET2-Forderungen der Bundesbank an die Stelle der sonstigen Investitionen der deutschen Banken. Hinzu kamen die staatliche Forderungen aus EFSF-Darlehen und die Finanzierung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM).

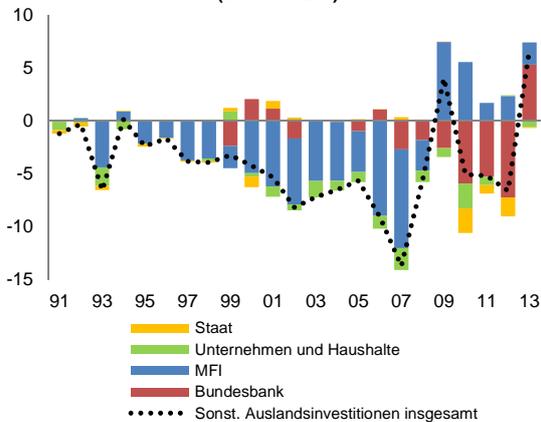
Grafik 4.1: Saldo Kapitalbilanz und Komponenten (in % des BIP)



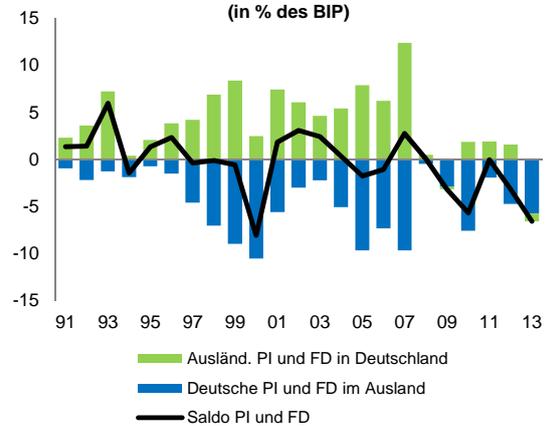
Quelle: Bundesbank

⁽¹⁾ Der Kapitalbilanzsaldo belief sich 2013 auf 9,0 % des BIP und lag damit aufgrund der merklichen statistischen Fehler und Auslassungen etwas über dem Leistungsbilanzsaldo (1,6 % des BIP).

Grafik 4.2: Deutsche Auslandsinvestitionen, nach Sektor (in % des BIP)

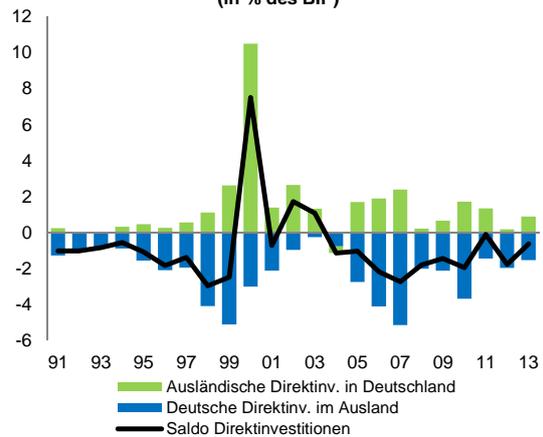


Grafik 4.3: Empfangene und getätigte Portfolioinvestitionen und Finanzderivate (in % des BIP)



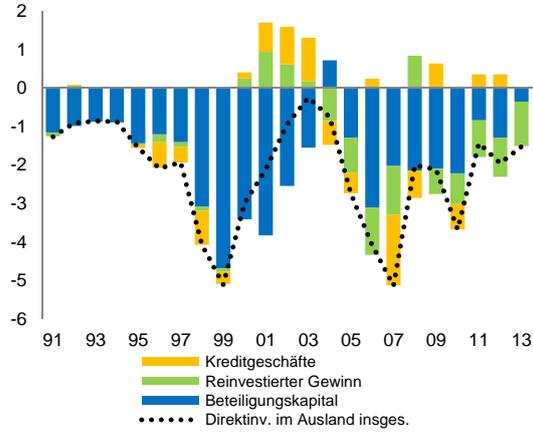
Die Netto-Direktinvestitionen im Ausland spielten bei Deutschlands Kapitalexporten eine begrenzte Rolle, sind jedoch in den letzten Jahren etwas stärker angewachsen. Die Netto-Kapalexporte über Direktinvestitionen im Ausland entwickelten sich im Großen und Ganzen uneinheitlich und waren in den 2000er-Jahren im Verhältnis zur Kapitalbilanz insgesamt moderat. ⁽²⁾ In der zweiten Hälfte der 2000er-Jahre fielen die deutschen Direktinvestitionen im Ausland allerdings vergleichsweise höher aus und wurden insbesondere durch Beteiligungserwerb und im Ausland reinvestierte Gewinne vorangetrieben. Gleichzeitig sind die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland rückläufig, da infolge der Krise sowohl die Investitionen in Form von Beteiligungskapital als auch die reinvestierten Gewinne zurückgegangen sind.

Grafik 4.4: Empfangene und getätigte Direktinvestitionen (in % des BIP)



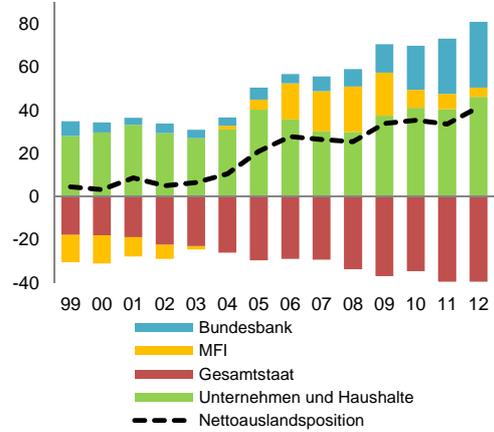
⁽²⁾ Im Jahr 2000 wurde ein sehr großes deutsches Unternehmen von einem ausländischen Investor übernommen. Unter Berücksichtigung dieser ausländischen Direktinvestition belief sich der Saldo der deutschen Direktinvestitionen im Zeitraum von 2000 bis 2010 im Durchschnitt auf lediglich -0,2 %.

Grafik 4.5: Direktinvestitionen im Ausland und Komponenten (in % des BIP)



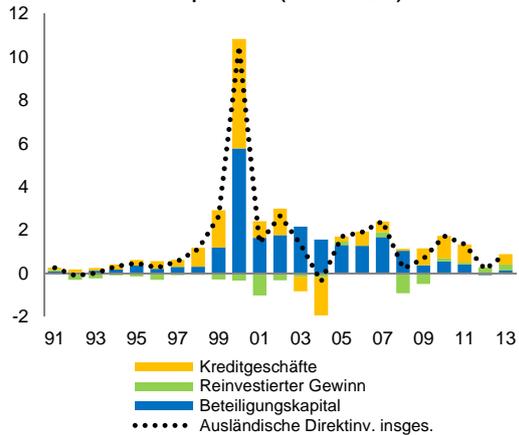
Quelle: Bundesbank

Grafik 4.7: Deutschlands Nettoauslandsposition, nach Sektor (in % des BIP)



Quelle: Bundesbank

Grafik 4.6: Ausländische Direktinvestitionen und Komponenten (in % des BIP)

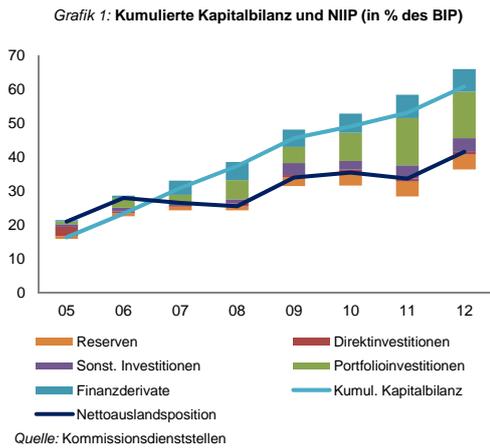


Quelle: Bundesbank

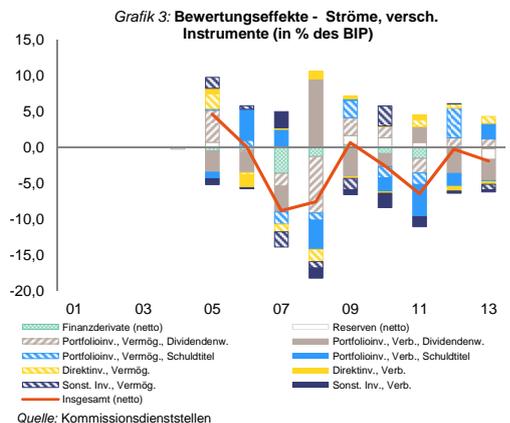
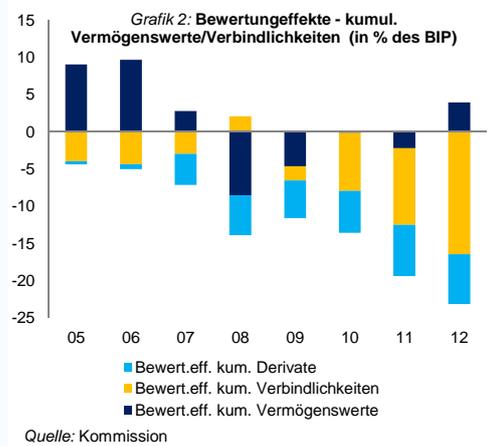
Die Nettoauslandsposition Deutschlands ist in gut zehn Jahren um das 10-fache gestiegen. Ende 2000 belief sie sich auf 3 % des BIP. Die Auslandsforderungen Deutschlands wuchsen spiegelbildlich zu den Leistungsbilanzüberschüssen deutlich an, und die Nettoauslandsposition kletterte 2012 auf 42 % des BIP. Ohne Bewertungsverluste wäre die Nettoauslandsposition um etwa 50 % höher ausgefallen (siehe Kasten 4.1).

Kasten 4.1: Auswirkung von Bewertungsveränderungen auf die Nettoauslandsposition

Die Differenz zwischen der kumulierten Kapitalbilanz und der Nettoauslandsposition entspricht den Bewertungsverlusten Deutschlands, aufgeschlüsselt nach Instrument. Bei allen Instrumenten waren in dem betreffenden Zeitraum Verluste zu verzeichnen, ausgenommen bei den Reserven (Grafik 1).



In Grafik 2 sind dieselben kumulierten Verluste dargestellt, allerdings aufgeschlüsselt nach Vermögenswerten und Verbindlichkeiten (und Derivaten). Positive Zahlen bedeuten Gewinne für Deutschland, negative Verluste. Grafik 3 illustriert die Ströme in den letzten Jahren (nichtkumulierte Zahlen).



Zu Beginn der Krise im Jahr 2007 verzeichnete Deutschland aufgrund des Zusammenbruchs des Marktes für Kreditderivate große Verluste bei seinen Vermögenswerten und Finanzderivaten. Im Folgejahr kam es bei allen Vermögenspositionen zu erheblichen Verlusten, insbesondere bei Beteiligungskapital. Danach (2010 und 2011) waren die aufgelaufenen Bewertungsverluste in erster Linie auf den Anstieg der Verbindlichkeiten und in geringerem Maße auf nachhaltige Verluste bei Vermögenswerten und Finanzderivaten zurückzuführen. Diese Entwicklung ist vor allem der steigenden Nachfrage nach deutschen Schuldtiteln (Flucht in die Sicherheit) geschuldet und spiegelt sich in den sinkenden Zinssätzen deutscher Staatspapiere wider. Die Veränderungen des Marktwerts der Nettoauslandsposition Deutschlands im Zeitraum von 2010 bis 2011, auf die

Seit Mitte 2012 findet eine teilweise Korrektur der durch die Krise ausgelösten finanziellen Fragmentierung statt. Vor der Krise konnte der Bankensektor seinen Finanzierungsüberschuss gegenüber dem Rest der Welt ausbauen und entwickelte sich vom Nettoschuldner zum Nettogläubiger. Seit Beginn der Krise ist jedoch die von den Banken seit 1999 aufgebaute Nettoposition um rund die Hälfte eingebrochen (siehe Grafik 4.7). Die Nettozuflüsse über TARGET2 wurden in erster Linie durch die Flucht in die Sicherheit vorangetrieben, da Gebietsfremde ihr Engagement in deutschen Staatspapieren erhöhten, während der inländische Finanzsektor sein Engagement in anderen Teilen des Euro-Währungsgebiets verringerte.⁽³⁾ Die Nettoauslandsposition der Deutschen Bundesbank erreichte Mitte 2012 ihren Höchststand und ist seitdem deutlich zurückgegangen. Auch die Nettoauslandsposition des Sektors Staat hat sich in den letzten Quartalen verbessert, was darauf schließen lässt, dass sich die durch die Flucht in die Sicherheit bedingten Ströme wieder umgekehrt haben. Die Aufschlüsselung der Nettoauslandsposition zeigt außerdem, dass das Bruttoauslandsvermögen der Haushalte und Unternehmen seit 2007 merklich gewachsen ist, und weist darauf hin, dass der Nichtbankensektor Deutschlands heute einen beachtlichen Finanzierungsüberschuss ausweist, der den Aufbau von wesentlichen Beständen ausländischer Vermögenswerte nach sich zieht.⁽⁴⁾

⁽³⁾ Nachdem die Forderungen von in Deutschland ansässigen Banken gegenüber Einrichtungen in Euroraum-Ländern in Randlage (EL, IE, IT, ES, PT, CY, SL) von weniger als 130 Mrd. EUR Anfang 1999 auf mehr als 580 Mrd. EUR Ende 2008 gestiegen waren, sanken sie rasch und fielen Ende 2012 auf unter 270 Mrd. EUR. Anschließend blieben sie mit rund 270 Mrd. EUR das ganze Jahr 2013 über stabil.

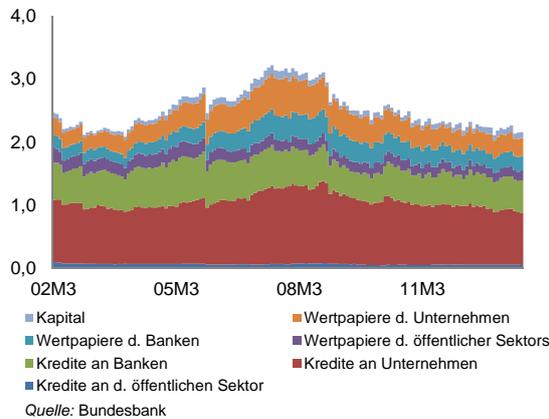
⁽⁴⁾ In dieser Investorengruppen kommt institutionellen Investoren wie Versicherungsunternehmen und anderen Finanzintermediären weitaus mehr Gewicht zu als nichtfinanziellen Unternehmen oder Haushalten. Die Aufschlüsselung der Zahlungsbilanzstatistik ist anders strukturiert als die der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung und unterscheidet zwischen monetären Finanzinstituten (MFI = Banken), Staat und Sonstigen, wobei letztere gelegentlich als Unternehmen und Privatpersonen bezeichnet werden. Die Aufschlüsselung in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung berücksichtigt nichtfinanzielle Unternehmen, finanzielle Unternehmen (MFI und Nicht-MFI), Staat und Haushalte.

4.2. DIE ROLLE DES DEUTSCHEN BANKENSEKTORS ALS INTERMEDIÄR

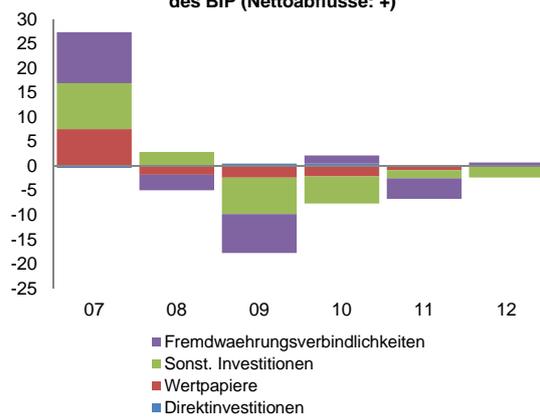
Der Bankensektor spielt in Deutschland eine wichtige Rolle, da die sektorübergreifende Allokation von Ersparnissen und die Bereitstellung externer Finanzierungen in erster Linie über Banken erfolgt. Darüber hinaus zeigt die Aufschlüsselung der internationalen Nettofinanzierungsströme nach Sektoren, dass Banken wichtige Akteure auf der Finanzierungsseite der Leistungsbilanz sind. Insbesondere in den Jahren 2001 bis 2007, als sich der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands bildete, entfiel der überwiegende Teil der Nettokapitalabflüsse auf die Kreditvergabe deutscher Banken an ausländische Kreditnehmer. Andere private Akteure als Banken, etwa Unternehmen, Privatpersonen und andere Finanzintermediäre, waren in fast allen Jahren ebenfalls Netto-Kapitalexporteure (Grafik 4.2), doch im Vergleich zu den Kapitalabflüssen der Banken war ihr Anteil bis 2008 zu vernachlässigen.

In der Zeit vor der Krise kam Bankkrediten zur Finanzierung ausländischer Leistungsbilanztransaktionen mit Deutschland wesentliche Bedeutung zu. Werden die Nettokapitalabflüsse des Bankensektors weiter nach Investitionskategorien aufgeschlüsselt, so scheinen die „Sonstigen Investitionen“ die vorrangige Komponente darzustellen (Grafik 4.9). Dies bedeutet, dass die Banken kaum Auslandsinvestitionen über ausländische Direktinvestitionen oder den Erwerb ausländischer Wertpapiere tätigten. Die Aufschlüsselung der Finanzabflüsse nach Finanzinstrumenten ergibt ein ähnliches Bild. Im Zeitraum 1999 bis 2006 stellten die Banken ausländischen Kreditnehmern durchschnittlich Kredite in Höhe von 5 % des BIP bereit. Dieser Wert kletterte 2006 und 2007 mit 9 % des BIP auf seinen Höchststand. Bemerkenswerterweise wiesen im Durchschnitt etwa zwei Drittel dieser Bankkredite kurzfristige Laufzeiten auf, was auf eine große Bedeutung von Geldmarkttransaktionen bei der externen Finanzierung hindeutet.

Grafik 4.8: Ausländische Forderungen konsolidierter deutscher Banken in Bio. EUR



Grafik 4.9: Nettoerwerb ausländischer Vermögenswerte durch deutsche Banken, in % des BIP (Nettoabflüsse: +)



Als sich der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands verfestigte, verringerten die deutschen Banken ihr Engagement im Ausland. Seit 2008 haben die deutschen Banken in jedem Jahr mehr ausländische Vermögenswerte verkauft als erworben, und ihre ausländischen Forderungen sind von ihrem Höchststand im Jahr 2007 von über 3 Bio. EUR auf rund 2 Bio. EUR im Jahr 2013 gesunken. Zwar lässt sich die strukturelle Veränderung in erster Linie auf die Finanzkrise zurückführen, doch ist es bemerkenswert, dass das Volumen der ausländischen Forderungen im Frühjahr 2008 seinen Höchststand erreichte, d. h. ein halbes Jahr vor dem Zusammenbruch von Lehman Brothers.⁽⁵⁾ Die anschließenden

finanziellen Desinvestitionen der deutschen Banken erstreckten sich auf alle Klassen von Vermögenswerten, wobei Kreditpositionen stärker als Wertpapiere und Forderungen gegenüber Unternehmen und ausländischen Banken stärker als Forderungen gegenüber dem öffentlichen Sektor betroffen waren (Grafik 4.8). Bei der Kreditvergabe an Ausländer, einer Schlüsselkomponente der Kategorie Sonstige Investitionen, waren im kurzfristigen Marktsegment deutliche Veränderungen zu beobachten: Aus dem Kapitalabfluss, der im Zeitraum von 1999 bis 2007 noch durchschnittlich 3,7 % des BIP betragen hatte, entwickelte sich im Zeitraum von 2008 bis 2012 ein Kapitalzufluss von durchschnittlich 2,6 % des BIP. Die langfristigen Bankkreditabflüsse gingen im selben Zeitraum von 2,2 % auf 0,1 % weniger stark zurück.

Dieser strukturelle Bruch kommt jedoch keiner grundlegenden Schwächung der Rolle des deutschen Bankensektors bei der Kanalisierung inländischer Ersparnisse ins Ausland gleich.

Die Auswirkungen der Bankenkrise fanden ihren Niederschlag in der Finanzierung von Leistungsbilanzungleichgewichten. In den vergangenen Jahren hat die Bedeutung der Deutschen Bundesbank als Intermediärin im Zusammenhang mit Nettofinanzierungsströmen erheblich zugenommen (siehe Grafik 4.2). Dies impliziert keine signifikanten Veränderungen bei den amtlichen Währungsreserven, sondern steht in Zusammenhang mit der Ausgestaltung des TARGET2-Zahlungssystems.⁽⁶⁾ Die Disfunktionalität der Geldmärkte im Euro-Währungsgebiet zu Beginn der globalen Finanzkrise verstärkte die Abhängigkeit von den Refinanzierungsoperationen im Rahmen des Eurosystems, die zunehmend die Marktfinanzierung ersetzten, insbesondere in den Bankensystemen der am meisten in Mitleidenschaft gezogenen Länder des Euro-Währungsgebiets. Über das TARGET2-System gelangte die in anderen Teilen des Euro-Währungsgebiets geschaffene Liquidität bis Mitte 2012 in großem Umfang im Zuge der Flucht in die Sicherheit nach Deutschland, was höhere TARGET2-Forderungen der Bundesbank nach sich zog (Einzelheiten zum TARGET2-System siehe Kasten 4.2).

⁽⁵⁾ Der Marktaustritt der US-Investmentbank Bear Stearns im März 2008 war in der Chronologie der Finanzkrise ein besonders wichtiges Ereignis.

⁽⁶⁾ Siehe auch Deutsche Bundesbank (2012b), Cecchetti, et al. (2012), und die darin zitierte Fachliteratur.

4.3. VOR DER KRISE: PUSH- UND PULL-FAKTOREN

Möglicherweise hat das Umfeld vor der Krise die deutschen Banken veranlasst, ihre Engagements im Ausland auszubauen und höhere Risiken einzugehen. In der Fachliteratur werden verschiedene Kräfte genannt, die Akkumulierungen in der deutschen Leistungsbilanz bewirkt haben: die Einführung des Euro, die geringen Finanzierungskosten sowie die Änderungen der Eigenkapitalvorschriften für Banken.⁽⁷⁾ Die Einführung des Euro war insofern relevant, als die Banken beim Eintritt in die WWU stark auf den heimischen Markt ausgerichtet waren und die Risikoprämien für Investitionen in anderen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets durch den Wegfall des Währungsrisikos sanken. Sowohl Banken als auch private Schuldner, bei denen es sich nicht um Banken handelte, profitierten von den niedrigeren Risikoprämien, insbesondere in Ländern, die steigende Vermögenspreise und ein starkes Wirtschaftswachstum erfuhren. Der Bestand der deutschen Banken an ausländischen Forderungen wuchs überproportional, auch wenn der Anteil der Forderungen gegenüber bestimmten Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets, die sich später als anfällig erwiesen, vor der Krise gering war. Dies lässt darauf schließen, dass die deutschen Banken dazu beigetragen haben, den Immobilienboom und die Leistungsbilanzdefizite in diesen Ländern zu finanzieren.⁽⁸⁾ Zum zweiten wird die Entwicklung mit globalen Faktoren begründet, darunter die akkommodierende Geldpolitik, der technologische Fortschritt, der die Informations- und Kommunikationskosten gesenkt hat, sowie Finanzinnovationen.⁽⁹⁾ Die Verbreitung von Informations- und Kommunikationstechnologien hat die Integration des internationalen Handels und der internationalen Finanzen möglicherweise

gleichermaßen beschleunigt. In diesem Kontext boten Finanzinnovationen in Form strukturierter Wertpapiere höhere Renditen als herkömmliche Papiere mit gleichwertigem Rating. In ihrem Streben nach höheren Renditen machten die europäischen Banken, auch die deutschen Banken, von dieser neuen Wertpapierklasse umfassend Gebrauch. Ein dritter Aspekt, der in der Fachliteratur angeführt wird, bezieht sich auf die Umsetzung der Kapitalanforderungen von Basel II in der EU, durch die Anreize geschaffen wurden, die Vorschriften durch die Einrichtung außerbilanzieller strukturierter Anlageinstrumente zu umgehen.⁽¹⁰⁾

Zu den spezifisch deutschen Faktoren, die den Banken möglicherweise Anreize gesetzt haben, im Ausland nach Geschäftsmöglichkeiten zu suchen, zählen die geringe Rentabilität des inländischen Bankensektors und die Neuausrichtung der Geschäftsmodelle der Landesbanken. Gemessen an Standardindikatoren für Bankenrentabilität wie Anlagenrendite oder Eigenkapitalrendite sind die deutschen Banken weniger rentabel als Banken in anderen Mitgliedstaaten (Grafik 4.10). Auch zwischen den verschiedenen Segmenten des deutschen Bankenmarkts, der traditionell auf drei Säulen ruht (private Geschäftsbanken, Sparkassen und Landesbanken sowie Genossenschaftsbanken und deren Zentralinstitute), gibt es deutliche Rentabilitätsunterschiede. Die Frage, in welchem Maße die geringe Rentabilität auf die hohe Anzahl der Banken und den zwischen ihnen herrschenden Wettbewerb zurückzuführen ist, war Gegenstand von Diskussionen.⁽¹¹⁾ Im Allgemeinen wird davon ausgegangen, dass die zweite Säule, die Sparkassen, deren Marktanteil an den Spareinlagen bei etwas mehr als 1/3 liegt, und die dritte Säule, die Genossenschaftsbanken, auf die ein Marktanteil von rund 1/6 der Einlagen entfällt, weniger gewinnorientiert arbeiten, da sie auch Ziele des öffentlichen Interesses und der Mitgliedersolidarität verfolgen. Unter diese beiden Säulen fallen zahlreiche Banken, von denen die meisten einen engen Bezug zum lokalen Einzelhandel haben (Grafik 4.11). Sie sind unter anderem über ihre Eigentümerstrukturen mit

⁽⁷⁾ Die Entscheidung der Banken, eher im Ausland als auf den heimischen Märkten nach Anlagemöglichkeiten zu suchen, wurde in Teilen der wirtschaftswissenschaftlichen Fachliteratur als Bankenschwemme bezeichnet. Siehe beispielsweise Bernanke et al. (2011), Shin (2011), Bruno und Shin (2012), Noeth und Sengupta (2012).

⁽⁸⁾ Siehe Bibow (2013) für eine detailliertere Analyse der Finanzierungsposition Deutschlands gegenüber anfälligen Mitgliedstaaten.

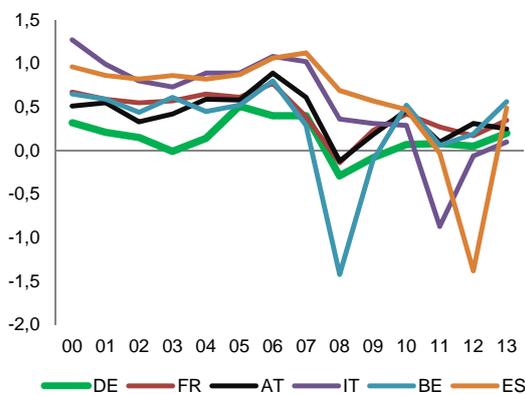
⁽⁹⁾ In diesem Kontext stellen Bruno und Shin (2012) fest, dass es in sehr unterschiedlichen Ländern zu grenzüberschreitenden Kreditbooms kam, was darauf schließen lässt, dass die WWU nicht der entscheidende Faktor war.

⁽¹⁰⁾ Siehe Bernanke et al. (2011), Shin (2011), und die darin zitierte Fachliteratur.

⁽¹¹⁾ Siehe International Monetary Fund (2003), Sachverständigenrat (2008), Gilquin (2013).

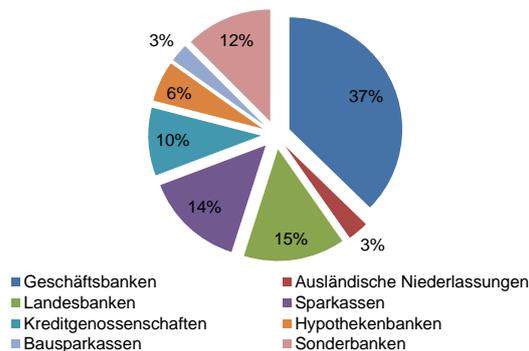
Zentralinstituten verbunden, die wiederum im Wettbewerb mit den privaten Geschäftsbanken stehen. Trotz seiner relativ geringen Rentabilität und der relativ geringen Anzahl von Vermögenswerten je Niederlassung wurden im deutschen Bankensektor im Zeitraum von 2008 bis 2012 durchschnittlich weniger Stellen und Niederlassungen abgebaut als im Euro-Währungsgebiet.

Grafik 4.10: Anlagenrendite der Banken (in %)



Quelle: OECD (2000-2007), EZB (2008-2012)

Grafik 4.11: Anteil der Vermögenswerte insgesamt und Anzahl der Institute in allen Bankkategorien

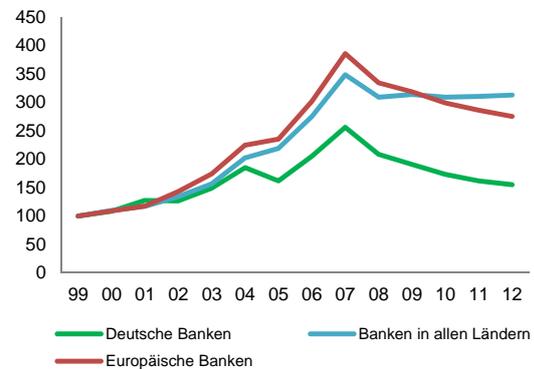


Quelle: Bundesbank

Eine geringe Rentabilität auf den heimischen Märkten schafft Anreize für Investitionen im Ausland, da sich dort möglicherweise höhere Renditen erzielen lassen, vor allem vor dem Hintergrund, dass Deutschland Anfang der 2000er-Jahre eine der schwächsten

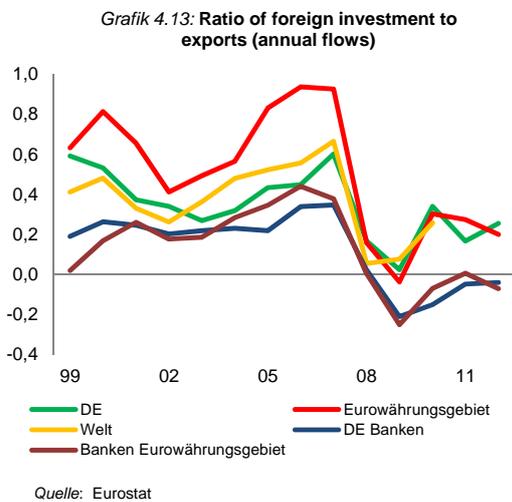
Wachstumsraten in der EU verzeichnete. Die Entscheidung der Banken, auf das höhere Wachstum im Ausland zu setzen, erschien logisch, zumal, da sie auf zunehmend integrierten Märkten mit anderen Banken, die in stärker florierenden Märkten ansässig waren, im Wettbewerb um Finanzierungen und Eigentum standen. Dies könnte zu einer internationaleren Ausrichtung der Geschäftsmodelle deutscher Banken beigetragen haben, insbesondere nach der Einführung der WWU. Auch der langsame Abbau der staatlichen Garantien für Landesbanken hat möglicherweise die ausländischen Investitionen befördert. Da nach dem Auslaufen der staatlichen Garantien 2005 mit einem Anstieg der Refinanzierungskosten gerechnet wurde, setzten die Landesbanken bei der Refinanzierung verstärkt auf die Kapitalmärkte und akkumulierten überschüssige Liquidität für Kredite an ausländische Banken oder den Erwerb ausländischer Wertpapiere. ⁽¹²⁾

Grafik 4.12: Auslandsforderungen der Banken (1999=100)



Quelle: BIS, Berechnungen der Kommissionsdienststellen
Anm.: basierend auf unmittelbarem Risiko

⁽¹²⁾ Hüfner (2010).



Das Tempo der globalen wirtschaftlichen und finanziellen Integration könnte den Anstieg des Engagements deutscher Banken im Ausland ebenso befeuert haben wie die geringen Renditeaussichten auf den heimischen Märkten.

Vor dem Hintergrund der Integration der globalen Bankenmärkte scheinen die deutschen Banken ihren Bestand an ausländischen Forderungen vor der Krise nicht übermäßig gesteigert zu haben. Vergleicht man die ausländischen Forderungen der deutschen Banken mit denen aller an die BIZ berichtenden Banken, so zeigt sich, dass die Entwicklung der Auslandsforderungen im Zeitraum von 1999 bis 2004 im Großen und Ganzen parallel verläuft (siehe Grafik 4.12).⁽¹³⁾ Ab 2002 wuchsen die ausländischen Forderungen der europäischen Banken rascher als die der deutschen Banken: Sie erreichten mit einem Volumen, das sich gegenüber 1999 um das Vierfache erhöht hatte, im Jahr 2007 ihren Höchststand, während der Bestand der Auslandsforderungen der deutschen Banken um das 2,5-fache angewachsen war.⁽¹⁴⁾ Auch vor dem Hintergrund der voranschreitenden Handelsintegration in diesem Zeitraum erscheint das Engagement der deutschen Banken im Ausland

⁽¹³⁾ Ein Vergleich ist aufgrund eines statistischen Bruchs im Jahr 2005 nicht möglich. Dieser ist darauf zurückzuführen, dass eine große deutsche Bank von einer italienischen Bank übernommen wurde und die deutschen Banken ihre Forderungen gegenüber MOEL neu organisieren mussten. Im Zeitraum von 2005 bis 2007 scheint sich die Tätigkeit der deutschen Banken im Ausland gegenüber allen an die BIZ berichtenden Banken geringfügig verringert zu haben.

⁽¹⁴⁾ Nach der Definition der BIZ umfasst Europa nicht nur die EU-Mitgliedstaaten, sondern vor allem auch die Schweizer Banken.

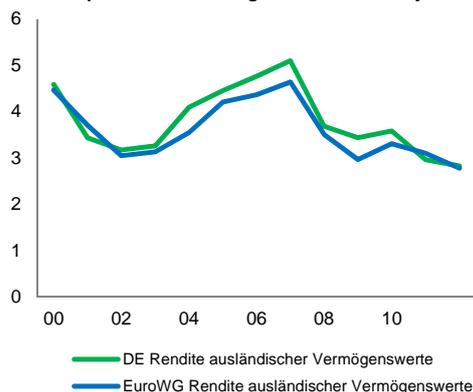
nicht übermäßig. Von 1999 bis 2007 investierte Deutschland pro im Handel erwirtschaftete Einheit weniger als das Euro-Währungsgebiet. Darüber hinaus war das Verhältnis der Auslandsinvestitionen der deutschen Banken zu den Ausfuhren niedriger als das ihrer Partner im Euro-Währungsgebiet oder damit vergleichbar (siehe Grafik 4.13).

Die Renditen für deutsche Investitionen im Ausland scheinen etwas höher gelegen zu haben als für das Euro-Währungsgebiet allgemein, wofür die deutschen Banken auf der anderen Seite höhere Risiken eingingen.

Aus der Berechnung des Verhältnisses zwischen den in der Kapitalbilanz ausgewiesenen Anlageerträgen und der Aufstellung der in die Nettoauslandsposition des Vorjahres eingegangenen finanziellen Vermögenswerte ergibt sich, dass die Renditen der deutschen Banken aus Auslandsinvestitionen in den meisten Jahren bei rund 3 % und damit einige Basispunkte höher als im Euro-Währungsgebiet lagen (Grafik 4.14). Das Ergebnis aus den Positionen der Gesamtwirtschaft steht im Einklang mit höheren Renditen aus „Sonstige Investitionen“, die vorwiegend Banktätigkeiten umfassen und in Ermangelung von Gesamtdaten zu den Bankgewinnen aus Transaktionen im Ausland im Vergleich zu Transaktionen auf den heimischen Märkten als Ersatzindikator für die Rentabilität der Tätigkeiten der Banken im Ausland herangezogen werden können. Auch war der Ertrag höher als die Gesamtkapitalrendite der Banken, d. h. aus Geschäften auf heimischen und ausländischen Märkten, auch wenn dieser anerkannte Indikator für die Rentabilität der Banken um Rückstellungen korrigiert wird (Grafik 4.15). Die hohen Bewertungsverluste im Zusammenhang mit dem deutschen Auslandsvermögensstatus (siehe Kasten 4.1) legen den Schluss nahe, dass höhere Renditen als Zeichen für Risikobereitschaft zu betrachten sind. Die durch die Kreditrisiken auf den US-Märkten und die rasant wachsenden Refinanzierungskosten auf den Interbankenmärkten entstandenen enormen Verluste haben gezeigt, dass die Banken ihre Risiken unterschätzt haben – wahrscheinlich, da sie in hohem Maße auf Kreditratings vertraut haben. Die Diskrepanz zwischen den niedrigen Zinssätzen für Interbankenkredite und von Banken begebene Anleihen vor der Krise und dem Liquiditätsmangel auf den Interbankenmärkten und den hohen Renditen für bestimmte

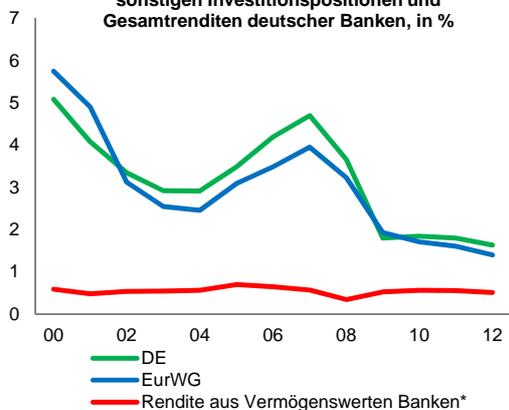
Bankschuldverschreibungen während der Krise weist darauf hin, dass die Anleger ihre Risiken umfassend neu bewertet haben.

Grafik 4.14: Gesamtrendite aus ausländischen Investitionen: Anlageerträge der Kapitalkonten/Vermögensstatus des Vorjahres



Quelle: Eurostat

Grafik 4.15: Rendite aus ausländischen und sonstigen Investitionspositionen und Gesamtrenditen deutscher Banken, in %



* ohne Rückstellungen

Quelle: Bundesbank, EZB, Berechnungen d. Kommissionsdienststellen

Schließlich hat die Finanzkrise aufgezeigt, dass die deutschen Banken bei ihren Anlagen im Ausland übermäßige Risiken akkumuliert hatten und dadurch ein Ungleichgewicht entstanden war.⁽¹⁵⁾ Die deutschen Banken wurden vom Zusammenbruch von Lehman Brothers mit am härtesten getroffen. Die Rentabilität des aggregierten Bankensektors blieb 2008 und 2009 gemessen an der Anlagerendite

⁽¹⁵⁾ Siehe Europäische Kommission (2009a) für eine frühe Analyse der Ursachen und Folgen der Finanzkrise, und Europäische Kommission (2009b) für die Auswirkungen der Krise auf den Bankensektor.

negativ (siehe Grafik 4.10), was in erster Linie auf die bei Geschäftsbanken, Landesbanken und Hypothekenbanken aufgelaufenen Verluste zurückzuführen war. Bereits im Sommer 2007 beantragte die IKB Deutsche Industriebank, ein mittelgroßes deutsches Bankinstitut, staatliche Unterstützung, um die Verluste aus ihrem Engagement auf den US-Immobilienmärkten abzufedern. Elf weitere Banken folgten, was auf die riskante Fristentransformation dieser Institute und einen starken Rückgriff auf Kreditratings bei Anlageentscheidungen zurückzuführen war. Um das Bankensystem zu stabilisieren, stellte Deutschland annähernd 2,5 % des BIP für die Rekapitalisierung von Banken zur Verfügung, richtete Bad Banks mit einem Volumen von 2 % des BIP ein und gewährte Banken staatliche Garantien in Höhe von über 7 % des BIP.

4.4. SEIT DER FINANZKRISE HAT DER DRUCK ZUM ABBAU VON FREMDKAPITAL ZU EINEM RÜCKGANG DER AUSLANDSINVESTITIONEN GEFÜHRT.

Die deutschen Banken haben ihre internationale Position im Laufe der Finanzkrise verändert, und die Verringerung der ausländischen Positionen deutet darauf hin, dass der Druck zum Abbau von Fremdkapital dabei eine wichtige Rolle gespielt hat. In gewissem Umfang kann der Rückgang der Auslandstätigkeit auch auf die verschlechterten Auslandsmärkte, die gestiegenen Risiken und die geringeren Rentabilitätsersparungen zurückgeführt werden; dies gilt vor allem für die Wachstumsaussichten in krisenanfälligen Mitgliedstaaten. Wenngleich die plötzliche Abkehr der Banken von der Kreditvergabe im grenzüberschreitenden Interbankenverkehr, die im Jahr 2008 einsetzte, nicht auf deutsche Banken begrenzt war, überrascht doch das Ausmaß des Rückgangs bei der Auslandskreditvergabe der Banken. Letztere zählt zu den schwächsten aller in der BIZ-Statistik erfassten Länder.⁽¹⁶⁾ Das Fehlen

⁽¹⁶⁾ Der Rückgang der Auslandskreditvergabe war bei den Banken in den USA, im VK, in Frankreich, in Spanien und Italien weitaus geringer. Ein vergleichbarer Rückgang wurde in Österreich, in den Niederlanden und in der Schweiz verzeichnet.

jedweden länderübergreifenden Zusammenhangs zwischen der Größe der Akkumulation vor der Krise und der Berichtigung nach der Finanzkrise legt den Schluss nahe, dass sich das Ausmaß des Rückgangs bei der internationalen Kreditvergabe wohl nicht allein mit der Berichtigung vorheriger übermäßiger Kredite erklären lässt.

Gleichzeitig bestand ein deutlicher Zusammenhang zwischen dem Rückgang der Bilanzsummen und der Auslandskreditvergabe insgesamt, was das mikroökonomische Indiz untermauert, dass der von den Banken vorgenommene Abbau von Fremdkapital anfangs im Wege der Reduzierung von Außenpositionen erfolgte (Grafik 4.16).⁽¹⁷⁾ Die deutschen Großbanken und Landesbanken verringerten ihre grenzüberschreitende Kreditvergabe an nichtdeutsche Banken im Jahr 2009 erheblich; die Landesbanken und die Hypothekenbanken trugen zu diesem Rückgang im Zeitraum 2010/2011 am meisten bei (Grafik 4.17). Der kontinuierliche Rückgang des Gesamtvermögens dieser drei Bankkategorien im Jahr 2013 lässt darauf schließen, dass die Anpassung an die strukturellen Ungleichgewichte im Finanzsektor noch nicht abgeschlossen ist.

Möglicherweise wurde die von den deutschen Banken vorgenommene Verringerung ihrer internationalen Kreditvergabe auch durch die staatliche Politik oder die daran geknüpften Erwartungen beeinflusst. Dass die Länder, in denen ein vergleichbarer Rückgang verzeichnet wurde (Belgien, Niederlande, Schweiz und Österreich), schwer unter der Finanzkrise litten und umfangreiche staatliche Förderpakete verabschiedeten, spricht zudem dafür, dass möglicherweise auch staatliche Fördermaßnahmen eine Rolle gespielt haben.⁽¹⁸⁾ In der einschlägigen Literatur werden unterschiedliche hierbei relevante Faktoren genannt.⁽¹⁹⁾ Beispielsweise hatten die

umfangreichen Abschreibungen bei den internationalen Krediten, die während der Subprime-Krise und der Lehman-Krise vorgenommen werden mussten, bei den Risikokontrollleuren zu einer Abneigung gegen Tätigkeiten auf Auslandsmärkten geführt. Das als Begründung für die staatliche Unterstützung nationaler Banken ins Feld geführte Argument, damit werde die inländische Wirtschaft gestärkt, hat die Ausrichtung auf den heimischen Markt möglicherweise weiter verstärkt. Zudem waren die staatlichen Hilfen, die die Banken erhielten, mit Umstrukturierungsaufgaben verbunden, welche in vielen Fällen vorsahen, dass sich die Banken von außerhalb ihres Kerngeschäfts liegenden Tätigkeiten zu trennen hatten. Der Verkauf von Teilen ihres Auslandsgeschäfts erschien einigen Banken als probates Mittel zur Erfüllung ihrer Umstrukturierungsaufgaben. Die Umstrukturierung der Landesbanken und die Vermögensübertragung an eine deutsche „Bad bank“ hat sich möglicherweise direkt auf die grenzüberschreitende Kreditvergabe der betroffenen Banken ausgewirkt.⁽²⁰⁾ Ein weiterer potenzieller Faktor war der Stigmatisierungseffekt, der besonders dann eine Rolle gespielt haben mag, wenn Bankkredite für Bürger und Banken krisengebeutelter Mitgliedstaaten für „ungerechtfertigt“ befunden wurden. Bei den Stresstests bestand für die Banken der Anreiz, keine umfangreiche Kreditvergabe an finanzschwache Bürger, Länder und deren Banken offenzulegen. Wahrscheinlich ist der von den Banken vorgenommene Strategiewechsel bei ihren Auslandsgeschäften auch darauf zurückzuführen, dass die Banken davon ausgingen, dass die Investoren und möglicherweise auch die Bankenaufsichten eine geringe ausländische

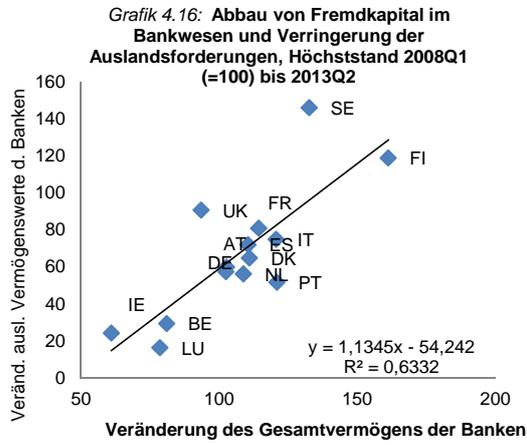
⁽¹⁷⁾ Düwel et al. (2011) kommen bei ihrer empirischen Untersuchung zu dem Schluss, dass die grenzüberschreitende Kreditvergabe während der Finanzkrise in dem Maße zurückging, wie die Risikoscheuheit der Banken zunahm, und sie haben in Bezug auf die Kapitalquote der Banken einen Schwellenwert ermittelt, oberhalb dessen eine weitere Zunahme der Risikoscheuheit keine weitere Verringerung der grenzüberschreitenden Kreditvergabe mehr nach sich zieht.

⁽¹⁸⁾ Die verwendeten Zeitreihen wurden allerdings nicht um strukturbedingte Ausfälle in der Bankenpopulation bereinigt.

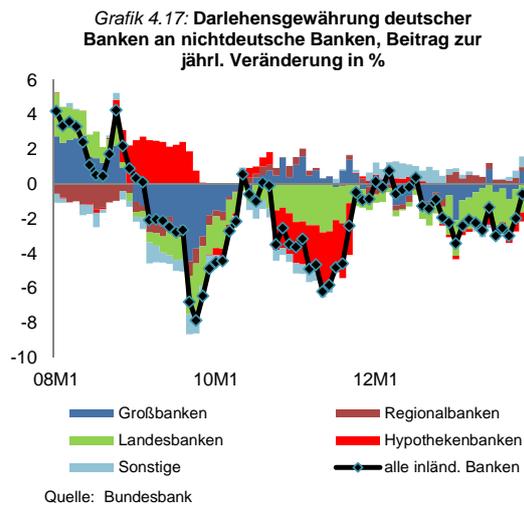
⁽¹⁹⁾ Siehe CEPS (2010), Dewatripoint et al. (2010), Shoenmaker (2013).

⁽²⁰⁾ Beispielsweise führen die Hypothekenbanken ihre Kreditvergabe an nichtdeutsche Banken im Oktober 2010 um mehr als die Hälfte zurück, während sie ihre Kreditvergabe an deutsche Banken auf gleichem Niveau hielten. Gleichzeitig wurde eine „Bad bank“ für die Hypo Real Estate (HRE) gegründet.

Kreditvergabe bevorzugen würden.



Quelle: BIS, EZB

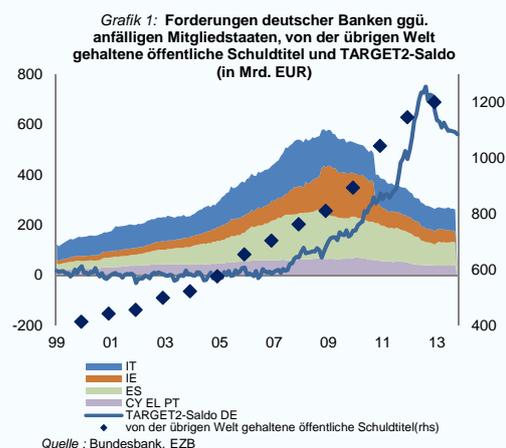


Kasten 4.2: Die Rolle der TARGET2-Salden

Eine der grundlegenden Aufgaben des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) besteht darin, „das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern“. ⁽¹⁾ Zu diesem Zweck wurde am 4. Januar 1999 (also unmittelbar nach Einführung des Euro) das Transeuropäische automatische Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrssystem (TARGET) für das Clearing von Euro-Großzahlungen in Betrieb genommen. Zwischen November 2007 und Mai 2008 wurde schrittweise die zweite Generation des Systems (TARGET2) eingeführt. TARGET2 eröffnete neue Möglichkeiten für die Liquiditätsverwaltung und ermöglichte den multinationalen Banken die weitere Konsolidierung ihrer internen Abläufe durch Gruppierung ihrer Konten und die dadurch erfolgende Zusammenfassung der für die gesamte Bankengruppe verfügbaren Innertagesliquidität.

Neben dem Clearing der Zentralbankgeschäfte des Eurosystems ermöglicht das TARGET2-System den Geschäftsbanken das Clearing von Zahlungsvorgängen mit Zentralbankgeldern durch die Kreditierung bzw. Belastung ihrer Sichtkonten bei den betreffenden nationalen Zentralbanken. Gleichzeitig entstehen durch die grenzüberschreitenden Überweisungen von Zentralbankeinlagen über das TARGET2-System entsprechende Kreditforderungen (Intra-Eurosystem-Salden) zwischen den einzelnen nationalen Zentralbanken und der EZB, die jeweils automatisch aggregiert und am Tagesende innerhalb des Eurosystems in eine Nettogesamtposition je nationale Zentralbank gegenüber der EZB aufgerechnet werden. Ergeben diese Zahlungen eine Nettoforderung für eine nationale Zentralbank, so erscheint diese in deren Bilanz als Aktivposten unter „Intra-Eurosystem-Forderungen“ und umgekehrt. Die akkumulierten Nettoforderungen bzw. -verbindlichkeiten, die aus grenzüberschreitenden TARGET2-Zahlungen resultieren (TARGET2-Salden), fließen in den Beitrag der Währungsbehörde zur internationalen Investitionsposition eines gegebenen Landes ein, während ihre (Zahlungs-)Änderungen in der Zahlungsbilanz unter „sonstige Investitionen: Darlehen/Währung und Einlagen“ erfasst werden.

Bis zum Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 blieb der TARGET2-Saldo der Bundesbank weitgehend stabil und belief sich zwischen Januar 1999 und Juli 2007 auf durchschnittlich 4,6 Mrd. EUR. Danach stieg er infolge der verstärkten Liquiditätsbereitstellung durch das Eurosystem und die TARGET2-Nettozahlungszuflüsse nach Deutschland an und erreichte im August 2012 seinen höchsten Stand mit über 750 Mrd. EUR. In jüngster Vergangenheit ist der TARGET2-Saldo der Bundesbank geschrumpft (auf 510 Mrd. EUR im Dezember 2013), da sich die Liquiditätsströme infolge der schrittweisen Stabilisierung des Finanzmarkts im Euro-Währungsgebiet umgekehrt haben.



⁽¹⁾ Artikel 127 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV).

Über die Frage, welche Auswirkungen das ausländischen Kreditvergabe auf die Politik geänderte Vorgehen der Banken bei der und auf den Außenhandelsüberschuss hat, lässt

sich streiten. Wenn die mit der raschen Integration in die globalen Bankenmärkte verbundenen Kreditrisiken präziser vorhergesagt worden wären, hätten die durch die Bankenkrise ausgelösten Verluste vermieden oder zumindest entscheidend verringert werden können. Auch hätte ein höherer Risikozuschlag für Auslandskredite möglicherweise zu einem weniger ausgeprägten Anstieg des deutschen Außenhandelsüberschusses beigetragen. Insofern erfolgte eine falsche Kapitalzuweisung, und es hat sich gezeigt, dass eine gründliche Risikoanalyse bei der Kreditvergabe an finanzielle oder nichtfinanzielle Partner von wesentlicher Bedeutung ist. Die plötzliche Abkehr der Banken von der Kreditvergabe im grenzüberschreitenden Interbankenverkehr, die im Jahr 2008 einsetzte, kam zwar der Bereinigung der Bankbilanzen zugute, hatte jedoch eine stärkere Umgehung der Finanzinstitute und eine stärkere Fragmentierung der Bankenmärkte zur Folge, wodurch sich die ausländischen Banken gezwungen sahen, Kredite bei der EZB aufzunehmen, während der deutsche Bankensektor eine großen Liquiditätspuffer anhäufte.⁽²¹⁾

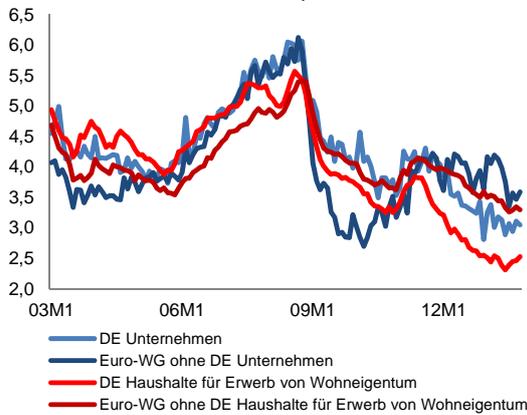
4.5. DIE ROLLE DER KREDITNACHFRAGE UND DES KREDITANGEBOTS BEIM ABBAU VON FREMDKAPITAL IM DEUTSCHEN PRIVATSEKTOR

Die von den deutschen Banken in den vergangenen Jahren zurückgefahrte ausländische Kreditvergabe hat trotz der überschüssigen Liquiditäten, die der Bankensektor bei der Bundesbank hält und die nur geringe Zinsen abwerfen, nicht zu einer spürbaren Zunahme der inländischen Kreditvergabe geführt. Da die Banken eine wichtige Rolle bei der Erwirtschaftung inländischer Einsparungen zwischen Investitionen in Deutschland und der Finanzierung des Außenhandelsüberschusses spielen, scheint die Analyse der Entwicklung der von den Banken praktizierten Kreditvergabe eine wesentliche Ergänzung der Bewertung der Leistungsbilanzentwicklung zu sein. Normalerweise würde man erwarten, dass große

Liquidität und geringe Finanzierungskosten der Banken zu einem spürbaren Anstieg der Kreditvergabe an Kapitalgesellschaften und Haushalte führen. Die Kreditvergabe der deutschen Banken an den nichtfinanziellen privaten Sektor hat in den vergangenen Jahren jedoch nur moderat zugenommen, im Juli 2012 mit lediglich 1,8 % ihren höchsten Zuwachs verzeichnet und seither schrittweise nachgelassen, wobei im zweiten Halbjahr 2013 kaum noch ein Wachstum verzeichnet wurde. Gleichzeitig deuten die vorliegenden statistischen Daten keinesfalls darauf hin, dass die Kreditvergabe in Deutschland besonders kostenintensiv ist oder besonderen Zwängen durch preisunabhängige Faktoren unterliegt. Die Zinsen für Bankdarlehen in Deutschland zählen zu den niedrigsten im gesamten Euro-Währungsgebiet (Grafik 4.18), und Umfragen zufolge sehen sich die Deutschen keinen Kreditbeschränkungen ausgesetzt. Aus der von der Europäischen Kommission in Auftrag gegebenen Umfrage zu Investitionen im verarbeitenden Gewerbe (Grafik 4.19), der EZB-Erhebung zur Kreditvergabe der Banken und der gemeinsam von der Europäischen Kommission und der EZB erstellten Übersicht über den Zugang der KMU zu Finanzierungsmitteln geht hervor, dass die Deutschen weit mehr als der durchschnittliche EU-Bürger im Euro-Währungsraum davon überzeugt sind, dass finanzielle Faktoren der Bereitschaft zu Investitionen im verarbeitenden Gewerbe förderlich sind. Noch nie seit Einführung der Umfragen des Ifo-Instituts für Wirtschaftsforschung und der KfW wurden die Möglichkeiten zur Kreditaufnahme von den befragten Deutschen so positiv bewertet wie bei den jüngsten Umfragen dieser Art. Nichtsdestotrotz ist das Kreditvergabevolumen insgesamt gleich geblieben (Rückgang bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und geringfügige Zunahme bei den Haushalten). Der Anteil von Privatkrediten am BIP sank zwischen 2008 und 2013 um etwa 10 %, was einen der stärksten Rückgänge in den nicht mit Spannungen an den Anleihemärkten kämpfenden Mitgliedstaaten bedeutete.

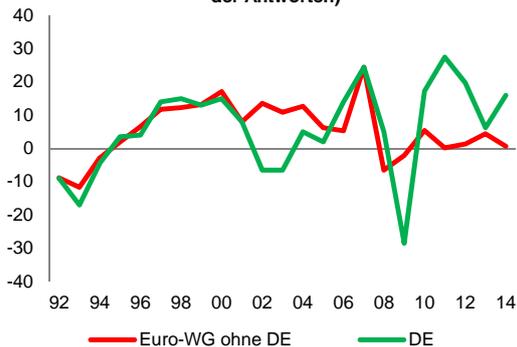
⁽²¹⁾ Bezüglich einer Analyse von Entwicklungstrends bei der finanziellen Integration in der EU siehe Europäische Kommission (2013e) und frühere Ausgaben dieser Reihe.

Grafik 4.18: Darlehenszinsen (Laufzeit 1 bis 5 Jahre)



Quelle: Kommissionsdienststellen

Grafik 4.19: Erhebung der EK zu Investitionen: finanzielle Faktoren, die Investitionen im verarbeitenden Gewerbe fördern (Auswertung der Antworten)



Anm.: Restriktivere Konditionen an niedrig. Index erkennbar
Quelle: Kommissionsdienststellen

Bezüglich der Jahre vor der Krise deutet einiges darauf hin, dass eine geringe Kreditvergabe der Banken mit einem geringen Wirtschaftswachstum und dem Abbau von Fremdkapital im nichtfinanziellen Sektor einherging. Die Zinssätze für Bankdarlehen zählten erst in den vergangenen Jahren zu den niedrigsten im Euro-Währungsgebiet. Als im Jahr 2003 harmonisierte Zinssätze-Statistiken einen Ländervergleich der Zinssätze im Kundengeschäft der Banken erstmals ermöglichten, lagen die deutschen Zinssätze leicht über dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets, was etwas im Widerspruch zu den niedrigen Zinssätzen der deutschen Benchmark-Anleihen steht. Aus der von der Europäischen Kommission in Auftrag gegebenen Umfrage zu Investitionen im verarbeitenden Gewerbe, der EZB-Erhebung zur

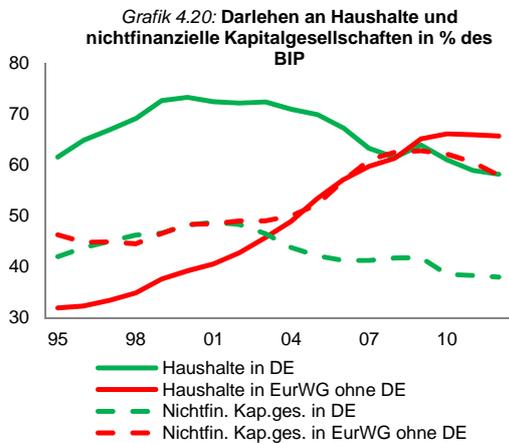
Kreditvergabe der Banken und der Umfrage des Ifo geht hervor, dass erst in jüngster Vergangenheit in Deutschland weniger Kreditbeschränkungen als im Euro-Währungsgebiet wahrgenommen wurden. Anfang der 2000er-Jahre wurden die Kreditbeschränkungen deutlich negativer eingeschätzt.⁽²²⁾ Die meisten Forschungsergebnisse legen den Schluss nahe, dass die Entwicklung der Kreditvergabe in Deutschland stets mit den wirtschaftlichen Fundamentaldaten im Einklang stand. Die vergleichsweise geringe Kreditvergabe der Banken war vielmehr eine Folge der geringen Investitionen im Wohnungsbausektor, die durch den Bauboom nach der deutschen Wiedervereinigung bedingt waren, der einen starken Anstieg der Kreditvergabe an Haushalte bewirkt hatte (Grafik 4.20).⁽²³⁾ Insbesondere die geringe Eigenkapitalausstattung großer Teile des deutschen Unternehmenssektors, die zur Folge hatte, dass Darlehen an Unternehmen als riskant galten, wirkte sich negativ auf die Investitionsbereitschaft der Unternehmen aus und führte so zu einer nur geringen Nachfrage nach Krediten. Erst durch die Einführung der Risikogewichtung nach Maßgabe der Basel-II-Eigenkapitalanforderungen entstand für die Banken ein Anreiz, die Risiken ihrer Darlehen neu zu bewerten.⁽²⁴⁾ Anscheinend löste das verstärkte Augenmerk auf die Risikogewichtung im Zusammenspiel mit der niedrigen Eigenkapitalposition und eingetrübten Konjunkturaussichten im deutschen Unternehmenssektor den Abbau von Fremdkapital aus.⁽²⁵⁾ Die relativ hohen Darlehenszinssätze, die Verlagerung der Unternehmen auf die Erzielung von Nettoeinsparungen und der Anstieg der Eigenfinanzierungsquote können als Anzeichen hierfür angesehen werden.

⁽²²⁾ Die EZB-Erhebung zur Kreditvergabe der Banken und die Ifo-Umfrage werden seit dem Jahr 2003 durchgeführt; die Übersicht über den Zugang der KMU zu Finanzierungsmitteln wird seit 2009 erstellt. Bei der Umfrage der Europäischen Kommission werden seit 1991 Fragen zur Finanzierung als Faktor zur Förderung von Investitionen im verarbeitenden Gewerbe gestellt.

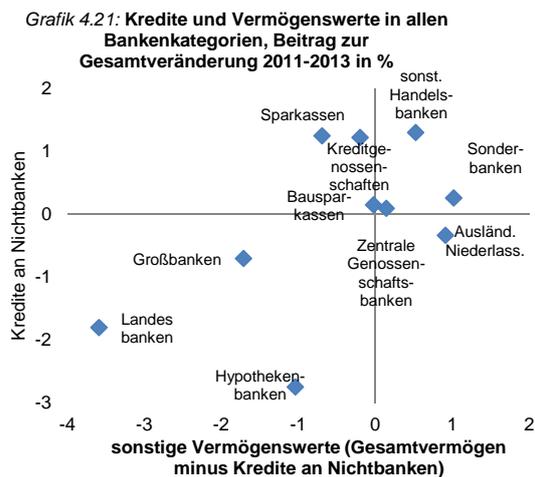
⁽²³⁾ Bei der Aufteilung des Ifo-Indikators nach Sektoren zeigt sich, dass 75 % aller Baufirmen in den Jahren 2003 und 2004 der Ansicht waren, dass die Kreditvergabe Beschränkungen unterlag.

⁽²⁴⁾ Basel 2 führte zur Einführung von Verfahren der Kreditwürdigkeitsprüfung und anderen Verfahren zur Vereinheitlichung der Kreditrisiken bei nicht von Ratingagenturen bewerteten Investitionen.

⁽²⁵⁾ Siehe Sachverständigenrat (2008), Deutsche Bundesbank (2013f).



Anm.: Nettodarlehensverbindlichkeiten für NFC, Euro-WG = BE, EL, ES, FR, IT, NL, AT, PT, FI
 Quelle: Kommissionsdienststellen



Quelle: Bundesbank

Eine fortwährend geringes Wachstum der Kreditvergabe kann von einer Belastung durch laufende und abgeschlossene Anpassungen aufgrund von Ungleichgewichten im Finanzsektor zeugen. Angesichts der bestehenden überschüssigen Liquiditäten der Banken, der niedrigen Darlehenssätze sowie von Umfrageergebnissen, die keineswegs auf die Existenz von Beschränkungen der Kreditvergabe schließen lassen, können die aktuellen Schwächen beim Wachstum der Kreditvergabe nicht ohne Weiteres auf Bankangebotsfaktoren zurückgeführt werden. Gleichwohl fällt auf, dass die Darlehensvergabe an Nichtbanken in jenen Teilen des Bankensystems am stärksten zurückgegangen ist, in denen auch andere Aktiva abgenommen haben, nämlich bei den Landes-, den Hypotheken- und den Großbanken (Grafik 4.21). Letztere waren

den Ungleichgewichten bei der Risikonahme, die durch die Finanzkrise deutlich geworden waren, am stärksten ausgesetzt. Ihre Möglichkeiten zur Erhöhung ihrer Kapitalpuffer durch Erträge hängen von Anpassungen ihrer individuellen Geschäftsmodelle sowie vom Konsolidierungstempo im deutschen Bankensektor ab. Deshalb konnte sich der im Bankensektor bestehende Druck zum Abbau von Fremdkapital insbesondere in den mit staatlichen Hilfen gestützten Bereichen des Sektors auch in Deutschland negativ auf die Kreditvergabe im Bankenwesen auswirken.

Als mögliche Gründe für die schwache Kreditnachfrage bieten sich in erster Linie die krisenbedingte Unsicherheit und die Tatsache an, dass in der Vergangenheit im Unternehmenssektor wiederholt Druck zum Abbau von Fremdkapital aufgekommen war, der jeweils zu aus der Vorsicht geborenen Einsparungen führte und eine geringe Bereitschaft zur Aufnahme neuer Schulden bewirkte. Möglicherweise fühlten sich die Befragten bei den Umfragen auch deshalb keinen Kreditbeschränkungen unterworfen, weil die Nachfrage nach Krediten gering ist und es deshalb zurzeit keine verbindlichen Beschränkungen der Kreditvergabe gibt. Anscheinend hat die Suche nach Sicherheit die wohlhabenderen Haushalte veranlasst, finanziellen Wohlstand durch Immobilienbesitz zu ersetzen, was dazu führte, dass der Immobilienerwerb in geringerem Umfang durch die Aufnahme von Bankkrediten finanziert wurde.⁽²⁶⁾ Ebenso mag die hohe Eigenfinanzierungsquote der deutschen Unternehmen darauf zurückzuführen sein, dass letztere in der Vergangenheit bei der Umsetzung von Investitionsplänen bestimmten finanziellen Beschränkungen unterlagen und darauf durch die Erhöhung ihrer Ersparnisse reagiert haben, um weniger von den Banken abhängig zu sein. Seit die Unternehmen während der Bankenkrise die Erfahrung gemacht haben, dass sich ein hoher Eigenfinanzierungsanteil auszahlt, weil er sie vor finanziellen Verwerfungen schützt, ist bei ihnen vielleicht eine gewisse Zurückhaltung in Bezug auf die Aufnahme von Bankkrediten entstanden, während die Banken gleichzeitig unter Druck stehen, Fremdkapital abzubauen.

⁽²⁶⁾ Siehe Deutsche Bundesbank (2013e).

5. AUSSENWIRTSCHAFTLICHE POSITION UND HANDELSBILANZ DEUTSCHLANDS

Nach einem Jahrzehnt, das infolge der Wiedervereinigung von Defiziten gekennzeichnet war, baute Deutschland bis zum Jahr 2007 einen großen Zahlungsbilanzüberschuss auf, der sich im Großen und Ganzen stets zwischen 6 und 7 % des BIP bewegte. Die starke Zahlungsbilanzposition Deutschlands war zwar weitgehend der starken Ausführleistung zu verdanken, aber auch auf ein in einigen Jahren vergleichsweise geringes Importwachstum sowie auf die Verbesserung der Einkommens- und der Dienstleistungsbilanz zurückzuführen. Die deutsche Wirtschaft ist offener als andere große Volkswirtschaften und profitierte von einer günstigen geografischen Spezialisierung. Sie eroberte vor der Krise Marktanteile von anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, hat jedoch seither in ihrer Leistung nachgelassen. Das vor der Krise verzeichnete Exportwachstum gegenüber dem Euro-Währungsgebiet wurde durch eine gute Preiswettbewerbsfähigkeit unterstützt, und seit der Krise hat Deutschland seine Preiswettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Rest der Welt zurückgewonnen, was die Neuausrichtung der Exporte vereinfacht hat. Nichtpreisliche Faktoren wie die Produktqualität spielen zusammen mit einer vergleichsweise hohen Innovationsfähigkeit und Unternehmensentwicklung eine wichtige Rolle im Handel mit seinen Partnern. Auch wird die Handelsleistung Deutschlands von der hochgradigen Einbindung der deutschen Unternehmen in die globalen Wertschöpfungsketten getragen. Seit Beginn der Krise ist der Zahlungsbilanzüberschuss gegenüber anderen europäischen Ländern zurückgegangen, während der Zahlungsbilanzüberschuss gegenüber dem Rest der Welt stark angestiegen ist. Der sinkende Handelsüberschuss gegenüber den krisenanfälligen Ländern war anfangs durch einen starken Nachfragerückgang bedingt, doch in den vergangenen Jahren haben die deutschen Einfuhren stark zugelegt und dadurch zu einer ausgeglicheneren Zahlungsbilanz gegenüber den krisenanfälligen Ländern im Euro-Währungsgebiet beigetragen. Das Leistungsbilanzdefizit gegenüber China ist in den vergangenen Jahren stark zurückgegangen, und der Leistungsbilanzüberschuss gegenüber anderen neuen Märkten, den Entwicklungsländern und den Vereinigten Staaten wächst.

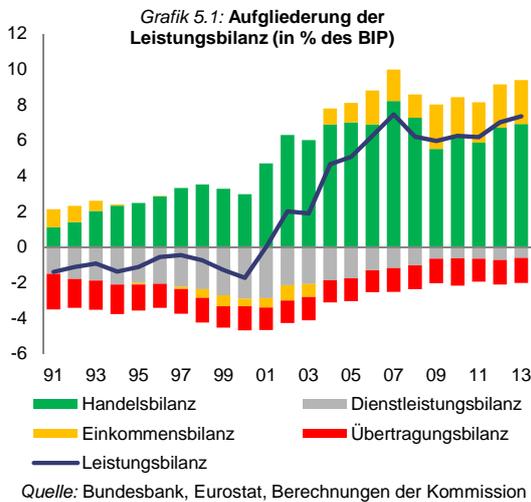
Hohe Leistungsbilanzüberschüsse werden oftmals mit einer starken Ausführleistung gleichgesetzt. Eine gut entwickelte Ausfuhrkapazität, die sich auf die Leistung weltweit wettbewerbsfähiger verarbeitender Gewerbe oder Dienstleistungen gründet, ist angesichts des zunehmenden Wettbewerbsdrucks in der Welt überaus wünschenswert. Die Auslandsnachfrage, der Warenhandel und die Verbesserung der Einkommens- und der Dienstleistungsbilanz sind wichtige Aspekte, die das Zustandekommen der deutschen Zahlungsbilanzposition erklären. Die bis zum Einsetzen der Krise erfolgte Verbesserung der deutschen Leistungsbilanz (siehe Abschnitt 3.1) mag zwar teilweise durch die damaligen Handelsströme erklärbar sein, doch stärker Ausschlag gebend scheinen seinerzeit andere Aspekte gewesen zu sein, und in den vergangenen Jahren haben die Handelsströme offenbar regelmäßig dazu beigetragen, den Überschuss zu verringern. Angesichts dessen ist es gerechtfertigt, einen näheren Blick auf die Struktur der deutschen Leistungsbilanz und Außenhandelsleistung zu werfen.

Warenhandelsbilanzentwicklungen

zurückzuführen. Nach der Wiedervereinigung war die deutsche Leistungsbilanz zehn Jahre lang negativ, doch ab dem Jahr 2000 zog sie rasant an und erreichte 2007 einen Höchstwert von 7,4 % des BIP. In den Folgejahren sank dieser Wert wieder auf rund 6 % des BIP und ist nunmehr abermals in den Höchstwertbereich zurückgekehrt (Grafik 5.1). Diese beachtliche Verbesserung der Leistungsbilanz um rund 9 BIP-Prozentpunkte zwischen 2000 und 2013 schob Deutschland von der Position eines Defizitlandes in die Position eines nichtölproduzierenden Landes mit einem der höchsten Leistungsbilanzüberschüsse weltweit. Für diese Entwicklung war bis zum Jahr 2007 insbesondere die Erhöhung des Warenhandelsüberschusses um ganze 5 BIP-Prozentpunkte verantwortlich. In den letzten Jahren haben der schrittweise Abbau des normalerweise erheblichen Dienstleistungsbilanzdefizits und die Verbesserungen bei der Einkommensbilanz die Leistungsbilanz stärker beeinflusst (Grafik 5.1).

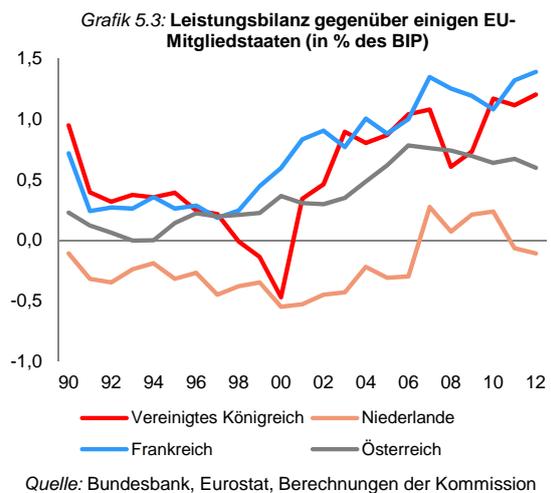
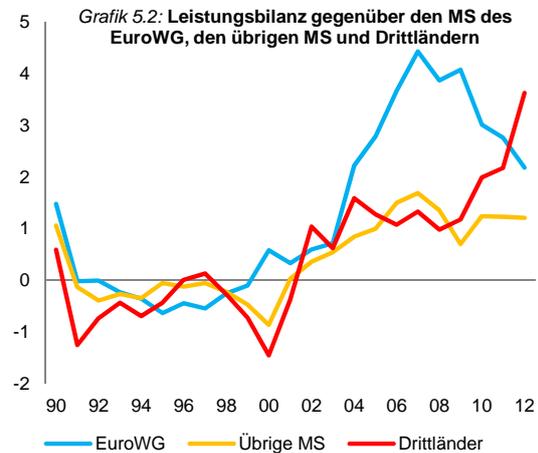
5.1. ANALYSE DER DEUTSCHEN LEISTUNGSBILANZ

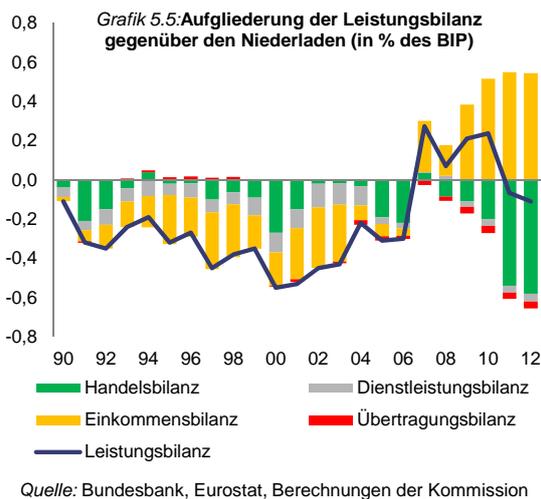
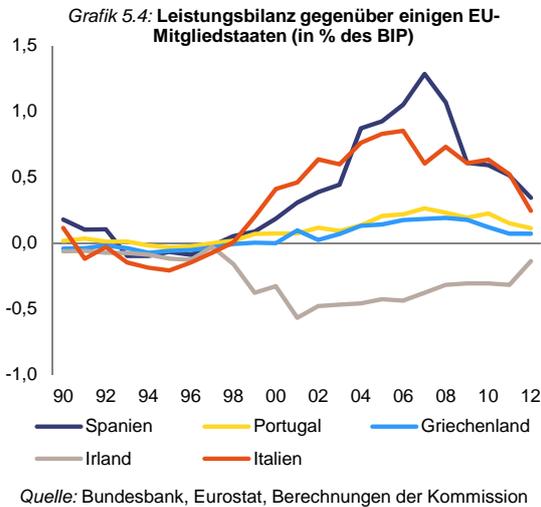
Deutschlands anhaltend hoher Leistungsbilanzüberschuss ist nicht nur auf



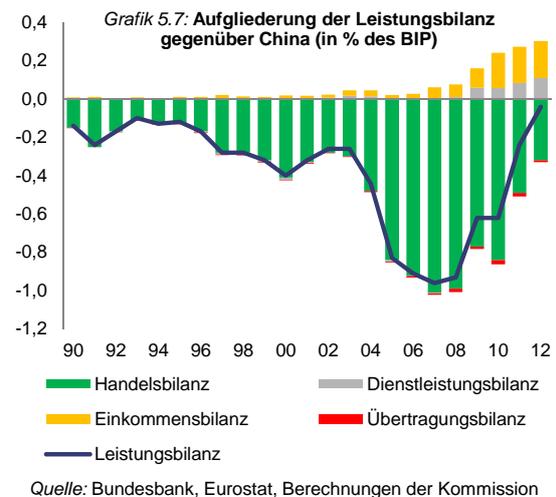
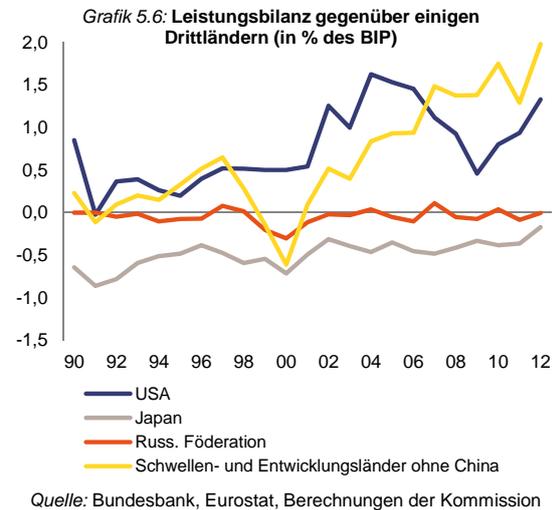
Seit der Krise hat sich der Leistungsbilanzüberschuss gegenüber EU-Mitgliedstaaten verringert, während er gegenüber Drittländern noch immer rapide anwächst (Grafik 5.2). In den Jahren vor der Krise ist der Leistungsbilanzüberschuss gegenüber anderen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets erheblich angewachsen; 2007 machte er beinahe 60 % des Gesamtüberschusses (4,4 % des BIP) aus. Seither ist er in absoluten Zahlen um beinahe die Hälfte zurückgegangen und belief sich 2012 nicht mehr ganz auf ein Drittel des Gesamtüberschusses (2,2 % des BIP). Die Entwicklung der deutschen Leistungsbilanz gegenüber den Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets erklärt sich in der Hauptsache durch die Rückgänge gegenüber Spanien, Italien und den Niederlanden; der Überschuss gegenüber Frankreich steigt dagegen weiter (Grafiken 5.3 und 5.4). Das sich ausweitende Handelsbilanzdefizit gegenüber den Niederlanden, das zu einem großen Teil auf das wachsende Defizit in Bezug auf Erdölprodukte zurückzuführen ist, wurde durch Verbesserungen bei der Einkommensbilanz teilweise aufgefangen; die Leistungsbilanz ist nunmehr wieder negativ (Grafik 5.5). Der Überschuss gegenüber den übrigen EU-Mitgliedstaaten erreichte 2007 ebenfalls einen Höchststand und ging in den vergangenen Jahren ebenfalls allgemein zurück, außer im Falle des Vereinigten Königreichs, für das er weiter zunimmt. Im Gegensatz dazu zeigte der Überschuss gegenüber den Drittländern vor der Krise eine gemäßigte Entwicklung und nahm in den letzten Jahren drastisch zu. Er machte 2012

mehr als die Hälfte des Gesamtüberschusses aus (3,6 % des BIP).





Einkommensbilanzüberschuss zu verdanken war (Grafik 5.7).



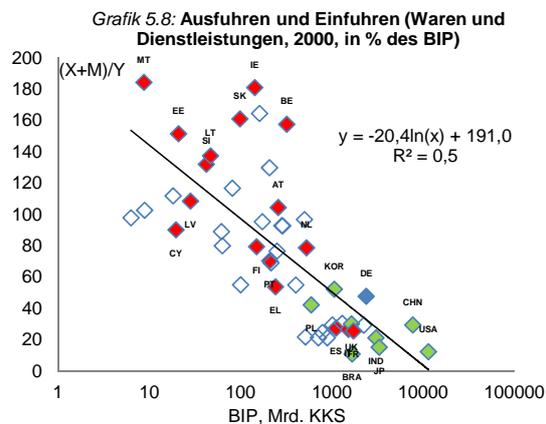
Der in den letzten Jahren für Deutschland zu beobachtende Überschusszuwachs entsteht in der Hauptsache durch zunehmende Überschüsse gegenüber den Vereinigten Staaten von Amerika sowie gegenüber Schwellen- und Entwicklungsländern in Verbindung mit dem stark rückläufigen Defizit gegenüber China (Grafiken 5.6 und 5.7). Der wachsende Leistungsbilanzüberschuss gegenüber Schwellen- und Entwicklungsländern lässt sich in die Komponenten höherer Warenhandelsbilanzüberschuss, steigende Einkommensbilanz und verbesserte Dienstleistungsbilanz aufgliedern. Die Leistungsbilanz gegenüber China war 2012 annähernd ausgeglichen, was hauptsächlich dem drastisch zurückgegangenen Handelsdefizit aber auch einem wachsenden

5.2. DEUTSCHLANDS EINFUHR-AUSFUHR-SALDO

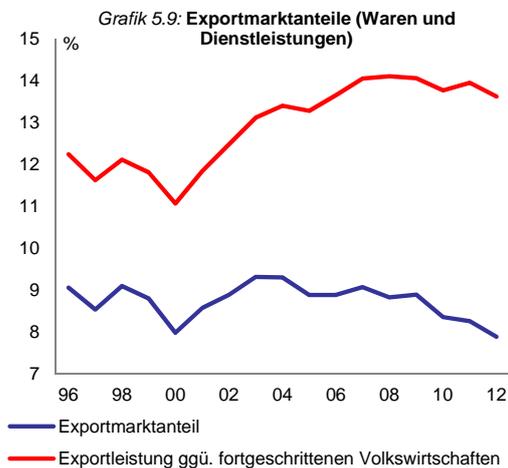
Deutschland ist offener als andere große Volkswirtschaften und konnte bis zur Krise anderen Industrieländern Marktanteile abnehmen. Seither erzielt es allerdings weniger gute Ergebnisse. Deutschland ist eine der offensten Volkswirtschaften weltweit gemessen an seiner Größe (Grafik 5.8) ⁽²⁷⁾. Zu Beginn des

⁽²⁷⁾ Deutschlands Anteil des Gesamthandels am BIP ist erheblich höher als der anderer großer Volkswirtschaften. Er stieg von 33,2 % im Jahr 2000 auf 44,3 % im Jahr 2008 (siehe OECD, 2011b).

letzten Jahrzehnts vergrößerte sich sein Anteil am Weltexportmarkt für Waren und Dienstleistungen insbesondere gegenüber den OECD-Ländern (Grafik 5.9). Die Marktanteilverluste der letzten Jahre sind teilweise auf relative Preisentwicklungen zurückzuführen und spiegeln darüber hinaus den fortschreitenden Eintritt von Schwellen- und Entwicklungsländern in die Weltmärkte wider. ⁽²⁸⁾



Anm.: Mitgliedstaaten des EuroWG und einige große Volkswirtschaften sind farbig unterlegt
Quelle: AMECO



Quelle: AMECO, Eurostat, Berechnungen der Kommission

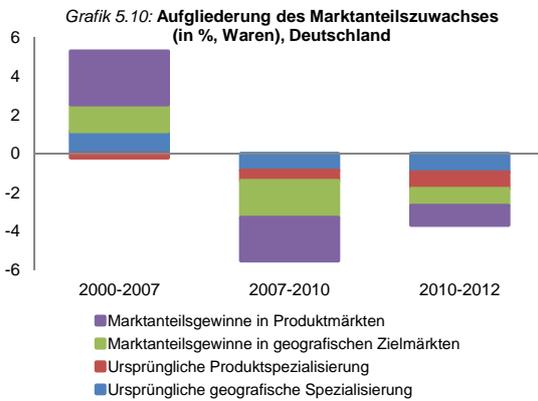
Deutschland konnte von einer vorteilhaften geografischen Spezialisierung und seinem Wettbewerbsvorsprung profitieren, doch es hat in den letzten Jahren Marktanteile eingebüßt,

⁽²⁸⁾ Deutschlands Anteil am Weltexportmarkt für Waren ist (laut UN/COMTRADE-Daten) im Zeitraum 2007-2012 um über 2 Prozentpunkte zurückgegangen (von 10,7 auf 8,6 %).

wenn auch in geringerem Maße als andere fortgeschrittene Volkswirtschaften. Die Aufgliederung der Zuwachsraten bei der Warenausfuhr in ursprüngliche Spezialisierung und Wettbewerbsfaktoren (*Shift-Share-Analyse*) ⁽²⁹⁾ zeigt, dass Deutschlands günstige geografische Ausgangsbedingungen während der Krise das Ausfuhrwachstum negativ beeinflusst haben, da die europäischen Zielmärkte ein weniger dynamisches Wachstum aufwiesen (Grafik 5.10). Während sich Deutschland vor der Krise in geografischen und Produktzielmärkten Marktanteile verschaffen konnte, scheint sein Vorteil in Bezug auf die geografische Spezialisierung und Wettbewerbsfähigkeit seit der Krise nicht mehr zu gelten. 2012 entfiel beinahe die Hälfte des deutschen Ausfuhrvolumens auf Fahrzeuge, Anlagen und chemische sowie pharmazeutische Erzeugnisse. Obwohl die Produktspezialisierung seit jeher als einer der Hauptfaktoren für die insgesamt guten Ausfuhrergebnisse Deutschlands gilt, wirkte sie laut dieser Analyse im Hinblick auf das Exportwachstum insbesondere in den letzten Jahren als Bremse. ⁽³⁰⁾ Im Vergleich mit anderen EU-Mitgliedstaaten spielten in Deutschland bis zur Krise Wettbewerbsaspekte eine erhebliche Rolle, doch in einer krisengeschüttelten Welt ließen Deutschlands Ergebnisse nach (Grafik 5.11).

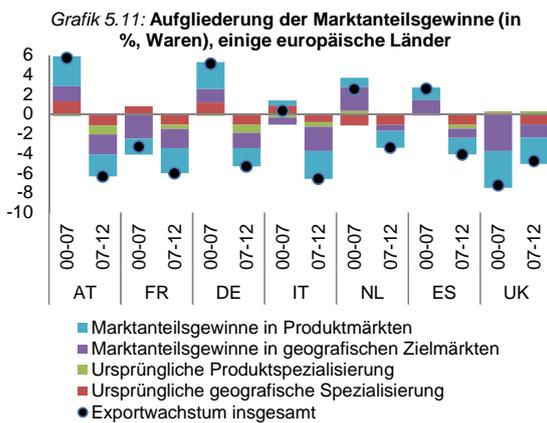
⁽²⁹⁾ Anhand der Shift-Share-Analyse wird der (um den weltweiten Importzuwachs bereinigte) gesamte nominale Exportzuwachs jedes Landes in vier Faktoren aufgliedert: (i) Dynamik der Zielmärkte, (ii) Dynamik der Produktspezialisierung, (iii) Exportzuwachs in Zielmärkten über deren mittleres Wachstum hinaus, (iv) Exportzuwachs in Produktmärkten über deren mittleres Wachstum hinaus. Diese Aufgliederung gibt Aufschluss darüber, ob ein Land bereits zu Beginn auf geografische Zielmärkte und/oder Sektoren mit dynamischer oder schleppender Nachfrage spezialisiert war (*ursprüngliche Spezialisierung*) und ob sich der Marktanteil des Landes in diesen geografischen oder Produktmärkten vergrößert oder verringert hat (*Wettbewerbsfähigkeit*). Siehe auch Europäische Kommission (2012b).

⁽³⁰⁾ Dies ist hauptsächlich auf den geringen Zuwachs bei der Nachfrage nach Fahrzeugen und Anlagen in den Jahren 2007-2010 zurückzuführen. In den Jahren 2010-2012 war die Nachfrage nach Fahrzeugen, Anlagen und chemischen Erzeugnissen zwar hoch, aber dennoch geringer als das mittlere Wachstum der Produktnachfrage.



Quelle: UN Comtrade (nominal USD), Berechnung der Kommission

Anm: Der Marktanteilszuwachs wird als Differenz zwischen den jährlichen Wachstumsraten (arithmetisches Mittel) der deutschen Exporte und der Exporte weltweit ermittelt.



Quelle: UN Comtrade (nomin. USD), Berechnung der Kommission

Anm: Der Marktanteilszuwachs wird als Differenz zwischen den jährlichen Wachstumsraten (arithmetisches Mittel) der deutschen Exporte und der Exporte weltweit ermittelt.

Deutschlands Handelsergebnisse werden von den engen Handelsbeziehungen zu seinen Nachbarländern aber auch zu anderen wichtigen Wirtschaftsregionen begünstigt. Die bilateralen Handelsströme mit vergleichbaren europäischen Ländern sind wesentlich von Ausstrahlungseffekten der Handelsbeziehungen zwischen Deutschland und seinen direkten Nachbarländern und seiner engen Bindungen an einige mittel- und osteuropäische Länder geprägt. Als Beispiel für Deutschlands Fähigkeit, Handelsbeziehungen zu sämtlichen großen Volkswirtschaften aufzubauen, seien die Handelsbeziehungen zu China genannt, die in den letzten zehn Jahren intensiv ausgebaut wurden. Im Jahr 2012 floss 5,7 % des deutschen Exportaufkommens nach China, im Jahr 2000 belief sich dieser Anteil auf lediglich 1,6 %. Auch

die Einfuhren sind in den letzten zehn Jahren rasant angewachsen (Tabelle 5.1). Seine guten Ausfuhrergebnisse hat Deutschland in erheblichem Maße der wachsenden Nachfrage nach Maschinen und Anlagen aus China und den erdölfördernden Ländern zu verdanken (siehe Chen et al. 2013). Die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets mit Leistungsbilanzdefizit profitierten davon im Allgemeinen nicht, was zu den zunehmenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten im Euroraum beigetragen hat. Künftig ist jedoch von einem Knick im Exportzuwachs nach China auszugehen, da sich die Nachfrage dort allmählich von Anlagegütern auf Verbrauchsgüter verlagern dürfte und die deutschen Kraftfahrzeughersteller weitere Fertigungswerke in China errichten (Siehe Deutsche Bundesbank, 2013g).

Die Integration deutscher Unternehmen in globale Wertschöpfungsketten nimmt auch in Bezug auf Osteuropa weiter zu. Die deutsche Industrie hat sich in zunehmendem Maße auf die abnehmerorientierte Endfertigung spezialisiert und die Vorfertigung in Länder mit niedrigeren Lohnkosten, insbesondere in Asien und Osteuropa, verlagert (siehe z. B. Sinn, 2003). Die hohe Zuwachsraten bei den deutschen Ausfuhren ging daher mit einer wachsenden Wertschöpfung der in Niedriglohnländern produzierten Ausfuhrwaren einher.⁽³¹⁾ Einige Unternehmen haben ihre Fertigung möglicherweise auch unter dem Gesichtspunkt der Nähe zu den Absatzmärkten verlagert. Laut einer Studie zur deutsch-mitteuropäischen Lieferkette ist die Endverbrauchernachfrage in europäischen Ländern für Deutschland dank seiner starken Integration in globale Wertschöpfungsketten ein geringerer Risikofaktor als dies aufgrund seiner bilateralen Handelsbeziehungen zu erwarten wäre (siehe International Monetary Fund, 2013). In der Automobilindustrie sind die vertikale Spezialisierung und die damit zusammenhängende Herausbildung neuer Handelsmuster besonders offensichtlich.

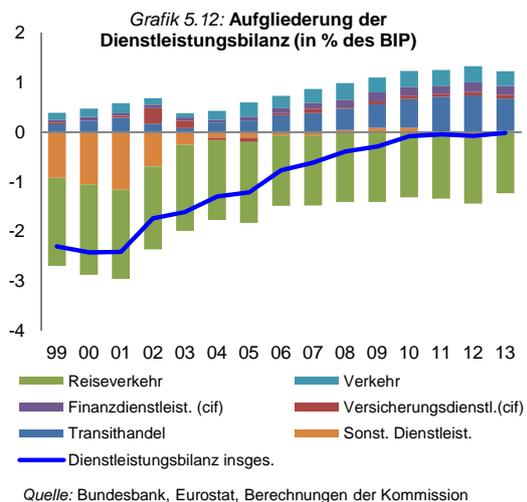
Ein Indiz für die zunehmende Integration deutscher Unternehmen in globale Wertschöpfungsketten ist der wachsende

⁽³¹⁾ Timmer et al (2013) machen geltend, dass bei Zwischengütern importierenden Ländern, insbesondere im Falle Deutschlands und kleiner, offener Volkswirtschaften, die aus den Ausfuhrzuwachsen resultierenden Einkommenszuwächse überbewertet werden.

Einfuhranteil und der rückläufige Binnenanteil der deutschen Ausfuhren. Nach den Schätzungen der Kommissionsdienststellen betrug die Zwischenprodukt-Einfuhrkomponente der deutschen Ausfuhren 2008 29 %, ein ähnlicher Wert wie für andere große Länder wie Frankreich, Italien oder Spanien.⁽³²⁾,⁽³³⁾ Die Gesamteinfuhrkomponente der Ausfuhren betrug 2008 rund 40 % (Statistisches Bundesamt). Der Anteil der Binnenwertschöpfung der deutschen Ausfuhren hat über die Jahre abgenommen und lag 2009 mit 73 % knapp unter dem Wert anderer großer Länder (OECD/WTO, 2013).

Bei den Dienstleistungen zeigt sich die traditionell negative Handelsbilanz in den letzten zehn Jahren viel weniger ausgeprägt. Dies ist das Ergebnis des rückläufigen Defizits für Reise- und andere Dienstleistungen und des wachsenden Überschusses der Transithandelsbilanz⁽³⁴⁾ (Grafik 5.12). Das abnehmende Reisedefizit in den letzten zehn Jahren geht auf niedrigere Ausgaben für Auslandsgeschäftsreisen und die steigende Anzahl der ausländischen Deutschlandtouristen zurück. Der Transithandel hat sich in den letzten zehn Jahren stark entwickelt und ist allmählich zu einem wichtigeren Faktor für die Leistungsbilanz

geworden, 2013 war sie jedoch wieder rückläufig.⁽³⁵⁾



Deutschlands Ausfuhren sind zwar zügig angewachsen, doch der verhaltene Einfuhrzuwachs einiger Jahre hat bis in die jüngste Zeit ebenfalls zu dem erheblichen Handelsbilanzüberschuss beigetragen. In den 90-er Jahren haben sich die Warenaus- und die Wareneinfuhren in ähnlicher Weise nach oben entwickelt. In den Anfangsjahren des 21. Jahrhunderts, die von schwacher Binnennachfrage gezeichnet waren, sind die Einfuhren dagegen weniger rasch gestiegen als die Ausfuhren, und im Jahr 2007 war dies, wenn auch in geringerem Maße, erneut der Fall. Im Jahr 2002 waren sogar nominal negative Zuwachsraten zu beobachten (Grafik 5.13). In jüngster Zeit hat der Einfuhrzuwachs sowohl in preisbereinigten als auch in nominalen Werten etwas nachgelassen. Dies erklärt auch das niedrige Niveau der Bruttoanlageinvestitionen, die besonders importintensiv sind. Zwar hat sich das Ausfuhrvolumen nach China in jüngster Zeit deutlich erweitert, doch liegt die Zuwachsrate bei den Einfuhren aus China weit unter dem Vorkrisenwert, was sich erheblich auf die Handelsbilanz auswirkt (Tabelle 5.1).

⁽³²⁾ Schätzungen der Kommissionsdienststellen auf der Grundlage von WIOD-Input-Output-Tabellen. Der Importanteil der Exporte betrifft Vorleistungen ausländischer Herkunft, die in die von einem Land exportierten Waren und Dienstleistungen direkt oder indirekt eingeflossen sind. Eingeführte Endprodukte und -dienstleistungen sind in den Schätzungen nicht enthalten. Wie in den meisten übrigen Mitgliedstaaten ist der Einfuhranteil der deutschen Ausfuhren 2009, dem letzten Jahr der Analyse, gesunken.

⁽³³⁾ Nach Schätzungen anhand der harmonisierten OECD-Input-Output-Tabelle STAN (OECD, 2011b) betrug der Einfuhranteil der deutschen Ausfuhren im Jahr 2005 27,2 %, während er 1995 noch bei 20,4 % gelegen hatte. Stüböck (2006) kommt ebenfalls zu dem Ergebnis, dass der marginale Importanteil der deutschen Exporte wächst, während die marginale Importneigung für die Binnennachfrage nur geringfügig zunimmt. Ihrer Analyse zufolge ist zudem die marginale Importneigung für Drittlandeneinfuhren höher als für Einfuhren aus Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets.

⁽³⁴⁾ Unter Transithandel versteht man den Kauf von Waren durch einen Gebietsansässigen von einem Gebietsfremden bei anschließendem Wiederverkauf an einen anderen Gebietsfremden, wobei die Waren nicht in die Volkswirtschaft des Händlers gelangen. Der Wertzuwachs der gekauften und wiederverkauften Waren wird als Transithandelsleistung erfasst. Zu den Auswirkungen des Transithandels auf die Leistungsbilanz kleiner, offener Volkswirtschaften siehe E. Beusch et al. (2013).

⁽³⁵⁾ Da Transithandelsunternehmen ihre Erträge gewöhnlich im Ausland investieren, erhöht diese Praxis die Binnensparnisse, nicht aber die Binneninvestitionen.

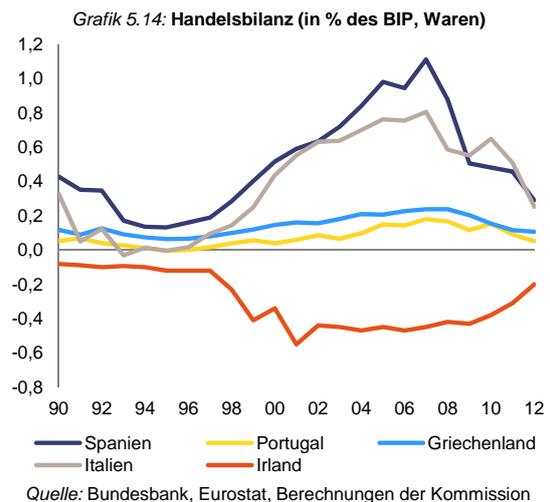
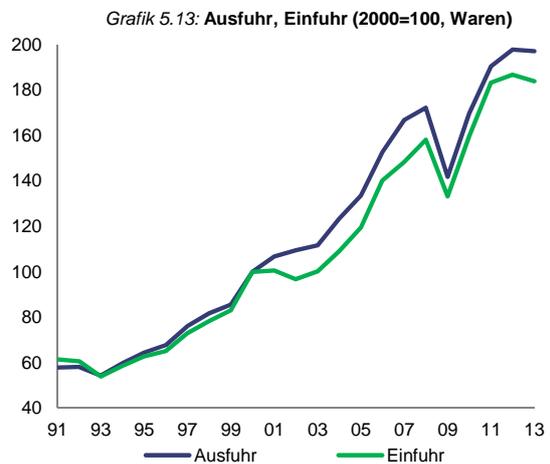
Tabelle 5.1:

Veränderungen des deutschen Ausfuhr- und Einfuhrvolumens gegenüber einigen Ländern (Änderungen in %)

	Deutsche Ausfuhren			Deutsche Einfuhren		
	2000-2007	2007-2009	2009-2012	2000-2007	2007-2009	2009-2012
Euro-Währungsgebiet	59,8	-17,0	19,6	41,4	-13,2	32,4
USA	22,0	-25,8	69,3	5,4	-14,5	35,1
China	223,0	24,7	79,4	208,0	1,9	35,8
Schwellen- und Entwicklungsländer ohne China	100,6	-12,6	50,4	52,8	-13,5	50,6
Japan	-0,1	-16,4	59,4	-6,7	-22,4	18,4
Russische Föderation	313,5	-27,7	82,5	101,1	-12,7	71,1
Spanien	80,0	-34,0	-0,5	30,2	-5,9	21,0
Portugal	35,6	-25,2	-1,1	-26,0	-12,5	37,8
Griechenland	71,7	-16,3	-29,1	30,4	-15,8	3,4
Italien	45,0	-20,2	8,6	26,6	-14,7	28,2
Irland	72,9	-41,4	26,7	61,6	-19,7	-27,3
Aggregat (ES, PT, EL, IT)	57,1	-25,4	2,4	22,9	-12,1	25,8

Quelle: Bundesbank, Berechnungen der Kommission

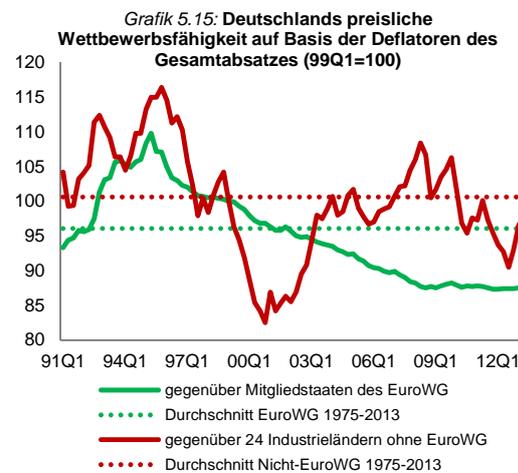
Der geschmälerete Handelsbilanzüberschuss gegenüber den anfälligen Ländern war zunächst das Ergebnis eines Einbruchs der deutschen Ausfuhren, die Einfuhren nehmen seit kurzem jedoch wieder zu. Im Vergleich zu den Wirtschaftsboomjahren vor der Krise hat sich das Einfuhrvolumen aus Deutschland infolge der schrumpfenden Nachfrage in diesen Ländern drastisch reduziert (Tabelle 5.1 und Grafik 5.14). Die deutschen Einfuhren aus diesen Ländern waren auch bereits vor der Krise weniger dynamisch als die Ausfuhren. In der jüngsten Zeit haben sich die Einfuhren wieder erholt, so dass sich die Bilanz gegenüber den anfälligen Ländern wieder einpendelt. Die Entwicklung der Handelsbilanz gegenüber dem Euro-Währungsgebiet insgesamt verlief in diesem Zeitraum ähnlich, wenn auch mit geringeren Ausmaßen. In den letzten Jahren trägt die Ausweitung des deutschen Einfuhrvolumens dazu bei, dass sich der Handelsbilanzüberschuss gegenüber dem Euro-Währungsgebiet verringert.



5.3. PREISLICHE WETTBEWERBSFÄHIGKEIT

Deutschlands Preiswettbewerbsfähigkeit⁽³⁶⁾ hält sich seit dem Jahr 2000 auf einem günstigen Niveau. Bei Zugrundelegung des realen effektiven Wechselkurses und Bereinigung um die Gesamtverkäufe in den Handelspartnerländern hat sich Deutschlands Preiswettbewerbsfähigkeit seit dem Jahr 2000 auf einem Niveau weit unterhalb seines langfristigen Durchschnittswerts eingependelt. Dies wirkte sich positiv auf die deutschen Ausfuhren aus.⁽³⁷⁾ Doch hinter der Entwicklung der Preiswettbewerbsfähigkeit verbargen sich auch divergierende Entwicklungen. Gegenüber den Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets hat sich die Preiswettbewerbsfähigkeit erheblich verbessert, und sie ist seit dem Jahr 2000 durchweg vorteilhafter als ihr langfristiger Durchschnittswert. In einer Währungsunion sind günstige Preisentwicklungen ein entscheidender Faktor. Die Preise der handelbaren Güter sind seit Mitte der 90-er Jahre und bis 2008 in Deutschland weniger stark gestiegen als in seinen Partnerländern. Mit der Krise hat die Preisdynamik der handelbaren Güter in anderen Mitgliedstaaten und insbesondere in anfälligen Ländern nachgelassen. Sie ist der Entwicklung der handelbaren Güter in Deutschland gefolgt. Die Preiswettbewerbsfähigkeit hat sich daher auf einem günstigen Niveau etabliert (siehe Grafik 5.13), das mit dem abnehmenden Handelsüberschuss gegenüber dem Euro-Währungsgebiet vereinbar ist. Im Hinblick auf Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets sind auch die nominalen Wechselkurse von entscheidender Bedeutung. Die Preiswettbewerbsfähigkeit gegenüber

Industrieländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets hat sich seit dem Jahr 2000 wegen der erheblichen Teuerung des Euros negativ entwickelt, doch der Wettbewerbsvorsprung Deutschlands war bis zur Krise insgesamt dennoch größer als der langfristige Durchschnittswert. Seit 2008 erholt sich die Preiswettbewerbsfähigkeit, und seit dieser Zeit fließen erneut deutsche Ausfuhren in Drittländer.



Quelle: Bundesbank

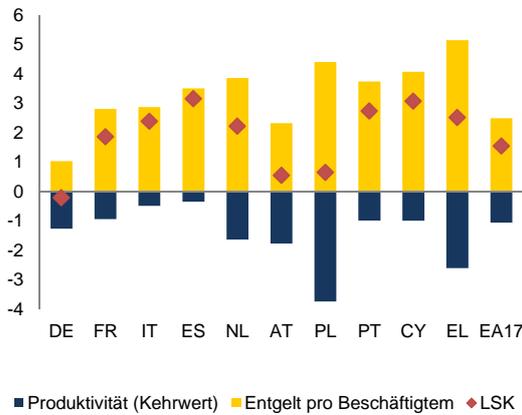
Die Lohnstückkostenentwicklung ist ein nicht unerheblicher Faktor für die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands gegenüber den übrigen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets. In Bezug auf die Lohnstückkosten zeigt der reale effektive Wechselkurs gegenüber Nichtmitgliedern des Euro-Währungsgebiets (EER-21-Gruppe) dasselbe Muster wie andere Standarddeflatoren, was erkennen lässt, dass Fluktuationen des nominalen Wechselkurses schwerer wiegen als Preiseffekte. Innerhalb des Euro-Währungsgebiets sind jedoch die Lohnstückkosten für die Preise der Waren und Dienstleistungen ausschlaggebend. Deshalb bot die sich weitende Schere bei den nominalen Lohnstückkosten im Vergleich zu anderen Mitgliedstaaten vor der Krise einen klaren Vorteil für Deutschlands Kosten- und Preiswettbewerbsfähigkeit, und zwar umso mehr als in vielen anderen Ländern die Lohnerhöhungen den Produktivitätszuwachs überstiegen. Seit der Krise wird die Situation Deutschlands den Situationen der meisten vergleichbaren europäischen Länder immer ähnlicher, insbesondere der Volkswirtschaften mit

⁽³⁶⁾ Wettbewerbsfähigkeit wird unterschiedlich definiert (einen knappen Überblick bietet z.B. Aiginger (2008) und Deutsche Bundesbank (2013h)). Bei dieser Analyse stehen die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen steuernde Faktoren im Mittelpunkt. Für die Nachfrageentscheidung ausschlaggebende Kriterien sind grundsätzlich der Preis, die Qualität und die Angebotsvielfalt. Für die Preiswettbewerbsfähigkeit ist gewöhnlich der reale effektive Wechselkurs zu berücksichtigen, wobei ein Wechselkursverfall die Wettbewerbsposition verbessert.

⁽³⁷⁾ Estrada et al. (2013) kommen zu dem Ergebnis, dass eine relative Preiserhöhung (relativer Preis der handelbaren Güter und der Lohnstückkosten) im Falle der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets tendenziell zu höheren Leistungsbilanzdefiziten führt, während das Verhältnis zwischen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten und Preiswettbewerbsfähigkeit im Falle anderer hoch entwickelter Länder abnimmt.

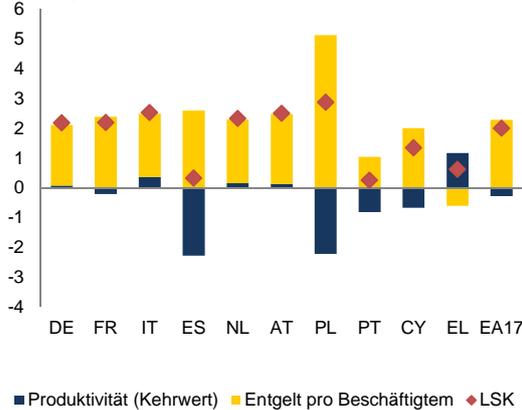
Leistungsbilanzüberschüssen (Grafiken 5.16 und 5.17), was erneut erkennbar macht, dass eine engere Übereinstimmung bei den Kosten- und Preisentwicklungen zwischen Deutschland und vergleichbaren Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets den Abbau von Handelsungleichgewichten begünstigt.

Grafik 5.16: Jährliche Wachstumsrate der LSK, der Arbeitsproduktivität und der Lohnkosten (in %), 2000-2007



Quelle: AMECO

Grafik 5.17: Jährliche Wachstumsrate der LSK, der Arbeitsproduktivität und der Lohnkosten (in %), 2008-2012



Quelle: AMECO

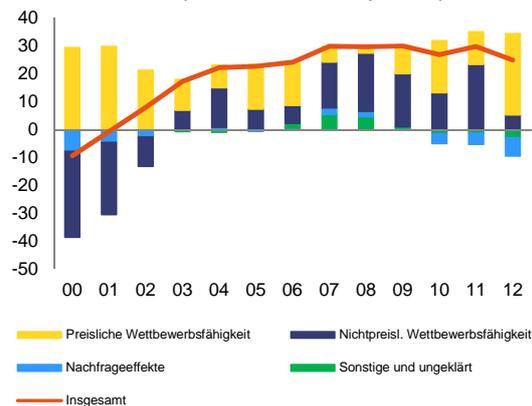
5.4. NICHTPREISLICHE WETTBEWERBSFÄHIGKEIT

Wettbewerbsfähigkeit bestimmt sich nicht allein über den Preis, sondern auch über die Qualität der Waren und Dienstleistungen und über die Produktpalette. Wie begehrt eine Ware oder eine Dienstleistung ist, lässt sich nicht allein an ihrem Preis ablesen. Eine Ware, deren Preis

vergleichsweise hoch ist, kann dennoch relativ günstig sein, wenn ihr Qualitätsvorsprung gegenüber dem negativen Preiseffekt überwiegt. Dasselbe Argument kann für die Produktvielfalt gelten, wenn vergleichbare Substitutionsgüter am Markt nicht zu finden sind und ein bestimmtes Produkt dadurch relativ selten wird. Qualität und Vielfalt oder, in anderen Worten, technologisches Knowhow wird von verschiedenen Faktoren beeinflusst, wie dem Bildungsniveau der Arbeiter, der Infrastruktur oder institutionellen Randbedingungen.

Die nichtpreisliche Wettbewerbsfähigkeit gewann für die deutsche Exportleistung allmählich an Bedeutung. Für die G7-Gruppe der relativ hoch entwickelten Länder zeigt die Aufgliederung der verschiedenen Exportmarktanteile in preisliche und nichtpreisliche Faktoren, dass Deutschland seinen Marktanteilzuwachs gegenüber der G7-Gruppe (ohne Deutschland) in den letzten zehn Jahren beiden Komponenten zu verdanken hat. ⁽³⁸⁾ Insbesondere die nichtpreislichen Faktoren haben sich positiv ausgewirkt. Ihre Bedeutung nimmt seit dem Anfang des letzten Jahrzehnts zu und hat den Preisfaktor in jüngster Zeit überholt (Grafik 5.18).

Grafik 5.18: Deutschlands Exportmarktanteil gegenüber G7 ohne DE (kumuliert, in Prozentpunkten)



Quelle: Berechnungen nach Benkovskis und Wörz (2014)

Wettbewerbsfähigkeitsindikatoren geben Aufschluss darüber, welche Faktoren

⁽³⁸⁾ Im Vergleich zur Gesamtheit seiner Handelspartner hat Deutschland über die letzten zehn Jahre in nominalen Werten Marktanteile eingebüßt. Dies ist allerdings für sämtliche G7-Staaten der Fall, während die aufstrebenden Volkswirtschaften ihre nominale Exportleistung verbessern konnten (siehe Benkovskis und Wörz, 2014).

Tabelle 5.2:

Weltwirtschaftsforum: Wettbewerbsfähigkeitsindikatoren - Position Deutschlands

	Wettbewerbsfähigkeit (Gesamtindex)	Grund- voraussetzungen ¹⁾	Effizienzfaktoren ²⁾	Innovations- und Unternehmensumfeld ³⁾	Berücksichtigte Länder
2013-2014	4	9	8	4	148
2010-2011	5	6	13	5	139
2006-2007	8	9	17	3	125
2004-2005	6	10	14	3	104

			Growth competitiveness index	Business (current) competitiveness index	Berücksichtigte Länder
2003-2004	-	-	13	5	102/101
2001-2002	-	-	17	4	75
2000	-	-	15	3	59/58
1999	-	-	25	6	53/58

Quelle: Weltwirtschaftsforum (Bericht 2013 und Vorjahre), Cesifo DICE Bericht 3/2005 (Datenbank globale Wettbewerbsfähigkeit)

Anm.: Gewichtung innerhalb des Gesamtindex (Bericht 2013): ¹⁾ 20% ²⁾ 50% ³⁾ 30%

begünstigend gewirkt haben könnten. Der *Wettbewerbsfähigkeitsindikator* (Competitiveness indicator, CI) des *Weltwirtschaftsforums* (WEF) umfasst verschiedene Faktoren, die die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes in harmonisierter Weise charakterisieren können und somit internationale Vergleiche und die Erstellung von Ranglisten ermöglichen. ⁽³⁹⁾ Nach Estrada et al. (2013) ist er ein geeignetes Instrument zur Erklärung von Leistungsbilanzpositionen. Tabelle 5.2 verdeutlicht Deutschlands Position hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit gemäß WEF. In den Bereichen Unternehmensumfeld und Innovation war Deutschland seit dem Jahr 2000 und bis in die jüngste Zeit besonders leistungsstark, was positive Auswirkungen für die Produktqualität und -vielfalt haben dürfte. In der jüngsten Bewertung erhalten außerdem die

Infrastruktur und die Hochschul- und Berufsbildung Bestnoten.

Das Wirtschaftswachstum mittelfristig unterstützende Faktoren waren weniger günstig, insbesondere die effizienzsteigernden wirkenden Faktoren. In der jüngsten Bewertung haben drei effizienzsteigernde Faktoren relativ schlecht abgeschnitten: Von allen zwölf bewerteten Unterkategorien weist die Arbeitsmarkteffizienz das schlechteste Ergebnis auf (Position 41 von 148 Ländern), gefolgt von der Finanzmarktentwicklung (29) und der Warenmarkteffizienz (21). Diese Kategorie umfasst auch die Faktoren technologischer Reifegrad, Marktgröße und Hochschul- und Berufsbildung, die dagegen recht gut bewertet wurden. Dennoch ist Deutschland in Bezug auf die effizienzsteigernden Faktoren im Vergleich zu anderen großen Volkswirtschaften der Union (UK, FR, IT, ES, NL, AT) recht gut platziert.

Dennoch ergibt sich für die deutsche Wirtschaft insgesamt wie erwartet eine hohe nichtpreisliche Wettbewerbsfähigkeit. Insbesondere in jenen Kategorien, die nach Estrada et al. (2013) die Leistungsbilanz am wirkungsvollsten zu stützen scheinen, steht die deutsche Volkswirtschaft vergleichsweise gut da. Die Autoren stellen vier Faktoren heraus, die ihrer Ansicht nach für die Stützung der Leistungsbilanz entscheidend sind: Warenmarkteffizienz, technologischer Reifegrad, Unternehmensumfeld und Innovation. Deutschland belegt hier international einen der vordersten Plätze, insbesondere für die letzten beiden Faktoren.

⁽³⁹⁾ Seit 2004 umfasst der Gesamtindex drei Unterkategorien, die sich aus insgesamt zwölf Faktoren zusammensetzen: Grundvoraussetzungen (institutionelles Geschäftsumfeld, Infrastruktur, volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen, Gesundheits- und Bildungssystem), Effizienzfaktoren (Hochschul- und Berufsbildung, Warenmarkteffizienz, Arbeitsmarkteffizienz, Finanzmarktentwicklung, Technologieintensität, Marktgröße), Innovations- und Unternehmensumfeldfaktoren (Unternehmensumfeld, Innovation). Davor waren zwei verschiedene Wettbewerbsfähigkeitsindikatoren konzipiert worden: Der *Growth competitiveness index* (GCI: Strukturen, Institutionen und politische Maßnahmen, die das Wirtschaftswachstum mittelfristig unterstützen) und der *Current or Business competitiveness index* (Rangliste für Unternehmensführung und -strategie, Rangliste für die Qualität des unternehmerischen Umfelds). Aufgrund der Änderung der Indizes sind Jahresvergleiche nur bedingt möglich.

Das Deutschland gemäß dem WEF-Indikator attestierte Urteil einer insgesamt günstigen Wettbewerbsfähigkeit entspricht auch den Urteilen des IMD und der Weltbank.⁽⁴⁰⁾ Im *IMD Competitiveness Yearbook 2013* rangiert Deutschland für das Jahr 2013 von 60 Ländern auf dem neunten Platz, weit vor vergleichbaren EU-Mitgliedstaaten. Obwohl dies die beste Beurteilung ist, die das Institut jemals abgegeben hat, fällt sie dennoch etwas weniger günstig aus als die des WEF. Die Weltbank bewertet in ihrem *Ease of Doing Business*-Bericht regelmäßig die unternehmensrelevanten Vorschriften für KMU in den jeweiligen Ländern. Für 2013 weist sie Deutschland unter 189 beurteilten Ländern den 21. Platz zu. Das ist auch im Vergleich zu anderen EU-Volkswirtschaften ein gutes Ergebnis.

⁽⁴⁰⁾ Eine jüngere Analyse zur Wettbewerbsfähigkeit der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets auf der Grundlage dieser und anderer Indikatoren enthält: Bundesministerium der Finanzen (2013b).



7. POLITISCHE HERAUSFORDERUNGEN

Die im Rahmen dieser Überprüfung durchgeführte Analyse zeigt, dass Deutschlands anhaltend hoher Außenhandelsüberschuss in erster Linie auf die schwache Binnennachfrage zurückzuführen ist, die wiederum eine Gefahr für das Wachstumspotenzial der deutschen Wirtschaft darstellt.

Der Leistungsbilanzüberschuss weist auf einen längeren Zeitraum geringer privater und öffentlicher Investitionen in Kombination mit einem gedämpften Wachstum des privaten Verbrauchs hin. Über mehr als ein Jahrzehnt hat der relativ schwache Impuls dieser Schlüsselkomponenten der Binnennachfrage zu einem schwächeren Wachstum geführt als mit einem ausgewogeneren Wachstumsmuster hätte erreicht werden können. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands ist sowohl für Deutschland selbst als auch für die EU-Wirtschaft insgesamt von großer Bedeutung. Somit kommt alles, was Deutschland zur Stärkung seiner Wettbewerbsfähigkeit tut oder tun kann, dem Gemeinwohl zugute.

Wie das niedrige und weiter fallende Trendwachstum Deutschlands jedoch zeigt, hat der in der Vergangenheit starke Verlass auf die Auslandsnachfrage zur Ankurbelung des Wachstums das künftige Wirtschaftspotenzial Deutschlands möglicherweise nicht gesichert. Die Fähigkeit der Wirtschaft, in Zukunft zu wachsen, Arbeitsplätze bereitzustellen und einen steigenden Lebensstandard in einem Zeitalter von Bevölkerungsalterung und hartem globalem Wettbewerb zu gewährleisten, hängt von einer stärkeren Nutzung inländischer Wachstumsquellen ab. Aus diesem Grund besteht die größte Herausforderung für Deutschland darin, Maßnahmen zur Stärkung der Binnennachfrage und des Wachstumspotenzials der Wirtschaft festzulegen und durchzuführen. Eine Zunahme der Investitionen in Sach- und Humankapital, eine weitere Stärkung des Arbeitskräfteangebots sowie die Förderung von Effizienzgewinnen in allen Wirtschaftszweigen, unter anderem durch Freisetzung des Wachstumspotenzials des Dienstleistungssektors, stellen somit zentrale politische Herausforderungen dar.

Eine effizientere Unternehmensbesteuerung und günstigere Rahmenbedingungen könnten

die Anreize für private Investitionen verbessern. Unternehmenssteuerreformen in den vergangenen zehn Jahren haben die Voraussetzungen für Investitionen verbessert. Allerdings könnte die Effizienz der Unternehmensbesteuerung noch weiter gesteigert werden, indem die Tendenz zur Fremdfinanzierung und der Verwaltungsaufwand für Unternehmen sowie die Effizienzverluste im Bereich der Gewerbesteuer, die sich aus der Einbeziehung ertragsunabhängiger Komponenten in die Steuerbemessungsgrundlage ergeben, verringert werden. Es wäre sinnvoll, wenn Deutschland die Wirkung seines Steuersystems überprüfen würde; so sollte sich Deutschland z. B. mit der Frage befassen, ob das deutsche Steuersystem zu stark die Akkumulation einbehaltener Gewinne fördert und Unternehmen von der Auszahlung von Dividenden abhält. Es ist von grundlegender Bedeutung, politische Maßnahmen, die sich negativ auf Investitionen auswirken könnten, mit Vorsicht zu betrachten. Ferner würden weitere Anreize zur energieeffizienten Gebäudesanierung Investitionen in Wohnbauten fördern und gleichzeitig zur Erreichung energie- und klimapolitischer Ziele beitragen. Bürokratieabbau und die Beseitigung von Engpässen wie der unzureichende Zugang zu Risikokapital für Startup-Unternehmen würden ebenfalls private Investitionen begünstigen. Im Einklang mit den politischen Absichten Deutschlands könnte eine kosteneffiziente Strategie für die Energiewende langanhaltende positive Auswirkungen auf die Investitionen haben, da sie Bauinvestitionen in direktem Zusammenhang mit Energieinfrastruktur fördern und die politikbedingte Unsicherheit, die das Unternehmerv Vertrauen belastet, verringern würde. Ebenso würde sich ein weiterer Beitrag zu politischen Maßnahmen zur Beseitigung der im Euro-Währungsgebiet herrschenden Unsicherheit, auch im Hinblick auf die künftige Architektur der WWU, positiv auf Investitionstätigkeiten auswirken. Da die Absatzerwartungen der Unternehmen eine wichtige Triebkraft von Investitionsentscheidungen sind, würde eine Beendigung der schwachen Nachfrage nach EU-internen Importen dazu beitragen, das Vertrauen der deutschen Unternehmen zu stärken.

Die Absicht Deutschlands, mehr öffentliche Investitionen zu tätigen, ist zwar als positiv zu bewerten, jedoch scheinen zusätzliche

Maßnahmen erforderlich zu sein, um die bisherigen Rückstände wieder aufzuholen. Im Hinblick auf die gesunde Bilanz des öffentlichen Sektors wäre Deutschland gut beraten, in solide zukunftsorientierte Projekte mit einer ausreichenden Rendite zu investieren. Insbesondere ist es wichtig, die in jüngster Zeit verstärkten öffentlichen Infrastrukturinvestitionen auf demselben Niveau zu halten und noch weiter zu steigern. Zurzeit plant die neue Bundesregierung in der Tat weitere Schritte zur Steigerung der öffentlichen Investitionen. Diese Pläne auf Bundesebene liegen jedoch noch immer unter dem geschätzten zusätzlichen jährlichen Investitionsbedarf von $\frac{1}{2}$ % bis 1 % des BIP für den öffentlichen Sektor insgesamt, was darauf hindeutet, dass in den kommenden Jahren weitere Maßnahmen zur Instandhaltung und Modernisierung der öffentlichen Infrastruktur nötig sein werden.

Der größte Investitionsbedarf besteht auf kommunaler Ebene, was umso mehr dafür spricht, eine nachhaltige Finanzierung der öffentlichen Infrastruktur im Rahmen der geplanten Neuordnung der Finanzbeziehungen zu gewährleisten. Die Bundesregierung hat in den vergangenen Jahren Maßnahmen ergriffen, um die Kommunen teilweise von Sozialausgaben zu entlasten. Für die neue Legislaturperiode sind zusätzliche Entlastungen dieser Art geplant, die den haushaltspolitischen Spielraum der Kommunen für Investitionen erweitern dürften. Allerdings haben die bisherige Investitionsplanung, die bisherigen Finanzierungsmechanismen und Ad-hoc-Transfers bei den Investitionen des öffentlichen Sektors nicht das Entstehen einer Investitionslücke verhindert. Die geplante Neuordnung der einnahmen- und ausgabenbezogenen Zuständigkeiten zwischen Bund, Ländern und Kommunen bietet eine Gelegenheit, dieses Problem anzugehen und politische Klarheit zu schaffen, bevor die geltenden Bestimmungen über den Länderfinanzausgleich und die Transferleistungen aus dem Bundeshaushalt im Rahmen des Solidarpakts II im Jahr 2019 auslaufen.

Die Anstrengungen zur Unterstützung der Humankapitalbildung und zur Gewährleistung des Innovationspotenzials der Wirtschaft müssen fortgesetzt werden. Deutschland hat seine Bildungsausgaben in den vergangenen

Jahren aufgestockt, und die Bundesregierung und die Landesregierungen haben sich darauf verständigt, die öffentlichen und privaten Ausgaben für Bildung und Forschung bis 2015 auf 10 % des BIP zu erhöhen. Der Erreichung dieses Ziels sollte Vorrang eingeräumt werden. Neben den Investitionen in Bildungsinfrastruktur hat die Bundesregierung im Zeitraum 2010 bis 2013 auch ihre Bildungs- und Forschungsausgaben erhöht und plant nun eine weitere Erhöhung für die kommenden vier Jahre. Um mit den innovativsten Volkswirtschaften gleichzuziehen, könnten die Ziele künftig sogar noch höher gesteckt werden. Dabei könnten die Vorschläge der von der Bundesregierung ernannten Expertenkommission Forschung und Innovation als Grundlage dienen.

Aus der demografischen Entwicklung und dem Fachkräftemangel ergeben sich Herausforderungen für das Potenzialwachstum.

Ein stärkerer Beitrag der Kapitalakkumulation und des Produktivitätswachstums würde helfen, die Auswirkungen der Bevölkerungsalterung auf das Potenzialwachstum abzufedern. Da Kapital und Arbeit in der Produktion voneinander abhängig sind, scheinen politische Maßnahmen zur Verhinderung eines künftigen Fachkräftemangels notwendig zu sein, um die Investitionen aufrechtzuerhalten und die Gefahr einer Verlangsamung des technologischen Fortschritts zu verringern. Im Einklang mit den im Rahmen des Europäischen Semesters 2013 abgegebenen länderspezifischen Empfehlungen könnten gezielte Maßnahmen zur Förderung des Humankapitals und zur Erleichterung der Arbeit von Frauen beitragen, indem die frühkindliche Bildung verbessert und mehr Ganztagschulen verfügbar gemacht sowie weitere Anstrengungen zur Bereitstellung einer ausreichenden Anzahl an Kinderbetreuungsplätzen unternommen werden. Um mittelfristig die Investitionen zu erhöhen und das Potenzialwachstum zu steigern, wäre es förderlich, auch weiterhin ausländische Fachkräfte einzustellen. Ferner könnte der Förderung des Zugangs bildungsmäßig benachteiligter Gruppen zur Hochschulbildung eine höhere Priorität eingeräumt werden.

Gleichzeitig scheinen Anstrengungen zum weiteren Abbau negativer Arbeitsanreize erforderlich zu sein, um das Arbeitskräfteangebot zu stärken und das Einkommen der Arbeitnehmer, insbesondere

der Arbeitnehmer am unteren Ende der Einkommensskala, zu steigern. Angesichts der guten Bedingungen auf dem deutschen Arbeitsmarkt und des Risikos einer Arbeitskräfteknappheit wäre eine weitere Verringerung der vergleichsweise hohen Besteuerung der Arbeitseinkommen, z. B. durch eine regelmäßige Anpassung der Eckwerte des Einkommensteuertarifs an die Inflation, eine gute politische Entscheidung. Die günstigen steuerlichen Bedingungen der Minijobs könnten ebenfalls überprüft werden, um mögliche Verzerrungen zu beseitigen, die Arbeitnehmer von der Erhöhung ihrer Arbeitsstunden oder Unternehmen von der Wahl anderer Arten von Verträgen abhalten könnten. Wie Deutschland im Rahmen des Europäischen Semesters empfohlen wurde, stellt der Abbau von Fehlanreizen für Zweit- und Geringverdiener zur Erhöhung ihrer Arbeitszeit nach wie vor eine Priorität dar. Dies würde auch zu einer nachhaltigen Stärkung der Binnennachfrage beitragen.

Eine künftige Erhöhung der Beitragssätze zur Sozialversicherung würde zur einer Zunahme der allgemeinen Steuer- und Abgabenbelastung und somit zu einer Verringerung der verfügbaren Nettoeinkommen führen. Die von der neuen Bundesregierung vorgeschlagenen Leistungsverbesserungen und Optionen für einen früheren Renteneintritt für bestimmte Gruppen von Rentnern, die über die gesetzliche Rentenversicherung finanziert werden sollen, würden dazu führen, dass der Beitragssatz nicht, wie geplant, weiter reduziert werden kann, sondern mittelfristig erhöht werden müsste. Somit besteht die Herausforderung darin, die Zweifel an der langfristigen Tragfähigkeit der Rentenversicherung auszuräumen, die in der Vergangenheit Spar- und Konsumententscheidungen beeinflusst haben. Ebenso sind nach wie vor zusätzliche Anstrengungen zur Verbesserung der Effizienz des Gesundheitswesens erforderlich, um Kostensteigerungen entgegenzuwirken. Um diese Herausforderungen zu meistern, sollte, wie Deutschland empfohlen, das Potenzial zur Verschiebung der Steuerlast von der Arbeit hin zu wachstumsfreundlicheren Quellen voll ausgeschöpft werden.

Nach einer Anhebung der Reallöhne in den vergangenen Jahren sollten nun die geeigneten Bedingungen zur Begünstigung des

Lohnwachstums geschaffen werden, um die Binnennachfrage weiter zu stärken. Es kann davon ausgegangen werden, dass sich die günstige Wirtschafts- und Arbeitsmarktlage in den Lohnvereinbarungen zwischen den Sozialpartnern widerspiegeln wird. Zusammen mit besseren Arbeitsanreizen für Zweit- und Geringverdiener würde dies in Zukunft zu einer ausgewogenen Entwicklung der Einkommensverteilung beitragen. In ihrem Koalitionsvertrag hat die neue Bundesregierung Pläne für einen allgemeinen gesetzlichen Mindestlohn angekündigt. Bei der Ausarbeitung dieses Vorschlags wird es wichtig sein, bei der Festlegung der Höhe und des Umfangs des Mindestlohns potenzielle Auswirkungen auf die Beschäftigung zu berücksichtigen. Weitere Anstrengungen zur Entwicklung des Dienstleistungssektors könnten die Binnennachfrage in Deutschland stärken. Verbesserungen der Produktivität des Dienstleistungssektors könnten sich positiv auf die Lohndynamik in diesem Sektor auswirken.

Die Festlegung von Initiativen, die Investitions- und Produktivitätszuwachs im deutschen Dienstleistungssektor gewährleisten, stellt eine Herausforderung dar, die zu großen potenziellen Gewinnen führen kann. Maßnahmen zur Verbesserung der Geschäftsdynamik, unter anderem durch die Beseitigung eines ungerechtfertigten Schutzes im Falle geschützter Dienstleistungen, würden dem Sektor helfen, einen umfassenden Beitrag zum langfristigen Wachstum der deutschen Wirtschaft zu leisten. Effizienzsteigerungen im Dienstleistungssektor würden Investitionen zugutekommen und durch die allmähliche Umverteilung der Ressourcen hin zu Dienstleistungen mit höherem Mehrwert die Entstehung eines größeren Anteils an besser bezahlten Arbeitsplätzen im Dienstleistungssektor begünstigen.

Zentrale Herausforderungen im deutschen Bankensektor sind nach wie vor die ausreichende Fähigkeit zur Verlustabsorption sowie die Beseitigung von Hindernissen, die einer weiteren Konsolidierung im Wege stehen könnten. Eine umgehende Umsetzung der neuen Eigenkapitalanforderungen und ein Follow-up der Ergebnisse der anstehenden Kapitalbedarfsanalyse für die deutschen Banken ist von zentraler Bedeutung. Die Aussichten auf niedrige Zinssätze

und geringen Wettbewerb auf den heimischen Märkten sowie auf die Schwierigkeiten deutscher Firmen, direkt an den Finanzmärkten Mittel aufzunehmen, wird auch weiterhin eine Herausforderung für die Rentabilität des Sektors darstellen. Dies könnte die Fähigkeit der deutschen Banken beeinträchtigen, ihre Eigenkapitalpuffer zu vergrößern. Vor diesem Hintergrund verfügen die größeren deutschen Banken über einen starken Anreiz, auch weiterhin auf den internationalen Märkten tätig zu sein und ihre Ausrichtung auf den heimischen Markt zu reduzieren. Dies würde zu einer Umkehr der Fragmentierung des EU-Bankenmarktes beitragen und sich positiv auf das Umlenken von Ersparnissen in Investitionen in der EU auswirken. Für kleinere Banken könnte eine Konsolidierung im Wege von Zusammenschlüssen eine Option zur Erzielung von Größenvorteilen darstellen, insbesondere dann, wenn das inländische Geschäft nur noch wenig Rentabilität verspricht. Die deutschen Banken waren in den vergangenen Jahren stärker mit Finanzmarkturbulenzen als mit Wirtschaftstätigkeiten beschäftigt. Daher könnten sie es für angemessen erachten, sich stärker darauf zu konzentrieren, inländische Ersparnisse in die Realwirtschaft zu lenken, als darauf, Forderungen gegenüber anderen Finanzintermediären zu erwerben. Eine stärker diversifizierte Einkommenserzeugung von Privatkundenbanken würde dazu beitragen, die starke Abhängigkeit der Gewinne von den Zinsmargen zu reduzieren.

Eine Zunahme der Gesamtnachfrage in Deutschland würde in erster Linie dazu beitragen, das mittelfristige Wachstum im Inland zu stärken. Sie würde aber auch den zusätzlichen Vorteil mit sich bringen, die beginnende wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet zu unterstützen. Eine höhere Binnennachfrage in Deutschland führt jedoch nicht automatisch auch zu einem Anstieg der Importe aus anfälligen Ländern. Eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit dürfte dazu beitragen, dass die Unternehmen aus anfälligen Ländern einen von Deutschland ausgehenden Impuls zugunsten der Gesamtnachfrage im Euro-Währungsgebiet nutzen können. Eine Zunahme der öffentlichen und privaten Investitionen würde sich auch langfristig auf das Ist- und das Potenzialwachstum im Inland auswirken und gleichzeitig positive Spillover-Effekte auf das Wachstum Europas nach sich ziehen.

Kasten A1: Eine modellbasierte Analyse der Treiber der Handelsbilanz: Eine ausführliche Interpretation der Schockzerlegung

Das Modell umfasst Deutschland, die restliche Eurozone und den Rest der Welt und wurde anhand der Quartalsdaten für den Zeitraum 1995Q1-2013Q2 geschätzt. Die Struktur dieses dynamischen allgemeinen Gleichgewichtsmodells bietet einen Rahmen zur gemeinsamen Bewertung der relativen Bedeutung alternativer Hypothesen für die Ursachen des deutschen Außenhandelsüberschusses im Betrachtungszeitraum. Zu den möglichen Ursachen gehören Faktoren wie die Konvergenz der Zinssätze in der WWU, das Exportmarktwachstum, die Arbeitsmarktreform, Veränderungen des Sparverhaltens der privaten Haushalte und die Finanzpolitik. (1)

Makroökonomische Standardmodelle interpretieren Schwankungen ökonomischer Zeitreihen wie der Handelsbilanz als Konsequenz makroökonomischer Schocks bei Angebots- und Nachfragegleichungen. Der Begriff „Schock“ bedeutet, dass eine bestimmte Variable (z. B. Totale Faktorproduktivität (Technologie), Ersparnis, Investitionen, Einkommen usw.) von der durchschnittlichen Reaktion auf ihre direkten Bestimmungsfaktoren abweicht. In diesem Abschnitt erklären wir für jede Komponente, wie der jeweilige Schock im Kontext des Modells zu interpretieren ist. Ohne Schocks bei Verhaltens- und Technologiebeziehungen würde die „Modell-Volkswirtschaft“ auf einen Steady-State-Wachstumspfad einschwenken. Wirtschaftliche Schocks können eine dauerhafte Wirkung auf die Wirtschaft haben, da sie entweder selbst von Dauer sind (z. B. Demografie- oder Technologieschocks) oder weil die Wirtschaft Zeit braucht, um sich an die Schocks anzupassen.

Eine Schockzerlegung ermöglicht uns daher, Schwankungen der Variablen bestimmten Quellen zuzuordnen. Bei der Modellschätzung schätzt der Ökonometriker nicht nur die strukturellen Parameter, sondern deckt auch Schocks auf, die einzelne strukturelle Gleichungen betreffen. Die historische Entwicklung einzelner ökonomischer Zeitreihen kann vollständig in Beiträge aktueller und vergangener Schocks zerlegt werden. Dies macht es möglich, die relative Bedeutung bestimmter wirtschaftlicher Entwicklungen zu quantifizieren.

Nicht alle Schocks sind gleichermaßen bedeutend. Im Falle Deutschlands lassen sich sechs Arten von Schocks identifizieren, die eine fast vollständige Aufschlüsselung der Entwicklung der Handelsbilanz ermöglichen. Im Kontext des QUEST-Modells, sollten diese Schocks folgendermaßen interpretiert werden:

Produktivitätssteigernder technologischer Fortschritt:

Es wird davon ausgegangen, dass sich die Produktion gemäß einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion entwickelt und der technologische Fortschritt durch einen Random-Walk-Prozess gekennzeichnet ist, was bedeutet, dass die Rate des technischen Fortschritts Zufallsschwankungen um einen Trend unterliegt. Bei einem positiven Technologieschock erhöht sich das Technologieniveau konstant. Ein negativer Technologieschock weist auf eine unterdurchschnittliche Steigerung der gesamten Faktorproduktivität hin (in Extremfällen kann die Innovationsrate auf Makroebene aufgrund von Zusammensetzungseffekten negativ werden). Bei der Schockzerlegung für jeden einzelnen Zeitraum zeigt die Technologiekomponente den kombinierten Effekt aller aktuellen und vergangenen technologischen Innovationen. Positive Balken zeigen die Auswirkungen eines überdurchschnittlichen Produktivitätswachstums auf die Handelsbilanz an. Diese Effekte werden im Modell durch Wettbewerbssteigerungen zusammen mit einer verzögerten Anpassung der Binnennachfrage (ursprünglich geringeres Importwachstum als Exportwachstum) generiert.

Auslandsnachfrage und Außenhandel:

Importe und Exporte werden als Funktion der Terms of Trade sowie der Auslands- und der Binnennachfrage modelliert. Schocks im Bereich des Handels stehen entweder für eine Veränderung der Präferenzen der inländischen Haushalte oder Unternehmen für ausländische Güter und Dienstleistungen (Importe) oder der ausländischen Haushalte für deutsche Güter und Dienstleistungen (Exporte). Darüber hinaus kann eine Veränderung bei den Exporten auch durch Abweichungen der Auslandsnachfrage infolge (vorübergehender) Nachfrageschocks oder dauerhafter Angebotsschocks bedingt sein. Schocks, die entweder zu einer Zunahme der Exporte oder einer Abnahme der Importe führen, haben einen positiven Effekt auf das Handelsbilanzergebnis. Der Umfang der Auswirkungen hängt von Zweitundeneffekten auf die Binnennachfrage und die Terms of Trade ab.

(¹) Für weitere Einzelheiten siehe Kollmann, R. Ratto, M., Roeger, W., in 't Veld, J., Vogel, L. (2014), „What drives the German current account? And how does it affect other EU member states?“, European Economy Economic Papers (forthcoming).

(Fortsetzung nächste Seite)

*Kasten (Fortsetzung)**Arbeitsmarkt und soziale Sicherheit*

Die Löhne werden durch die Beschäftigung und den Reservationslohn bestimmt, der wiederum von der Produktivität und den Leistungen bei Arbeitslosigkeit abhängt. Darüber hinaus kommt es aufgrund nominaler und realer Friktionen zu einer antizyklischen Lohndynamik. Ein durchschnittlicher Lohn-Markup wird ebenfalls geschätzt. Lohnschwankungen, die sich nicht auf diese Lohndeterminanten zurückführen lassen, werden als Schocks beim Lohn-Markup interpretiert. Neben dieser Art von Schock lässt sich auch ein Einfluss der Hartz-Reform auf die Löhne feststellen. Der Hartz-Reform-Schock lässt sich direkt ablesen, da er auf einem Indikator für den Ersatz von Leistungen bei Arbeitslosigkeit basiert, der die Höhe und Dauer der Leistungsansprüche berücksichtigt. Sowohl die Hartz-Reform als auch eine Reduzierung des Lohn-Markups haben direkte negative Auswirkungen auf die Löhne und somit ähnliche makroökonomische Auswirkungen. Sie erhöhen den Handelsbilanzsaldo hauptsächlich über ihren Effekt auf die Kostenwettbewerbsfähigkeit.

Private Ersparnis und privater Verbrauch

Im Modell wird der Verbrauch anhand der Permanenten Einkommenshypothese bestimmt. Entscheidend sind hier die Schwankungen des geschätzten Parameters für die Zeitpräferenzrate, die das Verhältnis von Verbrauch zu Finanzvermögen plus den Barwert des aktuellen und künftigen (Nettoerwerbs- und Transfer-) Einkommens wiedergibt. Das wirft die Frage auf, ob auf der Grundlage von Faktoren, die nicht in dem Modell erfasst sind, eine plausible Interpretation für Phasen einer „übermäßigen“ Sparhaltung gegeben werden kann. Zwei mögliche Faktoren könnten eine Rolle spielen: einerseits das vorsorgliche Sparen in Zeiten, die durch eine starke Unsicherheit gekennzeichnet sind, und andererseits demografische Faktoren, die das Sparverhalten der Haushalte beeinflussen. Erstens wird zum Beispiel der erwartete künftige Anstieg des Abhängigkeitsquotienten im Allgemeinen zu einem Anstieg der Sparquote führen, da die Haushalte versuchen, ihren Verbrauch im Zeitverlauf zu glätten. Der allmähliche Anstieg der Sparquote seit Anfang 2000 weist darauf hin, dass ein verstärktes Bewusstsein für die negativen demografischen Trends, die zur Riester-Rentenreform (2002) geführt haben, ein wichtiger Grund für das verstärkte Sparen gewesen sein könnte. Zweitens würde, sofern der Rückgang der Reallöhne als dauerhaft empfunden wird, die Sparquote der Haushalte steigen, da die Haushalte ihren Verbrauch an das reduzierte Einkommen anpassen. In jedem Fall führt ein Anstieg der Sparquote (Verringerung der Zeitpräferenzrate) aufgrund der sinkenden Binnennachfrage zu einer Verbesserung der Handelsbilanz.

Unternehmensinvestitionen:

Die Unternehmensinvestitionen werden bestimmt durch die Rentabilität der Investitionen (im Modell ist dies der Barwert der von der Investition über ihre Laufzeit erwirtschafteten Gewinne) im Verhältnis zu den Kosten für die Mittelbeschaffung, die durch den Realzinssatz (definiert als Leitzins zuzüglich einer konstanten Eigenkapitalprämie) ausgedrückt werden. Was makroökonomische Standardmodelle nicht erfassen, sind die Schwankungen bei den Risikoprämien. Da Risikoprämien in der Regel antizyklisch sind, unterschätzt das Standard-Investitionsmodell die zyklische Schwankung der Beschäftigung. Es könnte auch zu anderen Schocks bei Investitionen kommen wie (entweder zyklische oder dauerhafte) Schwankungen bei den Kreditrestriktionen für Unternehmen oder Steuerreformen. All diese Faktoren beeinflussen die Kapitalkosten. Steigende Kapitalkosten (eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen) führt zu einer Verringerung der Investitionen und somit zu einer Erhöhung des Handelsbilanzsaldos.

Finanzpolitik:

Die Staatseinnahmen und -ausgaben werden im QUEST-Modell endogen bestimmt. Die Einnahmen werden generiert durch eine Multiplikation der Durchschnittssteuersätze mit ihren entsprechenden Bemessungsgrundlagen. Im Hinblick auf die Ausgaben wird angenommen, dass Staatsverbrauch, Investitionen und Transferleistungen zwar systematisch auf die Konjunktur- und Haushaltslage reagieren, sie aber auch von diskretionären Maßnahmen abhängen. Diese werden als fiskalische Schocks bezeichnet. Eine

Kasten A2: Eine Leistungsbilanznorm für Deutschland

Die Ermittlung der Bestimmungsfaktoren der Leistungsbilanz mittels Panelregressionen für zahlreiche Länder ist ein häufig verwendetes Instrument zur Bewertung von Außenbilanzen.⁽¹⁾ In der Literatur wird bewertet, welcher Anteil des Leistungsbilanzsaldos eines Landes auf Fundamentalfaktoren (wie Ressourcen oder demografische Faktoren) und temporäre/politische Faktoren (wie den Haushaltssaldo) zurückzuführen ist. Was solche Regressionen gemeinsam haben, ist, dass sie vorrangig die Spar-/Investitionsperspektive der Leistungsbilanz (über Faktoren wie die Bevölkerungsalterung) und zusätzlich die Handelsperspektive (über Faktoren wie die Terms of Trade) betrachten.

Das allgemeine Merkmal solcher Panelregressionen besteht in ihrer „reduzierten Form“. Somit sind sie datenbestimmt, was einen bedeutenden Teil des Leistungsbilanzsaldos unerklärt lässt.⁽²⁾ Dies trifft insbesondere auf Deutschland zu: **Alle jüngsten Schätzungen dieser Art haben im Falle Deutschlands ein besonders hohes Residuum ergeben.** Die Interpretationen solcher Residuen weichen voneinander ab: Der „normative“ Teil der Literatur interpretiert den unerklärten Anteil des Leistungsbilanzsaldos als Abweichung der tatsächlichen Leistungsbilanz von dem Wert, der sich durch die Fundamentalfaktoren rechtfertigen lässt. Bei der „positiven“ Sichtweise hingegen werden diese Residuen auf Faktoren zurückgeführt, die bislang noch nicht berücksichtigt wurden (dabei kann es sich um „weiche“ Faktoren wie die jeweilige Kultur oder spezifische politische Rahmenbedingungen) handeln.⁽³⁾ Trotz solcher semantischer Differenzen besteht das vorrangige Ziel der Literatur jedoch darin, den Anteil des Leistungsbilanzsaldos zu schätzen, der sich durch die „harten“ Fundamentalfaktoren erklären lässt. Tabelle 3.2 zeigt, dass die Literatur im Falle Deutschlands die Auffassung vertritt, dass diese Fundamentalfaktoren einen deutschen Leistungsbilanzsaldo von 1 % bis 2,5 % des BIP erklären bzw. rechtfertigen.⁽⁴⁾ Keine Panelregression konnte bisher auf Grundlage der Fundamentalfaktoren einen Großteil des in jüngster Zeit verzeichneten Überschusses Deutschlands erklären.

Diese vorliegende Schätzung bietet eine Illustration des Panelregression-Ansatzes. Sie folgt den jüngsten Versuchen in dieser Richtung (unter Leitung des IWF, 2012), deren Ziel darin besteht, multilaterale kohärente Schätzungen der Leistungsbilanzsalden anzustellen. Die Methodik berücksichtigt die Tatsache, dass die Leistungsbilanzsalden von *Abweichungen* der temporären und fundamentalen Faktoren zwischen den einzelnen Ländern beeinflusst werden, da sich die Summe aller Leistungsbilanzsalden der Welt auf Null beläuft. Zum Beispiel wird die Variable der Bevölkerungsalterung häufig als Grund für die hohe Sparquote und die niedrigen Investitionen in Deutschland angeführt. Für den Leistungsbilanzsaldo ist jedoch nicht von Bedeutung, ob die Bevölkerung in Deutschland altert, sondern wie viel schneller sie im Vergleich zu der Bevölkerung der Handels- und Finanzpartner Deutschlands altert. Ebenso kann die Straffung der Finanzpolitik in Deutschland nur dann einen Einfluss auf den deutschen Leistungsbilanzüberschuss haben, wenn sie schneller erfolgt als im Rest der Welt. Dies könnte sich im Prinzip aus einem vorsichtigen finanzpolitischen Kurs Deutschlands im Gegensatz zu einer unvorsichtigen Finanzpolitik anderer Länder ergeben.

Technisch betrachtet ist die vorliegende Schätzung eine Panelregression für 63 Länder, die in enger Anlehnung an den IWF (2013) die Leistungsbilanzsalden als Funktion eines breiten Spektrums von Bestimmungsfaktoren modelliert. Die betrachteten Länder decken über 90 % der Welt ab, und die Schätzungen beziehen sich auf den Zeitraum von 1986 bis 2012 (Gesamtzahl der Beobachtungen: 1263). Die hier verwendeten Variablen umfassen die des IWF (2013), mit Ausnahme der Variablen für die Terms of Trade für Rohstoffe und der Variablen für die institutionellen Rahmenbedingungen (denen nur eine geringe

⁽¹⁾ Siehe Salto und Turrini (2010) für einen Literaturüberblick.

⁽²⁾ Dies steht im Gegensatz zu den stärker theorieorientierten „strukturellen“ Ansätzen, die den gesamten Leistungsbilanzsaldo aus theoretischer Sicht erklären.

⁽³⁾ Bei der positiven Sichtweise kann der erklärte Teil des Leistungsbilanzsaldos eines Landes als der angesichts der Merkmale des betreffenden Landes „typische“ Saldo verstanden werden.

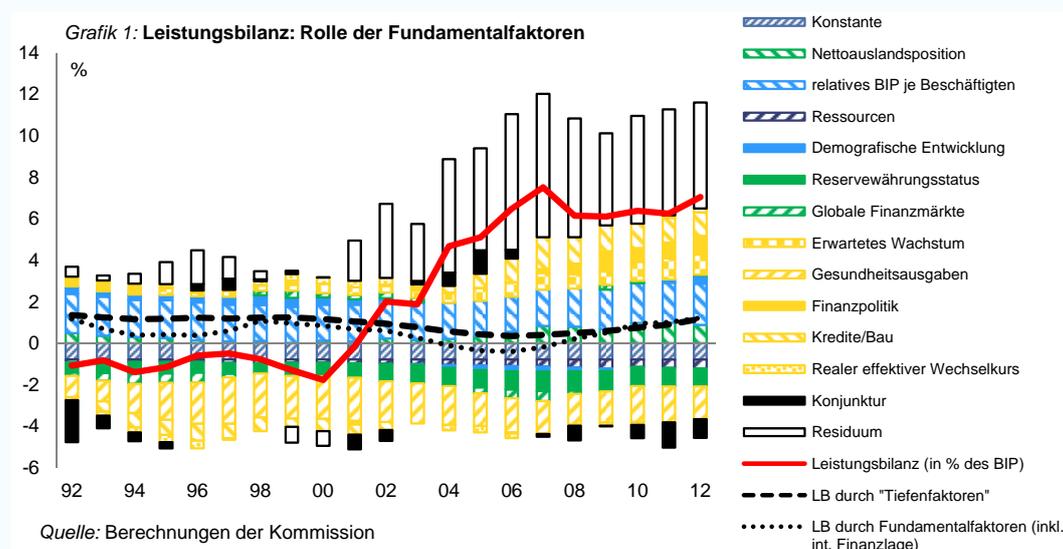
⁽⁴⁾ Die Forschung bezüglich der fundamentalen Bestimmungsfaktoren der Leistungsbilanz hat eine recht lange Tradition. Hingegen ist die Forschung bezüglich der politischen und konjunkturellen Bestimmungsfaktoren des Leistungsbilanzsaldos weniger etabliert.

(Fortsetzung nächste Seite)

Kasten (Fortsetzung)

Bedeutung zukommt). Darüber hinaus umfasst diese Schätzung Bauinvestitionen in % des BIP, Kreditwachstum und Änderungen des realen effektiven Wechselkurses (alle verzögert und in Bezug auf den Rest der Welt).⁽¹⁾ Jeder dieser Bestimmungsfaktoren vergleicht den landesspezifischen Faktor in % des BIP mit dem BIP-gewichteten weltweiten Durchschnitt (z. B. deutscher struktureller Haushaltssaldo minus struktureller Haushaltssaldo der restlichen Welt). Die Schätzung beinhaltet für jeden Faktor eine Elastizität, die es möglich macht, den Beitrag des jeweiligen Faktors zur Erklärung des Leistungsbilanzsaldos jedes betrachteten Landes zu berechnen. Diese Elastizitätsschätzungen weisen einen nicht zu vernachlässigenden Grad an statistischer Unsicherheit auf, der anderen Studien auf diesem Gebiet ähnlich ist.⁽²⁾ Dies ist zum Teil auf die Tatsache zurückzuführen, dass die Residuen bei den Leistungsbilanzungleichgewichten von 2003 bis 2008 besonders hoch sind, während sie in den letzten Jahren niedriger ausfallen.

Die Schätzung zeigt, dass die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Ursachen für den konstant sehr hohen Leistungsbilanzüberschuss in den vergangenen Jahren unklar bleiben. Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss scheint in den vergangenen Jahren weit höher auszufallen als die Strukturmerkmale der deutschen Wirtschaft vermuten ließen. Wie Tabelle 3.2 zeigt, stimmen die meisten Versuche zur Erklärung des deutschen Leistungsbilanzüberschusses darin überein, dass der nicht durch politische oder strukturelle Faktoren zu erklärende Teil des Überschusses in den vergangenen Jahren so hoch war wie nie zuvor. Grafik 1 bietet eine Aufschlüsselung der deutschen Leistungsbilanz in ihre einzelnen Komponenten. Unter anderem ist der Grafik zu entnehmen, welcher Anteil der Leistungsbilanz auf die Fundamentalfaktoren zurückzuführen ist. Die Beiträge der einzelnen Komponenten lassen sich wie folgt zusammenfassen:



1. Mit 7 % ist der deutsche Leistungsbilanzüberschuss niedriger als sein **konjunkturbereinigter Wert**, der Schätzungen zufolge im Jahr 2012 bei knapp 8 % lag.⁽³⁾ Dies ist darauf zurückzuführen, dass Deutschland seine Produktionslücke zwar tatsächlich geschlossen hat, seine Partner ihr Produktionspotenzial jedoch weiterhin nicht erreichen. Somit ist ein Spielraum für eine Zunahme des deutschen Leistungsbilanzüberschusses vorhanden, da sich die Nachfrage in Deutschlands Partnerländern erholt (in Grafik 1 schwarz dargestellte Komponente).

⁽¹⁾ Datenquellen: AMECO, OECD, IWF, Weltbank, Eurostat, Vereinte Nationen, Penn World Tables, EIU, Bruegel, International Comparison Programme, CBOE, Lane und Milesi-Ferretti (2007) sowie Chinn und Ito (2007).

⁽²⁾ Der Standardfehler der Schätzung liegt bei 3,6 (% des BIP) und damit sehr nahe an den meisten Panelregressionen für den Betrachtungszeitraum.

⁽³⁾ Selbst wenn andere Methoden und Produktionslückendaten herangezogen werden, erhöht sich der deutsche Leistungsbilanzsaldo durch die konjunkturelle Wirkung zwar, allerdings nie um mehr als 1 % des BIP.

(Fortsetzung nächste Seite)

Kasten (Fortsetzung)

2. Schätzungen der Beiträge makroökonomischer Variablen, die entweder **politikbedingt** oder auf das **wirtschaftliche Verhalten** zurückzuführen sind, sind in der Grafik gelb dargestellt. Die hier abgebildete Analyse berücksichtigt folgende politische Variablen: realer effektiver Wechselkurs, öffentliche Gesundheitsausgaben (ein Ersatzindikator für die soziale Infrastruktur), Bauinvestitionen, inländische Kredite, Finanzpolitik sowie das erwartete BIP-Wachstum (ein Ersatzindikator für das zugrundeliegende Potenzialwachstum). Diese Variablen sind sehr unterschiedlicher Art, und nur einige von ihnen werden direkt durch politische Entscheidungen beeinflusst. Alle von ihnen werden jedoch von den Wirtschaftsbeteiligten des jeweiligen Landes wirksam kontrolliert. Die Analyse zeigt, dass sich die Beiträge dieser Variablen zum Leistungsbilanzüberschuss tendenziell gegenseitig ausgleichen. Wie in den meisten europäischen Ländern leisten die Gesundheitsausgaben einen negativen Beitrag. Anders als in den meisten anderen europäischen Ländern leisten jedoch die anderen politischen Variablen einen gleichermaßen großen positiven Beitrag zum deutschen Leistungsbilanzüberschuss. Wesentlich ist, dass im Zeitraum nach 2007, in dem ein hoher Überschuss besteht, die Beiträge der Kredite (Verschuldung des Privatsektors und Bauinvestitionen) sowie das erwartete Wachstum an Bedeutung gewinnen. Dass sich Deutschland in dieser Hinsicht von anderen Ländern unterscheidet, erklärt den hohen Überschuss teilweise. Insgesamt erklären die politischen Faktoren mehr als 1 Prozentpunkt des deutschen Leistungsbilanzüberschusses, wobei sich Deutschland bei der Komponente Kredite/Bau am stärksten von den anderen Mitgliedstaaten der Eurozone unterscheidet. Wohlgemerkt gleichen sich die geschätzten Beiträge der konjunkturbereinigten und politischen Komponenten fast vollständig aus. Die gesamten 7 % sind somit noch nicht erklärt.

3. Der **fundamentale** Leistungsbilanzüberschuss, d. h. der Wert, der sich durch die zugrundeliegenden wirtschaftlichen Bedingungen rechtfertigen lässt, wird durchgängig positiv geschätzt (Tabelle 3.2). Der Unterschied liegt darin, wie die einzelnen Methoden den Begriff „Fundamentalfaktoren“ definieren. Die vorliegende Analyse unterscheidet zwischen den „Tiefenfaktoren“ (demografische Entwicklung, Ressourcen, relatives BIP je Beschäftigten und Konstante ⁽¹⁾ – in Grafik 1 in blau wiedergegeben) und internationalen finanziellen Faktoren (Volatilitätsindex, Reservewährungsstatus und Nettoauslandsposition, in Grafik 1 in grün wiedergegeben). Internationale finanzielle Faktoren sind Faktoren, die das Land selbst entweder gar nicht oder nur zum Teil beeinflussen kann. Da das Land keinen Einfluss auf sie hat, werden sie in einigen Studien zu den Fundamentalfaktoren gezählt.⁽²⁾ In der vorliegenden Analyse wird ein strengerer Ansatz bei der Definition vertreten; so zeigt sich, dass die „Tiefenfaktoren“ bzw. die Gleichgewichtsfaktoren höchstens 3 Prozentpunkte erklären können.⁽³⁾ Die **demografische Entwicklung** verdient besondere Aufmerksamkeit, da sie häufig als Hauptursache für die überdurchschnittlich hohe Sparquote in Deutschland angeführt wird. Die dargestellten Ergebnisse zeigen, dass die Bevölkerungsalterung nicht mehr als einen halben Prozentpunkt zum Gesamtüberschuss beiträgt. Dieses Ergebnis stimmt mit den Ergebnissen der meisten länderübergreifenden empirischen Studien überein, in deren Rahmen demografische Faktoren als eine Einflussgröße des Leistungsbilanzsaldos identifiziert wurden. Allerdings lassen sich in keiner der Studien mehr als 2 Prozentpunkte des deutschen Leistungsbilanzüberschusses auf demografische Faktoren zurückführen.

4. Die bei weitem größte Komponente, die fast 4 Prozentpunkte ausmacht, bleibt jedoch **unerklärt**. Mit anderen Worten, weder die Position (Deutschlands oder seiner Partnerländer) im Konjunkturzyklus, noch die politischen Entscheidungen oder zugrundeliegenden wirtschaftlichen Bedürfnisse erklären die Höhe des deutschen Leistungsbilanzüberschusses.

Die in Grafik 1 wiedergegebenen Ergebnisse stehen in qualitativer Hinsicht mit anderen Versuchen zur Untersuchung des deutschen Leistungsbilanzüberschusses im Einklang. In Tabelle 3.2 im Haupttext werden

⁽¹⁾ Die Konstante ergibt sich technisch gesehen aus dem Schätzverfahren und spiegelt die Zusammensetzung der Stichprobe wider. In den meisten hier genannten Studien hat die Konstante eine ähnliche Größe.

⁽²⁾ Die hier verwendeten Fundamentalfaktoren des Leistungsbilanzsaldos umfassen Fundamentalfaktoren, die in der etablierten wissenschaftlichen Literatur zum Thema verwendet werden (siehe Tabelle 3.2 für Literaturverweise). Hingegen besteht in der Literatur weniger Konsens im Hinblick auf die geeigneten politischen (oder nicht fundamentalen) Bestimmungsfaktoren der Leistungsbilanz.

⁽³⁾ Würden die internationalen finanziellen Faktoren zu den „Tiefenfaktoren“ gezählt, so würde sich der Wert des fundamentalen Leistungsbilanzüberschusses für 2012 etwas mehr an 3 % annähern.

LITERATURVERZEICHNIS

- Acharya, V., H. Almeida, und M. Campello (2005), „Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies“, NBER Working Papers, Nr. 11391.
- Aiginger, K. (2008), „Wettbewerbsfähigkeit von Firmen, Regionen und Ländern“, Die Volkswirtschaft, Nr. 3/2008.
- André, C., S. Guichard, M. Kennedy und D. Turner (2007), „Corporate net lending: A review of recent trends“, OECD Economics Department Working Papers, Nr. 583, OECD Publishing.
- Aron, J. und J. Muellbauer (2000), „Personal and Corporate Saving in South Africa“, World Bank Economic Review, Bd. 14, Nr. 3, S. 509–44.
- Arto, I und A.F. Amores (2013), „Inter-Member States employment spillovers from EU external trade“, 24th meeting of the European Trade Economists Network, Brüssel, 23. Juni.
- Bach, S., G. Baldi, K. Bernoth, B. Bremer, B. Farkas, F. Fichtner, M. Fratzscher und M. Gornig (2013), „More Growth through higher investment“, DIW Economic Bulletin, Nr. 8/2013.
- Bach, S. (2013), „Has German business income taxation raised too little revenue over the last decades?“, DIW Discussion Papers, Nr. 1303, S. 11-12.
- Bach, S., G. Baldi, K. Bernoth, J. Blazejczak, B. Bremer, J. Diekmann, D. Edler, B. Farkas, F. Fichtner, M. Fratzscher, M. Gornig, C. Kemfert, U. Kunert, H. Link, K. Neuhoff, W.-P. Schill und C. K. Spieß (2013), „Germany must invest more in its future“, DIW Economic Bulletin, Nr. 8/2013.
- Bannier, C. und M. Grote (2008), „Equity gap? Which equity gap? On the financing structure of Germany's Mittelstand“, Frankfurt School of Finance & Management, Working Paper, Nr. 106.
- Baretti, C., D. M. Radulescu und M. Stimmelmayer (2008), „The corporate tax reform of 2008: Germany's answer to globalisation – or just patchwork?“, CESifo DICE Report 3/2008.
- Bartzsch, N. (2008), „Precautionary saving and income uncertainty in Germany – New evidence from microdata“, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Justus-Liebig University Giessen, Department of Statistics and Economics, Bd. 228, Nr. 1, S. 5-24.
- Becker, J., C. Fuest und T. Hemmelgarn (2006), „Corporate tax reform and foreign direct investment in Germany – Evidence from firm-level data“, CESifo Working Paper, Nr. 1722.
- Benkovskis, K. und J. Wörz (2014), „What drives the market share changes? Price versus non-price factors“, ECB Working Paper Series, Nr. 1640.
- Bernanke, B. (2007), „Global imbalances: Recent developments and prospects“, Bundesbank Lecture. Berlin, Deutschland.
- Bernanke, B., C. Bertaut, L. DeMarco und S. Kamin (2011), „International capital flows and the returns to safe assets in the United States, 2003-2007“, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, Nr. 1014.
- Beusch, E., B. Döbeli, A. Fischer, und P. Yeşin (2013), „Merchanting and current account balances“, Swiss National Bank Working Papers, Nr. 06/2013.
- Bibow, J. (2013), „Germany and the euroland crisis: The making of a vulnerable haven“, Levy Economics Institute Working Paper, Nr. 767.
- Blazejczak, J., J. Diekmann, D. Edler, C. Kemfert, K. Neuhoff und W.-P. Schill (2013), „Energy transition calls for high investment“, DIW Economic Bulletin, Nr. 9/2013.
- Bornhorst, F. und A. Mody (2012), „Tests of German Resilience“, IMF Working Paper, Nr. 12239.
- Börsch-Supan, A., A. Reil-Helda, R. Rodepeter, R. Schnabel und J. Winter (2001), „The German savings puzzle“, Research in Economics, Bd. 55, Nr. 1, S. 15–38.
- Börsch-Supan, A., M. Coppola und A. Reil-Held (2013), „Riester pensions in Germany: Design, dynamics, targeting success, and crowding-in“, in R. Hinz, R. Holzmann, D. Tuesta und N. Takayama (eds), *Matching contributions for*

- pensions: A review of international experience*, World Bank, Washington, DC, 2013.
- Bos, W., H. Wendt, O. Köller und C. Selter (2012), „TIMSS 2011 — Mathematische und naturwissenschaftliche Kompetenzen von Grundschulkindern in Deutschland im internationalen Vergleich“, Waxmann, Münster.
- Brehmer, W. und H. Seifert (2008), „Sind atypische Beschäftigungsverhältnisse prekär? Eine empirische Analyse sozialer Risiken“, Zeitschrift für Arbeitsmarkt Forschung, Bd. 41, Nr. 4, S. 501-531.
- Brenke, K. (2011), „Einkommensumverteilung schwächt privaten Verbrauch“, DIW Wochenbericht, Nr. 8/2011.
- Brenke, K. und W. Eichhorst (2010), „Arbeitsmarktpolitik: Falsche Anreize vermeiden, Fehlentwicklungen korrigieren“, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, Bd. 79, Nr. 1, S. 56-84.
- Brenke, K. und G. G. Wagner (2013), „Ungleiche Verteilung der Einkommen bremst das Wirtschaftswachstum“, Wirtschaftsdienst, Bd. 93, Nr. 2, S. 110-116.
- Broadbent, B., D. Schumacher und S. Schels (2004), „No gain without pain — Germany's adjustment to a higher cost of capital“, Goldman Sachs Global Economics Paper, Nr. 103.
- Brufman, L., L. Martinez und R. Artica (2013), „What are the causes of the growing trend of excess savings of the corporate sector in developed countries? An empirical analysis of three hypotheses“, World Bank Policy Research Working Paper Series, Nr. 6571.
- Bruno, V. und H. Song Shin (2012), „Capital flows, cross-border banking and global liquidity“, Princeton University Working Paper.
- Buetzer, S., C. Jordan und L. Stracca (2013), „Macroeconomic imbalances in the euro area: a matter of trust?“, ECB Working Paper Series, Nr. 1584.
- Bundesagentur für Arbeit (2011), „Sockel- und Langzeitarbeitslosigkeit“, Der Arbeitsmarkt in Deutschland, Arbeitsmarktberichterstattung.
- Bundesagentur für Arbeit (2013), „Sozialversicherungspflichtige Bruttoarbeitsentgelte — Entgeltstatistik — Stichtag 31. Dezember 2012“, Arbeitsmarkt in Zahlen, Beschäftigungsstatistik.
- Bundesministerium der Finanzen (2013a), „Erfolgreiche Konsolidierung der öffentlichen Haushalte“, Monatsbericht August 2013.
- Bundesministerium der Finanzen (2013b), „Wettbewerbsfähigkeit im Euroraum – Fortschritte und Herausforderungen“, Monatsbericht Dezember 2013.
- Bundesministerium der Finanzen (2013), „Übersicht über die Haushaltsplanung gemäß Verordnung (EU) Nr. 473/2013“.
- Bundesministerium der Finanzen (2013), „Deutsches Stabilitätsprogramm 2013“.
- Bundesministerium für Familie, Senioren, Frauen und Jugend (2012), „Frauen im Minijob“.
- Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (2012), „Verkehr in Zahlen 2012/2013“.
- Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2013a), „Die Wirkung wirtschaftspolitischer Unsicherheit auf das Investitionsverhalten in Deutschland“, Monatsbericht August 2013.
- Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2013b), „Investitionsschwäche in Deutschland?“, Monatsbericht Dezember 2013.
- Bundesnetzagentur (2012), „Monitoringbericht 2012“.
- Bundesrat (2012), „Zukunft der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung. Abschlussbericht der Kommission 'Zukunft der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung“.
- Burda, M.C. und J. Hunt (2011), „What explains the German labour market miracle in the great recession?“, IZA Discussion Paper, Nr. 5800.
- Buslei, H. und M. Simmler (2012), „The impact of introducing an interest barrier: evidence from the

- German corporate tax reform 2008“, DIW Discussion Papers, Nr. 1215.
- Büttner, T., M. Overesch, U. Schreiber und G. Wamser (2008), „The impact of thin-capitalization rules on multinationals' financing and investment decisions“, Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1: Economic Studies, Nr. 03/2008.
- CDU, CSU und SPD (2013), „Deutschlands Zukunft gestalten. Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD. 18. Legislaturperiode“.
- Cecchetti, S., R. McCauley und P. McGuire (2012), „Interpreting target balances“, BIS Working Papers, Nr. 393.
- CEPS (2010), „Bank state aid in the financial crisis — fragmentation or level playing field“, CEPS task force report.
- Chen, R., G. M. Milesi-Ferretti und T. Tresselt (2013), „External imbalances in the eurozone“, *Economic Policy*, Bd. 28, Nr. 73, S. 101–142.
- Ciriaci, D., S. Montresor und D. Palma (2013), „Do KIBS make manufacturing more innovative? An empirical investigation for four European countries“, *EC JRC-IPTS Working Papers on Corporate R&D and Innovation*, Nr. 4/2013.
- Ciriaci, D. und D. Palma (2012), „To what extent are knowledge-intensive business services contributing to manufacturing? A subsystem approach“, *EC JRC-IPTS Working Papers on Corporate R&D and Innovation*, Nr. 2/2012.
- De Castro Campos, M., C. Kool und J. Muysken (2013), „Cross-country private saving heterogeneity and culture“, *De Economist*, Bd. 161, Nr. 2, S. 101–120.
- Deutsche Bank Research (2011), „German households: Strong savers but weak investors“, *Current Issues*, Juni 2011.
- Deutsche Bundesbank (2000), „The economic scene in Germany in summer 2000“, *Monatsbericht* 08/2000.
- Deutsche Bundesbank (2004), „Demographic burdens on growth and wealth in Germany“, *Monatsbericht* 12/2004.
- Deutsche Bundesbank (2006), „German foreign direct investment (FDI) relationships: recent trends and macroeconomic effects“, *Monatsbericht* 09/2006.
- Deutsche Bundesbank (2007a), „Private consumption in Germany since reunification“, *Monatsbericht* 9/2007.
- Deutsche Bundesbank (2007b), „Investment activity in Germany under the influence of technological change and competition among production locations“, *Monatsbericht* 01/2007.
- Deutsche Bundesbank (2007c), „The economic scene in Germany around the turn of 2006-07“, *Monatsbericht* 02/2007.
- Deutsche Bundesbank (2009), „Developments in lending to the German private sector during the global financial crisis“, *Monatsbericht* 09/2009.
- Deutsche Bundesbank (2011a), „Hochgerechnete Angaben aus Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen von 1997 bis 2009“, *Statistische Sonderveröffentlichung* 5.
- Deutsche Bundesbank (2011b), „Leasing financing in Germany“, *Monatsbericht* 07/2011.
- Deutsche Bundesbank (2012a), „Die langfristige Unternehmensfinanzierung in Deutschland — Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung“, *Monatsbericht* 01/2012.
- Deutsche Bundesbank (2012b), „The financial crisis and balance of payments developments within the euro area“, *Monatsbericht* 10/2012.
- Deutsche Bundesbank (2013a), „Household wealth and finances in Germany: results of the Bundesbank survey“, *Monatsbericht* 06/2013.
- Deutsche Bundesbank (2013b), „The determinants and regional dependencies of house price increases since 2010“, *Monatsbericht* 10/2013.
- Deutsche Bundesbank (2013c), „German enterprises' profitability and financing in 2012“, *Monatsbericht* 12/2013.
- Deutsche Bundesbank (2013d), „Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für

- Deutschland — 2007 bis 2012“, Statistische Sonderveröffentlichung 4.
- Deutsche Bundesbank (2013e), „Bestimmungsfaktoren für die mengenmäßige Entwicklung der Wohnungsbaukredite an private Haushalte in Deutschland“, Monatsbericht 07/2013.
- Deutsche Bundesbank (2013f), „The performance of German credit institutions in 2012“, Monatsbericht 09/2013.
- Deutsche Bundesbank (2013g), „Zu den Ursachen für die jüngste Schwäche der deutschen Warenexporte nach China“, Monatsbericht 11/2013.
- Deutsche Bundesbank (2013h), „Macroeconomic approaches to assessing price competitiveness“, Monatsbericht 10/2013.
- Deutscher Industrie- und Handelskammertag (2014), „Konjunktur auf Kurs, Politik erhöht Risiken“.
- Devries, P., J. Guajardo, D. Leigh und A. Pescatori (2011), „A new action-based dataset of fiscal consolidation“, IMF Working Paper, Nr. WP/11/128.
- Dewatripoint, M., G. Nguyen, P. Praet und A. Sapir (2010), „The role of state aid control in improving bank resolution in Europe“, Bruegel Policy Contribution, Nr. 2010/04.
- DIW (2006), „Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 2006“, DIW Wochenbericht, Nr. 18/2006.
- Dreger, C. und K. A. Kholodin (2013), „Immobilienmärkte im internationalen Vergleich“, DIW Wochenbericht, Nr. 17/2013.
- Dreßler, D. und U. Scheuering (2012), „Empirical evaluation of interest barrier effects“, ZEW Discussion Papers, Nr. 12-046.
- Dustmann, C., B. Fitzenberger, U. Schönberg und A. Spitz-Oener (2014), „From sick man of Europe to economic superstar: Germany's resurgent economy“, Journal of Economic Perspectives, Bd. 28, Nr. 1, S. 167-188.
- Düwel, C., R. Frey und A. Lipponer (2011), „Cross-border bank lending, risk aversion and the financial crisis“, Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1: Economic Studies, Nr. 29/2011.
- Eichhorst, W. und P. Marx (2009), „Reforming German labour market institutions: a dual path to flexibility“, IZA Discussion Papers, Nr. 4100.
- ENTSO-E (2012), „Ten-year network development plan 2012“.
- Eppendorfer, C. und M. Stierle (2008), „German consumption: is there hope for a revival?“, ECFIN Country Focus, Bd. 5, Nr. 6.
- Estrada A., J. Gali und D. Lopez-Salido (2013), „Patterns of convergence and divergence in the euro area“, NBER Working Papers, Nr. 19561.
- Europäische Zentralbank (2003), „Structural factors in the EU housing markets“, ECB Report 03/2003.
- Europäische Zentralbank (2012), „Competitiveness and external imbalances within the euro area“, Occasional Paper Series, Nr. 139.
- Europäische Kommission (2007), „Country study: Raising Germany's growth potential“, European Economy, Occasional Papers, Nr. 28.
- Europäische Kommission (2009a), „Economic crisis in Europe: Causes, consequences and responses“, European Economy, Nr. 7/2009.
- Europäische Kommission (2009b), „Focus: Trends in European banking“, Quarterly Report on the Euro Area, Bd. 8, Nr. 4.
- Europäische Kommission (2012a), „Current account surpluses in the EU“, European Economy, Nr. 9/2012.
- Europäische Kommission (2012b), „A closer look at some drivers of the trade performance at Member State level“, Quarterly Report on the Euro Area, Bd. 11, Nr. 2.
- Europäische Kommission (2013a), „Report on public finances in EMU 2013“, European Economy, Nr. 4/2013.

- Europäische Kommission (2013b), „Assessment of the 2013 national reform programme and stability programme for Germany“, Commission Staff Working Document, Nr. (2013)355.
- Europäische Kommission (2013c), „Taxation trends in the European Union — Data for the EU Member States, Iceland and Norway“.
- Europäische Kommission (2013d), „The growth impact of structural reforms“, Quarterly Report on the Euro Area, Bd. 12, Nr. 4.
- Europäische Kommission (2013e), „European financial stability and integration report 2012“.
- Europäische Kommission (2013f), „Product market Review 2013 — Financing the real economy“, European Economy, Nr. 8/2013.
- Europäische Kommission (2013g), „Assessing the impact of uncertainty on consumption and investment“, Quarterly Report on the Euro Area, Bd. 12, Nr. 2.
- Europäische Kommission (2013h), „Benchmarks for the assessment of wage developments“, European Economy, Occasional Papers, Nr. 146.
- Europäische Kommission (2013i), „European Economic Forecast — Autumn 2013“, European Economy, Nr. 7/2013.
- Europäische Kommission (2014a), „Energy economic developments in Europe“, European Economy, Nr. 1/2014.
- Europäische Kommission (2014b), „European Economic Forecast — Winter 2014“, European Economy, Nr. 2/2014.
- Expertenkommission Forschung und Innovation (2013), „Gutachten zu Forschung, Innovation und Technologischer Leistungsfähigkeit Deutschlands“.
- Fichtner, F., S. Junker und C. Schwäbe (2012), „Die Einkommensverteilung: eine wichtige Größe für die Konjunkturprognose“, DIW Wochenbericht Nr. 22/2012.
- Gern, H.-J. und N. Jannsen (2009), „Do we face a credit crunch?“, in H. Klodt und H. Lemment (eds), *The crisis and beyond*, Kiel Institute for the World Economy.
- Gilquin, G. (2013), „Le secteur bancaire en Allemagne“, *Revue d'Economie Financière*, Nr. 111.
- Gluch, E. (2005), „Langfristig keine ungünstigen Aussichten für den Wirtschaftsbau in Deutschland“, ifo Schnelldienst, Nr. 4/2005.
- Grabka, M. M. und J. Goebel (2013), „Rückgang der Einkommensungleichheit stockt“, DIW Wochenbericht, Nr. 46/2013.
- Gräf, B. und S. Schneider (2011), „German households: strong savers but weak investors“, Deutsche Bank Research, Current issues.
- Hartmann-Wendels, T., I. Stein und A. Stöter (2012), „Tax incentives and capital structure choice: evidence from Germany“, Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Nr. 18/2012.
- Hartwig, K.-H., H. Armbrecht, M. Rückert, H. Tegner, H. Ehrmann, T. Franke und K. Wanner (2007), „Verkehrsinfrastruktur-Benchmarking Europa — Verkehrsinfrastrukturausstattung und verkehrspolitische Rahmenbedingungen in ausgewählten europäischen Staaten“, ifmo-studien.
- Hohendanner, C. und J. Stegmaier (2012), „Umstrittene Minijobs“, IAB-Kurzbericht, Nr. 24/2012.
- Hüfner, F. (2010), „The German banking system: Lessons from the financial crisis“, OECD Economics Department Working Papers, Nr. 788.
- IFO Institut (2013), „Öffentliche Infrastrukturinvestitionen: Entwicklung, Bestimmungsfaktoren und Wachstumsauswirkungen“.
- IMD (2013), „World Competitiveness Yearbook 2013“.
- Institut für Angewandte Wirtschaftsforschung und Universität Tübingen (2011), „Aktualisierung der Berichterstattung über die Verteilung von Einkommen und Vermögen in Deutschland — Endbericht an das Bundesministerium für Arbeit und Soziales“.

- Internationaler Währungsfonds (2003), „Germany: Selected Issues“, IMF Country Report, Nr. 03/342.
- Internationaler Währungsfonds (2006a), „Germany: Selected Issues“, IMF Country Report, Nr. 06/436.
- Internationaler Währungsfonds (2006b), „World economic outlook April 2006 — Globalization and inflation“.
- Internationaler Währungsfonds (2012), „Germany 2012 Article IV Consultation“, IMF Country Report, Nr. 12/161.
- Internationaler Währungsfonds (2013), „German-Central European supply chain — Cluster report“, IMF Country Report, Nr. 13/263.
- In 't Veld, J. (2013), „Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core“, European Economy, Economic Papers, Nr. 506.
- Jensen, M. (1986), „Agency costs of free cash-flow, corporate finance, and takeovers“, American Economic Review, Bd. 76, Nr. 2, S. 323-329.
- Kajuth, F., T. A. Knetsch und N. Pinkwart (2013), „Assessing house prices in Germany: Evidence from an estimated stock-flow model using regional data“, Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Nr. 46/2013.
- Kaserer, C., M. S. Rapp und O. Trinchera (2012), „Payout policy and corporate insiders: Evidence from the German Tax Reduction Act 2001“, Zeitschrift für Betriebswirtschaft Bd. 82, Special Issue 5/2012, S. 85-114.
- KfW (2013a), „Verkehrsinfrastruktur – Der Bedarf ist in den Kommunen!“, KfW Economic Research, Volkswirtschaft Kompakt.
- KfW (2013b), „KfW-Kommunalpanel 2012“.
- Klar, E. und J. Slacalek (2006), „Entwicklung der Sparquote in Deutschland – Hindernis für die Erholung der Konsumnachfrage“, DIW Wochenbericht, Nr. 40/2006.
- Knetsch, T. A. (2011), „Trend and cycle features in German residential investment before and after reunification“, in O. de Bandt, T. Knetsch, J. Peñalosa und F. Zollino (eds), *Housing Markets in Europe: A Macroeconomic Perspective*, Springer-Verlag, Berlin Heidelberg.
- Kolerus, C., I. Koske und F. Hüfner (2012), „Selected aspects of household savings in Germany — Evidence from micro-data“, OECD Economics Department Working Papers, Nr. 999.
- Kollmann, R., M. Ratto, W. Roeger, J. in 't Veld und L. Vogel (2014), „What drives the German current account? And how does it affect other EU member states?“, European Economy, Economic Papers (forthcoming).
- Körner, T., H. Meinken und K. Puch (2013), „Wer sind die ausschließlich geringfügig Beschäftigten? Eine Analyse nach sozialer Lebenslage“. Statistisches Bundesamt, Wirtschaft und Statistik.
- Kunert, U. und H. Link (2013), „Transport infrastructure: Higher investments needed to preserve assets“, DIW Economic Bulletin, Nr. 10/2013.
- Mannheim Research Institute for the Economics of Aging (2008), „Das Sparverhalten der deutschen Haushalte — Wie viel, warum und wie spart man in Deutschland“, MEA Policy Brief, Nr. 5.
- Mojon, B., F. Smets und P. Vermeulen (2001), „Investment and monetary policy in the euro area“, ECB Working Papers, Nr. 078.
- Nehls, H. und T. Schmidt (2003), „Credit crunch in Germany?“, RWI Discussion Papers, Nr. 6.
- Noeth, B. und R. Sengupta (2012), „Global European banks and the financial crisis“, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Bd. 94, Nr. 6, S. 457-79.
- OECD (2011a), „Divided we stand – Why inequality keeps rising“, OECD Publishing.
- OECD (2011b), „Science, technology and industry scoreboard 2011 — Innovation and growth in knowledge economies“.
- OECD (2012a), „OECD employment outlook 2012“, OECD Publishing.

- OECD (2012b), „Education at a glance 2012: OECD indicators“, OECD Publishing.
- OECD (2013a), „Pensions at a glance 2013: OECD and G20 indicators“, OECD Publishing.
- OECD (2013b), „Tax administration 2013: Comparative information on OECD and other advanced and emerging economies“, OECD Publishing.
- OECD (2013c), „Main science and technology indicators: Vol. 2013/1“, OECD Publishing.
- OECD/WTO (2013), „OECD/WTO Trade in Value Added (TiVA) indicators — Country note Germany“, May 2013 release of the Trade in Value Added (TiVA) database.
- Papadia, F. (2013), „Should German workers be paid more? Or, Do we have an omitted variable basis?“, Money Matters? Perspectives on Monetary Policy.
- Puri, M., J. Rocholl und S. Steffen (2009), „Global retail lending in the aftermath of the US financial crisis: Distinguishing between supply and demand effects“, Journal of Financial Economics, Bd. 100, Nr. 3, S. 556-578.
- PwC und World Bank/IFC (2013), „Paying taxes 2014: The global picture — A comparison of tax systems in 189 economies worldwide“.
- Reidenbach, M., T. Bracher, B. Grabow, S. Schneider und A. Seidel-Schulze (2008), „Investitionsrückstand und Investitionsbedarf der Kommunen: Ausmaß, Ursachen, Folgen, Strategien“, Edition Difuf, Band 4.
- Rhein, T. (2013), „Deutsche Geringverdiener im europäischen Vergleich“. IAB-Kurzbericht, Nr. 15/2013.
- Ruf, M. und D. Schindler (2012), „Debt shifting and thin capitalisation rules — German experience and alternative approaches“, Working Paper.
- Ruscher, E. und G. Wolff (2013), „Corporate balance sheet adjustment: Stylized facts, causes and consequences“, Review of Economics, Bd. 64, Nr. 2, S. 117-138.
- Sachverständigenrat (2002), „Zwanzig Punkte für Beschäftigung und Wachstum“, Jahresgutachten 2002/03.
- Sachverständigenrat (2008), „Das deutsche Finanzsystem: Effizienz steigern – Stabilität erhöhen“, Expertise im Auftrag der Bundesregierung.
- Sachverständigenrat (2011), „Verantwortung für Europa wahrnehmen“, Jahresgutachten 2011/12.
- Sachverständigenrat (2012), „Stabile Architektur für Europa — Handlungsbedarf im Inland“, Jahresgutachten 2012/13.
- Sachverständigenrat (2013), „Gegen eine rückwärtsgerandete Wirtschaftspolitik“, Jahresgutachten 2013/14.
- Schmid, K. D. und U. Stein (2013), „Explaining rising income inequality in Germany, 1991-2010“, SOEP Papers, Nr. 592/2013.
- Schoenmaker, D. (2013), „Post-crisis reversal in banking and insurance integration: An empirical survey“, European Economy, Economic Papers, Nr. 496.
- Shin, H. S. (2011), „Global banking glut and loan risk premium“, Mundell-Fleming Lecture, presented at the 2011 IMF Annual Research Conference.
- Sinn, H. W. (2003), „Bazaar economy“, Ifo Viewpoint, Nr. 50.
- Spieß, C. K. (2013), „Investments in education: The early years offer great potential“, DIW Economic Bulletin, Nr. 10/2013.
- Statistisches Bundesamt (2012a), „Niedriglohn und Beschäftigung 2010“, Begleitmaterial zur Pressekonferenz am 10. September 2012 in Berlin.
- Statistisches Bundesamt (2012b), „Bildungsfinanzbericht 2012“.
- Stein, U. (2009), „Zur Entwicklung der Sparquoten der privaten Haushalte — Eine Auswertung von Haushaltsdaten des SOEP“, SOEP Papers, Nr. 249/2009.

Stirböck, C. (2006), „How strong is the impact of exports and other demand components on German import demand? Evidence from euro-area and non-euro-area imports“, Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1: Economic Studies, Nr. 39/2006.

Timmer, M., B. Los, R. Stehrer und G. de Vries (2013), „Rethinking competitiveness: The global value chain revolution“, VoxEU.org, 26. Juni.

Von Kalckreuth, U. (2003), „Exploring the role of uncertainty for corporate investment decisions in Germany“, Swiss Journal of Economics and Statistics, Bd. 139, Nr. 2, S. 173-206.

Von Kalckreuth, U. und L. Silbermann (2010), „Bubbles and incentives: A post-mortem of the Neuer Markt in Germany“, Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1: Economic Studies, Nr. 15/2010.

Wang, M., M. O. Rieger und T. Hens (2010), „How time preferences differ: Evidence from 45 countries“, SFI Working Paper, Nr. 09-47.

Waysand, C., K. Ross und J. de Guzman (2010), „European financial linkages: A new look at imbalances“, IMF Working Paper, Nr. 10/295.

Weber, J. P. (2013), „Bezieher niedriger Einkommen sparen zu wenig“, BVR Volkswirtschafts special, Nr. 4/2013.

Weltbank (2013), „Doing business 2014“.

Weltwirtschaftsforum (2013), „The global competitiveness report 2013–2014“.

Zapf, I. (2012), „Flexibilität am Arbeitsmarkt durch Überstunden und Arbeitszeitkonten“, IAB Forschungsbericht, Nr. 3/2012.

ZEW (2013), „Effective tax levels using the Devereux/Griffith methodology“, Project for the European Commission, TAXUD/2008/CC/099.