

Kein Kapitalabfluss aus Deutschland

Eine Fundamentalkritik an Hans-Werner Sinns Kapitalexpert-These

Gustav A. Horn und Fabian Lindner

Düsseldorf, 23. Mai 2011

Kein Kapitalabfluss aus Deutschland

Eine Fundamentalkritik an Hans-Werner Sinns Kapitalexport-These¹

Von Gustav A. Horn und Fabian Lindner

Hans-Werner Sinn vertritt schon seit längerem die These, dass die wirtschaftliche Schwäche Deutschlands in den letzten Jahren vor allem eine Folge des ins Ausland abfließenden deutschen Kapitals war (Sinn 2005). Die hohen Nettokapitalexporte Deutschlands hätten dazu geführt, dass in Deutschland weniger investiert wurde. Die Zahlen scheinen Sinns Argumentation zu stützen. Die Nettokapitalexporte, wie sie im Rahmen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) ausgewiesen werden, weisen seit Jahren einen hohen Wert auf. Dabei legt der Begriff „Nettokapitalexport“ die Interpretation eines Kapitalabflusses nahe. Doch dies ist ein Missverständnis. Tatsächlich beschreibt der Begriff genau das Gegenteil dessen, was Sinn im Kopf hat.

Denn Nettokapitalexporte, die wegen des Prinzips der doppelten Buchführung gleich den Leistungsbilanzüberschüssen sind, zeigen keine Geldabflüsse an, sondern in Wahrheit eine erhöhte Ersparnis. Nettokapitalexporte *erhöhen* aber das Geldvermögen einer Volkswirtschaft, sie führen also zu *mehr* und nicht zu weniger Mitteln. Und diese Mittel können selbstverständlich für alle möglichen Ausgaben verwendet werden.

Sinns These läuft hingegen darauf hinaus, dass diese Ersparnisse der deutschen Wirtschaft nicht mehr für den Kauf von Gütern und Dienstleistungen zur Verfügung stehen würden. Das ist eine sehr merkwürdige Theorie. Für jede Wirtschaftseinheit – und auch die ganze Volkswirtschaft – gilt, dass laufende Ersparnis zu einem *Zuwachs* an Vermögen führt, über das Wirtschaftseinheiten verfügen können wie sie wollen. Leistungsbilanzüberschüsse bedeuten dann auch nichts anderes, als dass Inländer sich dafür entschieden haben, Teile ihre Einkommens nicht auszugeben, sondern zu sparen. Sonst wäre nicht zu erklären, wie das deutsche Nettoauslandsvermögen nach Angaben der Bundesbank von 14 Mrd. Euro im zweiten Halbjahr 1998 auf 900 Mrd. Euro im zweiten Halbjahr 2009 gestiegen wäre.

Auch wenn das Ausland seine Leistungsbilanzdefizite allein über Kredite finanziert hätte, ändert das nichts an der Tatsache, dass das deutsche Geldvermögen *gestiegen* und nicht gefallen ist. Sinn behauptet, Kredite an das Ausland ständen in direkter Konkurrenz zu Krediten an deutsche Unternehmen. Das ist schlicht falsch. Es wird im Folgenden gezeigt, dass Ausländer deutschen Unternehmen nicht die Kredite wegnehmen.

¹ Großer Dank gilt Peter Hohlfeld, Uwe Richter, Till van Treeck und Henner Will, die wertvolle Kommentare und Hinweise geliefert haben.

1. Die Sinn'sche Hypothese

Hans-Werner Sinn hat seine Hypothese über das für deutsche Investitionen fehlende Sparkapital in verschiedenen Artikeln und Büchern entwickelt (Sinn 2005; 2010a; 2010b). Er hat den Nettokapitalexport – den er auch „Abfluss von Sparkapital“ nennt – explizit als Grund der geringen deutschen Investitionen genannt: „Germany exported its savings *instead* of using them as loans for investment in the domestic economy.“ (Sinn 2010b S. 7, Hervorhebung durch die Autoren); „Germany lost a huge amount of capital under the euro *even though it urgently needed* the capital to rebuild its ex-communist east.“ (ebd.) oder: „Weil das Sparkapital aus Deutschland abfloss, erschlaffte das Land.“ (Sinn 2010a) Dabei setzt er diese Aussagen explizit in einen Zusammenhang mit dem Nettokapitalexport, der sich aus den Leistungsbilanzüberschüssen Deutschlands ergibt.

Die Kredite sind nach dieser Logik durch die Ersparnis in einer Periode begrenzt und stellen damit eine harte Budgetrestriktion für das gesamte in dieser Periode zu vergebende Kreditvolumen dar. Kredit wird bei Sinn zu einer knappen Größe. Jeder Kredit steht vor dem Hintergrund dieser Begrenzung in unmittelbarer Konkurrenz zu einem anderen Kredit – und Kredite ans Ausland damit in Konkurrenz zu Krediten im Inland.

Das erklärt, warum Sinn den Effekt von deutschen Garantie- und Hilfsprogrammen für die Euro-Krisenländer negativ bewertet. So schreibt er: „Deutschland verhilft seinen Konkurrenten am Kapitalmarkt mit seiner Bürgschaft wieder zu frischem deutschen Sparkapital, das *sonst* vermutlich zur Finanzierung von Neubauten oder neuen Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland verwendet worden wäre.“ (Sinn 2010a, Hervorhebung durch die Autoren). Die Hilfspakete an die Krisenländer im Euroraum seien für die deutsche Wirtschaft schädlich, weil es nicht „im deutschen Interesse liegen [kann], wenn Deutschland seinen Konkurrenten am Kapitalmarkt mit Bürgschaften hilft, den deutschen Investoren die *Kredite abspenstig* zu machen.“ (Sinn 2010a, Hervorhebung durch die Autoren).

Diese Überlegungen Sinns sollen zunächst innerhalb der üblichen Gleichungen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) interpretiert werden. Anschließend wird gezeigt, warum diese Art der Interpretation schlicht falsch ist. Sinn geht von der Spargleichung der VGR aus, in der der Staat aus Vereinfachungsgründen außen vor gelassen wurde:²

1) $S = I + Ex - Im$, wobei:

2) $S = Y - C$

² Erweitert man die Gleichung um den Staat, ergäbe sich: $S = I + Ex - Im + G - T$, wobei G die Staatsausgaben und T die Steuern sind. Immer wieder merken Ökonomen an, der Staat würde durch Defizite den Unternehmen direkt investive Mittel abziehen; genau das gleiche meint Sinn über den Exportüberschuss. Beide Aussagen sind aus den gleichen hier zu entwickelnden Gründen falsch.

Dabei steht S für die Ersparnis in einer Periode (die VGR beschreibt Flussgrößen, also das Einkommen oder das Sparen in einer Periode, üblicherweise einem Quartal oder einem Jahr) I für Investitionen, bzw. den Aufbau von Sachvermögen, und $Ex - Im$ für den Leistungsbilanzsaldo.³ Y ist das Einkommen und C der Konsum. Beide Gleichungen lassen sich aus der Identität $Y = C + I + Ex - Im$ durch Umstellen ableiten. Die Gleichung selbst ist eine reine Definitionsgleichung, die noch keine theoretische Erklärung oder Kausalität der Sachverhalte liefert.

Sinn interpretiert diese Gleichung gleichwohl kausal als Zielkonflikt zwischen Investitionen und Leistungsbilanzsalden, und zwar folgendermaßen: Als erstes entsteht das Einkommen der Haushalte, Y . Die Haushalte entscheiden dann in einem zweiten Schritt darüber, wie viel sie konsumieren und wie viel sie sparen. In einem dritten Schritt legen sie fest, ob sie das von ihnen Ersparte nun im Inland – in Investitionen – oder im Ausland – in Form von Leistungsbilanzüberschüssen anlegen (bzw. die Banken tun das für sie). Entscheiden sie sich dafür, ihr Kapital im Ausland anzulegen, so entsteht ein Nettokapitalexport („frisches deutsches Sparkapital“, wie Sinn es nennt), mit dem die Leistungsbilanzsalden der Ausländer finanziert werden. Dass er diese Interpretation der VGR unterstellt, bestätigt dieses Zitat: „Die gesamtwirtschaftliche Ersparnis betrug in diesem Jahr [2010] 277 Mrd. Euro, 111 Mrd. Euro wurden netto in Deutschland investiert, und 166 Mrd. Euro flossen netto als Kapitalexport ins Ausland.“ (Sinn 2010a).

Die Entscheidung darüber, ob das „deutschen Sparkapital“ im Ausland oder im Inland angelegt wird, hängt dann von der relativen Rendite der Anlageformen ab. Ist die Rendite im Ausland höher als im Inland, so fließt mehr „Sparkapital“ ins Ausland. Die vermeintlich niedrigen Renditen Deutschlands würden somit erklären, warum das Kapital ins Ausland „flieht“, es – so Sinn – gleichsam eine Kapitalflucht gebe und die Mittel nicht mehr in Deutschland zur Verfügung ständen (Sinn 2005). Dabei hat Sinn die Fluchtgründe im Laufe der Zeit etwas variiert. Waren in seinen früheren Veröffentlichung (Sinn 2005; Sinn 2009b) noch die zu hohen Löhne der wesentliche Fluchtgrund, treten seither die Vorspiegelung zu hoher Renditen in den GIPS Ländern sowie in jüngster Zeit die staatlichen Garantien für deren Kredite in den Vordergrund.

Was ist falsch an Sinns Thesen? Der wesentliche Fehler Sinns ist, dass er die Menge an zu vergebendem Kredit durch die laufende Ersparnis in einer Periode determiniert sieht, dass also das gesamte Kreditvolumen einer Periode vorbestimmt sei. Erst so kann Sinn konstruieren, dass es in Europa und der Welt einen Wettbewerb um das „deutsche Sparkapital“ gebe, der eben durch staatliche Garantien gegenüber den GIPS-Staaten zu Ungunsten Deutschlands verfälscht werden könnte. Aus der Annahme eines ex ante limitierten Kreditvolumens ergibt sich auch die Vorstellung,

³ Eigentlich ist $Ex - Im$ in diesem Zusammenhang der Außenbeitrag. Dieser ergibt sich als Differenz von Leistungsbilanz und laufenden Übertragungen. Die laufenden Übertragungen sind aber quantitativ vernachlässigbar für Deutschland.

dass Leistungsbilanzüberschüsse, die rein buchhalterisch Nettokapitalexporten entsprechen, zu einem Abfluss von Kapital führen würden und dass die deutschen Investitionen vor allem deswegen so gering waren, weil das knappe Kreditkapital gefehlt habe.

Im Folgenden wird gezeigt, dass beide Thesen aus rein buchhalterischen – und nicht nur theoretischen – Gründen falsch sind. Die Betrachtung der Zusammenhänge sowohl der Leistungsbilanz als auch der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung ergeben, dass Leistungsbilanzüberschüsse eines Landes *immer* zu einem Aufbau von Geldvermögen und Finanzmitteln führen – weil sie das Einkommen der Volkswirtschaft erhöhen. Aus diesen Einkommen kann das Inland selbstverständlich jede Ausgabe finanzieren, ob Konsum, Investitionen oder Importe. Im Anschluss an diese Diskussion wird gezeigt, dass Kredite in der realen Welt selbstverständlich *nicht* durch die laufende Ersparnis limitiert sind und auch die Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten anderer Länder über Kredite zu einem *Aufbau* und nicht zu einem Abfluss von Mitteln in Deutschland führt.

2. Fließt „Kapital“, gar „frisches deutsches Sparkapital“ ab?

Sinn gebraucht den Begriff „Kapitalexport“ grob irreführend und falsch. Das ergibt sich logisch aus den Zusammenhängen, die in jedem Grundlagenbuch zur Zahlungsbilanz zu finden und die selbst keine Theorie, sondern reine Buchhaltung sind (eine sehr gute Diskussion der buchhalterischen Zusammenhänge und ihrer Folgen für die ökonomische Theorie liefert Stützel (1978)). Um genau zu zeigen, wie Sparen, Vermögensaufbau und Einkommensentstehung zusammenhängen, ist es notwendig, sich in einem ersten Schritt diese notwendigen buchhalterischen Zusammenhänge zu vergegenwärtigen. Als erstes soll auf den buchhalterischen Zusammenhang zwischen Leistungs- und Kapitalbilanz eingegangen werden, um dann sein Verhältnis zur Einkommensrechnung er klären. Dabei kann ein einfaches Beispiel helfen, sich die Zusammenhänge zu vergegenwärtigen:

Nehmen wir an, ein Mann geht zum Bäcker und kauft Brötchen. Der Bäcker legt das Geld in seine Kasse und spart es für spätere Ausgaben. Niemand würde hier wohl behaupten, beim Verkauf sei Kapital vom Bäcker zum Kunden abgeflossen; auch würde wohl niemand auf die Idee kommen, der Bäcker könnte mit seinem Geld selbst keine Ausgaben mehr finanzieren, oder er hätte mit seinem „Sparkapital“ die Brötchen des Kunden finanziert. Sinns Logik folgend würde man aber genau das meinen, wenn der Bäcker etwa ein deutscher Bäcker und der Kunde ein holländischer Freund deutscher Backkunst wäre, der zum Sonntagsfrühstück kurz über die Grenze fährt, um sich mit frischen Brötchen zu versorgen.

Wie kann das sein? Um die ökonomischen Implikationen des Beispiels mit dem Bäcker und seinem Kunden genauer zu verstehen, muss man sich die buchhalterischen Zusammenhänge zwischen Zahlungsbilanz, Einkommen und Vermögensänderungen klar machen. Beginnen wir mit der Zahlungsbilanz. Jede Wirtschaftseinheit – so auch der Bäcker und sein Kunde – hat eine Zahlungsbilanz, die aus Kapital- und Leistungsbilanz besteht. In der Leistungsbilanz werden alle Leistungen zwischen Wirtschaftseinheiten, also alle Transaktionen von Waren und Dienstleistungen, Transferzahlungen sowie Arbeits- und Vermögenseinkommen verbucht.

Erbringt eine Wirtschaftseinheit mehr Leistungen als sie selbst in Anspruch nimmt, entsteht ein Leistungsbilanzüberschuss; erbringt sie weniger Leistungen als sie selbst erhält, entsteht spiegelbildlich ein Leistungsbilanzdefizit. Im Beispiel verkauft der Bäcker mehr Leistungen als er vom Kunden in Anspruch nimmt – er hat also dem Kunden gegenüber einen Leistungsbilanzüberschuss. Der Kunde kauft mehr vom Bäcker als er von ihm kauft – so hat er dem Bäcker gegenüber ein Leistungsbilanzdefizit. Wegen des Prinzips der doppelten Buchhaltung wird in der Kapitalbilanz verbucht, wie Ausgaben und Einnahmen finanziert wurden. Hat eine Wirtschaftseinheit ein Leistungsbilanzüberschuss, ist ihre Kapitalbilanz im Defizit; hat sie ein Leistungsbilanzdefizit, ist die Kapitalbilanz im Überschuss. Kapitalbilanzsalden und Leistungsbilanzsalden sind damit betragsmäßig notwendig immer gleich:

$$3) \text{ Leistungsbilanzsaldo} = - \text{Kapitalbilanzsaldo}$$

Salden sowohl in der Leistungs- als auch der Kapitalbilanz entstehen *nur* dann, wenn es in einer Periode ein Ungleichgewicht von *Leistungsein- und ausgängen* gibt, also Salden (Defizite und Überschüsse) in der Leistungsbilanz entstehen; wie eben zwischen dem Kunden und dem Bäcker. Die Kapitalbilanz kann rein buchhalterisch aus sich heraus *keinen* Saldo bilden. Wenn jemand etwa einen Bestand von Geld hält und sich eine Anleihe davon kauft, ist das eine reine Finanztransaktion – das Geld verlässt den Besitzer, dafür erhält er die Anleihe: der Kapitalexport ist dann gleich dem Kapitalimport, so dass die Kapitalbilanz im Saldo null ist. Gleiches gilt für die Leistungsbilanz beim einfachen Tausch von Leistungen: Würde der Kunde etwa seine Tageszeitung gegen ein paar Brötchen tauschen, wären die Leistungsbilanzen des Bäckers und des Kunden ausgeglichen, im Saldo also null.

Ein Leistungsbilanzüberschuss – oder ein Kapitalbilanzdefizit, was eben das gleiche ist – *erhöht* immer das Nettogeldvermögen einer Wirtschaftseinheit; ein Leistungsbilanzdefizit bzw. ein Kapitalbilanzüberschuss vermindert es:

$$4) \text{ Leistungsbilanzsaldo} = \text{Kapitalbilanzsaldo} = \text{Veränderung des Nettogeldvermögens}$$

Im Beispiel erhöht der Bäcker sein Nettogeldvermögen (er erhält Euro vom Kunden), das Nettogeldvermögen des Kunden vermindert sich logisch um den gleichen Betrag. Was ist dabei genau mit Nettogeldvermögen – von dem Bargeld nur ein Teil ist – gemeint? Der Bestand an Nettogeldvermögen ist definiert als die Summe aller Forderungen einer Wirtschaftseinheit abzüglich der Summe aller ihrer Verbindlichkeiten:

$$5) \text{ Nettogeldvermögen} = \text{Forderungen} - \text{Verbindlichkeiten}$$

Nur ein Teil der Forderungen sind dabei Zahlungsmittel:

$$6) \text{ Forderungen} = \text{Zahlungsmittel} + \text{andere Forderungen}$$

Zahlungsmittel sind das, was man mit Geld oder Liquidität im Alltagssinne meint. Es sind etwa Bargeld (eine Forderung gegenüber der Zentralbank und deren Verbindlichkeit) oder Depositen bei einer Bank (eine Forderung an eine Geschäftsbank und deren Verbindlichkeit). Dabei ist nicht klar definierbar, was Zahlungsmittel eigentlich sind, weil es stark vom Kontext abhängt, ob eine Forderung als Zahlungsmittel gilt oder nicht. So akzeptiert man im Inland meistens kein ausländisches Geld; Banken akzeptieren untereinander nicht das von ihnen geschaffene Giralgeld, sondern nur Zentralbankgeld (worauf wir noch zu sprechen kommen). Die anderen Forderungen sind dabei etwa Anleihen, Kredite etc., die nicht als Zahlungsmittel akzeptiert werden.

Aus alldem folgt, dass in der Gesamtwirtschaft (das heißt in der geschlossenen Volkswirtschaft oder in der Weltwirtschaft als Ganzer) das Nettogeldvermögen gleich null ist, weil jeder Forderung notwendig eine Verbindlichkeit gegenübersteht. Der Aufbau von Nettogeldvermögen der einen Wirtschaftseinheit muss also immer mit dem Abbau von Nettogeldvermögen einer anderen Wirtschaftseinheit einhergehen. Wenn der Bäcker oder Deutschland also Leistungsbilanzüberschüsse haben, bauen sie immer Nettogeldvermögen auf; alle anderen Wirtschaftssubjekte – der Kunde oder das Ausland in seiner Gesamtheit – vermindern notwendig im gleichen Maße ihr Nettogeldvermögen.

Was hat das alles nun mit den Kapitalexporten zu tun? Ein Kapitalbilanzüberschuss wird auch Nettokapitalimport genannt; ein Nettokapitaldefizit auch als Nettokapitalexport bezeichnet. Wie auch immer es genannt wird, ein Nettokapitalexport (= Leistungsbilanzüberschuss, = Kapitalbilanzdefizit) entspricht immer einem Aufbau von Geldvermögen gegenüber einer anderen Wirtschaftseinheit. Dabei ist der Begriff „Kapitalexport“ kontraintuitiv, denn er suggeriert, dass Kapital abfließt, so dass nicht mehr genug Kapital zur Produktion zur Verfügung stände. Das ist aber, wie eben gezeigt, falsch. Ökonomen sollten sich jedoch von einer vielleicht schlecht gewählten Begrifflichkeiten nicht verwirren lassen.

Weil Leistungsbilanzüberschüsse genau dem *Aufbau* von Geldvermögen entsprechen, werden sie auch Sparen genannt – das heißt, bei Leistungsbilanzüberschüssen fließen eben keine „Mittel ab“. Wenn der Bäcker spart, erhöht er sein Geldvermögen; wenn die deutsche Volkswirtschaft das tut, ist das nicht anders. Es ist trivial, wenn man feststellt, dass der Verkauf von Brötchen das Einkommen des Bäckers erhöht; ebenso trivial sollte es sein, dass der Verkauf von Waren ans Ausland das Einkommen gerade derjenigen Deutschen erhöht, die die Waren verkaufen. Das kann man genauer an der Einkommensrechnung veranschaulichen:

Ob in einer Periode gespart wird, hängt davon ab, ob eine Wirtschaftseinheit konsumiert oder etwas anderes mit ihrem Einkommen tut – und dieses andere führt immer zu einem Vermögenszuwachs. Das sieht man, wenn man sich die Definition des Einkommens betrachtet, die wieder – wie die Definition der Zahlungsbilanz – für *jede* Wirtschaftseinheit gilt, ob Deutschland, der Bäcker, sein Kunde etc.:

$$7) \quad Y = C + \text{Vermögenszuwachs}$$

Dabei ist der Vermögenszuwachs entweder der Zuwachs an Nettogeldvermögen oder an Sachvermögen – genau das ist aber Sparen, so dass man genauso gut schreiben könnte: $Y = C + S$.

Hier wollen wir wieder das Beispiel mit dem Bäcker und seinem Kunden betrachten und dabei zwei Fälle analysieren. Im ersten Beispiel kauft ein inländischer Kunde bei einem inländischen Bäcker, und im zweiten Fall kauft ein ausländischer Kunde beim inländischen Bäcker. Der ökonomische und buchhalterische Zusammenhang ist in beiden Fällen genau der gleiche. Die Existenz einer Grenze ist für diese Zusammenhänge vollkommen unerheblich. Es wird wiederum gezeigt, dass Sparen nicht zu einem Mittelabfluss führt.

a) Zahlungsbilanzsalden und Einkommensbildung im Inland

Beginnen wir mit dem Beispiel des Bäckers und des Kunden innerhalb eines Landes. Der Kunde hat 10 Euro im Portemonnaie, aber kein Einkommen in der Periode. Er gibt davon 3 Euro aus, um sich Brötchen zu kaufen. In seiner Leistungsbilanz ist nun ein Defizit entstanden, und zwar von 3 Euro; in seiner Kapitalbilanz ist wegen des Prinzips der doppelten Buchführung ein Überschuss entstanden um den gleichen Betrag – 3 Euro. Dieser Kapitalbilanzüberschuss wird, wie beschrieben, aus reiner Konvention auch *Nettokapitalimport* genannt. Dem Bäcker sind ein Leistungsbilanzüberschuss und ein Kapitalbilanzdefizit in gleicher Höhe entstanden – also ein *Nettokapitalexport*; das Einkommen des Bäckers ist dann auch genau gleich seiner Leistungsbilanz – 3 Euro. Der Kunde hat sein Nettogeldvermögen um 3 Euro reduziert, der Bäcker seines um 3 Euro erhöht. Nehmen wir an, in der Periode findet nur diese eine Transaktion statt. Wie würde die volkswirtschaftliche

Einkommensrechnung dann aussehen? Der Konsum des Kunden k ist 3 Euro, sein Nettogeldvermögen ist um 3 Euro gesunken; sein Einkommen haben wir als null angenommen:

$$Y_k = C_k + \text{Vermögensänderung}_k$$

$$0 = 3 - 3$$

Der Bäcker b hatte ein Einkommen von 3 Euro und nichts konsumiert, so dass sein Vermögenszuwachs 3 Euro ist.

$$Y_b = C_b + \text{Vermögensänderung}_b$$

$$3 = 0 + 3$$

Das Gesamteinkommen der Volkswirtschaft – also das Einkommen des Kunden Y_k plus dem Einkommen Y_b des Verkäufers – liegt damit bei 3 Euro. Die Gesamtersparnis der Volkswirtschaft liegt aber bei 0 – schließlich ist die Erhöhung des Nettogeldvermögens des Bäckers gerade gleich der Verminderung des Nettogeldvermögens des Kunden:

$$\text{Vermögensänderung}_b = - \text{Vermögensänderung}_k$$

Die individuelle Ersparnis des Bäckers ist aber positiv, weil er ja nichts von dem Geld ausgegeben hat. Er hat schlicht aus irgendwelchen Gründen darauf verzichtet, sein Einkommen – sein höheres Nettogeldvermögen in der jeweiligen Periode – nicht für andere Dinge auszugeben. Es fließt selbstverständlich nichts von der individuellen Ersparnis des Verkäufers ab. Beim Sparen, das dem Bäcker durch seinen Nettokapitalexport entstanden ist, von „Kapitalabfluss“ zu sprechen, hat hier offensichtlich keinen Sinn.

b) Zahlungsbilanzsalden und Einkommensbildung zwischen zwei Ländern

Dieser Schluss trifft ebenso auf den internationalen Handel zu, der jetzt erläutert werden soll. Das Prinzip ist das gleiche, wenn Bäcker und Kunde in zwei verschiedenen Ländern leben. Nehmen wir an, der Kunde sei ein Holländer, der Bäcker ein Deutscher. Hier wird die Leistung – weil sie zwischen zwei Ländern erbracht wird – nicht als Konsum oder Investition bezeichnet, sondern als Import und Export. Der holländische Kunde importiert Waren – nämlich die Brötchen – und der deutsche Bäcker exportiert sie. Macht man wieder die Einkommensrechnung auf, so heißt das für den Kunden, dass er sein Nettogeldvermögen um den Wert seines Importes vermindert. Der Bäcker hat wieder das gleiche Einkommen und die gleiche Erhöhung seines Nettogeldvermögens, nun wird dieser aber in der VGR als Export verbucht. In der ausländischen Volkswirtschaft ist das Einkommen null, in der inländischen gleich 3. Gibt der Bäcker nichts von seinem Geld aus, ist die Ersparnis der deutschen Volkswirtschaft genau gleich 3.

Weil wir einfach relativ willkürlich zwischen den beiden Handelspartnern eine Grenze gezogen haben, ist die Ersparnis der deutschen Volkswirtschaft genau gleich dem Export, also dem Aufbau von Nettogeldvermögen gegenüber dem Ausland. Saldiert man die Geldersparnis der beiden Volkswirtschaften, würde das wieder null ergeben – weil ja die Erhöhung des Nettogeldvermögens des Bäckers gleich der Verringerung des Nettogeldvermögens des Kunden ist – genau wie bei der Transaktion im Inland. Das heißt, auch wenn die Transaktion zwischen zwei Ländern stattfindet, macht es wieder offensichtlich keinen Sinn zu behaupten, die Ersparnis des Bäckers sei ins Ausland abgeflossen und stände ihm nicht mehr für eigene Ausgaben zur Verfügung.

Damit kommen wir dazu, wie die Gleichung $S = I + Ex - Im$ richtig zu interpretieren ist. Sie zeigt genau das, was Sparen nun mal ist, nämlich Vermögensaufbau. Investitionen sind dabei der Aufbau von Sachvermögen in einer Periode; Leistungsbilanzüberschüsse sind der Aufbau von Geldvermögen gegenüber dem Ausland. Hätte die Transaktion etwa nicht zwischen Bäcker und dem Kunden, sondern zwischen einem Maschinenproduzenten und einem Unternehmen stattgefunden, hätte das Unternehmen Sachkapital aufgebaut. Dieses Sachkapital hätte das Unternehmen über eigenes Einkommen oder über einen Kredit finanzieren können – worauf wir später noch genauer eingehen werden – aber die Transaktion wäre von ihrer Natur her die gleiche wie zwischen Bäcker und Kunde.

c) Verschiedene Arten der Geldvermögensbildung und Finanztransaktionen

Eine andere Frage ist, in welcher Form der Bäcker oder jede andere Wirtschaftseinheit Geldvermögen bildet. Im Bäckerbeispiel hat der Kunde mit Zahlungsmitteln gezahlt, so dass der Bäcker nach der Transaktion *mehr* Zahlungsmittel hatte. Das gleiche wäre aber auch passiert, wenn der Kunde kein Bargeld dabei gehabt hätte und der Bäcker ihn hätte anschreiben lassen. Dann würde sich das Nettogeldvermögen des Kunden wiederum um den gleichen Betrag vermindern – nur hätten sich dann nicht seine Forderungen vermindert, sondern seine Verbindlichkeiten erhöht. Das Nettogeldvermögen des Bäckers wäre auch gestiegen, weil er höhere Forderungen hätte, aber eben keine höheren Zahlungsmittel, sondern eine Forderung gegenüber dem Kunden.

Nun kann der Bäcker natürlich eine solche Forderung nicht ohne weiteres zum Kauf anderer Leistungen verwenden – bzw. nur insofern als andere die Forderung gegenüber dem Kunden als Zahlungsmittel akzeptieren würden (Monetarisierung von Forderungen). Der Bäcker würde den Kunden aber nur dann anschreiben lassen, wenn er auch das Vertrauen hat, dass der Kunde den Kredit tilgt und später Zahlungsmittel bereitstellt. Das ändert aber nichts daran, dass das Vermögen des Bäckers gestiegen ist. Hätte er den Kunden nicht anschreiben lassen, wäre das Einkommen des Bäckers null gewesen, und er hätte keinen Leistungsbilanzüberschuss gehabt. Auch beim Anschreiben – dem Schöpfen eines Kredits – hat der Bäcker *mehr* Mittel. Und selbstverständlich kann der Bäcker so viel Kunden anschreiben lassen, ihnen also einen Kredit einräumen, wie er möchte. Er

ist in seiner Kreditvergabe in keiner Weise beschränkt. Im nächsten Abschnitt werden wir sehen, dass das auch der Fall für das ganze Bankensystem ist – im Gegenteil zur Kreditkonkurrenztheorie Sinns.

Würde sich irgendetwas an diesen Feststellungen ändern, wenn der Bäcker sich von dem Geld etwa eine holländische Anleihe kaufen würde oder seine Kreditforderung gegenüber dem Kunden in eine holländische Anleihe umwandeln würde? Auch hier gilt erst mal wieder: Ob es sich um eine holländische oder eine deutsche Anleihe handelt, ändert am Folgenden nichts. Wenn der Bäcker sein Portfolio – also die Zusammensetzung seines Nettogeldvermögens – ändert, bleibt die Leistungsbilanz vollkommen unberührt. Es würden keine Salden in der Zahlungsbilanz entstehen; es handelt sich dann um eine reine Finanztransaktion.⁴ Das wird deutlich, wenn man sich erneut die Definition des Nettogeldvermögens als Saldo der Forderungen und der Verbindlichkeiten einer Wirtschaftseinheit vergegenwärtigt. Das Geld ist eine Forderung (gegenüber einer Geschäfts- oder der Zentralbank), die Anleihe auch (etwa gegenüber einem Unternehmen oder einem Staat). Eine Anleihe kaufen heißt dann nichts anderes als eine Forderung gegen eine andere zu tauschen.

d) Kapitalflucht

Noch einige kurze Worte zum Begriff „Kapitalflucht“, den Sinn öfter mit dem Nettokapitalexport synonym setzt (Sinn 2005). Wenn es so ist, dass der Bäcker Zahlungsmittel hält, die er etwa in ausländische Anleihen investiert, ist natürlich weniger Liquidität in Deutschland im Umlauf und mehr Liquidität im Ausland. Insofern fließen bei einer reinen Finanztransaktion *Zahlungsmittel* ins Ausland ab – ohne dass sich freilich das Nettogeldvermögen Deutschlands vermindert oder sich ein Leistungsbilanzsaldo durch eine solche Transaktion bildet. Kann man das als Kapitalflucht bezeichnen, wie Sinn das tut? Natürlich nicht.

Ein aktuelles Beispiel für Kapitalflucht bietet etwa Griechenland. Hier verkaufen Anleihehalter ihre Forderungen gegenüber dem Staat oder den Banken. Sie erhalten dafür Zahlungsmittel, von denen sie dann teilweise andere Anleihen kaufen, etwa deutsche Bundesanleihen. Das heißt dann, Zahlungsmittel fließen nach Deutschland. Auf den ersten Blick scheint es durchaus Ähnlichkeit zwischen dem Verhalten der Griechen und der Deutschen zu geben. Der Unterschied könnte aber ökonomisch nicht größer sein. Griechen verkaufen griechische Anleihen, weil sie Angst davor haben, dass diese abgewertet werden könnten; das reduziert die Nachfrage nach diesen Forderungen, was zu einem starken Fall ihrer Preise und einem Steigen der Renditen führt. Die Renditen der Anleihen bestimmen wiederum die Finanzierungskosten der Kreditaufnahme in Griechenland, die damit ebenfalls stark steigen. Von all dem konnte man in Deutschland vor der Euro-Krise nichts beobachten. Die Renditen deutscher Anleihen waren immer niedrig, nur dass die Anleihen der

⁴ Allerdings entsteht durch einen Aktivtausch etwa von Geld gegen Anleihen das Recht des Anleihehalters auf Leistungen, nämlich Einkommen aus Kapital, hier in Form der Couponzahlungen. Dieser werden dann später wieder als Einkommen in der Leistungsbilanz des Anleihehalters verbucht.

Peripherie-Länder wegen der geringen Risikoeinschätzung der Investoren fast genauso niedrig waren. In der ökonomischen Theorie gleichen sich Renditen von Anlagen mit gleichem Risiko an. Wäre aus Deutschland Kapital geflohen – so wie dieses Konzept die meisten Ökonomen mit gutem Grund definieren – wären die Anleihepreise wie in den Europeripherieländern stark gefallen, die Zinsen stark gestiegen. Davon kann keine Rede sein.

Die deutschen Unternehmen haben vor der Krise ihre *zusätzliche* Liquidität, die ihnen durch Exporte entstanden sind, teilweise im Ausland angelegt; die Griechen schichten aber ihre *Forderungsbestände* um, um sich wegen der großen Unsicherheit mit Liquidität zu versorgen, die ihnen etwa deutsche Banken nicht mehr zur Verfügung stellen (dazu etwa Garber 2010). Dass deutsche Banken und Unternehmen aber ihre Liquiditätsüberschüsse vor der Krise in die Peripherie-Länder der Eurozone ausgeliehen haben, hat in keiner Weise die Kreditschöpfung deutscher Banken oder die Investitionstätigkeit deutscher Unternehmen beeinträchtigt, wie im Folgenden genauer gezeigt wird.

3. Nehmen uns die Ausländer die Kredite weg?

In diesem Abschnitt wird genauer gezeigt, dass die Art der Ausgabenfinanzierung von Wirtschaftseinheiten – ob über Kredit oder über vorher vorhandenes eigenes Geldvermögen – in keiner Weise die Tatsache berührt, dass ein Leistungsbilanzüberschuss *immer* zu einem Aufbau an Geldvermögen führt. Die Buchungsvorgänge mögen bei einer Kreditvergabe etwas komplizierter sein als im Beispiel mit dem Kunden, den sein Bäcker anschreiben lässt. Das Prinzip bleibt aber genau das gleiche. Bei dieser Diskussion wird auch klar werden, dass das Kreditvolumen in einer Periode in keiner Weise auf die Ersparnis in einer Periode limitiert ist, wie Sinn das annimmt. Es hat noch keine Bank einen Kredit verweigert mit dem Hinweis darauf, jemand hätte nicht genug gespart. Kredite sind keine knappe Ressource wie etwa Öl. Es wird gezeigt, dass es damit auch keine Konkurrenz um das „deutsche Sparkapital“ gibt. Die Kreditvergabe an Ausländer schmälert die Kreditvergabe an inländische Wirtschaftseinheiten in keiner Weise, wie Sinn das explizit behauptet (Sinn 2011). Um das zu zeigen, soll hier detailliert beschrieben werden, wie genau Kreditschöpfung funktioniert (eine sehr gute und verständliche Darstellung des Geld- und Kreditschöpfungsprozesses gibt etwa die Bundesbank (2010)).

Nehmen wir im Folgenden wieder ein Beispiel, um diese Punkte besser zu illustrieren. Nehmen wir an, ein Spanier würde einen Kredit aufnehmen, um sich einen Porsche aus Deutschland zu kaufen. Wir werden am Ende des Beispiels sehen, dass die Kreditgewährung eine reine Bilanzverlängerung des Bankensystems darstellt, ohne dass irgendjemand sparen muss; wir werden weiterhin sehen, dass Porsche einen Leistungsbilanzüberschuss, der Spanier spiegelbildlich ein Leistungsbilanzdefizit

hat und dass der rein buchhalterisch damit einhergehende „Nettokapitalexport“ Deutschlands wieder zu einem *Aufbau* von Geldvermögen in Deutschland führt. Der ganze Vorgang wird etwas kompliziert dadurch, dass das Geld über die Konten von vier Banken fließt – der spanischen Geschäftsbank, der spanischen Zentralbank, der deutschen Bundesbank und der deutschen Geschäftsbank.⁵ Aber am Prinzip, das im vorigen Abschnitt dargestellt wurde, ändert sich nichts.

a) Die Kreditvergabe

Der Spanier wird mit großer Wahrscheinlichkeit nicht in Deutschland, sondern bei seiner spanischen Geschäftsbank einen Kredit aufnehmen (obwohl er natürlich auch in Deutschland einen Kredit aufnehmen könnte – das läuft auf das gleiche heraus). Dabei verlängern sowohl die spanische Bank als auch der spanische Porschekäufer einfach ihre Bilanz (Abbildung 1, Schritt 1). Das heißt, beide erhöhen sowohl ihre Forderungen als auch ihre Verbindlichkeiten: Die Forderung der Bank ist der Kredit, den der Kreditnehmer durch Zinszahlung und Tilgung bedienen muss; ihre Verbindlichkeit ist das Deposit, das die Bank dem Spanier oder jeder andere beliebigen Wirtschaftseinheit durch reine Buchung bei der Kreditvergabe einrichtet (Buchgeldschöpfung, siehe Bundesbank 2010).

Beim Kreditnehmer erhöhen sich auch Forderungen und Verbindlichkeiten jeweils um die gleiche Höhe: Das Deposit bei der Bank ist die Forderung des Kreditnehmers gegenüber der Bank, der Kredit seine Verbindlichkeit gegenüber der Bank. Weil sowohl bei der Bank als auch beim Spanier Forderungen und Verbindlichkeiten um die gleiche Höhe gestiegen sind, bleibt ihr Nettogeldvermögen (Forderungen – Verbindlichkeiten) unverändert. Ziel der Operation war es, dem Spanier Zahlungsmittel bereit zu stellen, damit er eine Ausgabe finanzieren kann.

Entscheidend ist hier, dass kein Mensch gespart haben muss, damit die Bank den Kredit und das korrespondierende Buchgeld schöpfen konnte. Die Bank kann theoretisch so viel Kredit und Buchgeld schöpfen wie sie will. Praktisch ist sie allerdings dadurch beschränkt, dass sie Eigenkapital vorhalten und eine Einlage bei der Zentralbank halten muss, die sogenannte Mindesteinlage. Darüber hinaus trägt sie auch das Risiko der Kreditvergabe. Wenn ein Kreditnehmer seinen Kredit nicht mehr zurückzahlen kann, fällt das Einkommen der Bank und im schlimmsten Fall ist sie pleite.

b) Überweisungen im Euroraum

⁵ Hier werden nur die nationalen Geschäfts- und Zentralbanken betrachtet. Die tatsächliche Buchung ist noch etwas komplizierter, weil die EZB am Ende eines Handelstages die Salden der nationalen Geschäftsbanken auf ihre Bilanz nimmt. Wenn die verschiedenen Geschäftsbanken sich nicht gegenseitig Zentralbankgeld durch den Interbankenmarkt leihen, was sie bis zur Krise 2007 getan haben, gleicht die EZB die verschiedenen Forderungen aus. Das führt zu sog. Target-Salden. Diese Salden spiegeln höhere Forderungen der EZB gegenüber nationalen Notenbanken wider, die wiederum ihre nationalen Geschäftsbanken mit Zentralbankgeld versorgt haben. Die höheren Target-Salden sind ein Ausdruck der höheren Liquiditätspräferenz einiger Banken, die ihre Überschussliquidität lieber horten als sie über den Interbankenmarkt an andere Banken zu verleihen (Bundesbank 2011).

Nachdem der Spanier also seinen Kredit bekommen und die Bank diesen auf seinem Konto gutgeschrieben hat, überweist er das Geld an die deutsche Geschäftsbank, bei der Porsche sein Konto hat (siehe zur folgenden Darstellung auch Bundesbank 2010; Garber 2010). Nun hat die spanische Geschäftsbank aber ein Problem, und zwar, dass die deutsche Geschäftsbank das Buchgeld der spanischen Geschäftsbank nicht als Zahlungsmittel akzeptiert – wovon der normale Bankkunde aber normalerweise nichts mitbekommt. Die deutsche Geschäftsbank akzeptiert nämlich nur Zentralbankgeld, und die spanische Bank muss es besorgen. Das ist keine Diskriminierung gegenüber der spanischen Bank: Jede Bank akzeptiert nur Zentralbankgeld und nicht das Buchgeld einer anderen Bank.

Abbildung 1: Giral- und Zentralbankgeldschöpfung und Überweisung im Euroraum

1. Giralgeldschöpfung

Spanische Einzelperson				Spanische Geschäftsbank			
Aktiva		Passiva		Aktiva		Passiva	
100.000	Deposit bei Geschäftsbank	Kundenkredit	100.000	100.000	Kundenkredit	Deposit des Kunden	100.000

2. Zentralbank schöpft Zentralbankgeld

Spanische Geschäftsbank				Spanische Zentralbank			
Aktiva		Passiva		Aktiva		Passiva	
100.000	Kundenkredit	Deposit des Kunden	100.000	100.000	Zentralbankgeld-kredit an Geschäftsbank	Deposit der Geschäftsbank	100.000
100.000	Deposit bei Zentralbank	Zentralbankgeld-Kredit	100.000				

3. Überweisung auf deutsches Konto

Deutsche Zentralbank				Deutsche Geschäftsbank			
Aktiva		Passiva		Aktiva		Passiva	
100.000	Zentralbankgeld der spanischen Zentralbank	Deposit der deutschen Geschäftsbank	100.000	100.000	Deposit bei deutscher Zentralbank	Porsches Deposit	100.000

Entweder hält die spanische Geschäftsbank selbst schon Zentralbankgeld vor, das auf ihrem Konto bei der spanischen Zentralbank liegt, oder sie muss es sich bei anderen Banken auf dem Interbankenmarkt oder der spanischen Zentralbank leihen. Nehmen wir an, sie muss es sich bei der Zentralbank leihen. Das ist wieder – genau wie bei der Kreditvergabe der Geschäftsbank – eine reine Bilanzverlängerung (Abbildung 1, Schritt 2). Das heißt, die Zentralbank vergibt einen Kredit, schreibt das Zentralbankgeld auf dem Konto der spanischen Geschäftsbank gut, und die spanische

Geschäftsbank hat nun eine Verbindlichkeit gegenüber der spanischen Zentralbank und eine Forderung in gleicher Höhe. Über das System zur Bearbeitung von Zentralbankgeld-Überweisungen, Target-2, überweist die spanische Geschäftsbank dann das Zentralbankgeld auf das Zentralbankgeldkonto der deutschen Geschäftsbank, das diese bei der Bundesbank hält (Abbildung 1, Schritt 3). Die deutsche Geschäftsbank schreibt Porsche dann das eingehende Geld auf Porsches Girokonto gut.

Die Buchungen über Grenzen und der Kauf auf Kredit haben die Sache buchungstechnisch zwar komplizierter gemacht – aber es ändert sich nichts an der einfachen Aussage, die wir schon beim Beispiel mit dem Bäcker und seinem Kunden getroffen haben: Ob auf Kredit oder per Barzahlung, der Spanier hat ein Leistungsbilanzdefizit, Porsche und damit Deutschland einen Leistungsbilanzüberschuss; der Spanier hat netto Kapital importiert, Porsche netto Kapital exportiert. Das Nettogeldvermögen des Spaniers ist um den Kaufpreis des Porsche gesunken – weil er eine höhere Verbindlichkeit hat; das Nettogeldvermögen von Porsche gestiegen, weil die Firma eine höhere Forderung hat. Kein Kapital ist irgendwohin abgeflossen; kein Kredit ist mengenmäßig knapp oder gar auf die Ersparnis der Periode limitiert gewesen; die Geldersparnis ist selbst wieder Folge des geschaffenen Einkommens, hier von Porsche – und damit die Ersparnis Folge der Kreditschöpfung. Es ist also in der wirtschaftlichen Realität auch hier wieder genau anders herum als Sinn es behauptet.

Am Nettogeldvermögen der beteiligten Banken hat sich nichts geändert: Die deutsche Geschäftsbank hat eine höhere Verbindlichkeit gegenüber Porsche, aber eine höhere Forderung gegenüber der Bundesbank; Die Bundesbank hat eine höhere Verbindlichkeit gegenüber der deutschen Geschäftsbank, aber auch eine höhere Forderung gegenüber der spanischen Zentralbank; diese wiederum hat eine höhere Verbindlichkeit gegenüber der Bundesbank, aber eine höhere Forderung gegenüber der spanischen Geschäftsbank; und diese schließlich eine höhere Verbindlichkeit gegenüber der spanischen Zentralbank, aber eine höher Forderung gegenüber dem Spanier, der sich auf seinen Porsche freut.

Sinn müsste das alles wissen. Denn er hat den Vorgang der Kreditaufnahme durch einen Ausländer, der ein deutsches Produkt kauft, selbst beschrieben (Sinn 2011). Bis zur Gutschrift auf dem Konto des deutschen Lieferers beschreibt er die Transaktion genauso wie das hier geschieht. Weil er aber an seiner Hypothese festhält, dass die Kredite irgendwie limitiert sein müssen, stellt Sinn einige merkwürdige Überlegungen an: „Da nach der Überweisung [der Bundesbank von Zentralbankgeld auf das Konto der dt. Geschäftsbank] in Deutschland zu viel Zentralbankgeld im Umlauf ist, kann die Bundesbank entsprechend weniger an die deutschen Geschäftsbanken verleihen. Die Bundesbank verzichtet also auf die innerdeutsche Kreditvergabe zugunsten einer Kreditvergabe über die irische Notenbank.“ (Sinn 2011, S. 4).

Über diese Aussage muss man sich sehr wundern. Erstens, warum sollte „zu viel“ Zentralbankgeld in Deutschland im Umlauf sein? Wie oben schon gezeigt, ist das genau der Effekt, wenn ein Ausländer etwas in Deutschland kauft – das Nettogeldvermögen Deutschlands wächst. Sinn widerlegt hier seine eigene These, nach der Finanzmittel durch Leistungsbilanzüberschüsse abfließen würden – denn es stehen ja nach seinen Ausführungen jetzt in Deutschland *mehr* Mittel zur Verfügung. Zweitens kann die Bundesbank natürlich auch bei einer höheren Geldmenge, die durch die Kreditaufnahme des Ausländers entstanden ist, mehr Geld an deutsche Geschäftsbanken verleihen. Wie schon oben beschrieben, ist auch eine Kreditvergabe der Zentralbank nur eine Bilanzverlängerung. Drittens ist die innerdeutsche Kreditvergabe in keiner Weise an die Bundesbank oder ihre Transaktionen mit einer ausländischen Bank gebunden. Innerhalb Deutschlands haben Banken selbstverständlich alle Möglichkeiten, Buchkredite zu vergeben – und wenn sie aus welchen Gründen auch immer kein Zentralbankgeld von der Bundesbank oder der EZB bekommen (was allerdings recht unwahrscheinlich ist, da es ja genau die Aufgabe der Zentralbank ist, den Geschäftsbanken Zentralbankgeld zur Verfügung zu stellen), kann sie sich überschüssiges Zentralbankgeld von anderen Geschäftsbanken leihen – wenn sie es denn überhaupt braucht.

Ebenfalls bemerkenswert ist die Aussage Sinns im gleichen Artikel, die Europäische Zentralbank müsste, würde sie über die sog. Target-Salden weiterhin ausländische Banken refinanzieren, irgendwann ihre Gold- und Devisenbestände verkaufen. Warum das so sein soll, bleibt Sinns Geheimnis. Schon seit einigen Jahrzehnten sind die europäischen Währungen nicht mehr an Gold gebunden, und es kann nur immer wieder wiederholt werden, was Kreditschöpfung ist: eine reine Bilanzverlängerung, die weder durch Sparen noch durch Gold finanziert werden muss. An diesen Einlassungen Sinns zeigt sich in letzter Konsequenz, dass seine Theorien ihn auf den Holzweg geführt haben und dass er zur Kenntnis nehmen müsste, was er ja in seinem eigenen Artikel richtig beschreibt: Dass Leistungsbilanzüberschüsse zu einem Aufbau von Mitteln führen und dass Kredite nicht durch Sparen, Gold oder anderes limitiert sind.

Mit einem hat Sinn freilich recht: Wenn Banken sich untereinander Kredite vergeben oder wenn die Zentralbank über die Target-Salden die Geldschöpfung europäischer Banken finanziert, gibt es ein Ausfallrisiko, das bei der Schöpfung jeden Kredits entsteht. Wenn die Bank keine Zahlungen mehr erhält und Forderungen abschreiben muss, ist sie im schlimmsten Fall pleite. Aber das ist neben den rechtlichen Auflagen genau der Grund, warum Banken nicht unendlich viele Kredite vergeben.

4. Kreditvergabe und Investitionen in Deutschland: Die Empirie

Nach diesen buchhalterischen Überlegungen soll noch abschließend darauf eingegangen werden, wie Kreditvergabe, Investitionen und Leistungsbilanzüberschüsse in Deutschland in den letzten Jahren zusammenhängen. Dabei ist Sinn eindeutig darin zuzustimmen, dass die schwachen Investitionen mit dem Leistungsbilanzüberschuss der deutschen Volkswirtschaft zusammenhängen. Aber die hohen Leistungsbilanzüberschüsse sind *Folge* der schwachen Inlandsinvestitionen (und auch des schwachen Konsums), nicht deren *Ursache*, wie Sinn das beschreibt. Es ist natürlich nicht zu bestreiten, dass die Investitionen in Deutschland besonders bis 2005 im internationalen Vergleich sehr schwach waren (Horn and Rietzler 2007). Das liegt aber nicht daran, dass deutsche Unternehmen weniger Kredite erhalten haben, weil sich das inländische Kreditangebot durch Abfluss ins Ausland verringert hätte, wie Sinn behauptet. Die im internationalen Vergleich schwache Kreditentwicklung ist nicht darauf zurückzuführen, dass den Unternehmen nicht genug Kredite *angeboten* wurden, sondern dass sie selbst keine Kredite *nachgefragt* haben.

Zu diesem Ergebnis kommt etwa die Bundesbank in einer empirischen Untersuchung der Kreditentwicklung seit 1990 mit speziellem Augenmerk auf die konjunkturelle Schwächephase in der ersten Hälfte der 2000er Jahre (Bundesbank 2006). Sie stellt fest, dass sich das Gros der Kreditentwicklung durch die Kreditnachfrage und nur zu einem sehr viel geringeren Teil durch das Kreditangebot erklären lässt. Dabei ist die Kreditnachfrage sowohl der Unternehmen wie der Haushalte gefallen: Nach der stark expandierten Kreditmenge im Laufe des New-Economy-Booms hat der Unternehmenssektor nach dem Fall der Aktienkurse 2001 seinen Schuldenstand stark reduziert. Die Bilanzkonsolidierung hat auch zu geringeren Investitionen geführt. Dabei hat es aber den Unternehmen nicht an finanziellen Mitteln gefehlt, ihre Investitionen zu finanzieren, im Gegenteil. Die hohen liquiden Mittel des Unternehmenssektors waren das Resultat „der günstigen Ertragslage in den letzten Jahren.“ (Bundesbank 2006, S. 23) Und diese war wiederum auch Folge der hohen Leistungsbilanzüberschüsse. Die Bundesbank schreibt explizit und in voller Übereinstimmung mit den oben entwickelten buchhalterischen Notwendigkeiten, dass durch die Leistungsbilanzüberschüsse Mittel aus dem Ausland nach Deutschland geflossen sind – also genau das Gegenteil von dem, was Sinn behauptet. So hat sich das Nettoauslandsvermögen des deutschen Bankensystems *erhöht*, was wieder direkte Folge der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse ist. Gerade die Erhöhung der Mittel habe durch den Nettokapitalexport die Liquidität des deutschen Privatsektors verbessert und auch die Kreditaufnahme im Inland gedämpft – denn es kamen durch die Nettokapitalexporte eben *mehr* Mittel aus dem Ausland nach Deutschland. Und diese Mittel haben die Unternehmen auch für Investitionen verwendet – was ihre Kreditnachfrage verringert hat (Bundesbank 2006, S. 23). An den Erträgen der Unternehmen kann es also nicht gelegen haben, dass sie nicht investiert haben.

Schließlich sind auch wegen der starken Exportperformance die Unternehmensgewinne in den letzten zehn Jahren stark gestiegen (Rietzler and Priewe 2011).

Die Bundesbank schreibt weiter, dass auch die Baukredite stagniert haben, weil die steuerlichen Fördermaßnahmen in Zusammenhang mit dem „Aufbau Ost“ abgebaut wurden und die Häuserpreise in den neuen Ländern gefallen sind. Darüber hinaus haben auch die Haushalte ihre Kreditnachfrage reduziert wegen ihrer „verschlechterten Beschäftigungs- und Einkommensperspektive“ (Bundesbank 2006, S. 16).

Das Kreditangebot hätte zwar auch eine Rolle bei der tatsächlichen Entwicklung der Kredite gespielt, aber eine sehr viel geringere. Zudem spiegelt die Verschärfung der Kreditstandards selbst wieder die konjunkturelle Schwäche der Volkswirtschaft wider. So gaben Banken bei Umfragen zum Grund ihrer Kreditstandardverschärfung an, dass sie ihr Risiko minimieren wollten, weil die allgemeinen Konjunkturaussichten schlechter gewesen seien, damit die Risikoeinschätzung potenzieller Kreditnehmer größer werde und die Sicherheiten der Kreditnehmer an Qualität verlören. Die Bundesbank sieht auch das sich leicht verschärfende Kreditangebot als *Folge* der schwachen Investitionen und der schwachen Konjunktur, nicht dessen Ursache. Diese Interpretation der Kreditentwicklung ist genau das Gegenteil dessen, was Sinn schreibt.

5. Zusammenfassung

Sinn behauptet schon seit einigen Jahren, die hohen Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands seien das Resultat eines Abflusses von Sparkapital, das für inländische Investitionen fehle. In direkter Konsequenz sieht Sinn die Kreditvergabe an deutsche Unternehmen durch die Spartätigkeit in einer Periode limitiert, so dass es eine Konkurrenz um deutsches „Sparkapital“, also Kredite gebe. Wie hier gezeigt wurde, ist diese Theorie allein aus buchhalterischer Notwendigkeit schlicht falsch. Leistungsbilanzüberschüsse führen immer mit einem *Aufbau* von Finanzmitteln, bzw. von Nettogeldvermögen.

Das wussten übrigens schon die Merkantilisten, die gerade aus diesem Grund ihre Politik darauf ausrichteten, Leistungsbilanzüberschüsse zu generieren, mit denen sie mehr Gold ins Land holen wollten. Adam Smith war derjenige, der gerade aus diesem Grund gegen den Merkantilismus anscrieb, weil er das Wohl der Nationen nicht darin sah, Gold aufzuhäufen, sondern den Wohlstand durch die Produktion und den Konsum von Waren und Dienstleistungen zu erhöhen.

Auch die aus der Kapitalabflussthese resultierende Theorie des limitierten Kreditvolumens ist falsch. Banken können theoretisch ihre Kreditmenge unendlich erhöhen, auch wenn das Risiko des Kreditausfalls, aufsichtsrechtliche Regeln und andere Risiken (etwa das Finanzierungsrisiko bei

steigenden kurzfristigen Zinsen) das verhindern; auch Zentralbanken können Zentralbankkredite und damit Zentralbankgeld schaffen, wie sie wollen – dafür müssen sie kein Gold oder etwa Devisen verkaufen, wie Sinn behauptet. Gerade diese Eigenschaft ist es ja, die zu Kreditkrisen und Inflation führen kann.

Aus all diesen Thesen muss auch Sinns These scharf widersprochen werden, die Kreditvergabe etwa an die GIPS-Krisenländer oder auch generell an Länder mit Leistungsbilanzdefiziten würden auf Kosten der Kreditvergabe an deutsche Unternehmen gehen, und die Euro-Hilfspakete würden damit Kapital aus Deutschland abziehen. Man mag durchaus kritisieren, den Krisenländern Kredite zur Verfügung zu stellen, weil bei einem Ausfall der Kredite die Steuerzahler Teile der Rechnung begleichen müssen. Wenn man den Krisenländern aber die Kredite verweigert, wird das mitnichten zu blühendem Wachstum in Deutschland führen – sondern zu einem Wegfall des Einkommens der Exporteure, die ihre Waren und Dienstleistungen in die Defizitländer liefern. Das, und nicht die Heimkehr des „deutschen Sparkapitals“ wären die Folge unterlassener Hilfeleistung.

Bibliographie

- Bundesbank (2006). "Zur jüngsten Entwicklung der Kredite deutscher Banken an inländische Unternehmen und Privatpersonen." Monatsbericht(Juli): 15-31.
- Bundesbank (2010). Geld und Geldpolitik. Frankfurt.
- Bundesbank (2011). "TARGET2-Salden der Bundesbank." Pressemitteilung, 22.02.2011.
- Garber, P. (2010). "The Mechanics of Intra Euro Capital Flight." Deutsche Bank Special Report.
- Horn, G. and K. Rietzler (2007). "Forcierte Angebotspolitik löst keinen zusätzlichen Investitionsschub aus. Ein Zyklenvergleich." IMK Report(24).
- Rietzler, K. and J. Priewe (2011). "Deutschlands nachlassende Investitionsdynamik 1991-2010." WISO Diskurs(Dezember).
- Sinn, H.-W. (2005). Die Basar-Ökonomie. Deutschland: Exportweltmeister oder Schlusslicht? Berlin, Ullstein.
- Sinn, H.-W. (2009a). Falsches Geschäftsmodell. Wirtschaftswoche, Nr. 26, S. 38.
- Sinn, H.-W. (2009b). Kasinokapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist, Ullstein.
- Sinn, H.-W. (2010a). "Euro-Krise." Ifo-Schnelldienst **63**(10).
- Sinn, H.-W. (2010b). "Rescuing Europe." 11(August).
- Sinn, H.-W. (2011). "Target-Salden, Außenhandel und Geldschöpfung." ifo Schnelldienst **64**(9): 3-5.
- Stützel, W. (1978). Volkswirtschaftliche Saldenmechanik. Tübingen, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck).

Anhang: Bedingungen, unter denen Sinns Theorie gültig wäre

Es gibt eine Bedingung, unter der die Aussagen Sinns zum Sparen von Haushalten – allerdings nicht zur Konkurrenz von Krediten – in Teilen zuträfen. Das wäre die Vollausslastung des Produktionskapitals und der Arbeitskräfte. Dann würde die Gleichung $Y = C + I + G + Ex - Im$ bedeuten, dass nur mehr Konsumgüter hergestellt werden könnten, wenn weniger Investitionsgüter hergestellt werden, weil dafür Arbeiter und Maschinen umgewidmet werden müssten; oder dass nur dann mehr Investitionsgüter für das Inland hergestellt werden könnten, wenn weniger Güter für den Export hergestellt werden.

In diesem Fall wäre die Ökonomie an ihre *Produktionsgrenze* gestoßen und die Produktion von Exportgütern würde direkt auf Kosten der Produktion inländischer Güter gehen. Dass Sinn diesen Zusammenhang meinen könnte, legt dieses Zitat nahe: „Ein Teil des Kapitals floh ins Ausland; das erklärt den hohen deutschen Exportüberschuss. Anstatt in Deutschland zu investieren, haben viele Unternehmen lieber Maschinen ins Ausland exportiert und dort Arbeitsplätze geschaffen, deren Verlust nun Deutschland beklagt.“ (Sinn 2009a). Das heißt, Sinn geht es hier nicht um den Export von Finanzmitteln, sondern von Produktionskapazität.

Bloß schafft auch der Export von Investitionsgütern Einkommen und Arbeit. Nicht umsonst ist die deutsche Wirtschaft auf dem Weltmarkt so stark, weil Schwellenländer und Industrieländer deutsche Maschinen und andere Investitionsgüter nachfragen. Insofern gibt es keinen Grund anzunehmen, der Export von Investitionsgütern würde Arbeitsplätze in Deutschland kosten – ganz im Gegenteil. Den Export von Gütern zu beklagen, die dann nicht mehr im Inland eingesetzt werden können, ist so, wie sich darüber zu beschweren, jemand anderes hätte genau das Brötchen gekauft, das man selbst gerne gehabt hätte. Ein Bäcker wird dann, so er unzufriedene Kunden nicht verärgern will, neue Brötchen backen. Genauso wird ein Unternehmen, das Investitionsgüter herstellt, bei größerer Nachfrage auch mehr davon herstellen – und auch mehr Arbeitnehmer dazu einstellen.

Aber eine Produktionsgrenze konstituiert noch keine *Kreditgrenze*, wie Sinn sie postuliert. Auch unter Vollbeschäftigung würden weiterhin die buchhalterischen Regeln der VGR und der Zahlungsbilanz gelten; und auch die Kreditvergabe würde weiterhin eine reine Bilanzverlängerung bleiben. Auch würden Exportüberschüsse und damit Nettokapitalexport weiterhin dazu führen, dass Geldmittel ins Land hinein und nicht aus ihm heraus fließen. Allerdings würden höhere Kredite, die zu einer höheren Nachfrage unter Bedingungen der Vollausslastung führen, nicht mehr zu einem Anstieg der realen, sondern nur noch zu einem Anstieg der nominalen Ausgaben führen – also zu Inflation.

Wenn es aber keine Vollausslastung von Arbeitskräften und Produktionskapital gibt, führt eine Erhöhung der Ausgaben der Unternehmen, des Staates, der Haushalte oder des Auslands zu einem Anstieg der realen Produktion und der realen Einkommen und damit auch zu einer stärkeren

Auslastung von Menschen und Maschinen. Empirisch können wir wohl ohne weiteres ausschließen, dass es in Deutschland in den letzten Jahren Vollbeschäftigung gegeben hat. Insofern hat der Exportüberschuss natürlich zu Produktion und Beschäftigung in Deutschland geführt und hat nichts damit zu tun, dass Exportwaren auf Kosten heimischer Produktion hergestellt wurden. Das Problematische dieser Strategie war nur, dass sie nur dann funktioniert hat, wenn andere Länder Leistungsbilanzdefizite hatten.

Publisher: Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf, Germany

Phone: +49-211-7778-331, IMK@boeckler.de, <http://www.imk-boeckler.de>

IMK Policy Brief is an irregular online publication series.

The views expressed in this paper do not necessarily reflect those of the IMK or the Hans-Böckler-Foundation.

All rights reserved. Reproduction for educational and non-commercial purposes is permitted provided that the source is acknowledged.

Hans **Böckler**
Stiftung 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.
