

## Zum Einfluss des starken Ölpreiserückgangs und der Euro-Abwertung auf die Ausweitung des deutschen Leistungsbilanzüberschusses in den Jahren 2014 und 2015

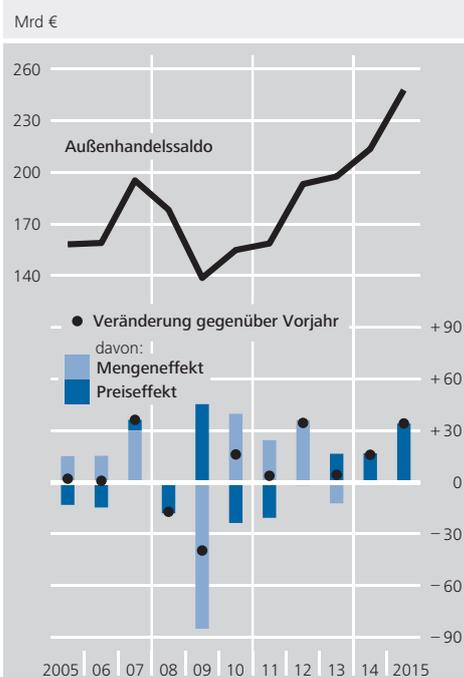
Der ausgesprochen hohe Leistungsbilanzüberschuss steht seit Jahren im Fokus der wirtschaftspolitischen Diskussion über das mögliche Vorliegen makroökonomischer Ungleichgewichte in Deutschland. Als zentrale Einflussfaktoren der erneut sehr kräftigen Zunahme des Überschusses in den vergangenen beiden Jahren lassen sich mit der starken Verbilligung international gehandelter Rohstoffe (insbesondere Rohöl) und der Abwertung des Euro-Wechselkurses zwei Veränderungen in den externen Rahmenbedingungen identifizieren. In diesem Zeitraum festigte sich aber auch die binnenwirtschaftliche Wachstumsdynamik – primär getragen von einer lebhaften Verbrauchskonjunktur – erkennbar. Hierbei schlugen sich zum einen heimische Faktoren wie die gute Arbeitsmarktlage und die spürbaren Lohnsteigerungen nieder. Zum anderen spielten aber auch Realeinkommensgewinne im Zusammenhang mit dem Rückgang des Ölpreises eine Rolle. Dies ist ein Beispiel für die in diesem Kontext zu berücksichtigenden Wechselwirkungen.

Im Leistungsbilanzsaldo spiegeln sich grundsätzlich eine Vielzahl von Einflüssen über unterschiedliche Wirkungskanäle wider. Die Quantifizierung einzelner Aspekte hat vor allem mit Blick auf die Einschätzung von Größenordnung und zeitlicher Verteilung analytischen Wert. Gleichwohl bedarf es einer Einbettung in den Gesamtzusammenhang, wobei es für die Bewertung auch von Interesse ist, ob die Veränderungen in den Einflussfaktoren vorübergehender oder permanenter Natur sind. Aus theoretischer Sicht ist von temporären Schocks kein per-

manenter Effekt auf die Höhe des Leistungsbilanzsaldos zu erwarten.<sup>1)</sup>

Die Zerlegung der Veränderung des deutschen Außenhandelssaldos in einen Preis- und einen Mengeneffekt liefert einen ersten deskriptiven Anhaltspunkt. Während Terms-of-Trade-Effekte in der langen Frist weder überschussmindernd noch -steigernd zu wirken scheinen, lässt sich rechnerisch praktisch der gesamte Anstieg des Außenhandelssaldos der letzten beiden Jahre auf die aktuellen Verbesserungen im realen Austauschverhältnis zurückführen. Ferner haben Preiseffekte in den letzten drei Jahren gesamtwirtschaftlich stets zusätzliche Nettoeinnahmen aus dem Außenhandelsgeschäft begünstigt. Mengenmäßig wäre hingegen

**Mengen- und Preiswirkungen auf den deutschen Außenhandelssaldo<sup>\*)</sup>**



Quelle der Ursprungswerte: Statistisches Bundesamt. \* Zerlegung mithilfe des Shapley-Siegel-Index.  
 Deutsche Bundesbank

<sup>1</sup> Vgl.: M. Obstfeld und K. Rogoff (1995), The intertemporal approach to the current account, in: G. M. Grossman und K. Rogoff (ed.), Handbook of International Economics, Edition 1, Vol 3, Kapitel 34, S. 1731–1799.

sogar ein geringfügiger Rückgang des deutschen Außenhandelsaldos angelegt gewesen.

Einen Schritt weiter gehen Simulationen mit dem makroökonomischen Modell der Bundesbank.<sup>2)</sup> Quantifizierbar sind die individuellen Beiträge des Ölpreyrückgangs und der Euro-Abwertung zur Veränderung des deutschen Überschusses aus dem grenzüberschreitenden Waren- und Dienstleistungsverkehr unter Berücksichtigung der Preisübertragungsmechanismen sowie der Rückwirkungen auf die Binnenkonjunktur. Dazu werden der tatsächlichen Entwicklung Szenarien gegenübergestellt, die dadurch gekennzeichnet sind, dass Rohölpreis beziehungsweise Wechselkurse ab der Jahresmitte 2014 auf dem Durchschnittsniveau der sechs Quartale davor fortgeschrieben werden.

Der Rohölpreis notierte bis einschließlich des zweiten Quartals 2014 auf einem relativ konstanten Niveau von circa 110 US-\$ pro Fass der Sorte Brent. Im Zuge des anschließenden vor allem durch erhöhte Fördermengen begründeten Preisverfalls wurde das Ausgangsniveau der Rohölnotierungen bis zum vierten Quartal 2014 um knapp 30% und bis zum Jahresabschlussquartal 2015 um insgesamt 60% unterschritten. Unterdessen wertete der Euro – sowohl in bilateraler Betrachtung gegenüber dem US-Dollar als auch in nominal effektiver Rechnung – vor dem Hintergrund der Erwartung einer weiteren geldpolitischen Akkommodierung und der im Dezember 2014 durch den EZB-Rat beschlossenen Maßnahmen deutlich ab.<sup>3)</sup> Ausgehend von 1,3 US-Dollar pro Euro ging der bilaterale Wechselkurs bis Ende 2014 um mehr als 5% und bis Ende 2015 insbesondere aufgrund des starken Kursverlustes im ersten Quartal des Jahres um knapp 20% zurück. Gegenüber den Währungen der 19 wichtigsten Handelspartner verlor der Euro bis Ende 2015 knapp 10% an Wert.

Für den Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses von 6¾% auf 7¼% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Jahr 2014 spielten die zwei betrachteten Faktoren den Ergebnissen der Simulationsrechnungen zufolge allerdings nur eine eher untergeordnete Rolle. Rein rechnerisch steuerte der Ölpreyrückgang für sich genommen einen Beitrag von einem Zehntel Prozentpunkt dazu bei. Im Vergleich zum Befund aus der Zerlegung ist abgesehen vom breiteren Bezug auf Waren- und Dienstleistungsströme zu beachten, dass die Wirkungen der ebenfalls beträchtlichen Verbilligung nicht energetischer Rohstoffe nicht in die Berechnungen im Rahmen der Simulationen einfließen.<sup>4)</sup> Vor dem Hintergrund der Wirkungsverzögerungen bei Wechselkursänderungen ist es indessen nicht erstaunlich, dass der Euro-Abwertung kein nennenswerter Einfluss auf die Zunahme der Leistungsbilanz im Jahr 2014 zugerechnet werden kann.

Im Jahr 2015 wirkten die beiden externen Faktoren hingegen insgesamt stark expansiv. So trug der Ölpreyrückgang ¾ Prozentpunkte und die Euro-Abwertung ¼ Prozentpunkt zum Anstieg des Leistungsbilanzaldos von 7¼% auf 8½% des BIP bei. Ein Rückgang des Ölpreises führt vor allem zu einer Verbilligung von Ölimporten und weniger zu einer Steigerung der nachgefragten Menge, da die deutschen Energieimporte eine relativ geringe Preiselastizität aufwei-

<sup>2</sup> Das makroökonomische Modell dient als zentrales Instrument zur Erstellung der Prognosebasislinie und wird für begleitende Simulationsrechnungen eingesetzt. Es handelt sich dabei um ein traditionelles Makro-Modell mit keynesianischen Eigenschaften in der kurzen Frist und neoklassischen Eigenschaften in der langen Frist. Die Schätzungen der Verhaltensgleichungen werden auf Basis saisonbereinigter Quartalsdaten in halbjährlichen Abständen aktualisiert.

<sup>3</sup> Genau genommen wertete der Euro bereits im zweiten Quartal 2014 leicht ab. Aus Vergleichsgründen werden die hypothetischen Szenarien sowohl für den Ölpreis als auch für den Wechselkurs einheitlich ab dem dritten Quartal 2014 betrachtet.

<sup>4</sup> Dies zeigt sich auch daran, dass die Verbesserung des realen Austauschverhältnisses im Jahr 2014 nur zu einem Fünftel durch die modellierten Schocks erklärt werden kann.

### Einfluss des Ölpreistrückgangs und der Euro-Abwertung seit Mitte 2014 auf zentrale außenwirtschaftliche Kennzahlen

Kennzahl	Jahr	Veränderung <sup>2)</sup>	Simulierter Einfluss der modellierten externen Faktoren <sup>1)</sup>		
			insgesamt	davon	
				Ölpreistrückgang	Euro-Abwertung
Leistungsbilanzsaldo in % des BIP	2014	0,6	0,1	0,1	0,0
	2015	1,2	1,0	0,7	0,3
Reales Austauschverhältnis (Terms of Trade) <sup>3)</sup>	2014	1,5	0,3	0,5	- 0,2
	2015	2,7	0,8	2,5	- 1,7
Ausfuhren (preisbereinigt) <sup>3)</sup>	2014	4,0	0,1	0,0	0,0
	2015	5,4	1,6	0,3	1,3
Einfuhren (preisbereinigt) <sup>3)</sup>	2014	3,7	0,0	0,1	- 0,1
	2015	5,8	- 0,1	0,7	- 0,8

<sup>1</sup> In Prozentpunkten. <sup>2</sup> In Prozentpunkten beim Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP); ansonsten in %. <sup>3</sup> Waren und Dienste (VGR).

Deutsche Bundesbank

sen.<sup>5)</sup> Die Abwertung des Euro stimuliert einerseits die Exporte. Andererseits kommt es zu einer Importsubstitution, deren dämpfender Einfluss den Simulationsergebnissen für 2015 zufolge die einfuhrsteigernde Wirkung der durch den Rohölpreistrückgang zusätzlich angeschobenen Binnenkonjunktur praktisch wettmacht. Neben den direkten Effekten auf den deutschen Außenhandel werden auch sogenannte Spillover-Effekte infolge der Stimulierung der Exporte in den anderen EWU-Mitgliedstaaten berücksichtigt. Auf diese entfiel gut ein Zehntel des geschätzten Beitrags der Euro-Abwertung im Jahr 2015.

Die Ergebnisse stehen im Einklang mit vergleichbaren Simulationen der Europäischen Kommission.<sup>6)</sup> Unsicherheiten sind gleichwohl zu beachten. Zum einen hängen die Schätzungen von der Modellspezifikation ab. Bei der Ölpreissimulation wird beispielsweise berücksichtigt, dass aufgrund der als Mengensteuer konzipierten Mineralölsteuer die Auswirkungen von Ölpreisänderungen vom Ausgangsniveau abhängen. Ausgeblendet hingegen bleiben originär nichtlineare Wirkungen des Ölpreises auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität, die insbesondere vor dem Hintergrund der Größenordnung der Schocks wahrscheinlich erscheinen. Beim Schock auf den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro ist zu beachten, dass die Ab-

wertung je nach Umfang des betrachteten Länderkreises unterschiedlich stark ausfallen kann. Der geschätzte Beitrag der Euro-Abwertung dürfte daher bei einem Vergleich mit den Währungen der 39 wichtigsten Handelspartner Deutschlands etwas geringer sein.

Zum anderen stellen die Modellsimulationen Auswirkungen von isolierten Schocks dar, das heißt, sämtliche sonstigen modellexogenen Variablen reagieren nicht auf Änderungen im externen Umfeld. Dass hier insbesondere keine Wechselwirkungen des Ölpreistrückgangs und der Euro-Abwertung mit dem Absatzmarktwachstum deutscher Exporteure außerhalb des Euro-Raums berücksichtigt werden, ist mit Blick auf den betrachteten kurzen Simulationszeitraum keine wesentliche Unzulänglichkeit. Größere Vorsicht wäre bei der Interpretation von Ergebnissen für das laufende Jahr und darüber hinaus geboten. Gleichwohl dürften sich die Effekte der Wechselkursbewegungen bis Ende 2015 noch nicht vollständig niedergeschlagen haben.

<sup>5</sup> Für die deutschen Energieimporte wird im Makro-Modell der Bundesbank eine Preiselastizität von 0,2 bis 0,3 geschätzt.

<sup>6</sup> Vgl.: Europäische Kommission, Oil price and exchange rate effects on the German current account balance, in: Country Report Germany 2016 Including an In-Depth Review on the prevention and correction of macroeconomic imbalances, Commission Staff Working Document, 26. Februar 2016, S. 22 f.