



Brüssel, den 5.3.2014  
SWD(2014) 78 final

PART 1/2

**ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN**

**Makroökonomische Ungleichgewichte - Deutschland 2014**

## **Ergebnisse der vertieften Überprüfungen nach Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 über die Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte**

In **Deutschland** bestehen *makroökonomische Ungleichgewichte, die ein Monitoring und politische Maßnahmen erfordern*. So weist die Leistungsbilanz aufgrund der hohen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands kontinuierlich sehr hohe Überschüsse auf, während ein großer Teil der Ersparnisse im Ausland investiert wurde. Dies ist auch ein Anzeichen dafür, dass das auf der Binnennachfrage beruhende Wachstum nach wie vor gedämpft ist und die wirtschaftlichen Ressourcen möglicherweise nicht effizient zugewiesen werden. Auch wenn der hohe Leistungsbilanzüberschuss keine vergleichbaren Risiken birgt wie hohe Defizite, sollten der Umfang und der Fortbestand dieses Überschusses in Deutschland aufmerksam verfolgt werden. Angesichts der Größe der deutschen Wirtschaft sind Maßnahmen, die das Risiko nachteiliger Auswirkungen auf die deutsche Wirtschaft und das Euro-Währungsgebiet verringern sollen, besonders wichtig.

Die relativ geringen Investitionen im privaten und öffentlichen Sektor sowie der über längere Zeit gedämpfte private Verbrauch trugen zu einem moderaten Wachstum, einem rückläufigen Trendwachstum, einer größeren Abhängigkeit der Wirtschaft von der Auslandsnachfrage und dem Aufbau eines Außenhandelsüberschusses bei. Daher müssen nun geeignete Maßnahmen zur Stärkung der Binnennachfrage und des Wachstumspotenzials der Wirtschaft ermittelt und durchgeführt werden. Eine Aufstockung der Investitionen in Sach- und Humankapital und die Förderung von Effizienzgewinnen in allen Wirtschaftszweigen (unter anderem durch Freisetzung des Wachstumspotenzials des Dienstleistungssektors, was auch zu einer weiteren Verbesserung des Arbeitskräfteangebots beitragen würde) stellen somit zentrale politische Aufgaben dar.

COM(2014) 150 final vom 5.3.2014

## TABELLENVERZEICHNIS

2.1.	Potenzialwachstum	17
2.2.	Wichtige wirtschaftliche, finanzielle und soziale Indikatoren - Deutschland	20
3.1.	Änderung des Leistungsbilanzsaldos und Beiträge der Ersparnisse und Investitionen nach Sektoren (in Prozentpunkten des BIP)	25
3.2.	Schätzungen des deutschen Leistungsbilanzsaldos auf der Grundlage von fundamentalen Determinanten (verschiedene Quellen)	25
3.3.	Annual average differences between the growth rate in compensation per employee and wage benchmarks	34
3.4.	Shares in total monthly household savings by income decile. Saving rates by income decile	35

## VERZEICHNIS DER GRAFIKEN

2.1.	Bruttoinlandsprodukt in konstanten Preisen (2000=100)	17
2.2.	Durchschnittliches jährliches BIP-Wachstum und Beiträge der Nachfragekomponenten (in %, Prozentpunkten, pro Jahr)	17
2.3.	Binnennachfrage in konstanten Preisen (2000=100)	17
2.4.	Entwicklung des Arbeitsmarkts und der Lohnstückkosten	18
2.5.	Reallöhne (2000=100)	18
2.6.	Entwicklung der Produktivität	18
2.7.	Potenzialwachstumsrate und Beiträge der Produktivitätsfaktoren (in %, Prozentpunkten, pro Jahr)	19
2.8.	Bevölkerungsvorausberechnung (in Mio. Personen)	19
2.9.	Hauptbestandteile der BWS nach Sektor (in % der Gesamt-BWS)	19
2.10.	Mehrwert im Dienstleistungssektor (durchschn. jährl. Wachstum, 2000-2012, in %)	20
2.11.	Leistungsbilanz nach Regionen (in % des BIP)	20
2.12.	Struktur der Verschuldung nach Sektoren (konsolidiert, in % des BIP)	20
2.13.	Staatsdefizit und Staatsverschuldung (in % des BIP)	21
2.14.	Kreditvergabe nach Sektoren (konsolidiert, in % des BIP)	21
3.1.	Leistungsbilanz, inländische Ersparnisse und Investitionen (in % des BIP)	25
3.2.	Veränderung des Sparüberhangs und sektorale Beiträge (in Prozentpunkten des BIP)	25
3.3.	Sparüberhang nach Sektoren und Leistungsbilanz (in % des BIP)	25
3.4.	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften - Ersparnisse, Investitionen und Sparüberhang (in % des BIP)	28
3.5.	Kapitalgesellschaften des Finanzsektors - Ersparnisse, Investitionen und Sparüberhang (in % des BIP)	28
3.6.	Private Haushalte - Ersparnisse, Investitionen und Sparüberhang (in % des BIP)	28
3.7.	Sektor Staat - Ersparnisse, Investitionen und Sparüberhang (in % des BIP)	28
3.8.	Shock decomposition of Germany's trade balance (% of GDP)	29
3.9.	Private consumption in current prices (index, 2000=100)	30
3.10.	Private consumption in constant prices (index, 2000=100)	31

3.11.	Nominal and real disposable income of households (index, 2000=100)	31
3.12.	Real gross disposable income of households - annual % change and contributions by component	31
3.13.	Compensation of employees and property and entrepreneurial income (index, 1991=100)	32
3.14.	Adjusted wage share at market prices	32
3.15.	Employees, hours worked, hours worked per employee (total economy, 2000=100)	34
3.16.	Hours worked (total economy, 2000=100)	34
3.17.	Regular employment, non-regular employment, self-employed and unemployed (in millions)	35
3.18.	Growth in hourly real wages by sector (%)	35
3.19.	Compensation per employee in tradable and non-tradable sectors (2000=100)	36
3.20.	Gross households saving rate	37
3.21.	Household savings rate per income quartile	37
3.22.	Share of private sector GFCF in GDP in current prices	41
3.23.	Potential growth, 2013 estimate and earlier vintages	41
3.24.	Net investment as share in GDP and per employee	42
3.25.	Investment gap <sup>1</sup> vis-a-vis EA w/out IE and ES, contributions by investment good type	45
3.26.	Share of machinery and equipment investment in GDP in current prices	45
3.27.	ME investment -levels, volumes and deflator (index, 2000=100)	45
3.28.	ME investment and goods exports in constant prices (annual % chg., nsa)	46
3.29.	ME investment in current prices: annual % chg. and contributions by branches	46
3.30.	Share of construction investment in GDP in current prices	46
3.31.	Share of other investment in GDP in current prices	46
3.32.	Housing and non-housing investment to GDP ratio (index, 1991=100)	47
3.33.	Real house prices (index, 2008=100)	47
3.34.	Nominal house prices in selected countries (index, 1995=100)	48
3.35.	House prices vs. private consumption growth	48
3.36.	Decomposition of non-housing investment (index, 1991=1000, volumes)	48
3.37.	Non-housing investment (% of GDP, values)	48
3.38.	Change of banks' credit standards for loans to firms over previous 3 months (net percentage)	49
3.39.	Non-financial corporate sector - share of gross savings in GVA	54
3.40.	Financial corporate sector - share of gross savings in GVA	54
3.41.	Non-financial corporate sector - share of gross operating surplus in GVA	56
3.42.	NFC- net acquisition of fin. assets and net incurrence of fin. liabilities	56
3.43.	NFC - net incurrence of fin. liabilities and components	56
3.44.	NFC - net acquisition of fin. assets and components	57
3.45.	Total revenue, total expenditure and net borrowing (% of GDP)	60
3.46.	Fiscal Stance according to the structural balance and Discretionary Fiscal Effort (% of GDP)	60
3.47.	Debt-to-GDP ratio (% of GDP)	61
3.48.	Gross fixed capital formation of general government (% of GDP)	62
3.49.	Net fixed capital formation of general government (% of GDP)	62

3.50. Gross fixed capital formation of general government (% of GDP)	62
3.51. Net fixed capital formation by layer of government (% of GDP)	64

## VERZEICHNIS DER KÄSTEN

3.1. Increasing flexibility in the German labour market	32
3.2. Households' financial balance sheets and consumer credit growth	37
3.3. Competition in the services sectors	42
3.3. House prices in Germany	50
3.4. Energiewende	53
3.5. Quantifying the infrastructure investment gap in Germany	63
4.1. The impact of valuation changes on the NIIP	70
4.2. The role of the Target2 balances	77
A.1. A model-based analysis of trade balance drivers: a detailed interpretation of the shock decomposition	107
A.2. Eine Leistungsbilanznorm für Deutschland	109



## ZUSAMMENFASSUNG UND SCHLUSSFOLGERUNGEN

In ihrem am 13. November 2013 veröffentlichten Warnmechanismusbericht (WMB) gab die Kommission ihre Entscheidung bekannt, Deutschland zur Feststellung etwaiger Ungleichgewichte einer vertieften Überprüfung (in-depth review, IDR) zu unterziehen. Insbesondere die Dynamik der deutschen Zahlungsbilanzposition rechtfertigte weitergehende Untersuchungen, die das Verständnis der Rolle, die bestimmte binnenwirtschaftliche Faktoren und Finanzierungsströme für die Leistungsbilanzentwicklungen spielen, zu verbessern. Zu diesem Zweck wird die deutsche Volkswirtschaft in diesem Bericht einer Wirtschaftsanalyse unterzogen, was mit der Überwachung im Rahmen des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht (VMU) in Einklang steht. Die wichtigsten Schlussfolgerungen und Ergebnisse dieser Analyse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- **Seit 2007 weist Deutschland einen hohen Leistungsbilanzüberschuss von 6-7 % des BIP auf. Dieser Überschuss blieb während der Krise auf weitgehend unverändertem Stand und dürfte auch in den kommenden Jahren nicht unter die 6 %-Marke fallen.** Zwar gehen die Kommissionsdienststellen von einem leichten Rückgang aus, doch er könnte sogar noch weiter anwachsen. Die Ausweitung des deutschen Leistungsbilanzüberschusses ist vorwiegend dem privaten Sektor zuzuschreiben. Sie ist sowohl auf einen Anstieg der Nettoersparnisse der privaten Haushalte als auch darauf zurückzuführen, dass sich das Finanzierungsdefizit der Unternehmen in einen Finanzierungsüberschuss verwandelt hat. Ein Leistungsbilanzüberschuss entspricht zwar den strukturellen Charakteristika der deutschen Wirtschaft. Doch scheinen sich weder sein Entstehungstempo noch sein Fortbestehen während einer von Korrekturen innerhalb des Euro-Währungsgebiets geprägten Zeit durch üblicherweise zu Leistungsbilanzüberschüssen führende Faktoren erklären zu lassen. Dies ist zunächst ein Anzeichen für eine nicht gänzlich effiziente Allokation der wirtschaftlichen Ressourcen, was letztendlich dem wirtschaftlichen Wohlstand in Deutschland schaden könnte.
- **Die vertiefte Überprüfung hat gezeigt, dass es für den deutschen Leistungsbilanzüberschuss nicht nur eine Erklärung gibt, sondern dass binnenwirtschaftliche Entwicklungen einer der Hauptgründe für den anhaltend hohen Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands sind.** Es ist das Zusammenspiel verschiedener Faktoren und Entwicklungen in Deutschland selbst, weltweit und bei seinen Partnern des Euro-Währungsgebiets, die die Spar- und Investitionsmuster der Binnenwirtschaft beeinflusst haben und schließlich zu diesem Überschuss geführt haben. Über einen Zeitraum von mehr als zehn Jahren haben diese Faktoren die Ersparnisse der privaten Haushalte erhöht, das Wachstum des Verbrauchs gedämpft und gleichzeitig die Investitionen der Unternehmen gebremst und ihre Nettoersparnisse in die Höhe getrieben. Bei den Entwicklungen im öffentlichen Sektor fällt auf, dass sich die öffentlichen Investitionen auf anhaltend niedrigem, abnehmendem Stand befinden. Im Ergebnis hat dies zu einer verhaltenen Binnennachfrage und einem schwächeren Wachstum geführt als mit einem ausgewogeneren Wachstumsmuster hätte erreicht werden können.
- **Auch externe Faktoren haben den Überschuss begünstigt, indem sie die Nachfrage nach deutschen Produkten ankurbelten und die Kapitalexporte stärkten.** Die Ausweitung des deutschen Leistungsbilanzüberschusses fiel mit der Einführung des Euro zusammen, die zur Folge hatte, dass die Risikoprämien für Investitionen im gesamten Euro-Währungsgebiet sanken, während die Finanzmarktintegration in der EU voranschritt und einige Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets ihren Rückstand aufholten. Auch die erweiterungsbedingte Vergrößerung des Binnenmarkts und die Ausweitung des Welthandels begünstigten die Entwicklung der Leistungsbilanz. Vor der Krise konnte Deutschland zudem aufgrund seiner Wettbewerbsvorteile hinsichtlich der Arbeitskosten und Preise Handelsüberschüsse mit seinen Partnern im Euro-Währungsgebiet erzielen. Nach der jüngsten Krise hat sich die Preiswettbewerbsfähigkeit Deutschlands gegenüber den außereuropäischen Industrieländern erholt, was die Umlenkung der Exporte auf den Rest der Welt erleichterte. Gestützt wird die Exportstärke Deutschlands durch seine starken exportorientierten Hersteller und die Tatsache, dass diese die Vorteile der Globalisierung erfolgreich nutzen, indem sie globale Wertschöpfungsketten schaffen, die die nichtpreisliche Wettbewerbsfähigkeit verbessern. Hinzu kommt, dass viele deutsche Hersteller in

Nischenbereichen Marktführer sind. Während diese Faktoren Deutschlands Exportleistung erklären, hat das relativ gedämpfte Importwachstum auch zu dem Umfang und Fortbestand des Handelsüberschusses beigetragen. Allerdings hat sich der Leistungsbilanzüberschuss gegenüber dem restlichen Euro-Währungsgebiet nach seinem Höchststand im Jahr 2007 annähernd halbiert.

- **Die Verbrauchs- und Investitionsmuster der privaten Haushalte spiegeln auch eine ungewöhnlich gedämpfte Binnennachfrage wider, insbesondere in den Jahren vor der Krise.** Die außerordentlich geringen Zuwächse beim verfügbaren Einkommen bremsten das Wachstum des privaten Verbrauchs. Schuld daran waren die hohe Arbeitslosigkeit, eine erhebliche Lohnzurückhaltung und der Rückgang der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden. Diese Entwicklungen sind auch vor dem Hintergrund der Lage Deutschlands nach der Wiedervereinigung und entsprechender politischer Maßnahmen zu sehen. Änderungen beim Sozialversicherungssystem und steuerliche Anreize führten dazu, dass die privaten Haushalte verstärkt Rücklagen bildeten. Gleichzeitig erhöhte sich vor dem Hintergrund zunehmender Einkommensungleichheit das vorsorgliche Sparen, was auch Ausdruck von Unsicherheit ist. Diese Faktoren erhöhten die Sparquote der Haushalte. Höhere Ersparnisse der privaten Haushalte müssen keinen Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses nach sich ziehen, wenn sie zur Finanzierung größerer Investitionen eingesetzt werden. Dies war in Deutschland nicht der Fall, da ein schwaches Einkommenswachstum, ungünstige demografische Entwicklungen und die Auswirkungen der Immobilienblase der 90-er-Jahre die Investitionen in Wohnimmobilien dämpfte.
- **Die rückläufigen Unternehmensinvestitionen haben ebenfalls erheblich zu Deutschlands Leistungsbilanzüberschuss beigetragen.** In Deutschland wurde erheblich weniger investiert als im restlichen Euro-Währungsgebiet, obwohl dieser Abstand in den letzten Jahren etwas abgenommen hat. Insbesondere die Investitionen der Unternehmen in Hoch- und Tiefbau befinden sich auf niedrigem Stand. Ein niedriges Trendwachstum in Deutschland, relativ restriktive Kreditkonditionen der Banken zu Beginn der 2000er Jahre und der Druck auf die Unternehmen, ihre Aktiva zu konsolidieren und ihre Kapitalrendite zu erhöhen, sind sämtlich Faktoren, die die Anreize für Inlandsinvestitionen geschwächt haben. Doch ist es die *anhaltende* Schwäche der Unternehmensinvestitionen in den letzten Jahren, die nicht zu den ausgesprochen günstigen Rahmenbedingungen, wie den gesunden Unternehmensbilanzen, sehr niedrigen Zinsen und der besseren Konjunkturlage passt. Während die krisenbedingte Unsicherheit ein Grund ist, der Unternehmen von Investitionen abhält, besteht durchaus das Risiko, dass die anhaltende Investitionsschwäche der Unternehmen das deutsche Wachstum längerfristig gefährdet.
- **Das Anwachsen des deutschen Leistungsbilanzüberschusses erklärt sich zu einem großen Teil durch den Anstieg der Ersparnisse im Unternehmenssektor.** Die Ersparnisse der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften hat 2010 zwar seinen Höhepunkt erreicht, doch liegt die Sparquote nach wie vor auf ungewöhnlich hohem Stand. Der Zuwachs bei den Unternehmensersparnissen ist vor dem Hintergrund des durch Lohnzurückhaltung gestützten kräftigen Anstiegs der Betriebsgewinne vor der Krise zu sehen. Genutzt wurde dieser Ersparniszuwachs nicht für Investitionen, sondern für den Erwerb finanzieller Vermögenswerte und zum Schuldenabbau. Dazu haben eine ganze Reihe von Faktoren geführt, wie der Wunsch, mehr Liquidität vorzuhalten, der Wille der Unternehmen zur Verringerung ihrer Abhängigkeit von Bankfinanzierungen, strengere Eigenkapitalanforderungen, die anfangs schwachen Bilanzen vor allem von KMU und globalisierungsbedingt veränderte Unternehmensstrukturen und -strategien. Auch Körperschaftsteuerreformen haben zu dieser Entwicklung beigetragen, da sie die Anreize für die Unternehmen zur Thesaurierung eines größeren Teils ihrer Gewinne erhöht haben.



- **Die Investitionen im öffentlichen Sektor gehen in Deutschland seit langem zurück, so dass mit der Zeit eine erhebliche Investitionslücke zum Euro-Währungsgebiet entstanden ist.** Die niedrige Investitionsquote spiegelt insbesondere den allmählichen Abbau öffentlicher Infrastrukturinvestitionen sowohl hinsichtlich der Instandhaltung als auch ihrer Erweiterung wider. Dieser Abbau findet fast ausnahmslos auf kommunaler Ebene statt, auch aufgrund begrenzter Finanzmittel, die die bestehenden Mechanismen für Investitionsplanung und -finanzierung nicht kompensieren konnten. Darüber hinaus sind die Bildungsausgaben in Deutschland trotz eines leichten Anstiegs gemessen an internationalen Standards nach wie vor niedrig, was insbesondere für die Primarstufe und die Sekundarstufe I gilt. Trotz eines insgesamt angemessenen finanzpolitischen Kurses in Deutschland hat der öffentliche Sektor nicht in jeder Hinsicht ausreichend in das künftige Wachstum und die Effizienz der Wirtschaft investiert.
- **Die internationale finanzielle Integration und die geringe Rentabilität der Vorkrisenjahre veranlasste viele deutsche Banken, sich auf Auslandsinvestitionen zu verlegen und höhere Risiken in Kauf zu nehmen.** Das hohe Tempo der globalen wirtschaftlichen und finanziellen Integration hat den deutschen Banken vor der Krise einen Anreiz zur Ausweitung ihrer internationalen Tätigkeiten gegeben. Auch die geringe Rentabilität im eigenen Land, das eine der schwächsten Wachstumsraten in der EU verzeichnete, machte Auslandsinvestitionen für viele deutsche Banken interessant. Am Ende hat die Finanzkrise gezeigt, dass die deutschen Banken bei ihren Anlagen im Ausland übermäßige Risiken angehäuft hatten und somit ein Ungleichgewicht entstanden war. Hier war es zu einer Fehlallokation von Kapital gekommen. Der nach Ausbruch der Finanzkrise einsetzende Druck zum Verschuldungsabbau führte zu einem Rückzug aus Auslandsengagements. Doch haben die geringeren Auslandsausleihungen der deutschen Banken in den letzten Jahren trotz des Liquiditätsüberschusses der Banken und niedriger Zinsen keinen merklichen Anstieg des inländischen Kreditangebots nach sich gezogen. Jüngere Erhebungen lassen nicht auf eine schwere Kreditklemme schließen. Somit scheint der Grund für das anhaltend schwache Kreditwachstum eher in einer geringen Nachfrage als einer Kreditverknappung zu liegen.
- **Auch wenn diese Entwicklungen nicht einzig und allein politikbedingt sind, haben politische Maßnahmen die Ergebnisse doch beeinflusst.** Im Zuge mehrerer Strukturreformen, darunter die Maßnahmen zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit nach der durch die Wiedervereinigung verursachten Blase, konnten beachtliche, langfristig wirkende Ergebnisse erzielt werden, wie die Schaffung von Arbeitsplätzen und einen soliden Staatshaushalt. Diese für notwendig gehaltenen Reformen haben sich für Deutschland in den meisten Fällen als günstig erwiesen. Gleichzeitig hatten sie in einigen Fällen ungewollte Nebeneffekte und beeinflussten die Spar- und Investitionsentscheidungen in einer Weise, die zu einem langsamen Wachstumspfad beigetragen hat.

Die politischen Herausforderungen, die sich aus dieser Analyse ergeben, werden im vorliegenden Bericht erörtert. Hier können eine Reihe von Faktoren betrachtet werden:

- **Da Deutschlands anhaltend hoher Außenhandelsüberschuss in erster Linie auf die schwache Binnennachfrage zurückzuführen ist, steht das Land nun vor der Aufgabe, Maßnahmen zur Stärkung der Binnennachfrage und des Wachstumspotenzials der Wirtschaft zu ermitteln und umzusetzen.** Das geringe und rückläufige Trendwachstum Deutschlands zeigt, dass sich das Wirtschaftspotenzial des Landes künftig nicht durch die Auslandsnachfrage als Hauptwachstumsmotor sichern lässt. Die Fähigkeit, in einem Zeitalter von Bevölkerungsalterung und hartem globalem Wettbewerb auch künftig zu wachsen, Arbeitsplätze bereitzustellen und einen steigenden Lebensstandard zu gewährleisten, hängt in wesentlichem Maße von einer stärkeren Nutzung inländischer Wachstumsquellen ab, die insbesondere über private und öffentliche Investitionen erschlossen werden sollten.

- **Zusätzliche Maßnahmen scheinen erforderlich, um den Rückstand bei den öffentlichen Investitionen in Angriff zu nehmen und insbesondere die Infrastrukturinvestitionen zu steigern.** Angesichts der soliden öffentlichen Haushalte wäre Deutschland gut beraten, die ausgesprochen niedrigen Zinsen als Gelegenheit für Investitionen in solide zukunftsorientierte Projekte zu nutzen. Wichtig wird es insbesondere sein, die in den letzten Jahren bereits verstärkten Bildungsausgaben und Investitionen in die Infrastruktur weiter aufzustocken. Da der größte Teil des Investitionsrückstands auf kommunaler Ebene aufgelaufen ist, könnte sich zur Sicherstellung einer tragfähigen Finanzierung der öffentlichen Infrastruktur eine Reform der finanzpolitischen Beziehungen zwischen den verschiedenen Ebenen des Staates als notwendig erweisen.
- **Maßnahmen zum weiteren Abbau negativer Arbeitsanreize sind angezeigt, um das Arbeitskräfteangebot zu stärken und das Einkommen der Arbeitnehmer, insbesondere der Arbeitnehmer am unteren Ende der Einkommensskala, zu steigern.** Wie Deutschland bereits im Rahmen des Europäischen Semesters empfohlen wurde, besteht die Aufgabe u. a. darin, die relativ hohe Besteuerung der Arbeit (insbesondere bei Arbeitnehmern mit geringer Entlohnung) zu senken, die günstigen steuerlichen Bedingungen für Mini-Jobs auf den Prüfstand zu stellen, um etwaige Verzerrungen zu beseitigen, und Fehlanreize, die Zweitverdiener von einer Aufstockung ihrer Arbeitszeiten abhalten, zu verringern.
- **Eine effizientere Unternehmensbesteuerung und weitere Schritte zur Verbesserung der Rahmenbedingungen für Unternehmen könnten private Investitionen fördern.** Es wäre sinnvoll, wenn Deutschland die Auswirkungen seines Steuersystem überprüfen würde, z. B. ob es Unternehmen davon abhält, Dividenden auszuzahlen und in welcher Weise es die verschiedenen Finanzierungsarten beeinflusst. Es gilt politische Maßnahmen zu vermeiden, die die Investitionen beeinträchtigen könnten. Eine glaubwürdige und kostenwirksame Strategie für die Energiewende würde sich auf Dauer positiv auf die Investitionen auswirken. Auch die Ausarbeitung von Initiativen, die im Dienstleistungssektor für Investitions- und Produktivitätswachstum sorgen könnten, stellt eine Herausforderung dar und verspricht hohe Zuwächse. Weitere Bemühungen um Weiterentwicklung des Dienstleistungssektors könnten die Binnennachfrage in Deutschland steigern, und sich positiv auf die Löhne und den tatsächlichen Verbrauch auswirken. Auch die Verringerung des Verwaltungsaufwands bleibt ein wichtiges Thema.
- **Um die Binnennachfrage weiter zu stärken, sollten geeignete Bedingungen zur Begünstigung des Lohnwachstums geschaffen werden.** Die Reallöhne sind in den letzten Jahren infolge der günstigen Wirtschafts- und Arbeitsmarktlage gestiegen. Die neue Bundesregierung hat die Einführung eines allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns angekündigt. Bei der genauen Festlegung von Höhe und Umfang des Mindestlohns ist potenziellen Auswirkungen auf die Beschäftigung Rechnung zu tragen.
- **Deutschland sollte sicherstellen, dass der Bankensektor über ausreichende Verlustabsorptionsfähigkeit verfügt, um wirtschaftlichen und finanziellen Schocks standzuhalten, und alle etwaigen Hindernisse für eine weitere Konsolidierung angehen.** Die vollständige Umsetzung der neuen Eigenkapitalanforderungen sowie die Folgemaßnahmen zur anstehenden Kapitalbedarfsanalyse werden von grundlegender Bedeutung sein. Wenn insbesondere die größeren deutschen Banken ihre Tätigkeit auf den internationalen Märkten verstärken, würde dies zu einer Umkehr der Fragmentierung des EU-Bankenmarkts beitragen. Für alle deutschen Banken könnte es sinnvoll sein, das Engagement gegenüber Finanzintermediären abzubauen und sich wieder auf die Lenkung der heimischen Ersparnisse in die Realwirtschaft zu konzentrieren.

- **Eine Zunahme der Gesamtnachfrage in Deutschland würde nicht nur das Wachstum im Inland steigern, sondern darüber hinaus auch die wirtschaftliche Erholung im Euro-Währungsgebiet unterstützen.** Eine Erhöhung der öffentlichen und privaten Investitionen in Deutschland und Schritte zur Öffnung und Weiterentwicklung der Dienstleistungs- und Energiemärkte würden sich positiv auf das Binnenwachstum auswirken und gleichzeitig für den restlichen Euro-Währungsgebiet einen positiven Impuls geben.



# 1. EINLEITUNG

Am 13. November 2013 legte die Europäische Kommission ihren dritten nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 über die Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte erstellten Warnmechanismusbericht (WMB) vor. Der WMB stellt die erste Stufe der Überprüfung dar und hilft bei der Ermittlung der Mitgliedstaaten, die eine vertiefte Überprüfung erfordern, um festzustellen, ob Ungleichgewichte bestehen oder zu entstehen drohen. Nach Artikel 5 der Verordnung (EU) Nr. 1176/2011 sollten bei diesen länderspezifischen „eingehenden Überprüfungen“ Art, Ursprung und Schwere der makroökonomischen Entwicklungen in dem betreffenden Mitgliedstaat untersucht werden, die Ungleichgewichte darstellen oder bewirken könnten. Auf der Grundlage dieser Analyse bestimmt die Kommission, ob sie ein Ungleichgewicht im Sinne der Verordnung für gegeben hält und welches weitere Vorgehen sie dem Rat empfehlen wird.

Der WMB legte die Notwendigkeit einer vertieften Überprüfung im Hinblick darauf nahe, ob in Deutschland außen- und binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte bestehen. Auf der außenwirtschaftlichen Seite wurde im WMB ein anhaltend hoher Leistungsbilanzüberschuss festgestellt, an dem sich auch in den kommenden Jahren nichts ändern dürfte. Der deutsche Überschuss macht den größten Teil des Überschusses des Eurogebiets aus. Er verdeutlicht, dass die Ersparnisse in der deutschen Wirtschaft über die Investitionen hinausgehen. Zur Inlandsnachfrage ist festzustellen, dass die Sparquote der privaten Haushalte eine der höchsten im Eurogebiet ist und sich der Verschuldungsabbau im privaten Sektor fortsetzt. Vor diesem Hintergrund scheint eine vertiefte Analyse bestimmter binnenwirtschaftlicher Faktoren, zu denen auch die Finanzierungsströme zählen, und der Rolle, die diese für die sektoralen Spar- und Investitionsquoten spielen, gerechtfertigt. Aus diesem Grund wird die deutsche Volkswirtschaft in diesem Bericht einer breitangelegten Überprüfung unterzogen, die sowohl den Zeitraum, in dem der Leistungsbilanzüberschuss entstanden ist, als auch die letzten Jahre, in denen er auf anhaltend hohem Stand verharrte, umfasst, was der im Rahmen des Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht (VMU) vorgesehenen Überwachung entspricht.

Kapitel 2 gibt einen ersten Überblick über die allgemeinen gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen. In Kapitel 3 werden die Hauptungleichgewichte und -risiken aus dem Blickwinkel der Spar-/Investitionsmuster in den verschiedenen Teilen der deutschen Wirtschaft genauer beleuchtet. Daran schließt sich in Kapitel 4 die Analyse der Rolle und Funktionsweise des Finanzsektors, in Kapitel 5 eine Diskussion der Triebkräfte des deutschen Erfolgs im Außenhandel und in Kapitel 6 eine breitere Betrachtung der Bedeutung von Ungleichgewichten für das Euro-Währungsgebiet und der Spill-Over-Effekte. Kapitel 7 ist politischen Erwägungen gewidmet.

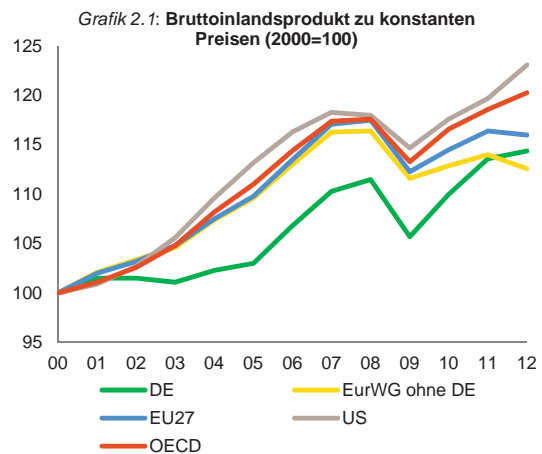


## 2. MAKROÖKONOMISCHE ENTWICKLUNGEN

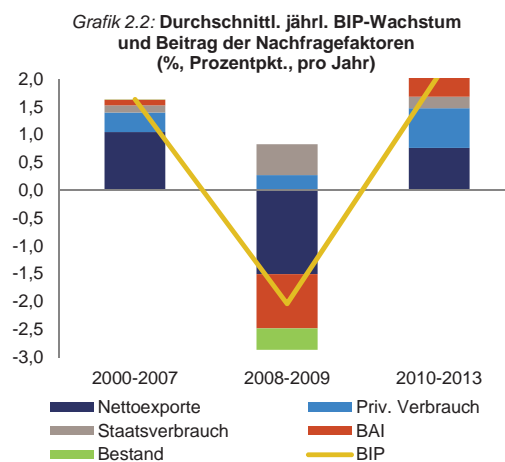
### Wachstum und Arbeitsmarktentwicklungen

Die deutsche Wirtschaft hat die Krise bemerkenswert gut überstanden. Auf den starken Konjunkturrückgang der Jahre 2008/09 folgte 2010-11 eine rasche Erholung, an die sich 2012-13 eine Phase moderateren Wachstums anschloss (Grafik 2.1). Der jüngsten Kommissionsprognose zufolge dürfte der private Verbrauch wie in den Jahren nach der Krise und insbesondere seit 2011 auch in den kommenden Jahren einer der Hauptmotoren der deutschen Wirtschaft bleiben. Mit sinkender Unsicherheit dürfte sich auch der Nachfragestau bei den Investitionen allmählich auflösen.

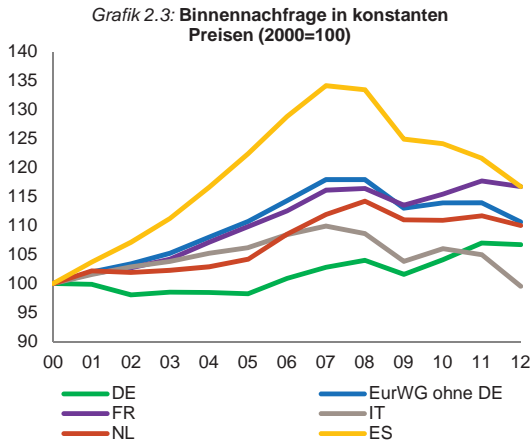
Längerfristig gesehen verfügt Deutschland allerdings nach wie vor über Spielraum, um sein Wachstum zu steigern und bestehende Ungleichgewichte zu beheben. Dass sich die Wirtschaft während der Krise als relativ widerstandsfähig erwiesen hat, ist auf den vorangegangenen längeren Anpassungsprozess zurückzuführen, mit dem ungünstige Entwicklungen im Nachgang zur Wiedervereinigung korrigiert werden sollten. Im Zuge dieses Prozesses wurde die Lohnentwicklung gedämpft, um die Kostenwettbewerbsfähigkeit wiederherzustellen, wurden Arbeitsmarktreformen zur Bekämpfung der hohen strukturellen Arbeitslosigkeit durchgeführt und die Bilanzen des öffentlichen und privaten Sektors nach dem Bauboom der 1990er Jahre bereinigt. In dieser Zeit verzeichneten die anderen Länder des Euro-Währungsgebiets ein hohes Wachstum. Gleichzeitig wurde das Wachstum noch bis vor kurzem weitgehend von der Auslandsnachfrage getragen, während die Binnennachfrage durch niedrige öffentliche und private Investitionen und schleppendes Wachstum des privaten Verbrauchs gekennzeichnet war, Letzteres auch bedingt durch stagnierende Reallöhne (Grafiken 2.2 und 2.3).



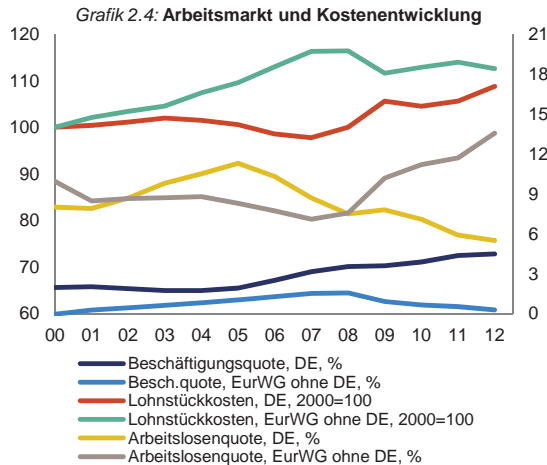
Quelle: Eurostat, Berechnungen der Kommission



Quelle: Eurostat, Berechnungen der Kommission



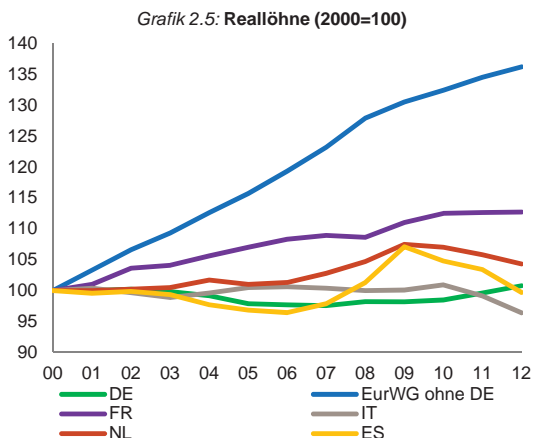
Anm.: Einschl. Bestände  
Quelle: Eurostat, Berechnungen der Kommission



Quelle: Eurostat, Berechnungen der Kommission

Der gedrückten Stimmung am Arbeitsmarkt zu Beginn der 2000er Jahre folgte ein anhaltendes Beschäftigungswachstum, wobei die Arbeitslosigkeit deutlich unter den Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets abgesunken ist. Seit Mitte der 2000er Jahre werden deutlich mehr Arbeitsplätze geschaffen als im restlichen Euro-Währungsgebiet, was einen Rückgang der Arbeitslosigkeit und eine Zunahme der Beschäftigungsquoten nach sich gezogen hat (Grafik 2.4). Die in dieser Dekade größtenteils gedämpften Lohnstückkosten haben ein anhaltendes Beschäftigungswachstum ermöglicht, wengleich der Anteil der Langzeitarbeitslosen nach wie vor hoch ist und sich zunehmend schwer verringern lässt. Die anhaltenden Verbesserungen bei der Beschäftigungsquote verschleiern allerdings Disparitäten am Arbeitsmarkt, wo der Anteil von nicht regulären Arbeitsverträgen zunimmt. Der Anteil der armutsgefährdeten Menschen hat sich in den vergangenen fünf Jahren um 1 % erhöht, doch entsprachen dieser und andere Standardsozialindikatoren dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets oder fielen sogar besser aus.

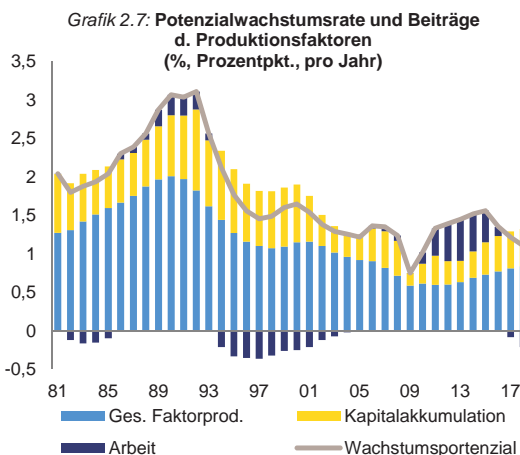
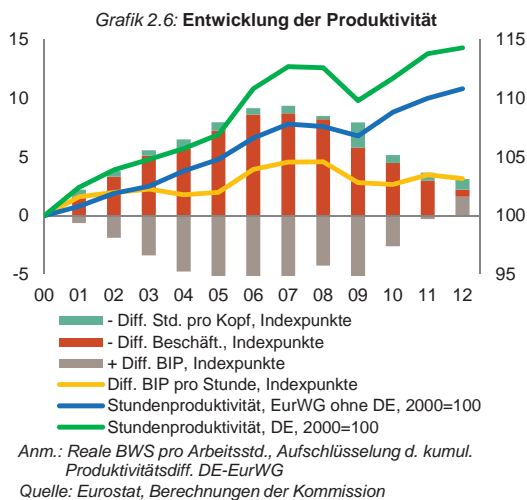
Während eines Zeitraums von zehn Jahren sanken die Reallöhne, steigen seit 2010 aber rascher als im Euro-Währungsgebiet. Angesichts der schwachen Lage am Arbeitsmarkt und der weitreichenden Reformen gingen die Reallöhne Anfang und Mitte der 2000er Jahre zurück (Grafik 2.5). Nach der Krise haben die beispiellos niedrige Arbeitslosenquote und die zunehmende Arbeitskräftenachfrage zu einem soliden Wachstum der Arbeitsentgelte geführt. Dies hat neben der gedämpften Inflation zum Reallohnwachstum beigetragen.



Anm.: Löhne und Gehälter pro Arbeitnehmer, mit Deflator des privaten Verbrauchs deflationiert  
Quelle: Eurostat, Berechnungen der Kommission



Die Lohndämpfung hat das Wachstum der Lohnstückkosten niedrig gehalten; gleichzeitig besitzt die deutsche Wirtschaft trotz wachsender Beschäftigung geringqualifizierter Arbeitnehmer gegenüber anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets noch immer einen gewissen Produktivitätsvorsprung pro Stunde (Grafik 2.6). Die ökonomische Anpassung trägt Früchte, stärkt aber in erster Linie die internationale Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands und erst in letzter Instanz auch die Binnennachfrage.



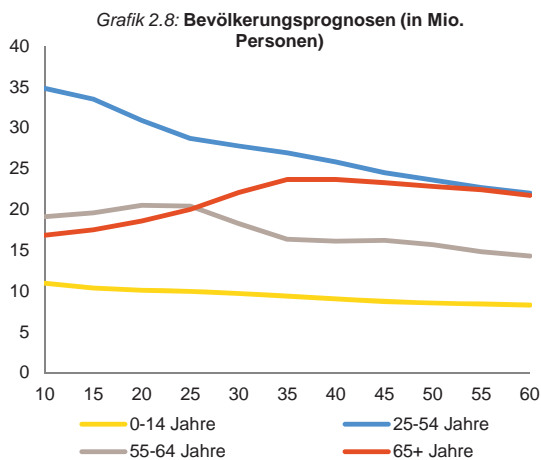
**Das Potenzialwachstum Deutschlands ist merklich zurückgegangen, und der demografische Wandel stellt eine zentrale Herausforderung für die Zukunft dar.** Der sprunghafte Anstieg des Arbeitskräfteangebots hat dazu beigetragen, das Potenzialwachstum nach der Krise zu stützen und die nach wie vor geringfügigen Investitionen auszugleichen (Grafik 2.7 und Tabelle 2.1). Die verstärkte Bevölkerungsalterung wird jedoch in naher Zukunft zum Tragen kommen (Grafik 2.8).

Tabelle 2.1:

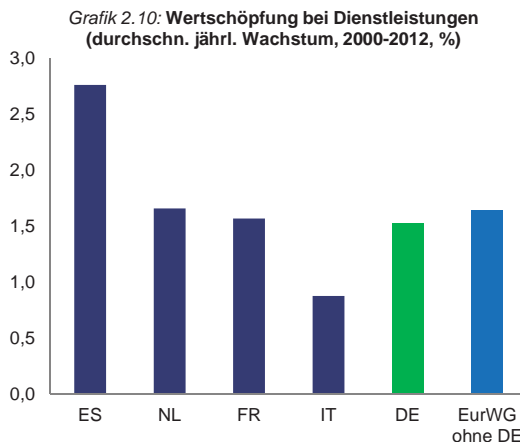
**Potenzialwachstum**

Potenzialwachstum (jährl. Veränd. in %)	Gesamt-arbeits-beitrag	davon Personen	davon Std./Arbeitn.	Kapital-akkumulation	TFP
1981-90	2,3	0,7	-0,6	0,6	1,6
1991-00	2,0	-0,2	0,3	0,8	1,4
2001-10	1,2	0,0	0,3	0,4	0,9
2011-18	1,4	0,3	0,4	0,4	0,7

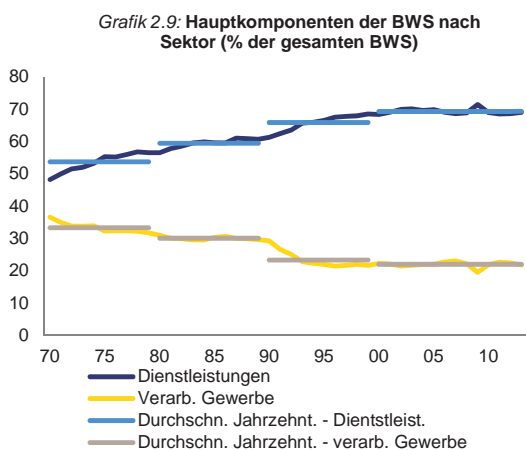
Quelle: Kommission



Source: EPC (AWG), Berechnungen der Kommission



Quelle: BEA, Eurostat, Berechnungen der Kommission



Anm.: Daten vor 1991 beziehen sich auf Westdeutschland  
Quelle: AMECO

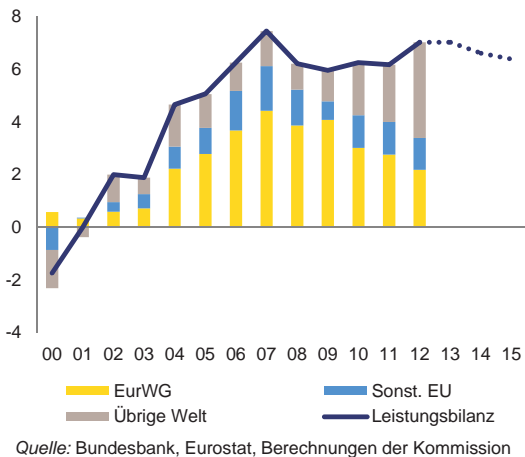
**Sektorale Entwicklungen**

**Das verarbeitende Gewerbe Deutschlands hat seine starke Position gehalten, während das Produktivitätswachstum im Dienstleistungssektor stagniert.** So ist der Anteil des verarbeitenden Gewerbes an der Bruttowertschöpfung im Gegensatz zu früheren Dekaden und anderen hochindustrialisierten Ländern seit 2000 nahezu konstant geblieben (Grafik 2.9). Gleichzeitig scheint die Effizienz des Dienstleistungssektors im internationalen Vergleich schwach, was die Vermutung nahelegt, dass hier noch erhebliches Potenzial besteht (Grafik 2.10).

**Bedingt durch den wachsenden Handelsbilanzüberschuss hat die deutsche Leistungsbilanz im Zeitraum 2000-2012 um mehr als 9 % des BIP zugelegt und wird in naher Zukunft voraussichtlich auch nicht abnehmen.**<sup>(1)</sup> Im Gefolge der Finanz- und Wirtschaftskrise hat der Überschuss gegenüber den Ländern des Euro-Währungsgebiets abgenommen (Grafik 2.11), was aber durch eine Vergrößerung des Überschusses gegenüber dem Rest der Welt, insbesondere aufstrebenden Volkswirtschaften, mehr als aufgewogen wurde. Eine hohe Exportwettbewerbsfähigkeit und die Fähigkeit zur Umlenkung von Exporten haben sich angesichts der schwierigen Rahmenbedingungen bei der Auslandsnachfrage als wertvoll erwiesen. Gleichzeitig hat auch das beschränkte Importwachstum zu dem Außenhandelsüberschuss beigetragen.

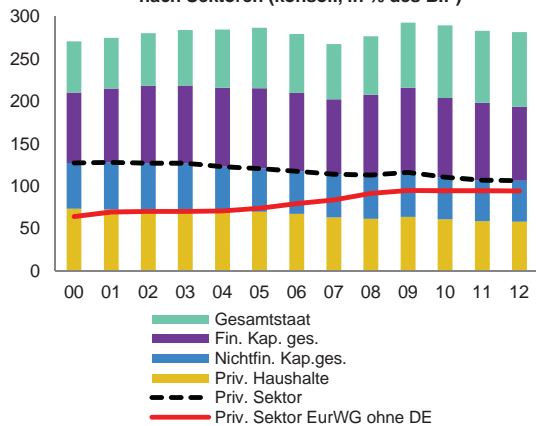
<sup>(1)</sup> Siehe Europäische Kommission (2014b).

Grafik 2.11: Leistungsbilanz nach geograf. Gebieten (in % des BIP)



Die Entwicklungen bei der privaten Verschuldung geben kaum zur Sorge Anlass, während der öffentliche Schuldenstand auf einem steten Abwärtskurs gehalten werden sollte. Die Verschuldung des privaten Sektors ist deutlich niedriger als bei anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets und wird seit mehr als zehn Jahren kontinuierlich abgebaut. Die Haushaltskonsolidierung hat zur Kontrolle des öffentlichen Schuldenstandes beigetragen.

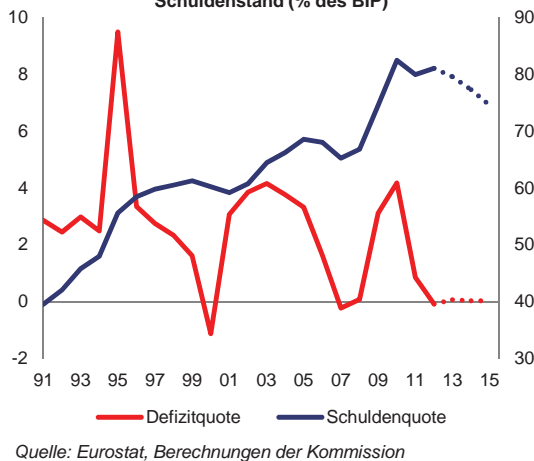
Grafik 2.12: Zusammensetzung der Verschuldung nach Sektoren (konsol., in % des BIP)



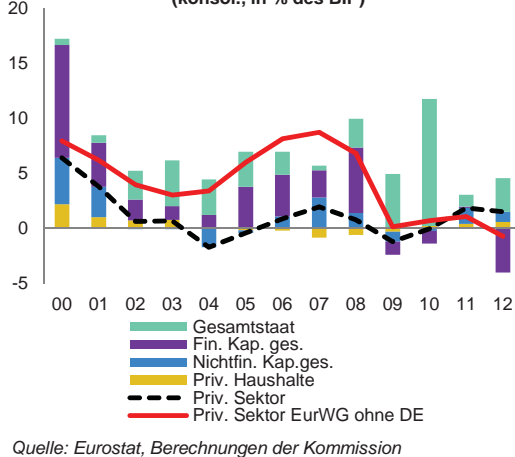
Das Kreditwachstum war gedämpft und bleibt trotz außerordentlich günstiger Finanzierungsbedingungen moderat. Die Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen war mehr als zehn Jahre lang unerheblich. Trotz gesunder Bilanzen und

außerordentlich günstiger Finanzierungsbedingungen nimmt die Nettokreditaufnahme nach wie vor vergleichsweise langsam zu, was zu einer lebhafteren privaten Nachfrage hätte führen müssen.

Grafik 2.13: Gesamtstaatl. Defizit und Schuldenstand (% des BIP)



Grafik 2.14: Kreditflüsse nach Sektoren (konsol., in % des BIP)



Mehr als 20 Jahre nach der Wiedervereinigung sind die ökonomischen Unterschiede zwischen Ost und West nach wie vor erheblich. Zwar werden sie tendenziell allmählich geringer, doch bestehen bei der Wirtschaftsleistung und insbesondere im Hinblick auf die Arbeitslosigkeit und das Pro-Kopf-Einkommen große Differenzen.

Im Rahmen des Europäischen Semesters wurde Deutschland in erster Linie empfohlen, interne

**Wachstumsquellen bzw. das Potenzialwachstum zu fördern.** In Ergänzung zu früheren Untersuchungen wird in diesem Bericht insbesondere beleuchtet, wie bestimmte binnenwirtschaftliche Faktoren die sektoralen Spar- und Investitionsquoten beeinflussen und damit die Dynamik der deutschen Zahlungsbilanzposition bestimmen.



Tabelle 2.2:

## Wirtschaftliche, finanzielle und soziale Schlüsselindikatoren - Deutschland

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Prognose		
							2013	2014	2015
Reales BIP (Jahresvergleich)	3,3	1,1	-5,1	4,0	3,3	0,7	0,4	1,8	2,0
Privater Verbrauch (Jahresvergleich)	-0,2	0,8	0,2	1,0	2,3	0,8	0,9	1,5	1,8
Öffentlicher Verbrauch (Jahresvergleich)	1,4	3,2	3,0	1,3	1,0	1,0	1,1	1,5	1,2
Bruttoanlageinvestitionen (Jahresvergleich)	4,7	1,3	-11,7	5,7	6,9	-2,1	-0,8	4,1	4,4
Waren- und Dienstleistungsexporte (Jahresvergleich)	8,0	2,8	-13,0	15,2	8,0	3,2	0,6	4,9	6,8
Waren- und Dienstleistungsimporte (Jahresvergleich)	5,4	3,4	-7,8	12,5	7,4	1,4	1,3	5,9	7,6
Produktionslücke	1,9	1,8	-4,2	-1,3	0,6	-0,1	-1,1	-0,8	-0,4
Beitrag zum BIP-Wachstum:									
Binnennachfrage (Jahresvergleich)	1,0	1,2	-1,5	1,8	2,7	0,2	0,5	1,9	2,0
Bestände (Jahresvergleich)	0,8	-0,1	-0,7	0,4	-0,1	-0,5	0,1	0,1	0,0
Nettoexporte (Jahresvergleich)	1,5	0,0	-3,0	1,7	0,7	1,0	-0,3	-0,2	0,0
Leistungsbilanz, Zahlungsbilanz (% des BIP)									
Handelsbilanz (% des BIP), Zahlungsbilanz	7,4	6,2	6,0	6,3	6,2	7,0	.	.	.
Handel mit Waren und Dienstleistungen (Jahresvergleich)	7,0	6,2	4,9	5,6	5,2	6,0	.	.	.
Nettoauslandsposition (% des BIP)	0,5	-1,5	4,2	-2,1	-2,3	-0,4	1,4	0,3	0,0
Nettoauslandsverschuldung (% des BIP)	26,5	25,5	34,0	35,4	33,7	41,5	.	.	.
Bruttoauslandsverschuldung (% des BIP)	-4,1	-1,6	-7,8	-5,9	-2,9	-9,4	.	.	.
Exportleistung vs. fortgeschr. Länder (proz. Veränd. in 5 Jahren)	143,1	148,8	149,4	156,8	157,9	162,5	.	.	.
Exportmarktanteil, Waren und Dienstleistungen (%)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Sparquote der Haushalte (Nettoersparnis als Prozentsatz des verfügbaren Nettoeinkommens)									
Priv. Kreditströme (konsolidiert, % des BIP)	11,0	11,5	10,9	10,9	10,4	10,3	.	.	.
Schulden des privaten Sektors, konsolidiert (% des BIP)	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Deflationierter Wohnimmobilienpreisindex (Jahresvergleich)									
Investitionen in Wohnimmobilien (% des BIP)	-3,6	-0,3	0,8	-0,9	1,4	1,8	.	.	.
Investitionen in Wohnimmobilien (% des BIP)									
Verbindlichkeiten des Finanzsektors insges., nicht konsolidiert, (Jahresvergleich)	5,3	5,2	5,3	5,3	5,7	5,8	5,8	.	.
Tier-I-Kennziffer (1)	6,0	2,0	-1,1	0,2	2,2	4,4	.	.	.
Gesamtsolvabilitätskoeffizient (2)	.	8,8	10,2	11,3	11,6	13,8	.	.	.
Gesamtbeitrag (brutto) ungewisse und notleidende Kredite (in % sämtlicher Kreditinstrumente, Darlehen und Vorschüsse) (2)	.	13,0	14,3	15,3	15,8	17,4	.	.	.
Beschäftigung, Personen (Jahresvergleich)									
Arbeitslosenquote	.	1,9	2,7	2,4	1,6	1,7	.	.	.
Langzeitarbeitslosenquote (% der aktiven Bevölkerung)	1,7	1,2	0,1	0,5	1,4	1,1	0,6	0,5	0,6
Jugendarbeitslosenquote (% der aktiven Bevölkerung in derselben Altersgruppe)	8,7	7,5	7,8	7,1	5,9	5,5	5,3	5,2	5,1
Erwerbsquote (15-64 Jahre)	4,9	4,0	3,5	3,4	2,8	2,5	.	.	.
Junge Menschen ohne Beschäftigung, Aus- oder Weiterbildung (% der Gesamtbevölkerung)	11,9	10,6	11,2	9,9	8,6	8,1	7,9	.	.
Von Armut oder sozialer Ausgrenzung bedrohte Menschen (% der Gesamtbevölkerung)	75,6	75,9	76,3	76,6	77,2	77,1	.	.	.
Armutsrisikoquote (% der Gesamtbevölkerung)	8,9	8,4	8,8	8,3	7,5	7,1	.	.	.
Anteil der Bevölkerung in erheblicher materieller Notlage (% der Gesamtbevölkerung)	20,6	20,1	20,0	19,7	19,9	19,6	.	.	.
Personen in Haushalten mit sehr niedriger Erwerbsintensität (% der Gesamtbevölkerung)	15,2	15,2	15,5	15,6	15,8	16,1	.	.	.
BIP-Deflator (Jahresvergleich)	4,8	5,5	5,4	4,5	5,3	4,9	.	.	.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (Jahresvergleich)	11,5	11,7	10,9	11,2	11,2	9,9	.	.	.
Arbeitsproduktivität (real, pro Beschäftigtem, Jahresvergleich)	1,6	0,8	1,2	1,0	1,2	1,5	2,2	1,6	1,7
Lohnstückkosten (Gesamtwirtschaft, Jahresvergleich)	2,3	2,8	0,2	1,2	2,5	2,1	1,6	1,4	1,4
Reale Lohnstückkosten (Jahresvergleich)	0,8	2,1	0,1	2,4	3,0	2,6	2,0	2,8	3,1
REW (LSK, Jahresvergleich)	1,5	-0,1	-5,2	3,5	1,9	-0,4	-0,1	.	.
REW (HVPI, Jahresvergleich)	-0,8	2,3	5,6	-1,1	1,0	3,1	2,2	1,6	1,7
Gesamtstaatlicher Haushaltssaldo (% des BIP)	-2,3	1,5	4,4	-2,1	-0,2	1,6	-0,1	0,0	0,0
Struktureller Haushaltssaldo (% des BIP)	-1,5	0,0	3,4	-4,4	0,1	-1,2	4,2	2,4	0,6
Gesamtstaatlicher Bruttoschuldenstand (% des BIP)	1,3	0,5	1,0	-5,2	-0,7	-3,2	2,2	1,5	-0,7
Gesamtstaatlicher Haushaltssaldo (% des BIP)									
Struktureller Haushaltssaldo (% des BIP)									
Gesamtstaatlicher Bruttoschuldenstand (% des BIP)									

(1) Inländ. Bankengruppen und Einzelbanken

(2) Inländ. Bankengruppen und Einzelbanken, ausländ. (EU und nicht EU) kontroll. Tochtergesellschaften und ausländ. (EU und nicht EU)

kontroll. Zweigniederlassungen

Quelle: Eurostat, EZB, AMECO







### 3. UNGLEICHGEWICHTE UND RISIKEN

Die vertiefte Überprüfung der einzelnen Sektoren der deutschen Wirtschaft aus der Spar-/Investitionsperspektive bestätigt, dass eine Kombination von binnenvirtschaftlichen Faktoren eine zentrale Rolle für die Erhöhung der Ersparnisse der privaten Haushalte und das gedämpfte Wachstum des Verbrauchs gespielt hat und gleichzeitig die Investitionen der Unternehmen gebremst und den Finanzierungsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in die Höhe getrieben hat. Die Ausweitung des Leistungsbilanzüberschusses in der ersten Hälfte der 2000er Jahre auf den Stand, der im Großen und Ganzen noch immer anhält, ist vorwiegend dem privaten Sektor zuzuschreiben. Der Beitrag der privaten Haushalte war bis Mitte der 2000er Jahre aufgrund eines Anstiegs der Bruttosparquote und eines gleichzeitigen schrittweisen Rückgangs der Bruttoanlageinvestitionen, insbesondere der Investitionen in Wohnimmobilien, besonders ausgeprägt. Der Beitrag der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften war Anfang der 2000er Jahre und in den letzten Jahren am größten; er spiegelt jedoch einen längeren Zeitraum erhöhter Ersparnisse und verringerter Investitionen wider. Die wirtschaftlichen Gründe für den konstant sehr hohen Leistungsbilanzüberschuss in den vergangenen Jahren bleiben jedoch unklar. Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss scheint weit höher auszufallen als die Strukturmerkmale der deutschen Wirtschaft vermuten ließen. Wenn sich die Handelspartner Deutschlands von ihrer derzeit sehr niedrigen Nachfrage erholen, könnte der deutsche Leistungsbilanzüberschuss noch weiter zunehmen. Nicht alle der beobachteten Entwicklungen sind politikbedingt. Wo die politischen Maßnahmen die Ergebnisse stark beeinflusst haben, ist dies zum Teil auf für notwendig gehaltene Reformen zurückzuführen. Gleichzeitig könnten die politischen Maßnahmen in einigen Fällen ungewollte Nebeneffekte gehabt haben oder so dosiert worden sein, dass sie zu einem langsamen Wachstumspfad beigetragen haben, der durch niedrige Investitionen und einen schwachen Verbrauch gekennzeichnet war. Trotz eines insgesamt angemessenen finanzpolitischen Kurses hat der öffentliche Sektor in Deutschland, insbesondere da er der öffentlichen Infrastruktur und der Bildung nicht die notwendige Priorität eingeräumt hat, nicht in jeder Hinsicht ausreichend in das künftige Wachstum und die Effizienz der Wirtschaft investiert.

Eine Analyse der privaten Haushalte zeigt Symptome einer ungewöhnlich schwachen Absorption über einen relativ langen Zeitraum in den 2000er Jahren. Die außerordentlich geringen Zuwächse beim verfügbaren Einkommen bremsen das Wachstum des privaten Verbrauchs. Einer der Hauptgründe hierfür war ein nicht nennenswerter Beitrag des Arbeitseinkommens, vor allem in der ersten Hälfte der 2000er Jahre. Dies wiederum steht im Zusammenhang mit der stärkeren Lohnzurückhaltung in Deutschland in den 2000er Jahren und einem Rückgang des Gesamtarbeitsvolumens, was auf mehrere Faktoren zurückzuführen ist: die hohe Arbeitslosigkeit, die Abnahme der Zahl der regulär Beschäftigten sowie den schrittweisen Rückgang der Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden. Insgesamt haben sich diese Entwicklungen negativ auf das Wachstum des privaten Verbrauchs ausgewirkt. Die Hartz-Reformen haben das Funktionieren des deutschen Arbeitsmarktes verbessert. Sie haben jedoch auf verschiedene Art und Weise auch zur Verringerung des Lohnwachstums und indirekt zur Verringerung des Pro-Kopf-Arbeitseinkommens beigetragen. Der mit diesen Trends verbundene deutliche Rückgang des Lohnanteils hat sich gleichzeitig negativ auf die Dynamik des Verbrauchs ausgewirkt. Die Investitionen der privaten Haushalte zeigen Anzeichen einer geringen Absorption, und die Investitionsquote ist erst seit 2010 wieder gestiegen. Die Wohnungsnachfrage war angesichts des schwachen Einkommenswachstums und der ungünstigen demografischen Entwicklungen nur gering. Zusammen mit dem „Verschwinden“ der Ungleichgewichte des früheren Baubooms bietet dies eine Erklärung für den anhaltenden Rückgang der Immobilienpreise. Da die realen Wohnimmobilienpreise gesunken sind, könnten Vermögenseffekte das Wachstum des privaten Verbrauchs gehemmt und die Wohnungsbauinvestitionen weiter negativ beeinflusst haben. Im Rahmen der Analyse wurden auch die zentralen Faktoren ermittelt, anhand derer erklärt werden kann, warum die Sparquote der privaten Haushalte vor der Krise deutlich angestiegen ist und auch weiterhin hoch bleibt: Die vorsorglichen Sparguthaben sind aufgrund des zunehmenden Bewusstseins für die Auswirkungen des demografischen Wandels auf die deutsche Wirtschaft gestiegen. Die Auswirkungen auf die Ersparnisse wurden voraussichtlich durch die notwendige Rentenreform und durch Steueranreize zum Aufbau von privaten Altersvorsorgesystemen noch verstärkt. Verstärkte Einkommensungleichheiten haben zu einer Veränderung der Einkommensverteilung hin zu Einkommensstufen mit einer höheren Sparquote geführt. Dies war unter anderem auf den zunehmenden Anteil des Einkommens aus Vermögen am verfügbaren Einkommen zurückzuführen.

Eine Analyse des deutschen Unternehmenssektors zeigt, dass die Investitionsquote während des größten Teils der 2000er Jahre erheblich niedriger war als im restlichen Euro-Währungsgebiet und dieses Gefälle seit Beginn der Krise

(Fortsetzung nächste Seite)

## Kasten (Fortsetzung)

nur geringfügig abgenommen hat. Die anhaltende Schwäche der Unternehmensinvestitionen passt nicht zu den ausgesprochen günstigen Rahmenbedingungen, insbesondere den gesunden Unternehmensbilanzen, den günstigen Finanzierungsbedingungen und der besseren Konjunkturlage. Insbesondere die Investitionen der Unternehmen in Hoch- und Tiefbau befinden sich auf einem anhaltend niedrigem Stand. Im Gegenzug stellen die Investitionen in Maschinen und Ausrüstung keinen zentralen Faktor für die deutsche Investitionslücke dar, was unter anderem auf die entscheidende Rolle des exportorientierten verarbeitenden Gewerbes für diese Art von Investitionen zurückzuführen ist. Verschiedene strukturelle Faktoren scheinen die Unternehmensinvestitionen gebremst zu haben wie z. B. das fallende Trendwachstum, die anfänglichen Überkapazitäten und die Bilanzbereinigungen nach dem Platzen der High-Tech-Blase. Auch die Globalisierung im weiteren Sinne dürfte durch einen Anstieg der Renditeerwartungen an Inlandsinvestitionen eine Rolle gespielt haben. Dies traf zeitlich zusammen mit einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für deutsche Unternehmen zu Beginn der 2000er Jahre sowie zu Beginn der Finanzkrise. Die zunehmende Unsicherheit könnte die die Investitionstätigkeit in den letzten Jahren gehemmt haben. Gleichzeitig scheint jedoch eine echte Gefahr zu bestehen, dass sich die Investitionsschwäche verfestigt hat. Die zunehmende Sparhaltung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften hat den größten Beitrag zur Entstehung des Leistungsbilanzüberschusses geleistet. Bei der Erklärung des Nettofinanzierungsüberschusses der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften spielt die höhere Sparquote eine wichtigere Rolle als die rückläufigen Unternehmensinvestitionen. Die Sparquote des Sektors bleibt nach ihrem Höchststand im Jahr 2010 auch weiterhin hoch. Die steigenden Ersparnisse der Unternehmen spiegeln die ungewöhnlich starken, durch die Lohnzurückhaltung bedingten Rentabilitätsgewinne vor der Krise aufgrund der steigenden Wettbewerbsfähigkeit wider. Die Unternehmen haben einen größeren Teil ihrer Gewinne einbehalten, um Schulden abzubauen und vor allem um finanzielle Vermögenswerte zu erwerben. Dies spiegelt die steigende Internationalisierung der Unternehmen wider, wobei die Unternehmen einen Teil des Finanzierungsbedarfs ihrer Auslandstöchter decken. Die straffere Regulierung, die Bilanzanpassungen begünstigt hat, sowie die Verringerung der Abhängigkeit der Unternehmen von den Banken haben ebenfalls eine Rolle gespielt. Die letztere Entwicklung scheint zum Teil freiwillig erfolgt zu sein und lässt sich unter anderem auf die restriktiven Kreditkonditionen der Banken zurückführen. Auch die krisenbedingte Unsicherheit trug zu der Entwicklung bei, da die Unternehmen mehr liquide Mittel halten. Körperschaftsteuerreformen haben die Einbehaltung von Gewinnen gegenüber der Ausbezahlung von Dividenden begünstigt. Die im Allgemeinen langsame Bilanzausweitung der deutschen Unternehmen könnte sich auf unterschiedliche Wachstumsstrategien zurückführen lassen oder aber auf einen Mangel an Anlagemöglichkeiten hinweisen.

Die Investitionen im öffentlichen Sektor gehen in Deutschland seit langem zurück, und die Nettoinvestitionen wiesen im vergangenen Jahrzehnt zumeist einen negativen Wert auf, so dass mit der Zeit ein erhebliches Investitionsgefälle gegenüber dem Euro-Währungsgebiet entstanden ist. Die niedrige Investitionsquote spiegelt insbesondere den allmählichen Abbau öffentlicher Infrastrukturinvestitionen wider, was selbst unter Berücksichtigung des vorangegangenen Baubooms ungewöhnlich erscheint. Der Rückgang der öffentlichen Investitionen findet fast ausnahmslos auf kommunaler Ebene statt und ist u. a. auf begrenzte Finanzmittel zurückzuführen und wird auch durch die bestehenden Mechanismen für Investitionsplanung und -finanzierung nicht kompensiert. Einige Anhaltspunkte deuten darauf hin, dass die Investitionen nicht ausreichen, um die Qualität der Verkehrsinfrastruktur Deutschlands zu erhalten. Um diesem Aspekt Priorität einzuräumen, müsste zunächst der Investitionsrückstand aufgeholt werden. Auch die Investitionen in Humankapital, insbesondere im Bildungswesen in der Primarstufe und der Sekundarstufe I, scheinen nur gering auszufallen. Gleichzeitig kann der allgemeine finanzpolitische Kurs, der in dem Zeitraum eingeschlagen wurde, in dem sich der Leistungsbilanzüberschuss bildete, nicht generell als zu restriktiv betrachtet werden.

### 3.1. BETRACHTUNG DES DEUTSCHEN LEISTUNGSBILANZÜBERSCHUSSES

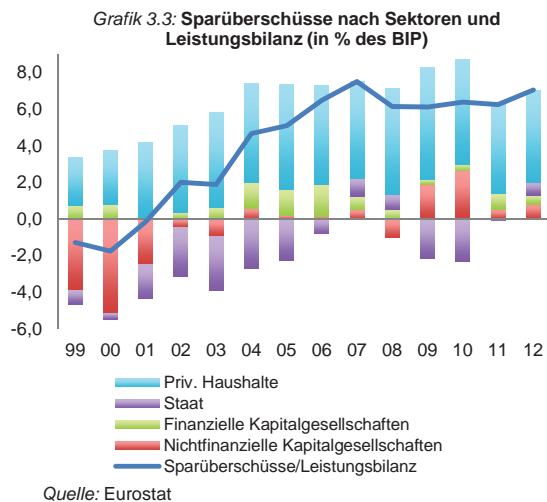
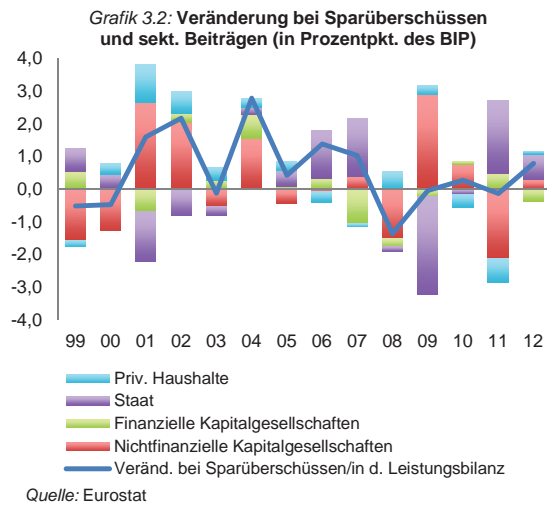
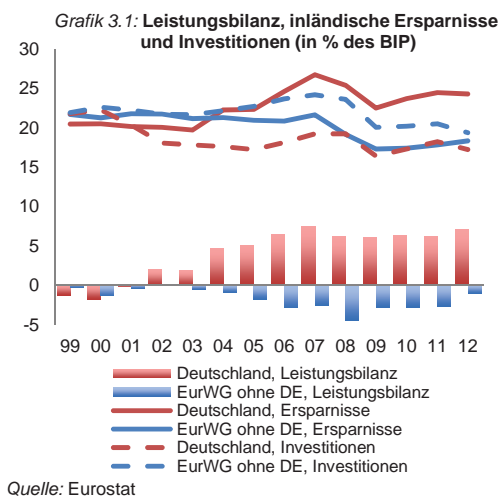
**Sowohl Entwicklungen bei den Ersparnissen als auch bei den Investitionen/Die Spar- und Investitionsmuster trugen zum Aufbau eines**

**Sparüberhang<sup>(2)</sup> bei, die sich in Deutschlands anhaltendem Leistungsbilanzüberschuss niederschlugen.** Um die Leistungsbilanz zu analysieren, werden häufig die Entwicklungen der Handelsbilanz bei Waren und Dienstleistungen und der Einkommensbilanz betrachtet. Das

<sup>(2)</sup> Definiert als Ersparnisse minus Investitionen.

Verständnis der Handelsstromentwicklungen ist durchaus nützlich (siehe Kapitel 4). Wichtige Einsichten zu den zugrundeliegenden ökonomischen Kräften in den einzelnen Wirtschaftsbereichen können durch die sektorale Analyse der Entwicklungen bei den inländischen Spar- und Investitionsmustern gewonnen werden.

**Der Aufbau des Leistungsbilanzüberschusses bis zum Jahr 2007 ist auf die tendenzielle Zunahme der Sparquote und den Rückgang des Investitionsanteils gemessen am BIP zurückzuführen.** Dieses Phänomen steht im Widerspruch zu den Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet <sup>(3)</sup>, wo die Sparquote weitgehend stabil geblieben ist und die Investitionen gemessen am BIP verhalten gewachsen sind. Nach dem krisenbedingten Einbruch der Sparquote und der Investitionen in Deutschland und im Euro-Währungsgebiet haben sich beide Aggregate in Deutschland parallel entwickelt, so dass die Leistungsbilanz weitgehend unverändert blieb.



**Alle inländischen Sektoren trugen im Zeitraum 2000-2007 zur Ausweitung des Sparüberhangs bei.** Anfänglich war der Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses den übermäßigen Ersparnissen des Privatsektors zuzuschreiben, während die Entwicklungen im öffentlichen Sektor dem entgegenwirkten. Besonders hoch waren die übermäßigen Ersparnisse bei den privaten Haushalten, was die traditionell hohe Sparquote in Deutschland widerspiegelt: Die Deutschen scheinen eher geduldiger Natur und dazu bereit zu sein, Konsumententscheidungen aufzuschieben. <sup>(4)</sup>

<sup>(3)</sup> Ohne Deutschland.

<sup>(4)</sup> Auf der Grundlage einer Erhebung in 45 Ländern kommen Wang et al. (2010) zu dem Ergebnis, dass deutsche Studenten am meisten Geduld aufbringen, wenn es darum geht, sich zwischen einem sofortigen oder einem späteren aber höheren Ertrag zu entscheiden. Auch De Castro Campos et al. (2013) stellen fest, dass kulturelle Variablen, darunter die Bedeutung, die Werten wie Vertrauen und Sparsamkeit beigemessen wird, wichtige Faktoren sind, um

Die *Entwicklung* des Sparüberhangs wurde dagegen zu einem großen Teil von den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gesteuert. Der Nettofinanzierungsüberschuss des öffentlichen Sektors begann sich 2004 zu verbessern und wurde in den Jahren 2005-2007, als der Beitrag des Privatsektors nachließ, zum Hauptfaktor für den weiteren Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses. Insgesamt gesehen war die Verbesserung der Leistungsbilanz um 9,3 Prozentpunkte des BIP im Zeitraum 2000-2007 weitgehend auf höhere Ersparnisse zurückzuführen (siehe Tabelle 3.1). Daran trugen die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften einen besonders großen Anteil.<sup>(5)</sup> Dass der Überschuss sich auch nach der Krise in einem Bereich von 6 bis 7 % des BIP bewegt hat, erklärt sich hauptsächlich durch den Nettofinanzierungsüberschuss der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen.

**Die wirtschaftlichen Gründe für den konstant sehr hohen Überschuss sind jedoch schwer festzumachen.** Einem analytischen Ansatz zufolge, der auf der Untergliederung der Leistungsbilanz in verschiedene Faktoren beruht (siehe Anhang 2), hat der deutsche Leistungsbilanzüberschuss in den letzten Jahren ein Niveau erreicht, das sich mit den üblichen „fundamentalen“ Determinanten des Leistungsbilanzsaldos nicht erklären lässt. Nach diesem Modell kann der deutsche Leistungsbilanzüberschuss auf der Grundlage von fundamentalen Faktoren wie des Pro-Kopf-BIP, des zu erwartenden (niedrigen) Wachstums, der (straffen) Fiskalpolitik und der (verschärften) Kreditbedingungen erklärt werden, aber nicht seine übermäßige Höhe und seine lange Dauer (siehe Tabelle 3.2). Die Berechnungsmethode nach diesem analytischen Ansatz ist komplex, doch ihre Ergebnisse stehen in qualitativer Hinsicht mit

anderen Versuchen zur Untersuchung des deutschen Leistungsbilanzüberschusses im Einklang. In Tabelle 3.2 sind die Ergebnisse anderer Untersuchungen mit vergleichbaren analytischen Ansätzen zusammengefasst. In der Fachliteratur findet sich also die Auffassung bestätigt, dass sich ein erheblicher Teil des deutschen Überschusses nicht erklären lässt.

**Außerdem könnte der deutsche Leistungsbilanzüberschuss im Zuge der notwendigen konjunkturellen Anpassungen weiter anwachsen.** Nach dem auf Untergliederung beruhenden analytischen Ansatz war der Überschuss von 7 % des BIP im Jahr 2012 niedriger als der theoretische konjunkturbereinigte Wert (rund 8 %). Dies ist darauf zurückzuführen, dass Deutschland zwar tatsächlich seine Produktionslücke geschlossen hat, seine Partner ihr Produktionspotenzial jedoch weiterhin nicht erreichen. Das bedeutet, dass Deutschlands Leistungsbilanzüberschuss in dem Maße wie sich seine Handelspartner von ihrem aktuellen Nachfragetief erholen, noch weiter ansteigen könnte.

---

die Heterogenität bei den privaten Sparquoten innerhalb des Euro-Währungsgebiets zu erklären. Buetzer et al. (2013) kommen ebenfalls zu dem Schluss, dass Ungleichgewichte im Euro-Währungsgebiet teilweise Unterschieden sozialer/kultureller Art zuzuschreiben sein können.

(5) Dies variiert allerdings je nach Jahr. Beispielsweise trugen, wenn man die Jahre 2001 und 2007 vergleicht, die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und der Staat weitgehend zu gleichen Anteilen (rund 3 Prozentpunkte des BIP) zu dem Anstieg um 6,5 Prozentpunkte der Gesamtersparnisse bei, was sich in der Leistungsbilanz in einer Erhöhung um 6,6 Prozentpunkte niederschlug.

Tabelle 3.1:

**Veränderungen d. Leistungsbilanz und Beitrag d. Ersparnisse und Investitionen nach Sektor, in Prozentpunkten des BIP**

		Veränderung		
		2012-2007	2007-2000	2012-2000
Gesamtwirtschaft	Übermäß. Ersparnisse/Leistungsbilanz	-0,5	9,3	8,8
	Ersparnisse	-2,5	6,2	3,8
	Investitionen	-2,0	-3,0	-5,0
Nichtfinan. Kapitalgesellschaften	Übermäß. Ersparnisse	0,3	5,7	6,0
	Ersparnisse	-2,1	4,8	2,7
	Investitionen	-2,4	-0,9	-3,3
Finanzielle Kapitalgesellschaften	Übermäß. Ersparnisse	-0,3	0,0	-0,3
	Ersparnisse	-0,1	-0,4	-0,5
	Investitionen	0,1	-0,4	-0,2
Gesamtstaat	Übermäß. Ersparnisse	-0,3	1,3	1,0
	Ersparnisse	-0,2	0,9	0,7
	Investitionen	0,1	-0,4	-0,3
Haushalte	Übermäß. Ersparnisse	-0,2	2,3	2,1
	Ersparnisse	0,0	0,9	0,9
	Investitionen	0,2	-1,4	-1,2

Quelle: Eurostat, Kommission

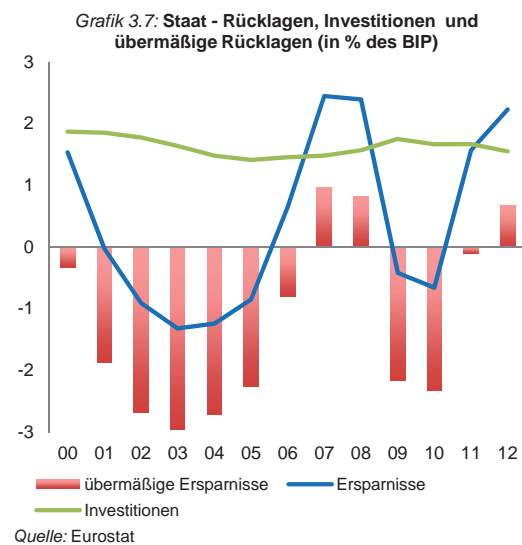
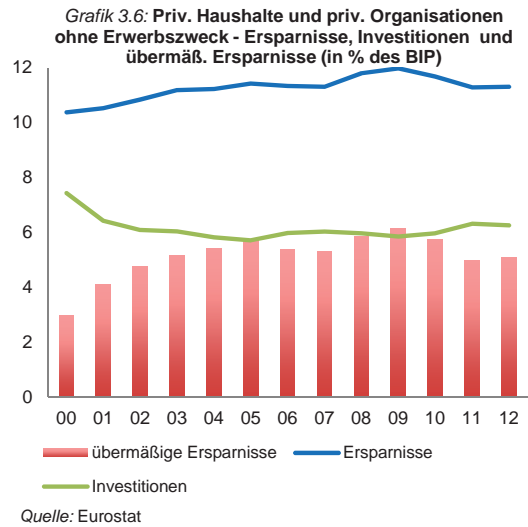
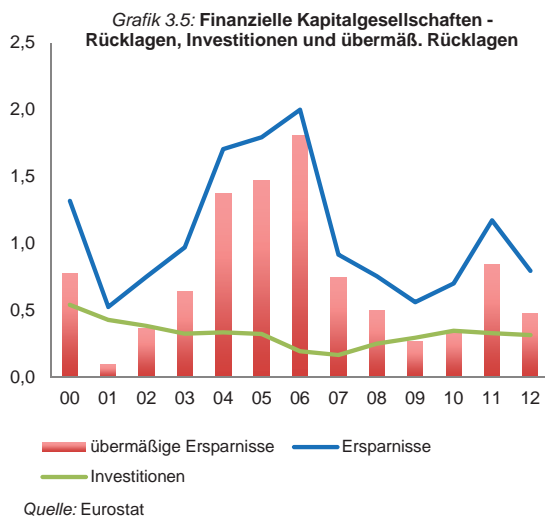
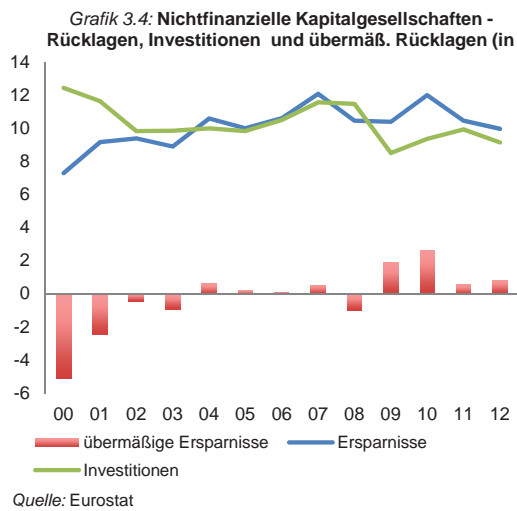
**Die Deutung der heterogenen Entwicklungen in den einzelnen Sektoren erfordert eine eingehende Analyse** (Grafiken 3.4 bis 3.7). Die Spar- und Investitionsmuster in jedem Sektor müssen nicht zuletzt deswegen im Einzelnen untersucht werden, weil der allgemein konstante Sparüberhang nach der Krise wichtige Entwicklungen auf sektoraler Ebene überdeckt. Im Sektor der *nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften* wurde der Sparüberhang Anfang der 2000er-Jahre vom Einbruch bei den Investitionen zusammen mit einem ebenso steilen Anstieg der Ersparnisse verursacht. In den späteren Jahren wurden die Auswirkungen der weiteren Erhöhung der Ersparnisse durch die Erholung der Investitionstätigkeit gedämpft. Nach ausgleichenden Entwicklungen im Zusammenhang mit der Rezession im Jahr 2009 und der darauf folgenden Erholung 2010 haben sich beide

Komponenten in jüngster Zeit parallel nach unten entwickelt. Im Falle der *Kapitalgesellschaften des Finanzsektors* hat die variierende Sparquote zusammen mit einer leicht rückläufigen Tendenz bei den Investitionen große Schwankungen beim Sparüberhang verursacht. Der Sparüberhang bei den *privaten Haushalten* hat sich von 2000 bis 2005 steil nach oben entwickelt, weil weniger investiert und mehr gespart wurde. Seither haben sich die Investitionen etwas erholt, während die Ersparnisse 2008 ihren Höchststand erreichten, so dass beim Sparüberhang der privaten Haushalte seit 2009 ein leichter Rückgang zu beobachten ist. Im *Sektor Staat* war für den Sparüberhang überwiegend die Sparpolitik ausschlaggebend, die das Ergebnis haushaltspolitischer Änderungen und konjunktureller Faktoren war. Gleichzeitig war ein tendenzieller Rückgang des Anteils der öffentlichen Investitionen am BIP zu beobachten.

Ansatz	Unerklärter Teil des deutschen Überschusses	Fundament. Leistungsbilanzüberschuss (sofern angegeben)	Pol. Lücke - Leistungsbilanz (sofern angegeben)	Konjunkt. Auswirkung	Demografische Auswirkung (sofern angegeben)	Bezug	Anmerkungen	Quelle
<b>Leistungsbilanznorm</b>								
IWF Art. IV 2013 EBA (modern)	5,5	1,8	0,8	1,1	1,3	2012	normative "politische Lücke": Auswirkung auf Grund politischer Variablen, die vom "gewünschten" Niveau abweichen.	IWF (2013): Deutschland, 2013 Artikel IV Konsultation, IWF Länderbericht Nr. 13/255, S. 46, und IWF Pilot "External Sector Report 2013"
IWF Art. IV 2013 CGER	3,3	1,4	-	-2,3	-	2012	Die konjunkturelle Anpassung (CGER) ist eine Fünfjahresprognose.	IWF (2013): Germany, 2013 Artikel IV Konsultation, IWF Länderbericht Nr. 13/255, S. 46
ECFIN (aktuelle Schätzungen)	5,1	max. 2	1,6	-0,9	0,4	2012 (from 2013 spring forecast)	positive "politische Lücke": bezieht sich auf Beitrag politischer Variablen	ECFIN Area note (2013): Updated estimates of cyclically-adjusted current account balances, current account norms and equilibrium REER, May 2013
Bundesbank 2011	6,6	-	-	-	-	1994-2009	Unerklärter Teil ist ein länderspezif. Effekt.	Bundesbank (2011): Monatsbericht Oktober 2011, S. 53
Barnes et al. (2010)	3,6	2,5	-	-	ca. 2	2004-2009	-	Barnes, Lawson and Radzwill (2010): Current account imbalances in the euro area: a comparative perspective. OECD ECO/WKP (2010)82, p. 8.
ECFIN-Studie zu Leistungsbilanzüberschüssen 2012	4,8	1,2	-	-0,05	0,4	2009-2011	Zahlen aus der veröffentlichten Schätzung, in der der Wert von DE nicht angeführt ist.	Hobza, No guera Martins, and Zeigler (eds., 2012): Current account surpluses in the EU, European Economy 2012/9, p.81
Decressin und Stavrev (2009)	3,1	2,5	-	-	-	2007	-	Decressin and Stavrev (2009): Current Accounts in a Currency Union. IWF working paper 09/127
Cheung et al. (2010)	ca. 4	ca. 2	-	-	unter 0,5	2004-2008	-	Cheung, Furceri and Ruzicelli (2010): Structural and Cyclical Factors behind Current-Account Balances. OECD Economics Department Working Papers 775
<b>NIIP-Stabilisierungsziele</b>								
IWF Art. IV 2013 NVS-Stabilisierung	3,9	3,1	-	-	-	2012	-	IWF (2013): Germany, 2013 Artikel IV Konsultation, IWF Länderbericht Nr. 13/255, S. 46
ECFIN NIIP-Stabilisierung 2013	5,8	1,2	-	-	-	2012 (aus Herbstprognose 2013)	-	Europäische Kommission (2013): External Sustainability: Recent Developments, Note to LIME

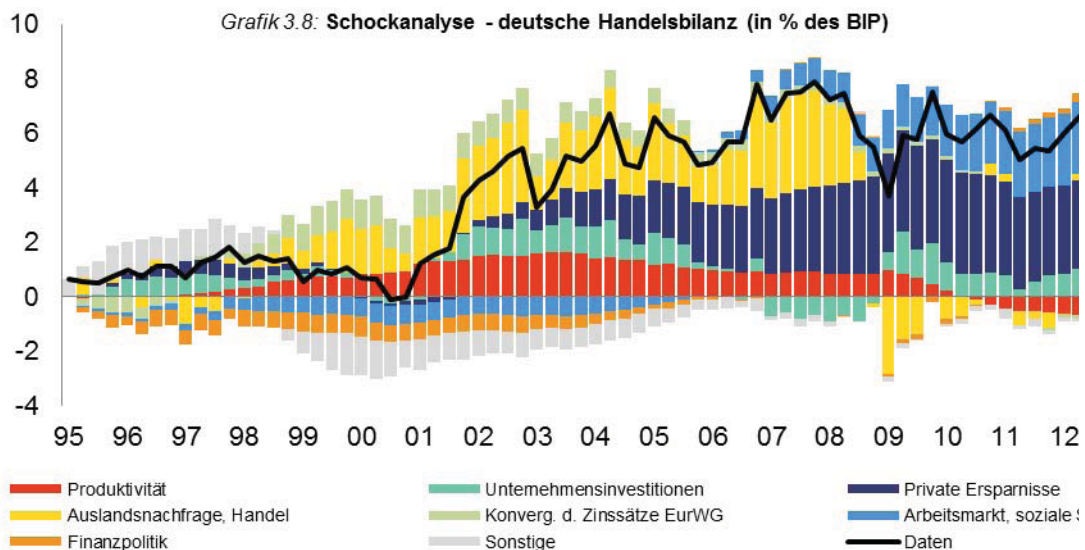
Quelle: Kommission

Der entstandene aggregierte Sparüberhang und die Entwicklung des Leistungsbilanzsaldos sind im Endeffekt das Ergebnis eines komplexen Zusammenspiels von Spar- und Investitionsentwicklungen mit starken Unterschieden zwischen den Sektoren.



**A model-based analysis supports the view that the saving and investment behaviour of domestic economic agents has been an important determinant of the surge in Germany's current account surplus.** An estimated multi-country version of the European Commission's QUEST macroeconomic model allows quantifying the relative importance of different drivers for the build-up and persistence of Germany's trade surplus, which has been the main contributor to the strengthening of the current account. <sup>(6)</sup> The model framework allows the trade

<sup>(6)</sup> For details see Annex and Kollmann et al. (2014).



surplus development to be considered in conjunction with other features in the German data over the sample period, such as stagnant investment, increased savings, and low inflation and output growth. The contribution of the possible drivers is fundamentally determined by the estimated size and sign of the associated shocks to the model and their transmission to the various endogenous variables.

**Die modellbasierte Analyse zeigt, dass der deutsche Handelsbilanzüberschuss nicht auf einen einzigen Faktor zurückzuführen, sondern eher das Ergebnis einer Sequenz von Nachfrage- und Angebotschocks ist.** Diese Schocks waren im Laufe der Zeit für die deutsche Handelsbilanz quantitativ von unterschiedlich großer Bedeutung, wofür in- und ausländische Faktoren gleichermaßen verantwortlich sind. Nach der modellgestützten Analyse (siehe Anhang) lassen sich die wichtigsten Faktoren für die Entwicklung der deutschen Handelsbilanz in konkreteren Zahlen wie folgt zusammenfassen:

**Im Zeitraum 2001-2004 war die wachsende Auslandsnachfrage im Rest des Euro-Währungsgebiets und im Rest der Welt für das Wachstum der Handelsbilanz von großer Bedeutung, doch spielte auch die Inlandsnachfrage eine Rolle.** Neben der zunehmenden Auslandsnachfrage wirkte sich auch die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen aus,

die mit dem Ende des Dotcom-Booms zusammenfiel und den Abstand zwischen Ersparnissen und Investitionen investitionsseitig vergrößerte. Ein Schock bei den privaten Ersparnissen trägt seit 2002 in zunehmendem Maße zum Handelsbilanzüberschuss bei. Der WWU-bedingte Rückgang der Risikoaufschläge im restlichen Euro-Währungsgebiet förderte Kapitalabflüsse und trug damit zum deutschen Handelsbilanzüberschuss bei, ist allein aber keine Erklärung für den rapiden Anstieg des Überschusses nach dem Jahr 2000.

**Der offensichtliche Sparschock, der einen Rückgang der Binnennachfrage nach sich zog und den Handelsbilanzüberschuss auf anhaltend hohem Stand hielt, leistete im Zeitraum 2004-08 einen zunehmenden Beitrag.** Die modellgestützte Analyse gibt Grund zu der Annahme, dass dieser Schock auf Entwicklungen am Arbeitsmarkt und beim Sozialversicherungssystem zurückzuführen ist. Der anhaltende Rückgang der Reallöhne und die Beschneidung der Sozialleistungen (die ein zentrales Element der deutschen Arbeitsmarktreforment darstellte) haben die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exporte erhöht und die Binnennachfrage anfänglich gedämpft und so offenbar in zunehmendem Maße zum Handelsbilanzüberschuss beigetragen. Die kräftige Auslandsnachfrage und die damit einhergehenden hohen Exporte spielten auch weiterhin eine große

Rolle, während die verbesserten Finanzierungsbedingungen im Unternehmenssektor ab dem Jahr 2005 tendenziell die Investitionen stützten und den Handelsbilanzüberschuss abschwächten.

**Nach 2009 ging der Beitrag der Auslandsnachfrage zurück und stabilisierte sich der Beitrag des Sparschocks, hielt der Überschuss aber an, weil die Auswirkungen früherer Reformen zum Tragen kamen.** Nach einem vorübergehenden Rückgang im Jahr 2009, der mit der Abschwächung der Auslandsnachfrage im Zuge der weltweiten Rezession zusammenhing, hat der deutsche Handelsbilanzüberschuss wieder sein *Vorkrisenniveau* erreicht und hält sich hartnäckig auf diesem Stand. Der Beitrag der Auslandsnachfrage hat sich gegenüber der Zeit vor 2009 insbesondere aufgrund des Nachfragerückgangs im restlichen Euro-Währungsgebiet verringert. Wenngleich der in den letzten Jahren verzeichnete Rückgang des deutschen Überschusses im Handel mit anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets isoliert betrachtet zur Verringerung des Leistungsbilanzüberschusses beigetragen hat, was in geringerem Umfang auch für den abnehmenden Beitrag des Sparschocks gilt, haben sich diese Veränderungen bei den bilateralen Handelsströmen alles in allem doch nicht wesentlich auf die Leistungsbilanzposition ausgewirkt. Die modellgestützte Analyse deutet vielmehr darauf hin, dass der Überschuss durch die zunehmenden Auswirkungen der Arbeitsmarkt- und Sozialreformen auf Löhne und Arbeitsangebot auf dem Stand von vor 2009 gehalten wurde. Die restriktiveren Finanzierungsbedingungen für Unternehmen während der Finanzkrise haben die inländische Investitionsnachfrage gesenkt und dadurch ebenfalls zum Handelsbilanzüberschuss beigetragen. Mit der Ausweitung der Zinsspannen zwischen Deutschland und dem Rest des Euro-Währungsgebiets sind die Auswirkungen von Zinskonvergenz im Euro-Währungsgebiet entfallen. Finanzpolitische Schocks haben den Modellschätzungen zufolge für den deutschen Handelsbilanzüberschuss nur eine relativ begrenzte Rolle gespielt, die aggregierte Lücke zwischen Ersparnissen und Investitionen bis 2005 tendenziell verringert und seit 2011 im Zuge der Haushaltskonsolidierung zur Erhöhung des Überschusses beigetragen.

Der große Umfang des Leistungsbilanzüberschusses auch in einer Zeit, in der der Welthandel erhebliche Schwankungen verzeichnete, sowie die Zusammensetzung der globalen Importnachfrage stützen die These, dass der Überschuss in allererster Linie im Spar- und Investitionsverhalten der inländischen Wirtschaftssubjekte begründet liegt. Eine Analyse nach Sektoren ist deshalb am besten geeignet, um der Art des deutschen Überschusses auf den Grund zu gehen und mögliche Ungleichgewichte in der deutschen Wirtschaft zu ermitteln. Um den Ursachen des Überschusses weiter nachzugehen, werden in den folgenden Abschnitten deshalb die Verbrauchs-, Spar- und Investitionsmuster in den verschiedenen Sektoren der deutschen Wirtschaft eingehender untersucht.

### 3.2. EIN GENAUERER BLICK AUF VERBRAUCH UND ERSPARNISSE DER PRIVATEN HAUSHALTE

Der Finanzierungsüberschuss der deutschen Haushalte als Anteil des verfügbaren Bruttoeinkommens liegt um ein Mehrfaches über dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets, und der Beitrag der privaten Haushalte<sup>(7)</sup> zum Finanzierungsüberschuss der Wirtschaft erklärt den Leistungsbilanzüberschuss zu einem großen Teil. Eine Analyse der Verbrauchsentwicklung kann deshalb wesentlich zur Klärung der Frage beitragen, ob Ineffizienzen ein allzu gedämpftes Wachstum des privaten Verbrauchs bewirkt oder andere Faktoren die Sparquote der privaten Haushalte auf ein Niveau angehoben haben, das zu einer übermäßig gedämpften Entwicklung der Binnennachfrage beigetragen haben könnte.

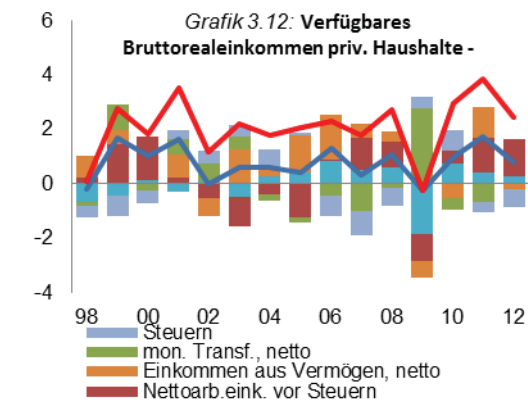
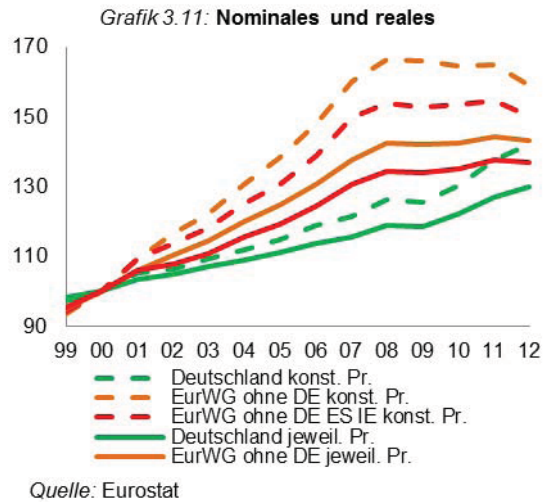
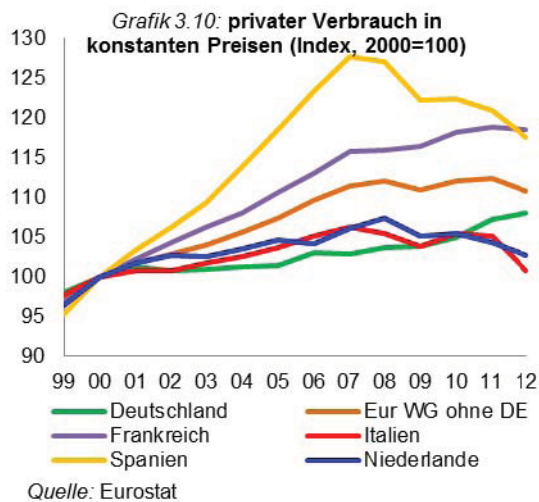
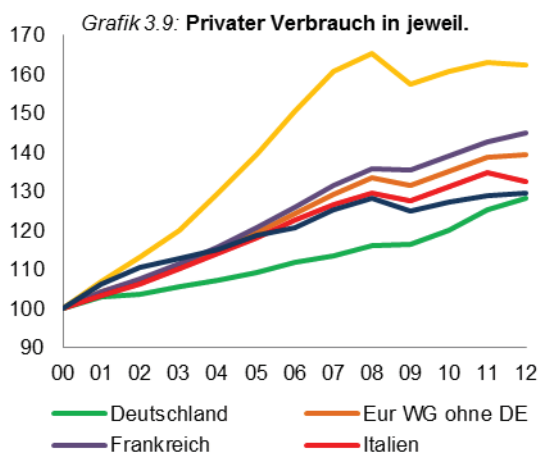
**Der private Verbrauch wuchs in den 2000er Jahren im Vergleich zum Euro-Währungsgebiet nur langsam.** Das nominale und reale Verbrauchswachstum war selbst unter Berücksichtigung der Tatsache langsam, dass der Euro-Währungsgebietsdurchschnitt<sup>(8)</sup> von Entwicklungen in Ländern mit nicht tragfähigen inländischen Nachfragebooms (siehe Schaubilder 3.9 und 3.10) beeinflusst wurde. Auch wenn sich

<sup>(7)</sup> In diesem Abschnitt schließt diese Bezeichnung private Organisationen ohne Erwerbszweck (POOE) ein.

<sup>(8)</sup> Soweit nicht anders angegeben, bezeichnet der Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets in diesem Abschnitt die 17 Euroländer ohne Deutschland.



dieser Abstand zum Teil durch eine niedrigere Verbraucherpreis-inflation als im restlichen Euro-Währungsgebiet erklären lässt, bleibt das Muster eines erheblich langsameren relativen Wachstums doch auch bei einem Blick auf das Verbrauchsvolumen bestehen. Da der private Verbrauch die größte Komponente der Binnennachfrage darstellt, war der schleppende Verbrauch der privaten Haushalte einer der Hauptgründe für das relativ schwache Wachstum Deutschlands in den 2000er Jahren.



**Der Grund für den schwachen Verbrauch liegt darin, dass das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte<sup>(9)</sup> in Deutschland deutlich langsamer gewachsen ist als anderenorts im Euro-Währungsgebiet.** Während des größten Teils der 2000er Jahre verzeichneten die verfügbaren Einkommen in Deutschland ein niedriges Realwachstum und erreichten mit einem Durchschnitt von 0,7 % im Zeitraum 2000-2007 noch nicht einmal die Hälfte des Euro-Währungsgebietsdurchschnitts. Erst nach der Rezession von 2009 beschleunigte sich das Wachstum, erreichte im Zeitraum 2010-2012 im Durchschnitt 1,2 % und ging damit über den Euro-Währungsgebietsdurchschnitt (- 0,9 %) hinaus. Das gedämpfte Realwachstum der verfügbaren Einkommen der Privathaushalte in den

<sup>(9)</sup> This section discusses two main macroeconomic drivers of private consumption: *disposable income*, which determines households' ability to spend in the medium term, and their preferences regarding the allocation of consumption over time, reflected in their *saving* behaviour.

Vorkrisenjahre ist zu einem großen Teil auf die Arbeitseinkommen zurückzuführen, die nur unerheblich zum Wachstum beigetragen, ja zum Teil sogar ein Negativwachstum bewirkt haben (Schaubild 3.12).

Die wiedervereinigungsbedingten Ungleichgewichte schlugen sich in einer schwachen Entwicklung am Arbeitsmarkt nieder.<sup>(10)</sup> Mit einer Arbeitslosenquote, die 2005 mit über 11 % ihren Höchststand erreichte, trugen die Nettoarbeitseinkommen zwischen 2000 und 2007 im Durchschnitt in keiner Weise zum Wachstum der verfügbaren Einkommen bei. Die Renteneinkommen (die den Großteil der monetären Transferleistungen ausmachen) erhöhten sich minimal, was auf das langsame Wachstum der Löhne und Gehälter und die Auswirkungen der Rentenreformstufen zurückzuführen war. Damit trug das Nettoeinkommen aus Vermögen vor der Krise fast allein zur Erhöhung der verfügbaren Einkommen bei. Eine Aufschlüsselung nach Komponenten zeigt, dass es hauptsächlich auf Ausschüttungen von Kapitalgesellschaften, deren Rentabilität sich in Deutschland tendenziell stark erhöhte, zurückzuführen ist (siehe Abschnitt 3.2.3).

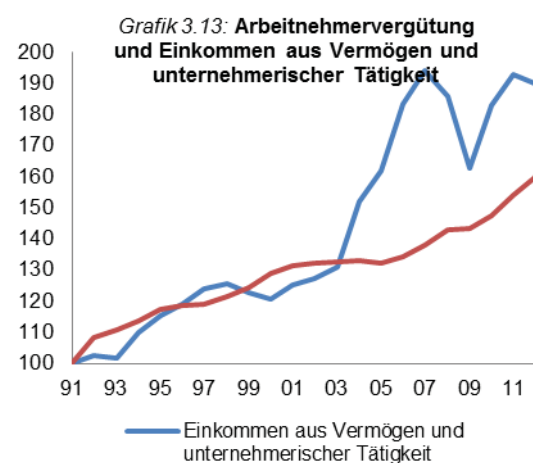
**Die gedämpfte Dynamik der Arbeitseinkommen hatte einen rapiden Anstieg der Einkommen aus Vermögen und unternehmerischer Tätigkeit bis zum Ausbruch der Krise zur Folge (Grafik 3.13) und schlug negativ auf den privaten Verbrauch durch.**<sup>(11)</sup> Der entsprechende Rückgang des bereinigten Lohnanteils war in Deutschland stark ausgeprägt (Grafik 3.14).<sup>(12)</sup> Da eine deutlich größere Neigung besteht, für Konsumzwecke das

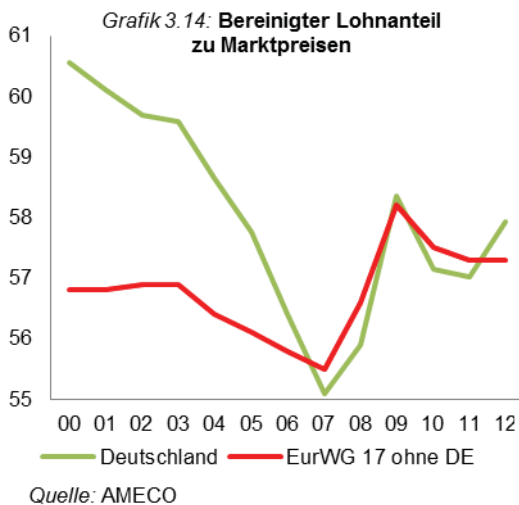
<sup>(10)</sup> Siehe Europäische Kommission (2007). Laut Eppendorfer und Stierle (2008) waren Beschäftigung und Löhne in der ersten Hälfte der 2000er Jahre die Hauptgründe für das geringe Verbrauchswachstum.

<sup>(11)</sup> Das Einkommen aus Vermögen und unternehmerischer Tätigkeit ist zum Teil im verfügbaren Haushaltseinkommen enthalten (insbesondere Einnahmen aus selbständiger Tätigkeit und Gewinnausschüttungen). Da Beteiligungen an Unternehmensgewinnen über das Halten von Anteilen jedoch bei Haushalten mit einem höheren Gesamteinkommen quantitativ stärker zu Buche schlagen (zu Mikrodaten für Deutschland siehe auch Brenke (2011)), ging die veränderte Verteilung des Faktoreinkommens auch mit einer Ausweitung der Ungleichheiten beim Markteinkommen und den entsprechenden Auswirkungen auf die Konsumdynamik einher.

<sup>(12)</sup> Zur längerfristigen Perspektive siehe Sachverständigenrat (2012).

Arbeitseinkommen und nicht das Kapitaleinkommen einzusetzen, dürfte die erhebliche Verringerung des Lohnanteils über einen längeren Zeitraum hinweg auf den Verbrauch der Privathaushalte gedrückt haben (siehe z. B. Auswertung der neueren Literatur durch Papadia, 2013). Nachdem im Jahr 2007 die historische Talsohle erreicht war, ist der Lohnanteil in Deutschland – entsprechend der allgemeinen Entwicklung im Euro-Währungsgebiet – wieder leicht angestiegen und legt in jüngster Zeit eine stärkere Dynamik an den Tag. Eine Gegenüberstellung von Lohnanteil und Arbeitslosenquote in Deutschland lässt vermuten, dass die in der ersten Hälfte der 2000er Jahre durchgeführten Arbeitsmarktreformen eine gewisse Rolle gespielt haben. Auch in den meisten anderen industrialisierten Volkswirtschaften ist der Lohnanteil zurückgegangen, was unter anderem auf den durch IKT-Innovationen bedingten, Arbeitskräfte sparenden technischen Fortschritt und die schwächer werdende Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer zurückzuführen ist (OECD, 2012a). Diese Faktoren kommen jedoch in allen Mitgliedstaaten des Euroraums zum Tragen. Insoweit als die gewaltigen Reformen in den Bereichen Arbeitsmarkt und soziale Sicherheit (siehe Kasten 3.1) zu mehr Beschäftigung, nicht aber unbedingt zu höheren Einkommen geführt haben, könnten sie eine teilweise Erklärung für den Rückgang des Lohnanteils in Deutschland (Sachverständigenrat, 2012) und die insgesamt schwache Entwicklung der Arbeitseinkommen bieten.





**Der geringe Beitrag des Arbeitseinkommens zum Wachstum des verfügbaren Einkommens hatte seinen Grund zum Teil im Rückgang des Gesamtarbeitsvolumens in der ersten Hälfte der 2000er Jahre.** Trotz hoher Beschäftigungsquoten verharrt das Gesamtvolumen der in Deutschland geleisteten Arbeitsstunden auf dem Niveau der frühen 2000er Jahre (Grafik 3.15). Während die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden pro Beschäftigten wie in anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets rückläufig ist, nimmt Teilzeitbeschäftigung zu und nimmt insbesondere Vollzeitbeschäftigung ab. Ein Großteil des Rückgangs des Gesamtarbeitsvolumens in der ersten Hälfte der 2000er Jahre findet hier seine Erklärung. In anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets ist das Gesamtvolumen der Arbeitsstunden vor der Krise stark gestiegen, nach der Krise aber wieder zurückgegangen (Grafik 3.16). Die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden in Teilzeitjobs zählt immer noch zu den niedrigsten im Euro-Währungsgebiet, die Zahl der durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden von Vollzeitbeschäftigten hingegen zu den höchsten im Euro-Währungsgebiet.

**Die hohe Steuer- und Abgabenbelastung von Niedriglohnbezieherinnen und steuerliche Negativanreize für Zweitverdiener schrecken von der Aufnahme einer Beschäftigung oder einer Erhöhung der Arbeitsstundenzahl ab.** Die Steuer- und Abgabenlast für Arbeitnehmer, die

50 % bis 67 % des Durchschnittslohns verdienen, gehört zu den höchsten in der EU (Alleinstehende ohne Kinder, Daten für 2012). Auch die Gefahr, in die Nichterwerbstätigkeits- oder Arbeitslosigkeitsfalle zu geraten, ist relativ hoch. Die hohe Steuer- und Abgabenbelastung niedriger Arbeitseinkommen hat angesichts höherer Arbeitskosten und geringerer Beschäftigungsanreize eine Reduzierung des Arbeitsvolumens von Niedriglohnbezieherinnen zur Folge. Darüber hinaus halten die gemeinsame einkommensteuerliche Veranlagung verheirateter Paare (*Ehegattensplitting*) und die kostenlose Mitversicherung nicht beschäftigter Ehegatten in der gesetzlichen Krankenversicherung insbesondere Frauen von einer Arbeitsmarktteilnahme oder einer Erhöhung ihrer Arbeitsstundenzahl ab. Die Rentenreformvorschläge der neuen Bundesregierung, die unter anderem zusätzliche Leistungen für bestimmte Gruppen von Rentnern vorsehen, bedeuten, dass der Beitragssatz im Jahr 2014 nicht wie ursprünglich geplant weiter abgesenkt werden kann und sich mittelfristig erhöhen wird. Damit wird die Steuer- und Abgabenbelastung der Arbeit weiter steigen, was sich möglicherweise negativ auf Beschäftigung und Einkommen insbesondere von Geringverdienerinnen auswirken wird. Die Beihilfen für Familien mit



