

»» Unternehmen mehr Sparer als Investor: Hürde für raschen Abbau des deutschen Leistungsbilanzungleichgewichts

Nr. 235, 21. November 2018

Autor: Dr. Klaus Borger, Telefon 069 7431-2455, klaus.borger@kfw.de

Die deutschen Unternehmen investieren, anders als in der Vergangenheit, im gegenwärtigen Aufschwung deutlich weniger in den Realkapitalstock als sie an eigenen finanziellen Mitteln erwirtschaften. Ihr wachsender Finanzierungsüberschuss ist ein zentraler Treiber des sehr hohen Leistungsbilanzüberschusses, dessentwegen Deutschland international breit in der Kritik steht. Bei der Suche nach Ansatzpunkten für eine Korrektur des Leistungsbilanzungleichgewichts lohnt deshalb ein genauerer Blick auf die Spar- und Investitionsentscheidungen der Firmen. Es zeigt sich, dass der inzwischen hohe akkumulierte Finanzvermögensbestand eine erhebliche Hürde für den raschen Abbau des Überschusses darstellt, da steigende Vermögenseinkommen den aktuellen Überschuss nähren. Demgegenüber leisten die zuletzt kräftigeren Lohnzuwächse ein willkommenes Gegengewicht. Zentrale Entwicklungen, wie der anhaltende Verfall der Ausschüttungsquote und die Schwäche gerade bei kapazitätserweiternden Investitionsprojekten, deuten indes auf eine fortbestehende erhebliche Unsicherheit als bedeutenden Faktor der Firmenentscheidungen hin. Ziel der Wirtschaftspolitik sollte es deshalb sein, endlich wieder für mehr Sicherheit als Grundlage unternehmerischer Entscheidungen zu sorgen. Die nachhaltige Stärkung Europas und der Währungsunion sind hierbei der Schlüssel.

Hoher Leistungsbilanzüberschuss ...

War die deutsche Leistungsbilanz zu Beginn der Währungsunion noch in etwa ausgeglichen, überschritt Deutschland 2017 mit einem Überschuss von knapp 8 % des BIP die im Rahmen des EU-Ungleichgewichtsverfahrens vereinbarte obere Warnschwelle von 6 % bereits das siebte Jahr in Folge. Absolut gesehen ist der Überschuss mit 258 Mrd. EUR der größte weltweit. Deutschland sieht sich deswegen einer langen Reihe internationaler Kritiker gegenüber, die von der Europäischen Kommission über den Internationalen Währungsfonds bis hin zum US-Präsidenten reicht. Trump sieht darin sogar eine unfaire Bereicherung Deutschlands auf Kosten der USA. Auch wenn diese rein merkantilistische Sichtweise nüchtern betrachtet unsachgemäß ist, ist die damit motivierte – und zunehmend konkrete – Androhung von Strafzöllen auf deutsche Exportschlager wie Autos wirtschaftspolitisch gefährlich. Denn eine mit der zollpolitischen Brechstange erzwungene Exportbegrenzung würde einen zentralen deutschen Erfolgsfaktor erheblich beschädigen. Allein schon deswegen müssen Wege gefunden werden, den Überschuss in angemessener Zeit wieder auf ein nachhaltig

tragbares Niveau zu reduzieren. Die Finanzierungsperspektive des Leistungsbilanzsaldos sorgt dabei für einen neuen Blick.

Danach ist er nichts anderes als derjenige Teil der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis, der nicht in den inländischen Realkapitalstock investiert wird, kurz: der Finanzierungssaldo der Volkswirtschaft. Unter den einzelnen inländischen Sektoren gleichen sich deren jeweilige Finanzierungssalden zu meist wenigstens teilweise aus. Typischerweise sind die privaten Haushalte Nettosparer, d. h. ihre Ersparnisse sind höher als ihre Investitionen. Sie haben folglich einen Finanzierungsüberschuss und stellen ihn, direkt oder vermittelt über den Finanzsektor, den anderen Sektoren zur Verfügung. Demgegenüber sind der Staat und die Unternehmen zumindest im volkswirtschaftlichen Standardlehrbuch Nettoinvestoren, die neben den eigenen Mitteln wenigstens teilweise den Finanzierungsüberschuss der Haushalte nutzen, um ihr Finanzierungsdefizit auszugleichen und so ihre Investitionen mit Eigen- und Fremdmitteln vollständig zu finanzieren.

... weil in Deutschland inzwischen alle sparen

Dieses idealisierte Bild der Theorie ist nicht länger eine Beschreibung der Realität. Seit der Jahrtausendwende sind der Staat und die Unternehmen ebenfalls zu Nettosparern geworden. Will jedoch kein inländischer Sektor mehr eine Defizitposition eingehen, bleibt für die Anlage der Ersparnisüberschüsse unter dem Strich nur der Weg ins Ausland übrig: Ein wachsender Leistungsbilanzüberschuss entsteht. Während die Staatsüberschüsse politisch gewollt („schwarze Null“) und damit recht leicht zu erklären sind, fällt der Seitenwechsel der Unternehmen für den Anstieg der Leistungsbilanz quantitativ viel stärker ins Gewicht.¹

Tabelle: Finanzierungssaldo der Unternehmen

Prozent der BWS	1997–2001	2013–2017	Δ
Bruttowertschöpfung	100,0	100,0	/
+Vermögenseinkommen	0,6	5,3	4,7
-Arbeitnehmerentgelt	-61,4	-59,1	2,3
-Ausschüttungen	-20,4	-18,7	1,7
-Steuern und Sonstiges	-0,6	-2,9	-2,3
=Eigene Mittel	18,2	24,6	6,4
-Bruttoinvestitionen	-23,5	-19,2	4,3
=Finanzierungssaldo	-5,3	5,4	10,7

Quelle: KfW Research, Destatis

Seitenwechsel der Unternehmen

Vor allem bei den Unternehmen lohnt sich also ein genauere Blick auf die dahinter stehenden Treiber. Die vorstehende Tabelle zeigt, etwas vereinfacht, den grundlegenden Zusammenhang:² Die Unternehmen erzielen Einnahmen aus ihrer realwirtschaftlichen Tätigkeit (Bruttowertschöpfung) und aus finanziellen Transaktionen (Vermögenseinkommen³). Diese verteilen sie an die Arbeitnehmer (Arbeitnehmerentgelt), die Anteilseigner (Ausschüttungen⁴) und den Staat (Steuern und Sonstiges⁵). Was übrig bleibt, sind die Eigenmittel, die zur Finanzierung von Investitionen zur Verfügung stehen. Sind die Investitionen höher als die Eigenmittel – so wie es in der fünfjährigen Aufschwungsperiode um den Start der Währungsunion herum noch der Fall war –, entsteht ein Finanzierungsdefizit, das der Unternehmenssektor per Saldo mit den Überschüssen anderer Sektoren ausgleichen muss. Im Schnitt der Jahre 1997 bis 2001 betrug das Defizit 5,3 % der Bruttowertschöpfung. Im aktuellen Aufschwung (konkret: in den fünf Jahren von 2013 bis 2017) hat es sich in einen Überschuss von 5,4 % verwandelt; das ist eine Veränderung von beachtlichen 10,7 Prozentpunkten (Pp.).

Investitionsschwäche nicht der einzige Treiber

Wie an der rechten (mit dem Delta-Symbol für die absolute Veränderung der Größen zwischen den beiden Perioden überschriebenen) Tabellenspalte abzulesen, ist die häufig beklagte Investitionsschwäche der Firmen mit 4,3 Pp. zwar ein erheblicher, aber nicht der einzige Treiber dieses sehr starken Anstiegs. Der konsolidierte Beitrag des Eigenmittelzuwachses ist mit 6,4 Pp. sogar noch größer.

Wachsendes Finanzvermögen nährt Selbsterhalt

Zum einen tragen die kräftig ausgeweiteten Vermögenseinkommen dazu bei (Beitrag: 4,7 Pp.). Hinter dieser hier als Nettogröße definierten Position stehen in fast gleichem Ausmaß ein Rückgang der geleisteten Vermögenseinkommen infolge des langjährigen Zinsverfalls und geringerer Fremdverschuldung (Beitrag: 2,5 Pp.) wie auch ein deutlicher Zuwachs der empfangenen Vermögenseinkommen (Beitrag: 2,2 Pp.). Darunter spielen die im Ausland reinvestierten Gewinne aus Direktinvestitionen eine wichtige Rolle. Gemäß dem Inlands-konzept der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zählen die im Betrachtungszeitraum stark gestiegenen deutschen Direktinvestitionen im Ausland nicht zum Realkapital sondern zum Finanzvermögen der inländischen Unternehmen. Die damit erwirtschafteten und im Ausland belassenen Gewinne kommen isoliert betrachtet auf einen Beitrag von 1,6 Pp. zum Anstieg des Finanzierungssaldos der Unternehmen. Auch unter den übrigen empfangenen Vermögenseinkommen dürften wachsende Mittelzuflüsse aus dem Ausland besonders bei Dividendenzahlungen und Ähnlichem dominieren.⁶ Der Finanzierungsüberschuss hat deswegen inzwischen eine zunehmende Tendenz zum Selbsterhalt, da die akkumulierten Überschüsse der Vergangenheit über steigende Vermögenseinkommen den aktuellen Überschuss nähren.

Lohnzurückhaltung lässt Gewinnquote steigen, ...

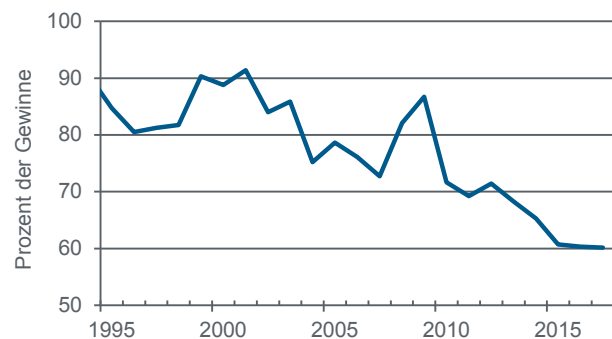
Ein weiterer bedeutender Treiber der wachsenden Eigenmittel und des Finanzierungsüberschusses im Unternehmens-

sektor ist die gesunkene Lohnquote (Anteil des Arbeitnehmerentgelts an der Bruttowertschöpfung der Unternehmen), die sich vor allem in der langjährigen Phase der ausgeprägten Lohnzurückhaltung nach der Jahrtausendwende bis etwa zum Jahr 2007 aufgebaut hat (Beitrag: 2,3 Pp.). Spiegelbildlich dazu ist die Gewinnquote der Unternehmen im betrachteten Zeitraum spürbar gestiegen.

... während die Ausschüttungen sinken

Von den steigenden Gewinnen schütten die Firmen jedoch immer weniger an die Anteilseigner aus und setzen stattdessen auf eine Stärkung ihrer Innenfinanzierungsmöglichkeiten und ihrer Eigenkapitalbasis. Wurden zum Start der Währungsunion noch rund 90 % der Unternehmensgewinne⁷ ausgeschüttet, ist die Ausschüttungsquote 2017 auf das neue Tief von 60 % gefallen. Besonders rasant sinkt sie seit 2010 (Grafik 1). Das veränderte Ausschüttungsverhalten trägt unter dem Strich 1,7 pp. zum Anstieg des Finanzierungssaldos der Unternehmen bei. Darüber hinaus strahlt es auf den Konsum der privaten Haushalte ab: Ohne die rückläufigen Ausschüttungen und ihre dämpfende Wirkung auf die verfügbaren Einkommen als wesentliche Determinante privater Konsumententscheidungen könnte die (gemessen an der jüngeren Historie immerhin recht solide) Dynamik des privaten Verbrauchs in Deutschland wohl noch lebhafter sein.⁸

Grafik 1: Geleistete Ausschüttungen der Unternehmen



Quellen: KfW Research, Destatis

Nur die Steuern dämpfen

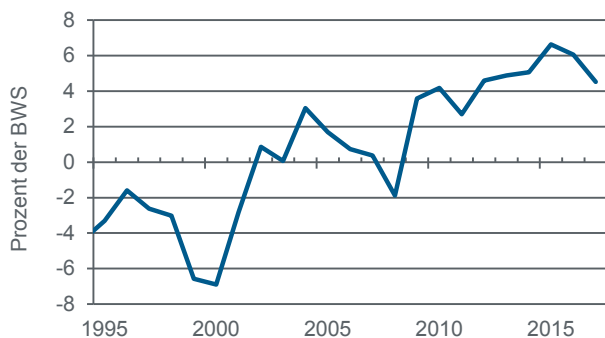
Lediglich die zuletzt im Zuge des aktuellen, kräftigen Aufschwungs steigenden Steuern, Abgaben und Beiträge an den Staat haben den Finanzierungsüberschuss der Firmen im Betrachtungszeitraum gedämpft (Beitrag: -2,3 pp.). Allerdings sorgen die sprudelnden öffentlichen Einnahmen ihrerseits schon seit 2014 für beständig wachsende Überschüsse des Staates (2017: 1,0 % des BIP), sodass sich der Leistungsbilanzsaldo – als Summe der Finanzierungssalden aller inländischen Sektoren – zumindest in Relation zur Wirtschaftsleistung allein dadurch nur wenig verändert.

Erste Ansätze zum Abbau des Ungleichgewichts

Dessen ungeachtet sind inzwischen aber auch erste Ansätze zum Abbau des Ungleichgewichts erkennbar. Sein Maximum erreichte der Finanzierungsüberschuss der Unternehmen im Jahr 2015 mit 6,6 % der Bruttowertschöpfung; seitdem hat er sich auf 4,5 % im Jahr 2017 zurückgebildet (Grafik 2). Hierzu

tragen nahezu alle Komponenten bei, wenngleich seit unterschiedlich langer Zeit: Der Fall der Lohnquote war vor allem vor dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise in den Jahren 2008/2009 ein wesentlicher Treiber des Überschusses. Im gegenwärtigen langen Aufschwung seit 2010 mit sinkender Erwerbslosenquote und wieder stärker steigenden Löhnen hat sich die Entwicklung teilweise umgekehrt. Auch die Bruttoinvestitionen der Unternehmen haben sich jüngst etwas erholt (2017: 19,5 %), freilich ohne bereits an die Niveaus vergangener Aufschwünge anzuknüpfen, als die Investitionsquote regelmäßig rund 3 pp. höher lag.

Grafik 2: Finanzierungssaldo der Unternehmen



Hinweis: Der Finanzierungssaldo in Relation zur Bruttowertschöpfung (BWS) der Unternehmen ist bereinigt um zwei erhebliche Sondereffekte in den Jahren 1995 (Übernahme der Treuhandschulden durch den Staat) und 2000 (Erwerb von UMTS-Lizenzen vom Staat).

Quellen: KfW Research, Destatis

Eine wichtige Ausnahme gibt es allerdings: Der Trend zu rückläufigen Ausschüttungen an die Anteilseigner setzt sich bis in die jüngste Zeit ungebrochen fort. Dahinter mag – als Reaktion auf die Finanzkrise – zum einen der Wunsch der Firmen stehen, sich unabhängiger von der Fremdfinanzierung durch Banken oder Finanzmärkte zu machen. Darüber hinaus könnte die steuerliche Bevorzugung von Betriebsvermögen eine Rolle spielen, insbesondere bei Familienunternehmen mit Blick auf die Erbschaftsteuer. Denn diese Firmen sehen in den kommenden Jahren doch zunehmend zahlreich der Übergabe entgegen. Schließlich mag bei der fallenden Ausschüttungsquote auch das gegenwärtige Niedrigzinsumfeld seine Spuren hinterlassen, da alternative Anla-

gen am Finanzmarkt für die Eigentümer zurzeit meist nur wenig attraktiv sind. Zumindest letzteres sollte sich aber mit der eingeleiteten Zinswende perspektivisch ändern.

Fazit: Für mehr Sicherheit sorgen, Europa stärken

Alles in allem zeigt die Analyse, dass die Ursachen des seit der Jahrtausendwende im Trend steigenden Finanzierungsüberschusses der Unternehmen – und damit eines wichtigen Treibers des inzwischen sehr hohen deutschen Leistungsbilanzüberschusses – vielfältig sind und über eine schwache Investitionstätigkeit allein hinausgehen. Die Firmen bauen zugleich über diverse Kanäle wachsende Eigenmittel auf. Insbesondere die inzwischen akkumulierten Bestände an Finanzvermögen sorgen für netto weiter wachsende Vermögenseinkommen und nähren damit eine zunehmende Tendenz zum Selbsterhalt. Dieser selbstverstärkende Effekt stellt eine erhebliche Hürde beim raschen Überschussabbau dar. Demgegenüber leisten die gesamtwirtschaftlich gesunden Lohnzuwächse der letzten Jahre ein willkommenes Gegengewicht. Angesichts der zunehmenden Knappheiten am Arbeitsmarkt dürfte sich das Lohnwachstum fortsetzen, solange der gegenwärtige Aufschwung weiter trägt. Viele Entwicklungen deuten indes auf eine anhaltende erhebliche Unsicherheit als bedeutenden Faktor der Spar- und Investitionsentscheidungen in den Firmen hin. Hierfür spricht nicht nur die bis zuletzt rückläufige Ausschüttungsquote, sondern auch die Zusammensetzung der Investitionen. Schwach entwickelten sich nämlich vor allem die Investitionen der Firmen in Ausrüstungen und Wirtschaftsbauten, also diejenigen Investitionsgüter, die recht eng mit dem Expansionsmotiv verknüpft sind. Diese „defensive“ Grundhaltung ist grundsätzlich nachvollziehbar, denn die Kette bedeutender Unwägbarkeiten und kaum zu kalkulierender Risiken ist im Betrachtungszeitraum immer länger geworden: Sie reicht von dem zunächst schwierigen Kreditzugang nach dem Platzen der Dotcom-Blase zu Beginn des vergangenen Jahrzehnts über die globale Finanz- und Wirtschaftskrise (2008, 2009) und die Eurokrise (2011, 2012) bis hin zu Brexit, Protektionismus und Populismus in jüngster Zeit. Das wichtigste Ziel der Wirtschaftspolitik sollte es deshalb sein, endlich wieder für mehr Sicherheit als Grundlage unternehmerischer Entscheidungen zu sorgen. Die nachhaltige Stärkung Europas und der Währungsunion sind hierfür der Schlüssel. ■

Wenn Sie keine Publikation von KfW Research verpassen wollen, abonnieren Sie unseren kostenlosen E-Mail-Newsletter.

Zur Anmeldung

¹ Siehe Borger, K., **Leistungsbilanz: Überschuss reduzieren, Deutschland stärken**, Fokus Volkswirtschaft Nr. 178, KfW Research.

² Berechnungsgrundlage der Indikatoren ist: Destatis, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen (VGR), Inlandsproduktberechnung, Detaillierte Jahresergebnisse (Fachserie 18, Reihe 1.4, veröffentlicht am 4. September 2018). Unternehmen bzw. Firmen werden in dem vorliegenden Beitrag begrifflich mit dem VGR-Sektor Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gleichgesetzt.

³ Hier definiert als Nettogröße: Empfangene Vermögenseinkommen (einschließlich reinvestierter Gewinne aus der Übrigen Welt) abzüglich geleistete Vermögenseinkommen (ohne geleistete Ausschüttungen und Entnahmen).

⁴ Einschließlich der Entnahmen.

⁵ Hier definiert als Nettogröße: Nettoproduktionsabgaben zuzüglich der Summe der Salden von geleisteten und empfangenen Einkommens- und Vermögenssteuern, Nettosozialbeiträgen, monetären Sozialleistungen sowie sonstigen laufenden Transfers. Darüber hinaus werden als Restgröße die quantitativ weit gehend vernachlässigbaren Nettoeffekte aus der Veränderung von Vermögenstransfers, dem Zugang an nichtproduzierten Vermögensgütern, der Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche sowie der reinvestierten Gewinne an die Übrige Welt diesem Posten zugeschlagen.

⁶ Die von den Beteiligungsverflechtungen innerhalb des deutschen Unternehmenssektors ausgelösten Mittelflüsse heben sich in der konsolidierten Makrobetrachtung gegenseitig auf.

⁷ Die Unternehmensgewinne sind definiert als Bruttowertschöpfung zuzüglich Vermögenseinkommen und abzüglich Abschreibungen, Arbeitnehmerentgelt sowie Nettoproduktionsabgaben.

⁸ Siehe International Monetary Fund, Germany, Staff Report for the 2018 Article IV Consultation, 15 June 2018, p. 8. Eine indirekte Bestätigung findet sich auch in Behringer, J., und T. van Treek, Income Distribution and the Current Account, in Journal of International Economics, Volume 114 (September 2018), pp. 238–254.