

Düsseldorf“, so antwortet in Michael Lewis' Bestseller „The Big Short“ ein Investmentbanker, auf die Frage, wer jetzt denn noch diese „Schrottpapier“ kaufe. Das war im Jahr 2007, kurz vor dem Zusammenbruch des amerikanischen Hypothekenmarkts. Die Immobilienpreise in den Vereinigten Staaten waren schon seit 2006 rückläufig, und professionelle Investoren kehrten dem Markt den Rücken. Doch „Düsseldorf“ kaufte weiter – und verlor dann in der Krise entsprechend viel. Diese Schilderung bedient das in der angelsächsisch dominierten Finanzwelt beliebte Klischee vom „Stupid German Money“, dem „dummen deutschen Geld“. Es war in der Tat die Düsseldorfer Industrie Kreditbank, IKB, die als eine der ersten Banken Milliarden abschreiben und vom Staat gerettet werden musste. Auch die jüngste Übernahme des Monsanto-Konzerns durch Bayer wurde zum finanziellen Fiasko, die Verantwortlichen müssen erhebliche Kritik einstecken. Diese Anekdoten werfen ein Schlaglicht auf Deutschlands umfangreiche Kapitalexperte. Obwohl diese finanziell von enormer Bedeutung sind, spielen sie in der wirtschaftspolitischen Diskussion nur selten eine Rolle. Deutschland diskutiert gern und ausführlich über seine Schulden, aber nicht über sein Auslandsvermögen.

Deutschland ist Weltmeister im Kapitalexport

Trotz der Milliardenverluste im Jahr 2008 ist Deutschland der weltweit größte Netto-Exporteur von Ersparnissen. Wir sind (Kapital-)Exportweltmeister. Ökonomisch sind diese Kapitalexperte das Spiegelbild der hohen Leistungsbilanzüberschüsse, die das Land Jahr für Jahr verzeichnet. Wir verkaufen mehr Güter und Dienstleistungen ins Ausland als wir von dort beziehen. Im Gegenzug gibt uns der Rest der Welt Finanz- und andere Vermögensgüter. Gut 350 Milliarden Euro haben die Deutschen im vergangenen Jahr ins Ausland überwiesen. Das entspricht etwa dem Volumen des gesamten Bundeshaushalts eines Jahres (2018: 337 Milliarden Euro). Allein in den vergangenen zehn Jahren haben wir so unser Auslandsvermögen um 2900 Milliarden Euro erhöht. Das ist deutlich mehr als die gesamte deutsche Staatsverschuldung oder rund 85 Prozent dessen, was in Deutschland in einem Jahr erwirtschaftet wird. Die Summen, um die es geht, sind riesig.

Auch aus wirtschaftshistorischer Perspektive sind die deutschen Überschüsse eine Anomalie. Man muss bis ins 19. Jahrhundert – in die Blütezeit des englischen Empires – gehen, um eine Wirtschaftsnation von der Größe Deutschlands zu finden, die über lange Zeit in ähnlichem Umfang Ressourcen im Rest der Welt anlegt. Und selbst dieser Vergleich hinkt. Denn britische Investoren legten annähernd die Hälfte ihres Kapitals im Empire an. Nach dem Zweiten Weltkrieg gab es kein G-7-Land, das über so eine lange Zeit so viel Kapital in Prozent der Wirtschaftsleistung exportiert hat. Selbst die Sparer- und Exportnation Japan kommt nicht an die deutschen Zahlen heran. Aber ist das Geld im Ausland gut investiert?

Auf den ersten Blick erscheint es paradox, dass eben jenes Land, das Abermilliarden im Ausland investiert, international als wenig begabter Investor verschrien ist. Wer eine so große Wette eingeht, muss wissen, was er tut. Und noch etwas passt nicht zusammen. Deutschland hat die Investitionen zu Hause vernachlässigt. Marode Brücken, Bahninfrastruktur, Handynetze, Wohnungsnot – der Investitionsstau lässt sich nicht mehr leugnen. Wie kann es sein, dass Deutschland dem Rest der Welt so viele Ersparnisse überweist, wo doch der Investitionsbedarf im Inland unbestreitbar hoch ist?

Die Standardargumente für den hohen deutschen Kapitalexport sind schnell aufgezählt: Erstens ist denkbar, dass die Renditen auf die Ersparnisse im Ausland hoch und insbesondere höher als die im Inland sind. Dann wäre der Kapitalexport aus Sicht der deutschen Sparer einfach ein gutes Geschäft. Zweitens könnten die Kapitalexperte deutsche Sparer gegen Risiken wie Rezessionen oder Arbeitslosigkeit absichern, denn wenn die heimische Wirtschaft einbricht, können die Kapitalerträge aus dem Ausland unser Einkommen stabilisieren. Drittens könnten wir uns als alternde Gesellschaft gegen den demographischen Wandel absichern, indem wir in jüngere, dynamische Länder im Ausland investieren.

Aber halten diese Argumente einer genaueren empirischen Betrachtung stand? Wie rentabel ist das deutsche Auslandsvermögen, und wo ist es investiert? Ist der Exportweltmeister Deutschland auch gut in der Kapitalanlage, oder spielen wir hier eher in der Kreislage?

In einer neuen Studie haben wir erstmals aus einer international vergleichenden und langfristigen Perspektive eine Auswertung der deutschen Auslandsinvestitionen vorgenommen. Darin analysieren wir die Zusammensetzung und die Renditen auf das deutsche Auslandsvermögen seit 1950. Wir vergleichen die Auslandsrendite Deutschlands mit denen von zwölf anderen Industrieländern sowie mit den Kapitalrenditen, die im gleichen Zeitraum im Inland zu erzielen waren.

Das Ergebnis ist ebenso eindeutig wie auftrübend, da die finanziellen Konsequenzen für die deutsche Volkswirtschaft erheblich sind. Keine der oft zu hörenden Erklärungen für die deutschen Kapitalexperte wird von den Daten bestätigt. Vielmehr zeigt die Analyse, dass wir uns von drei Mythen zum deutschen Auslandsvermögen verabschieden müssen.

Von Franziska Hünnekes, Moritz Schularick und Christoph Trebesch

Milliardengrab Kapitalexport

Deutschland legt seit Jahrzehnten mehr Geld im Ausland an als alle anderen Länder. Aber wie steht es um die Erträge? Als Investor spielen die Deutschen international nur in der Kreisklasse. Höchste Zeit, daraus Lehren zu ziehen.



Wo deutsches Geld versendet: Mit dem teuren Kauf des umstrittenen Glyphosat-Herstellers Monsanto ist Bayer ins Fadenkreuz der Aktivisten geraten.

Foto AP

Mythos 1: Die Renditen auf das deutsche Auslandsvermögen sind hoch

Das Gegenteil ist der Fall. Die Rendite auf das deutsche Auslandsvermögen ist erheblich niedriger als die anderer Nationen. Deutschland ist das Schlusslicht unter den G-7-Ländern. Seit 1975 lagen die durchschnittlichen Auslandsrenditen in Deutschland pro Jahr rund 5 Prozentpunkte unter denen der Vereinigten Staaten. Auch im innereuropäischen Vergleich schneidet Deutschland schlecht ab: In Europa lagen die deutschen Renditen rund 3 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt.

Deutsche Investoren gelten als konservativ, sie bevorzugen weniger riskante Anlageklassen wie Anleihen gegenüber Aktien. Dies ist im Inland und bei Auslandsinvestitionen der Fall. Doch die Zusammensetzung des Auslandsvermögens und das Risikoprofil können die niedrigen deutschen Renditen nur zum Teil erklären. Das sieht man, wenn man die Renditen in jeder einzelnen Anlageklasse über Länder hinweg vergleicht. Die deutschen Renditen sind über alle Anlageklassen hinweg niedriger als die Renditen anderer Länder.

Auffällig ist, dass Deutschland besonders schlecht als Aktieninvestor abschneidet. Hier liegen die Anlageerträge jährlich um 4 Prozentpunkte niedriger als in anderen Ländern. Deutsche Renditen sind auch dann signifikant schlechter, wenn wir die Risikoeigenschaften der Anlagen und Wechselkurseffekte herausrechnen. Die mitunter leidenschaftlich diskutierten Target-2-Guthaben der Bundesbank spielen hierbei im Übrigen so gut wie keine Rolle, da sie nur etwa 10 Prozent des deutschen Auslandsvermögens ausmachen.

Stattdessen sind Wertverluste ein wichtiger Teil der Erklärung. In den meisten Jahren seit 1970 stagnierte oder sank der Wert des deutschen Anlageportfolios, obwohl die Weltwirtschaft seitdem einen spektakulären Preisboom auf allen wichtigen Anlagemärkten erlebt hat. Deutsche Investoren haben von diesem globalen Vermögenspreisanstieg so gut wie nicht profitiert. Trotz günstiger Bedingungen kam es immer wieder zu Verlusten und erheblichen Abschreibungen. Die finanziell desaströse Übernahme von Monsanto durch Bayer ist insofern kein Einzelfall.

Rein rechnerisch sind die finanziellen Auswirkungen der schlechten Anlageerträge enorm. Allein im Jahrzehnt seit der Finanzkrise 2008 hätte Deutschland um 3 Billionen Euro reicher werden können, wenn die Rendite auf das deutsche Auslandsvermögen der von Kanada entsprechen hätte. Im Vergleich zu Kanada entspricht der Deutschland entgangene Vermögensgewinn etwa 37.500 Euro für jeden deutschen Bürger. Deutschland wäre also fast ein ganzes Jahreseinkommen reicher, wenn wir so gut investiert hätten wie die Kanadier.

Mythos 2: Die Renditen sind höher im Ausland als im Inland

Oft ist zu hören, dass deutsches Kapital ins Ausland fließt, weil dort die höheren Renditen zu erzielen sind. Damit sind wir beim zweiten Mythos. Auch diese Aussage ist falsch. Vielmehr waren die inländischen Renditen fast durchweg höher als die im Ausland. Ein Beispiel: Ein Investor, der 1980 im Inland 1000 Euro in Aktien, Immobilien und Anleihen angelegt und die Erträge reinvestiert hätte, hätte bis zum Jahr 2015 sein Kapital nahezu ver-

zehnfacht und 9600 Euro besessen. Mit der durchschnittlichen Rendite auf das deutsche Auslandsvermögen kamen hingegen nur 5600 Euro zusammen, also gut 40 Prozent weniger.

Gerade im vergangenen Jahrzehnt war dieser Unterschied besonders ausgeprägt: inländische Renditen lagen rund 4 Prozentpunkte höher als Renditen auf die deutschen Auslandsinvestitionen. Das bedeutet auch, dass ausgerechnet in dem Jahrzehnt, in dem die deutschen Kapitalexperte in die Höhe schneitten, höhere Renditen im Inland hätten erzielt werden können. Die Kapitalrenditen auf inländische Investitionen sind deutlich besser als ihr Ruf.

Mythos 3: Das Auslandsvermögen sichert uns gegen Risiken ab

Ein weiteres ökonomisches Argument für den Kapitalexport ist Diversifikation. Es könnte zum Beispiel sein, dass Deutschland in eine Rezession rutscht, aber Indien weiterhin hohe Wachstumszahlen hat. In diesem Fall könnte eine deutsche Anlegerin, die einen Teil ihres Vermögens in Indien investiert hat, ihr Einkommen durch hohe Renditen aus Indien stabilisieren. Auch wenn dies in der Theorie verführerisch klingt, ist die Realität eine andere. Die Risikoabsicherung durch die deutschen Kapitalexperte ist letztlich ein weiterer Mythos ohne große empirische Substanz.

Das deutsche Auslandsvermögen ist überwiegend in anderen Industrieländern mit gleichlaufenden Konjunkturzyklen und ähnlichen demographischen Entwicklungen angelegt. So befindet sich zum Beispiel mit 55 Prozent der überwiegende Teil der deutschen Aktienanlagen im nördlichen Euroraum. Wir investieren vor allem in andere alternde Gesellschaften. Und die Erträge deutscher Auslandsinvestitionen sind hoch mit dem inländischen Konsum korreliert.

Der deutsche „home bias“, also die Präferenz in wirtschaftlich und demogra-

phisch ähnliche Länder zu investieren, hat im Laufe der Zeit sogar eher zu- als abgenommen. Der Anteil des in Entwicklungs- und Schwellenländern investierten deutschen Auslandsvermögens sank von circa 20 Prozent in den 1980er Jahren auf gerade einmal 10 Prozent im Jahr 2017. Und dies obwohl Entwicklungsländer mittlerweile gut 50 Prozent der Weltwirtschaft ausmachen. Es überrascht daher nicht, dass das deutsche Auslandsvermögen auch bei der Stabilisierung und Risikoabsicherung kaum Vorteile bietet.

Die Daten sprechen eine klare Sprache: Die drei wichtigsten Erklärungen, warum es mit dem massiven Export deutscher Ersparnisse ins Ausland seine Richtigkeit hat, halten einer empirischen Überprüfung nicht stand.

Albert Einstein wird oft in den Mund gelegt, dass Wahnsinn darin besteht, immer wieder das Gleiche zu tun und andere Ergebnisse zu erwarten. Sollten wir also erwarten, dass auf wunderbare Weise deutsche Ersparnisse in der Zukunft besser im Ausland angelegt werden, als dies in den vergangenen Jahrzehnten der Fall war? Wohl kaum.

Das Modell Exportweltmeister gehört auf den Prüfstand. Angesichts der enormen Beträge, um die es geht, sollte diese eine wirtschaftspolitische Priorität ersten Ranges sein. Allerdings ist für wirtschaftspolitische Antworten ein besseres Verständnis der Ursachen nötig. Hier steht die Forschung noch am Anfang: Wo liegen die Friktionen und Probleme, die zu den niedrigen Renditen führen?

Denkbar ist, dass es der deutschen Finanzbranche schlicht am nötigen Know-how mangelt, um die enormen Sparsummen gut zu investieren. In der Tat sind Finance-Abteilungen an den deutschen Universitäten – etwa im Vergleich zu den Vereinigten Staaten – oft sehr klein und die Zahl der Studenten, die hierzulande auf internationalem Niveau ausgebildet werden, dementsprechend niedrig. Denkbar ist auch, dass das deutsche Bankensystem nicht gut aufgestellt ist, um immer neue Milliarden im Ausland zu investieren, nicht zuletzt wegen der großen Rolle von lokal oder regional orientierten Sparkassen und Genossenschaftsbanken. Auch hohe Gebühren bei Fonds oder Steuersparmodelle könnten die auffallend niedrigen Renditen erklären. Ohne eine genaue Ursachenanalyse sind Politikempfehlungen Grenzen gesetzt. Daher ist dringend eine tiefgehende wissenschaftliche und politische Debatte zum deutschen Kapitalexport geboten.

Unsere Ergebnisse zeigen aber auch, dass wir uns nicht mehr mit einem routinehaften Verweis zufriedengeben dürfen, der deutsche Kapitalexport sei das Resultat von Marktkräften und daher über jeden Zweifel erhaben. Wenn es keine Friktionen im Markt gäbe, dann würden wir derart signifikante Renditedifferenzen gar nicht erst beobachten.

Solange die Ursachen der geringen Rentabilität des deutschen Auslandsvermögens nicht geklärt sind, wäre es klug, stärker dort zu investieren, wo die Friktionen offenbar geringer sind: im Inland. Die Kapitalrenditen im Inland sind im internationalen Vergleich durchaus ordentlich. So rentierten deutsche Aktien inflationsbereinigt etwa 10 Prozent pro Jahr von 1980 bis 2015 und Immobilien etwa halb so viel.

Eine deutlich höhere Investitionstätigkeit könnte einen größeren Teil der deutschen Ersparnisse aufnehmen und dazu beitragen, die hohen Kapitalexperte zu reduzieren, so zeigen es eine Reihe von aktuellen Studien und Gutachten. Dazu dürfte dezidiert auch eine deutliche Ausweitung öffentlicher Investitionen und Wohnungsbauinvestitionen gehören, die, wenn über Kreditaufnahme finanziert, auch den unbändigen Appetit des Kapitalmarktes auf sichere Anlagen stillen können. Nach letzten Schätzungen steuert Deutschland auf ein Defizit von bis zu einer Million Wohnungen im Jahr 2030 zu, wenn sich die Geschwindigkeit des Wohnungsbaus nicht erhöht. Private und öffentliche Investitionstätigkeit können hier ineinandergreifen, um etwa die Infrastruktur für neue Wohngebiete am Rand der großen Städte bereitzustellen.

Interessant ist das Beispiel Norwegen

Neben einer Steigerung der inländischen Investitionen gilt es darüber nachzudenken, wie die deutschen Auslandsinvestitionen rentabler werden können. Hier ist das Beispiel Norwegen interessant, ein Land, das dank seines Ölreichtums hohe Leistungsbilanz- und Haushaltsüberschüsse erzielt. Seit mehr als zwei Jahrzehnten investiert der Staat in ausländische Aktien, Anleihen und Immobilien, mit einer weitgehend passiven Anlagestrategie und Renditen von durchschnittlich 6 Prozent im Jahr – deutlich über den deutschen Auslandsrenditen. Ein ähnliches Modell ist in abgewandelter Form auch in Deutschland denkbar, etwa als schuldenfinanziertes „Bürgerfonds“.

Entscheidend aber ist, dass die wirtschaftspolitische Diskussion in Deutschland das Milliardengrab Kapitalexport thematisiert und die oft einseitige und naiv positive Sicht auf die hohen Leistungsbilanzüberschüsse überwindet. Dabei geht es nicht darum, die Exportorientierung der deutschen Industrie in Frage zu stellen oder Exportvolumina zu drosseln. Es geht darum, neue Wege auszuleuchten, wie die substantiellen deutschen Ersparnisse mit höheren privaten und sozialen Renditen im Inland angelegt werden können, statt immer wieder beträchtliche Abschreibungen auf das Auslandsvermögen hinzunehmen. Denn für ein Land, das sich gern seiner Exportüberschüsse rühmt, ist die Rentabilität des Auslandsvermögens eine zentrale Größe. Es kommt uns als (Kapital-)Exportweltmeister teuer zu stehen, dass wir als Investor nur in der Kreislage spielen.

Die Autorin und Autoren



Franziska Hünnekes ist Doktorandin und wissenschaftliche Mitarbeiterin an der Ludwig-Maximilians-Universität München und am Institut für Weltwirtschaft (IfW Kiel).



Moritz Schularick ist Professor für Makroökonomie an der Universität Bonn und Forschungsprofessor an der New York University. Seine Forschungen zu Kreditzyklen und



Christoph Trebesch ist Professor für Globale Makroökonomie an der Universität Kiel und leitet am Institut für Weltwirtschaft (IfW Kiel) den Bereich Internationalen Finanzmärkte

und Global Governance. Er ist vor kurzem in den Wissenschaftlichen Beirat des Bundesministeriums der Finanzen berufen worden.