

## Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2016

*Der Leistungsbilanzüberschuss der deutschen Volkswirtschaft ist gemessen am nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Jahr 2016 leicht auf 8¼% zurückgegangen. Der jahresdurchschnittliche Rückgang verdeckt eine stärkere Verringerung im Jahresverlauf: Von einem Saldo von 8¾% des BIP im ersten Jahresviertel ging der Überschuss in saison- und kalenderbereinigter Betrachtung auf 7½% im Jahresschlussquartal zurück. Sofern es bei den relativen Preisen keine Trendumkehr geben wird, spricht deshalb vieles dafür, dass der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands im laufenden Jahr im Jahresdurchschnitt merklich zurückgehen wird. Auch in absoluter Betrachtung setzte sich die in den beiden Jahren zuvor verzeichnete kräftige Ausweitung nicht fort: Mit 261 Mrd € blieb der Saldo praktisch auf dem Stand des Vorjahres. Mit Blick auf die Teilbilanzen ist festzustellen, dass im Warenverkehr der Überschuss weiter zunahm; allerdings beruhte dies im vierten Jahr in Folge auf gesunkenen Importpreisen. Dieser Preiseffekt verdeckt in wertmäßiger Betrachtung die mengenmäßige Verringerung des Überschusses im Warenhandel. In der Dienstleistungsbilanz erhöhte sich hingegen der Fehlbetrag weiter, und der Überschuss bei den Vermögenseinkommen ging trotz des weiter gestiegenen Netto-Auslandsvermögens zurück.*

*Dass der Leistungsbilanzüberschuss 2016 nicht weiter gestiegen ist, lag auch daran, dass die gesamtwirtschaftliche Ersparnis, die in den beiden Jahren zuvor stark zugenommen hatte, relativ zum BIP ein wenig eingeschränkt wurde. Dies glich den Rückgang der Investitionsquote weitgehend aus. Die Europäische Kommission, die Deutschland wegen des hohen Überschusses in der Leistungsbilanz ein Ungleichgewicht attestiert, empfiehlt Maßnahmen, um den hohen Überschuss zu senken. Zwar ist der Leistungsbilanzsaldo das Ergebnis zahlreicher, überwiegend privatwirtschaftlicher Entscheidungen sowohl im Inland als auch im Ausland, und deshalb mit Mitteln der Makropolitik direkt kaum sinnvoll steuerbar. Ungeachtet dessen ist zu überprüfen, ob und mit welchen Anpassungen der Rahmenbedingungen die private Investitionstätigkeit sinnvoll belebt werden kann und wie klar identifizierte Nachholbedarfe bei staatlichen Investitionen effizient gedeckt werden können.*

*Der Kapitalverkehr Deutschlands mit dem Ausland stand auch im vergangenen Jahr unter dem Einfluss des Niedrigzinsumfelds und der umfangreichen Wertpapierankäufe des Eurosystems zu geldpolitischen Zwecken. Mit 231½ Mrd € lagen die Netto-Kapitalexporte auf einem ähnlich hohen Niveau wie im Jahr 2015. Im Wertpapierverkehr kam es zu einer Gewichtsverschiebung in der Nachfrage heimischer Investoren hin zu Papieren, die außerhalb des Euro-Währungsraumes emittiert wurden. In umgekehrter Richtung trennten sich ausländische Halter im großen Stil von inländischen Schuldverschreibungen, die überwiegend die Bundesbank im Rahmen des erweiterten Wertpapierankaufprogramms übernahm. Die Wertpapierankäufe des Eurosystems standen auch hinter der erneuten deutlichen Ausweitung des TARGET2-Saldos und damit der Auslandsposition der Bundesbank.*

*Die eher längerfristig ausgerichteten Direktinvestitionen wiesen ebenfalls Netto-Kapitalexporte auf. Ausschlaggebend war, dass hiesige Unternehmen ihre Auslandspräsenz per saldo weiter ausbauten. Dagegen ergaben sich im übrigen Kapitalverkehr Netto-Kapitalimporte, die überwiegend bei Unternehmen und Privatpersonen sowie Monetären Finanzinstituten aufkamen.*

## Leistungverkehr

### Grundtendenzen im Leistungverkehr

*Leistungsbilanz-überschuss in Relation zum BIP leicht vermindert*

Der Überschuss in der deutschen Leistungsbilanz blieb im Jahr 2016 mit 261 Mrd € praktisch auf dem Stand des Vorjahres. Damit setzte sich die Ausweitung des Aktivsaldos aus den beiden Vorjahren nicht fort. Gemessen am nominalen BIP ging der Überschuss sogar um ¼ Prozentpunkt auf 8¼% zurück. Er überstieg aber immer noch deutlich die Schwelle von 6% des BIP, welche für die Europäische Kommission im Rahmen des Verfahrens zur Überwachung

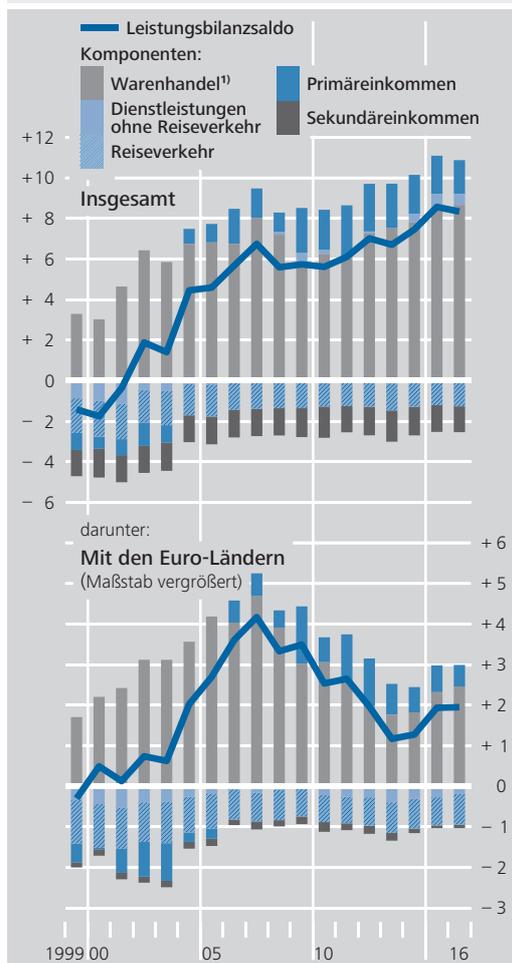
und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte relevant ist. Dementsprechend attestierte die Europäische Kommission Deutschland in ihrem Bericht im Rahmen des Europäischen Semesters zu Beginn dieses Jahres weiterhin wirtschaftliche Ungleichgewichte.<sup>1)</sup>

Hinter dem in absoluten Größen weitgehend unveränderten Überschuss in der Leistungsbilanz standen gegenläufige Bewegungen in einzelnen Teilbereichen. Einerseits erhöhte sich der Aktivsaldo im Warenverkehr weiter. Wie bereits in den drei Jahren zuvor machte sich hier bemerkbar, dass sich insbesondere Rohöl verbilligte, was den Gesamtwert der eingeführten Güter erheblich dämpfte. Andererseits stieg das Defizit in der Dienstleistungsbilanz an, und der Aktivsaldo aus den Erträgen bei grenzüberschreitenden Vermögensanlagen verringerte sich erheblich. Im Dienstleistungsbereich wurden insbesondere die Ausgaben für Forschungs- und Entwicklungsleistungen merklich angehoben. Zudem stockten die Inländer ihre Budgets für Auslandsreisen deutlich auf. Im Bereich der Primäreinkommen ging der Überschuss bei den Vermögenseinkommen trotz des weiter kräftig gestiegenen Netto-Auslandsvermögens erheblich zurück; hier dürfte sich das allgemein niedrigere Renditeniveau niedergeschlagen haben. Der Fehlbetrag in der traditionell defizitären Bilanz der Sekundäreinkommen blieb weitgehend unverändert.

*Ausweitung des Aktivsaldos im Warenhandel durch Gegenbewegungen im Bereich der unsichtbaren Leistungstransaktionen ausgeglichen*

#### Der deutsche Leistungverkehr mit dem Ausland

in % des BIP



<sup>1</sup> Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik, einschl. Ergänzungen zum Außenhandel, die einseitig auch die Fracht- und Versicherungskosten als Absetzungsposten enthalten.

Die globalen Rahmenbedingungen wirkten per saldo auch im Jahr 2016 expansiv. Zu nennen ist in erster Linie der weiter gesunkene Rohölpreis. Im Jahresdurchschnitt 2016 kostete ein Fass der Sorte Brent mit knapp 46 US-\$ ein Siebtel weniger als im Jahr zuvor. Im Vergleich zum Durchschnitt der Jahre 2011 bis 2014 hat sich der Preis mehr als halbiert. Für die Energieeinfuhren mussten 2016 lediglich knapp 70 Mrd € aufgewendet werden; das war ein Fünftel oder annä-

*Globale Rahmenbedingungen wirkten weiter expansiv, aber nicht mehr so stark wie 2015*

<sup>1</sup> Vgl.: Europäische Kommission, Europäisches Semester – Winterpaket: Fortschrittsanalyse der Mitgliedstaaten mit Blick auf wirtschaftliche und soziale Prioritäten, Pressemitteilung, 22. Februar 2017, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-17-308\\_de.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-308_de.htm)

hernd 20 Mrd € weniger als im Jahr zuvor. Vom Wechselkurs gingen hingegen anders als im Jahr zuvor keine zusätzlichen expansiven Impulse aus, auch wenn die starke Abwertung aus dem Jahr 2015 noch nachgewirkt haben dürfte. Im Jahresdurchschnitt 2016 blieb der Euro gegenüber dem US-Dollar weitgehend unverändert, nachdem er 2015 noch ein Sechstel an Wert verloren hatte. Der nominale effektive Wechselkurs des Euro stieg sogar an. Hier machte sich vor allem die kräftige Aufwertung gegenüber dem britischen Pfund bemerkbar. Dementsprechend verschlechterte sich auch die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands leicht. Gegenüber anderen Ländern des Euro-Raums war dies Ausdruck der unterschiedlichen zyklischen Positionen und eines damit verbundenen leicht höheren binnenwirtschaftlichen Preisdrucks in Deutschland.

Warenhandel  
 mit geringerer  
 Dynamik

Der globale Handel büßte 2016 nach Angaben des Internationalen Währungsfonds (IWF) allerdings weiter an Schwung ein. Dies hatte in Verbindung mit der deutlich abnehmenden expansiven Wirkung der Euro-Abwertung des Vorjahres zur Folge, dass das Expansionstempo der Warenlieferungen an das Ausland erheblich nachließ. Der Anstieg der Importe verlangsamte sich trotz der robusten Inlandsnachfrage ebenfalls. Dabei spielte eine Rolle, dass sich gerade die beiden Nachfragegrößen, die den größten direkten und indirekten Importgehalt aufweisen, nämlich die Warenexporte und die Ausrüstungsinvestitionen, besonders verhalten entwickelten. Trotzdem überstieg in realer Rechnung die Ausweitung der Wareneinfuhren den Zuwachs bei den Warenausfuhren. Der stärkere Rückgang der Preise importierter Güter hatte jedoch zur Folge, dass sich in nominaler Betrachtung die Relation umkehrte. Im Ergebnis erhöhte sich der Aktivsaldo im Warenhandel um gut 10 Mrd € auf 272 Mrd €. Von der Mengekomponente ergab sich rein rechnerisch hingegen eine Verringerung in gleicher Größenordnung.

In regionaler Perspektive gab es weder gegenüber den anderen Ländern des Euro-Raums

### Mengen- und Preiswirkungen auf den deutschen Außenhandelssaldo\*)



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

noch gegenüber Drittstaaten größere Veränderungen im Hinblick auf die Höhe des Leistungsbilanzüberschusses. In Relation zum nominalen BIP betrug der Aktivsaldo gegenüber dem Euro-Raum weiterhin nahezu 2%, gegenüber Drittstaaten lag er im Berichtsjahr bei knapp 6½%. Im Außenhandel verzeichnete Deutschland mit beiden Regionen eine Ausweitung des Überschusses, wobei jeweils die Preiseffekte aufgrund niedrigerer Einfuhrpreise die dominierende Rolle spielten.

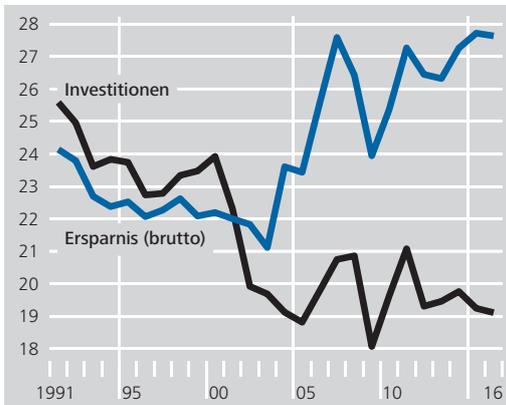
Überschussposition sowohl gegenüber Dritt-ländern als auch gegenüber Euro-Raum nur wenig verändert

Im Verlauf des Jahres 2016 gab der Leistungsbilanzüberschuss deutlich nach. Nach einem Saldo von 8¾% des BIP in den ersten beiden Jahresvierteln ging der Überschuss in saison- und kalenderbereinigter Betrachtung sukzessive zurück, und zwar über 8% im Sommer auf 7½% im Jahresschlussquartal. Dies lag im Wesentlichen daran, dass sich das reale Austauschverhältnis mit dem Ausland, das sich in den Jahren zuvor stark verbessert hatte, im Verlauf des Jahres 2016 verschlechterte. Diese

Im Jahresverlauf 2016 deutlich nachgebender Überschuss

## Ersparnis und Investitionen in der Gesamtwirtschaft

in % des BIP



Quelle der Ursprungswerte: Statistisches Bundesamt.  
Deutsche Bundesbank

Entwicklung setzte sich Anfang 2017 fort. Sofern es bei den relativen Preisen keine Trendumkehr geben wird, spricht deshalb einiges dafür, dass der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands seinen Zenit überschritten hat und im laufenden Jahr merklich zurückgehen wird.

## Leistungsbilanzsaldo, Sparen und Investieren

*Leistungsbilanzüberschuss im Spiegel von Investitionen und Sparen*

Der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands kann auch aus dem Blickwinkel der Investitions- und Sparentscheidungen der inländischen Wirtschaftssubjekte analysiert werden. Denn der gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo, der weitgehend dem Leistungsbilanzsaldo entspricht, ergibt sich im Kontext der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen aus der Differenz von Ersparnis und Investitionen.<sup>2)</sup> Gemäß dieser Betrachtungsweise ist der Leistungsbilanzüberschuss 2016 nicht weiter gestiegen, weil die gesamtwirtschaftliche Ersparnis, die in den beiden Jahren zuvor stark zugenommen hatte, relativ zum BIP ein wenig eingeschränkt wurde. Dies glich den Rückgang der Investitionsquote weitgehend aus.

Die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland war in den zurückliegenden Jahren durch eine trotz des robusten Aufschwungs verhaltene

inländische Investitionstätigkeit bei gleichzeitig starker Ausweitung des Sparens gekennzeichnet. Hinter diesen gesamtwirtschaftlichen Trends standen insbesondere veränderte Relationen von Investitionen und Sparen bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und beim Staat. Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wiesen – mit Ausnahme des Jahres 2008 – seit dem Jahr 2002 einen Finanzierungsüberschuss auf, der zuletzt 3 1/2% des BIP betrug. Hierdurch wurde wohl nicht zuletzt der zur Jahrtausendwende diagnostizierten deutlichen Unterkapitalisierung deutscher Unternehmen entgegengetreten. Der Staatshaushalt wurde bei weitgehend konstanter Investitionsquote konsolidiert, und ein spürbares Defizit schwang in einen moderaten Überschuss um. Die privaten Haushalte hingegen wiesen seit Beginn dieses Jahrzehnts recht stabile Investitions- und Sparquoten auf.

*Verhaltene Investitionstätigkeit, vor allem aber hohe Ersparnis*

Angesichts des hohen Leistungsbilanzüberschusses empfiehlt die Europäische Kommission sowohl höhere öffentliche Investitionen als auch weitere Maßnahmen zur Steigerung der privaten Investitionen beziehungsweise eine bessere Balance zwischen privater Ersparnis und privaten Investitionen.<sup>3)</sup> Im Einzelnen plädiert die Europäische Kommission für eine Reform des Dienstleistungssektors, da insbesondere dort die Investitionstätigkeit auch im internationalen Maßstab schwach sei, und einen Abbau von Verzerrungen durch die Unternehmensbesteuerung, die sich ungünstig auf die Investitionen auswirken würden. Zudem konstatiert sie, dass es bei der Verkehrs-, Energie- und Telekommunikationsinfrastruktur einen Rückstand gebe, der einer dynamischeren privaten Investitionstätigkeit im Wege stehe.

*Empfehlungen der Europäischen Kommission*

Mit Blick auf die staatlichen Investitionen erkennt die Europäische Kommission einige

*Staatliche Investitionen stärken*

<sup>2</sup> Daneben können sich Vermögenstransfers und Nettozugänge an nichtproduzierten Vermögensgütern auf den Finanzierungssaldo auswirken.

<sup>3</sup> Vgl.: Europäische Kommission, Länderbericht Deutschland 2017 mit eingehender Überprüfung der Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte, Brüssel, 22. Februar 2017.

Fortschritte an, hält aber gleichwohl eine stärkere Dynamik für erforderlich. Zur Finanzierung sollte aus ihrer Sicht der Spielraum zu den Obergrenzen der nationalen und der EU-Budgetregeln genutzt werden. Eine gute staatliche Infrastrukturausstattung ist zweifelsohne wichtig für eine solide wirtschaftliche Entwicklung und die Standortqualität. Hier besteht wohl teilweise in der Tat ungeachtet der im internationalen Vergleich weiterhin sehr gut bewerteten Qualität Nachholbedarf. Ausgabensteigerungen sind hier für die nächsten Jahre angelegt, und nicht zuletzt wurde die kommunale Ebene deutlich entlastet. Entscheidend ist dabei aber nicht eine möglichst zügige und umfangreiche Verausgabung von Mitteln, sondern insbesondere eine effiziente Bedarfsprüfung und Umsetzung im Einzelfall. Im Hinblick auf die grundsätzliche fiskalische Ausrichtung sind in Deutschland nicht zuletzt aufgrund der absehbaren demografisch bedingten Belastungen moderate strukturelle Überschüsse zu empfehlen.<sup>4)</sup> Derzeit stellt sich darüber hinaus die Frage, ob eine noch stärker expansiv ausgerichtete Fiskalpolitik in der augenblicklichen Konjunkturlage angemessen wäre und ob nicht auch Kapazitätsbeschränkungen im Bausektor einer raschen und sehr kräftigen Ausweitung der öffentlichen Bauinvestitionen Grenzen setzen.

ren über 11% im letzten Jahrzehnt auf durchschnittlich 13% in der laufenden Dekade. Dieser Anstieg ist nicht monokausal zu erklären; vielmehr trugen mehrere Faktoren dazu bei. So zeigte sich insbesondere bei den kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) eine starke Tendenz, die Eigenkapitalbasis zu stärken.<sup>5)</sup> Gleichzeitig wurde das Fremdkapital zurückgeführt und die Schuldenquote verringert. Diese Maßnahmen erhöhten die bilanzielle Widerstandsfähigkeit der Unternehmen. Für KMU, die in der Regel keinen oder nur einen unzureichenden Zugang zum Kapitalmarkt hatten, dürfte hierbei das Motiv eine Rolle gespielt haben, die Abhängigkeit vom Bankensektor zu verringern. Zudem scheint es in Zeiten höherer Unsicherheit eine Präferenz für liquide Anlagen zu geben. Auch steuerliche Aspekte, etwa die Begünstigung von Betriebsvermögen bei der Erbschaftsteuer, könnten einen Einfluss darauf gehabt haben, Gewinne verstärkt in der Unternehmenssphäre zu belassen. Dabei ist ebenfalls zu berücksichtigen, dass einbehaltene Gewinne bei Kapitalgesellschaften, die auch im ausländischen Besitz sind, zu diesem Teil eher eine Ersparnis ausländischer Kapitalanleger darstellen. Schließlich mussten Unternehmen mit Pensionsverpflichtungen gegenüber aktiven und ehemaligen Betriebsangehörigen angesichts gesunkener Zinsen in den letzten Jahren die Rückstellungen hierfür anheben.<sup>6)</sup> Auch wurden umfangreiche Rückstellungen im Energiesektor im Hinblick auf künftige Lasten im Zusammenhang mit der Atomenergie gebildet, was ebenfalls ersparnissteigernd wirkte.

Zusammenfassend gilt es deshalb festzustellen: Zwar ist der Leistungsbilanzsaldo das Ergebnis zahlreicher, überwiegend privatwirtschaftlicher Entscheidungen sowohl im Inland als auch im

*Höhere private  
Investitions-  
dynamik  
angelegt*

Damit die Unternehmen die Produktionskapazitäten deutlich ausweiten, sind günstige Zinskonditionen für sich genommen nicht ausreichend. Relevant für Investitionsentscheidungen sind vielmehr Renditeerwartungen auf Basis der konjunkturellen Aussichten sowie der längerfristigen Absatzperspektiven. In der Grundtendenz ist eine Stärkung der deutschen Unternehmensinvestitionen in naher Zukunft angelegt, da die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten inzwischen gut ausgelastet sind und insbesondere die Industrie ihre Aktivität zuletzt erhöhte.

*Gründe für hohe  
Ersparnis im  
Unternehmens-  
sektor*

Die Entwicklung der Ersparnisbildung bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften vollzog sich spiegelbildlich zum zeitlichen Verlauf der Investitionen. Nach durchschnittlich gut 9% des BIP in den 1990er Jahren erhöhte sich das Spa-

<sup>4</sup> Vgl. z. B.: Deutsche Bundesbank, Öffentliche Finanzen, Monatsbericht, November 2016, S. 65 f.

<sup>5</sup> Vgl. z. B.: Deutsche Bundesbank, Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2013, Monatsbericht, Dezember 2014, S. 37–48.

<sup>6</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Mögliche Effekte der zinsbedingten Erhöhung der Pensionsrückstellungen auf die Ersparnisse der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, Monatsbericht, Dezember 2016, S. 60–63.

## Außenhandel nach Regionen

in %

Ländergruppe/Land	Anteile		Veränderung gegenüber Vorjahr	
	2016	2014	2015	2016
<b>Ausfuhr</b>				
Euro-Raum	36,7	2,1	4,9	1,9
Übrige EU	22,0	10,1	10,1	2,6
darunter:				
Großbritannien	7,1	11,1	12,4	- 3,3
Mittel- und osteuropäische EU-Länder <sup>1)</sup>	11,3	11,3	9,8	5,5
Schweiz	4,2	- 1,5	6,2	2,6
Russland	1,8	- 18,4	- 25,9	- 0,3
USA	8,9	7,4	18,6	- 6,0
Japan	1,5	- 1,0	0,3	8,2
Neue Industrieländer Asiens <sup>2)</sup>	3,2	7,4	8,8	1,2
China	6,3	11,1	- 4,1	6,8
Süd- und ostasiatische Schwellenländer <sup>3)</sup>	2,2	- 0,1	4,5	1,6
OPEC	2,8	8,5	8,4	- 5,2
Alle Länder	100,0	3,3	6,2	1,1
<b>Einfuhr</b>				
Euro-Raum	37,7	2,1	1,7	0,9
Übrige EU	20,2	6,2	5,7	3,2
darunter:				
Großbritannien	3,7	- 2,3	- 0,3	- 7,2
Mittel- und osteuropäische EU-Länder <sup>1)</sup>	13,7	10,7	9,2	6,9
Schweiz	4,6	2,8	6,8	4,3
Russland	2,8	- 7,1	- 21,5	- 12,1
USA	6,1	1,3	22,4	- 4,0
Japan	2,3	- 2,5	6,2	8,8
Neue Industrieländer Asiens <sup>2)</sup>	2,4	3,7	8,3	- 1,1
China	9,8	7,1	15,2	2,0
Süd- und ostasiatische Schwellenländer <sup>3)</sup>	3,8	6,7	14,5	3,8
OPEC	0,7	- 24,9	- 32,0	- 18,1
Alle Länder	100,0	2,2	4,3	0,6

<sup>1</sup> Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Tschechien, Ungarn.

<sup>2</sup> Hongkong, Singapur, Südkorea, Taiwan. <sup>3</sup> Indien, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand, Vietnam.

Deutsche Bundesbank

Ausland und deshalb mit Mitteln der Makropolitik direkt kaum sinnvoll steuerbar. Aber insbesondere mit Blick auf die hohe Ersparnisbildung im Bereich der nichtfinanziellen Unternehmen ist zu überprüfen, ob und mit welchen Anpassungen der Rahmenbedingungen die private Investitionstätigkeit sinnvoll belebt werden kann.

*Wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf vor allem bei den Rahmenbedingungen für private Investitionen*

## Warenströme und Handelsbilanz

Der deutsche Außenhandel expandierte im Jahr 2016 nur moderat. Bei den Ausfuhren lag dies an der weiteren Tempoverlangsamung des Welthandels. Bei den Einfuhren machte sich bemerkbar, dass mit den Ausfuhren und den Ausrüstungen die beiden Nachfragekomponenten, welche den höchsten Importgehalt aufweisen, etwas schwächer anstiegen als im Jahr zuvor. Im Jahresdurchschnitt 2016 belief sich das Plus bei den Warenausfuhren in realer Rechnung auf 2%, nach 5 ¼% im Jahr zuvor. Wegen der leicht zurückgegangenen Preise ergab sich nominal ein Anstieg von lediglich gut 1%. Die Wareneinfuhren nahmen dank der – trotz der verhaltenen gewerblichen Investitionen – insgesamt robusten Binnenkonjunktur mengenmäßig mit 3 ¾% deutlich stärker zu. Wegen des starken Preisrückgangs vor allem von Energie musste für die eingeführten Güter lediglich ½% mehr bezahlt werden als im Jahr zuvor. Im Ergebnis weitete sich der Außenhandelsüberschuss um 8 Mrd € auf 252 Mrd € aus.

*Außenhandel moderat aufwärtsgerichtet*

Die Lieferungen in die Länder der Europäischen Union (EU) entwickelten sich wie schon in den beiden Jahren zuvor dem Wert nach günstiger als die Ausfuhren in Staaten außerhalb der EU. Vor allem die Exporte in die mittel- und osteuropäischen EU-Länder außerhalb des Euro-Raums wiesen eine hohe Dynamik auf.<sup>7)</sup> Hingegen ging der Wert der Warenexporte in das Vereinigte Königreich nach zwei Jahren mit sehr hohen

*Lieferungen in die EU zugelegt*

<sup>7</sup> Zu diesem Länderkreis zählen Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Tschechien und Ungarn.

Expansionsraten deutlich zurück. Dabei dürfte die starke Abwertung des britischen Pfund eine zentrale Rolle gespielt haben. Was den Euro-Raum betrifft, so erhöhte sich die Nachfrage nach deutschen Waren in besonderem Maße in Spanien dank des dort kräftigen Aufschwungs, aber auch in Italien und Portugal.

*Nominale Ausfuhren in Drittstaaten leicht gesunken*

Die wertmäßigen Ausfuhren in Staaten außerhalb der EU gingen im Jahr 2016 geringfügig zurück. Einem deutlichen Zuwachs der Lieferungen in den asiatischen Raum, vor allem nach China und Japan, stand eine starke Einschränkung der Warenlieferungen in die USA gegenüber, nach allerdings hohen Steigerungsraten in den Jahren zuvor. Auch der Absatz in die OPEC-Länder ging stark zurück. Hier dürften sich die wegen des Ölpreisrückgangs beschränkten Möglichkeiten des Petro-Dollar-Recyclings negativ ausgewirkt haben.

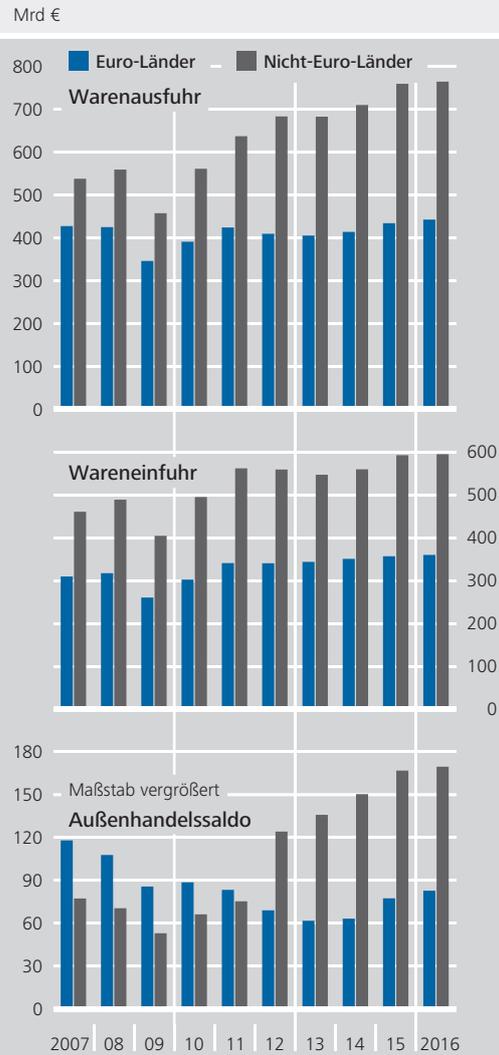
*Vorleistungs- und Konsumgüter besonders gefragt*

Besonders gefragt auf den internationalen Absatzmärkten waren deutsche Vorleistungs- und Konsumgütererzeugnisse. Demgegenüber nahmen die Erlöse aus dem Verkauf von Investitionsgütern angesichts der global weiterhin verhaltenen Investitionskonjunktur nur unterdurchschnittlich zu. Dies galt auch für den Verkauf von Kraftwagen und Kraftwagenteilen, nach allerdings zwei sehr erfolgreichen Jahren mit hohen Zuwächsen beim Auslandsumsatz.

*Regionale Tendenzen bei den Einfuhren ähnlich wie bei den Ausfuhren*

Die regionale Entwicklung bei den Wareneinfuhren wies im Jahr 2016 eine große Ähnlichkeit zur Dynamik bei den Warenausfuhren auf. Hohe Zuwächse konnten die Exporteure aus den mittel- und osteuropäischen EU-Ländern, die nicht zum Euro-Raum gehören, verbuchen. Auch die Partnerländer aus dem Euro-Raum profitierten dem Wert nach überproportional von der lebhaften Binnennachfrage. Von den großen Euro-Raum-Ländern steigerten Italien und Spanien ihre Warenausfuhren nach Deutschland erheblich. Dies galt auch für Österreich, aus dem rund ein Zehntel der Einfuhren Deutschlands aus dem Euro-Raum stammt. Der Wert der Einfuhren aus Großbritannien ging hingegen stark zurück. Was die Importe aus

### Der deutsche Außenhandel innerhalb und außerhalb des Euro-Raums



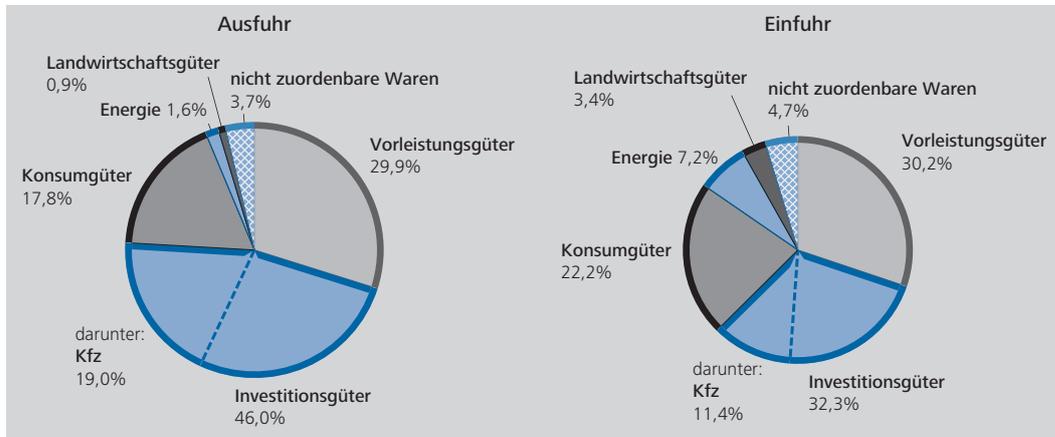
Quelle: Statistisches Bundesamt.  
 Deutsche Bundesbank

den Nicht-EU-Staaten angeht, so zeichnen diese hinsichtlich ihrer Entwicklung ein heterogenes Bild. Deutlich gestiegen sind die Wareneinfuhren aus Japan, der Schweiz und China, während der Wert der Lieferungen aus den USA hinter dem aus dem Vorjahr zurückblieb, in dem es allerdings einen Zuwachs von über einem Fünftel gegeben hatte. Russland und die Mitgliedsländer der OPEC mussten wegen der gesunkenen Energiepreise erneut herbe Einbußen in ihren Exporterlösen in Deutschland hinnehmen.

Von der lebhaften Konsumkonjunktur in Deutschland profitierten die ausländischen Anbieter von Konsumgütern und von Kraftwagen

*Besonders Konsumgüter und Kfz gefragt*

## Außenhandel nach ausgewählten Warengruppen im Jahr 2016



Quelle der Ursprungswerte: Statistisches Bundesamt. Abweichungen von 100% sind rundungsbedingt.  
 Deutsche Bundesbank

in besonderem Maße. Preisbereinigt stiegen die Importe von Konsumgütern um 6% und von Kraftwagen sowie Kraftwagenteilen sogar um mehr als ein Zehntel. Aber auch Vorleistungsgüter aus dem Ausland waren sehr gefragt. Demgegenüber erhöhte sich die Einfuhr klassischer Investitionsgüter als Reflex der verhaltenen Investitionskonjunktur in Deutschland weniger stark. Ausgesprochen kräftig ging schließlich der Wert der eingeführten Energiewaren zurück, da nicht nur die Energiepreise stark nachgaben, sondern auch die Nachfrage nach importierten Energieprodukten verhalten war.

### Die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen im Einzelnen

*Kräftig erhöhte Dienstleistungsausgaben vergrößern Fehlbetrag in Dienstleistungsbilanz*

Die Bilanz des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs wies für Deutschland ein Defizit aus, das 2016 entgegen der Entwicklung der beiden Vorjahre zunahm. Im Berichtszeitraum wurden für 22½ Mrd € mehr Dienstleistungen gebietsfremder Anbieter in Anspruch genommen als Ansässige aus dem Ausland eingenommen haben. Der diesbezügliche Fehlbetrag stieg damit um 4 Mrd € gegenüber 2015 an, wobei sich die Ausgaben für Dienstleistungsimporte erheblich stärker erhöhten als die Einnahmen aus Dienstleistungsexporten. Von

den gestiegenen Dienstleistungsausgaben aus Deutschland profitierten sowohl die Länder des Euro-Währungsgebiets als auch Drittstaaten in ähnlichem Maße. Da die höheren Einnahmen vor allem gegenüber dem Euro-Raum anfielen, verschlechterte sich das Ergebnis der Dienstleistungsbilanz vorwiegend gegenüber den Drittstaaten.

Die Ausgabenexpansion im Euro-Raum dürfte zu einem großen Teil der Hinwendung der Deutschen zu Reisezielen in dieser Region zuzuschreiben sein. Die Bilanz des grenzüberschreitenden Reiseverkehrs als Teil der Dienstleistungsbilanz weist 2016 ein Defizit von 39½ Mrd € aus, 3 Mrd € mehr als ein Jahr zuvor. Die Reiseverkehrsausgaben nahmen gegenüber dem Jahr 2015 signifikant zu (+ 5%); gleichzeitig führten die Reisen aufgrund zunehmender politischer Unsicherheiten in einigen Zielländern in stärkerem Maße nach Italien und Spanien, aber auch nach Kroatien. Ziele in der Türkei, Ägypten und Tunesien waren weit weniger gefragt. Ausgewichen wurde aber auch auf Fernreisen in die USA, die sich nach dem wechselkursbedingten Einbruch im Vorjahr wieder erholten.

*Reiseverkehrsausgaben zugunsten des Euro-Raums erhöht*

In den anderen Teilbereichen der Dienstleistungsbilanz kam es im Vergleich zum Jahr 2015 nur zu moderaten Verschiebungen. Die traditio-

*Gewerbliche und unternehmensbezogene Dienstleistungen nur mit moderaten Verschiebungen*

nell sehr hohen Umsätze im Rahmen des internationalen Fracht- und Logistikgeschäftes deutscher Unternehmen haben sich im Berichtsjahr leicht ermäßigt, wobei der Rückgang bei den Einnahmen geringfügig höher war als bei den Ausgaben. Der negative Saldo der Transportleistungen stieg demzufolge etwas an. Die Entwicklung bei den wissensbasierten Dienstleistungen lässt im Jahr 2016 keinen eindeutigen Trend erkennen. Hier schreitet die internationale Arbeitsteilung schnell voran, und die Bruttoströme steigen von Jahr zu Jahr massiv an. EDV-Dienstleistungen deutscher Anbieter sind im Ausland stärker gefragt als umgekehrt deutsche Unternehmen im Ausland dafür aufwenden. Gleichwohl sind 2016 im Unterschied zu den Vorjahren die Ausgaben schneller gestiegen als die Einnahmen, sodass der Überschuss etwas kleiner ausfiel als im Jahr 2015. Im Rahmen der Forschungs- und Entwicklungsleistungen ging der Überschuss wegen erheblich gesteigener Auslandsnachfrage deutscher Akteure deutlich zurück. Auf der anderen Seite verbesserten die erhöhten Einnahmen aus der Nutzung geistigen Eigentums den Überschuss in dieser Teilbilanz. Spürbar reduzierte Fehlbeträge wiesen freiberufliche und Managementdienstleistungen – hierzu zählen auch die seit Langem defizitären kaufmännischen Dienstleistungen – sowie Provisionen, technische und sonstige Dienstleistungen auf.

*Überschuss bei Vermögenseinkommen erheblich gesunken*

Die Primäreinkommen Deutschlands aus dem Ausland übertrafen im abgelaufenen Jahr die entsprechenden Zahlungen an das Ausland um 52 Mrd €. Der Überschuss sank damit gegenüber dem Vorjahr um 5 Mrd €. Die wichtigste Einkommensquelle sind die Nettoerträge aus Vermögensanlagen, die sich im letzten Jahr um nahezu 4 Mrd € verminderten. Vor dem Hintergrund des anhaltenden Aufbaus des Netto-Auslandsvermögens stehen einem positiven Akkumulationseffekt stärkere negative Renditeeffekte gegenüber. So wirkte zum einen der Renditeniveau-Effekt dem Anstieg der Vermögenseinkommen entgegen, da das internationale Zinsniveau bis ins letzte Jahr hinein abflachte. Zudem hat der stärkere Rückgang der Aktiva-

### Wichtige Kenngrößen zum grenzüberschreitenden Vermögenseinkommenssaldo



**1** Direktinvestitionen, Wertpapiere und übrigen Kapitalanlagen ohne Bargeld, Finanzderivate und Währungsreserven. **2** Renditen entsprechend der Relation der Vermögenseinkommen bzw. -ausgaben zum Jahresdurchschnittsbestand des Auslandsvermögensstatus. **3** Für den Auslandsvermögensstatus Endstand 3. Vj. 2016.

Deutsche Bundesbank

rendite gegenüber der Ertragsstärke der Passiva (Differenzialeffekt) weiter zuungunsten des Nettogläubigers Deutschland gewirkt.<sup>8)</sup> Der verminderte Überschuss aus grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen ist im Wesentlichen auf geringere Erträge zurückzuführen. Dagegen fiel die Ausgabenseite nur wenig kürzer aus, hier führten vor allem von Gebietsfremden im Inland angelegte Wertpapiere zu geringeren Einkünften.

<sup>8</sup> Vgl. für die Grundtendenz: Deutsche Bundesbank, Effekte auf den grenzüberschreitenden Vermögenseinkommenssaldo: Vermögensakkumulation, Portfoliumschichtungen und Renditeveränderungen, Monatsbericht, März 2015, S. 86–90.

*Fehlbetrag bei den Sekundäreinkommen kaum verändert*

Die Bilanz der grenzüberschreitenden Sekundäreinkommen schloss 2016 wie im Jahr zuvor mit einem Defizit in Höhe von 40 Mrd € ab. Auch innerhalb der Einzelpositionen kam es zu keinen größeren Verschiebungen. So blieben die staatlichen Transfers an ausländische Stellen – dazu gehören unter anderem Beiträge an den EU-Haushalt – weitgehend unverändert. Die umgekehrten Übertragungen aus dem Ausland an den Staat gingen ein wenig zurück. Im Bereich der privaten Transfers sanken dagegen die Übertragungen an das Ausland geringfügig, und die Zuflüsse aus dem Ausland erhöhten sich etwas. Hierbei handelt es sich zum überwiegenden Teil um Versicherungsbeiträge beziehungsweise Schadensregulierungen deutscher Rückversicherer. Darüber hinaus stiegen den ersten Schätzungen zufolge aber auch die persönlichen Übertragungen an das Ausland, welche vor allem Heimatüberweisungen enthalten.

## ■ Kapitalverkehr

*Netto-Kapitalexporte durch Ankaufprogramm beeinflusst*

Dem deutschen Leistungsbilanzüberschuss standen im Jahr 2016 Netto-Kapitalexporte in Höhe von 231½ Mrd € gegenüber.<sup>9)</sup> Ein Großteil hiervon entfiel auf den Wertpapierverkehr, der auch im vergangenen Jahr erheblich unter dem Einfluss der umfangreichen Wertpapierankäufe des Eurosystems zu geldpolitischen Zwecken stand. Angesichts zeitweilig hoher politischer Unsicherheit und vor dem Hintergrund niedriger Renditen bauten deutsche Investoren ihre Bestände an festverzinslichen Wertpapieren gebietsfremder Emittenten zwar immer noch erheblich aus, aber weniger stark als in den Jahren zuvor. Ausländische Investoren trennten sich hingegen von hiesigen Wertpapieren, und zwar in erster Linie von Bundesanleihen, die im Ergebnis größtenteils die Bundesbank übernommen hat. Auch im Bereich der Direktinvestitionen kam es zu Netto-Kapitalexporten. Ausschlaggebend war hier das weiterhin starke internationale Engagement deutscher Unternehmen. Dagegen verzeichnete Deutschland im übrigen Kapitalverkehr Netto-

Kapitalimporte. Diese waren durch Mittelzuflüsse aufseiten der Monetären Finanzinstitute sowie der Unternehmen und Privatpersonen getrieben. Die Bundesbank verbuchte durch die Wertpapierankäufe des Eurosystems im Berichtsjahr erneut einen starken Anstieg ihrer TARGET2-Forderungen.

## Wertpapierverkehr

Im Wertpapierverkehr kam es 2016 zu Netto-Kapitalexporten in Höhe von 208 Mrd €, nach 197 Mrd € im Jahr zuvor. Entscheidend für den Saldo waren in etwa zu gleichen Teilen die Nachfrage deutscher Anleger nach ausländischen Wertpapieren sowie Verkäufe deutscher Portfoliowerte durch das Ausland.

*Leichter Anstieg der Kapitalexporte im Wertpapierverkehr*

Heimische Investoren erwarben im vergangenen Jahr per saldo für 96½ Mrd € ausländische Wertpapiere (2015: 122 Mrd €). Am stärksten nachgefragt waren einmal mehr zinstragende Papiere. Mit 49 Mrd € lag der Nettoerwerb langfristiger Schuldverschreibungen jedoch unter dem Wert der Vorjahre. Dabei spielte sicherlich eine Rolle, dass politische Ereignisse, wie der Brexit-Entscheidung im Vereinigten Königreich, die Präsidentschaftswahl in den USA oder das Verfassungsreferendum in Italien, die Marktteilnehmer vor allem in der zweiten Jahreshälfte zeitweilig verunsicherten. Während hiesige Anleger sich per saldo von Anleihen aus dem übrigen Euro-Währungsgebiet trennten, bauten sie ihre Bestände an langfristigen Schuldverschreibungen, die außerhalb des Währungsraumes emittiert wurden, aus. Für diese Umschichtung dürfte das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP) eine wesentliche Rolle gespielt haben. In dessen Rahmen erwarb das Eurosystem im Jahr 2016 für insgesamt 899 Mrd € Anleihen, die im Euro-Raum emittiert wurden, was mit einem starken Rückgang der Renditen einherging, während

*Gesunkene Nettonachfrage nach ausländischen Schuldverschreibungen*

<sup>9)</sup> Zugleich wurde ein Restposten in Höhe von – 31 Mrd € verzeichnet, nach – 24½ Mrd € im Jahr 2015.

die Renditen von nicht auf Euro lautenden Papieren im Jahresverlauf zum Teil spürbar an- zogen. Die Umschichtung zu Anleihen aus Staa- ten außerhalb des Währungsraumes ging zwar einher mit einer Gewichtsverschiebung in der Nachfrage hin zu Fremdwährungsanleihen, jedoch fiel die Nettonachfrage nach in Euro denominierten Anleihen weiterhin recht hoch aus (26½ Mrd €). Einen Großteil dieser Anlei- hen erwarben deutsche Investoren aus den Ver- einigten Staaten, wo die Emissionen von in Euro denominierten Unternehmensanleihen auf- grund der niedrigen Euro-Zinsen in den letzten Jahren zugenommen haben.

*Den Netto- Kapitalimporten bei aus- ländischen Geldmarkt- papieren ...*

Wie im Jahr zuvor trennten sich deutsche Inves- toren per saldo von Geldmarktpapieren (6 Mrd €). Dies galt vor allem für „Kurzläufer“, welche außerhalb des Euro-Währungsgebiets emittiert worden waren.

*... standen Netto-Kapital- exporte bei ausländischen Aktien gegen- über*

Vor dem Hintergrund einer insgesamt freund- lichen Kursentwicklung an den internationalen Aktienbörsen kauften heimische Anleger 2016 ausländische Aktien, und zwar für 17½ Mrd €; dies war jedoch betragsmäßig weniger als im Jahr davor. Ein Großteil der Dividendenwerte wurde außerhalb des Euro-Währungsgebiets erworben, wobei Papiere aus den USA wie üblich einen wesentlichen Teil ausmachten. Deutsche Investoren erhöhten zudem ihr Enga- gement in ausländischen Investmentfonds. Ähnlich wie im Vorjahr erwarben sie auslän- dische Fondsanteile für 36½ Mrd €. Ein Groß- teil der Fondsgesellschaften, die im Inland An- teile vertreiben, ist im übrigen Euro-Währungs- gebiet ansässig, weshalb hier auch der regio- nale Schwerpunkt der deutschen Käufe von Investmentzertifikaten lag.

*Ausländische Investoren trennten sich per saldo von Bundesanleihen*

In umgekehrter Richtung veräußerten auslän- dische Investoren im Jahr 2016 per saldo deut- sche Wertpapiere im Wert von 111½ Mrd €, nachdem sie sich bereits im Jahr zuvor von hiesigen Titeln getrennt hatten (2015: 75 Mrd €). Ausschlaggebend waren die hohen Ver- käufe und Tilgungen deutscher Staatsanleihen im Wert von 113 Mrd €. Vor dem Hintergrund

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

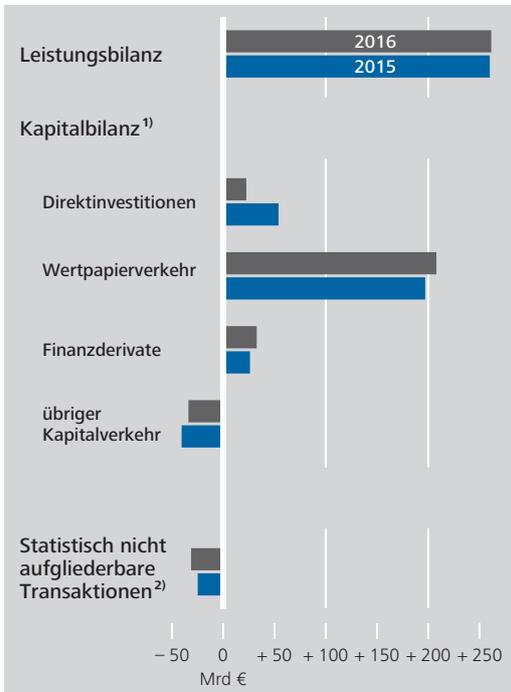
Position	2014 <sup>1)</sup>	2015 <sup>1)</sup>	2016 <sup>1)</sup>
I. Leistungsbilanz	+ 218,0	+ 260,0	+ 261,4
1. Warenhandel <sup>1)</sup>	+ 228,4	+ 261,2	+ 271,7
Ausfuhr (fob)	1 115,8	1 179,2	1 195,0
Einfuhr (fob)	887,4	918,0	923,4
nachrichtlich:			
Außenhandel <sup>2)</sup>	+ 213,6	+ 244,3	+ 252,2
Ausfuhr (fob)	1 123,7	1 193,6	1 206,9
Einfuhr (cif)	910,1	949,2	954,7
2. Dienstleistungen <sup>3)</sup>	- 25,3	- 18,6	- 22,4
darunter:			
Reiseverkehr	- 37,7	- 36,6	- 39,5
3. Primäreinkommen	+ 56,2	+ 57,4	+ 52,1
darunter:			
Vermögens- einkommen	+ 54,8	+ 56,9	+ 53,2
4. Sekundäreinkommen	- 41,2	- 40,0	- 40,0
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 2,4	- 0,6	+ 1,1
III. Saldo der Kapitalbilanz <sup>4)</sup>	+ 238,6	+ 234,6	+ 231,3
1. Direktinvestitionen	+ 72,0	+ 54,1	+ 22,6
2. Wertpapieranlagen	+ 133,5	+ 196,9	+ 207,9
3. Finanzderivate <sup>5)</sup>	+ 31,9	+ 26,2	+ 32,8
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>6)</sup>	+ 3,8	- 40,4	- 33,8
5. Währungsreserven <sup>7)</sup>	- 2,6	- 2,2	+ 1,7
IV. Statistisch nicht aufglieder- bare Transaktionen <sup>8)</sup>	+ 18,2	- 24,7	- 31,2

<sup>1</sup> Ohne Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. <sup>2</sup> Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). <sup>3</sup> Einschl. Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. <sup>4</sup> Zunahme an Netto-Auslandsvermögen: + / Abnahme an Netto-Auslandsvermögen: -. <sup>5</sup> Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktioptionen. <sup>6</sup> Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. <sup>7</sup> Ohne Zuteilung von Sonderziehungsrechten und bewertungsbedingte Änderungen. <sup>8</sup> Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

Deutsche Bundesbank

### Wichtige Posten in der deutschen Zahlungsbilanz

Salden



1 Ohne transaktionsbedingte Veränderungen der Währungsreserven; Netto-Kapitalexport: +. 2 Statistischer Restposten.  
 Deutsche Bundesbank

papiere nun vermehrt in das Eigentum der Bundesbank übergehen, während der Bestand in den Händen ausländischer Investoren schrumpft.

Der Bestand an langfristigen Anleihen hiesiger privater Emittenten in ausländischen Portfolios stieg im Jahr 2016 hingegen um 17 Mrd € an. Nachdem in Deutschland ansässige Kreditinstitute in den letzten Jahren per saldo Schuldtitel getilgt hatten, kam es im Berichtsjahr erstmals wieder zu Nettoemissionen von Bankschuldverschreibungen, sodass der Nachfrage auch ein größeres Angebot gegenüberstand.

*Stattdessen Kauf von Anleihen privater Emittenten*

Dagegen gaben ausländische Halter im Jahr 2016 heimische Geldmarktpapiere ab. Dabei standen den Tilgungen und Verkäufen von „Kurzläufern“ privater Emittenten (10 Mrd €) Käufe bei den öffentlichen Emissionen (2½ Mrd €) gegenüber.

*Ausländische Anlagen in kurzfristige Anleihen, ...*

Der Bestand an dividendentragenden deutschen Wertpapieren in ausländischen Portfolios veränderte sich im Berichtsjahr kaum (–1 Mrd €), nachdem die Kursentwicklung deutscher Aktien im internationalen Vergleich im Jahr 2016 durchschnittlich verlaufen war. Bei Investmentzertifikaten kam es zu Mittelabflüssen in Höhe von 7 Mrd €.

*... Aktien und Investmentzertifikate*

Die grenzüberschreitenden Transaktionen im Zusammenhang mit Finanzderivaten, die in der Zahlungsbilanz nur in einer (saldierte) Position ausgewiesen werden, führten im Berichtsjahr zu Netto-Kapitalexporten von 33 Mrd €. Davon entfielen drei Viertel auf Termingeschäfte, während der Rest größtenteils Optionen zuzuschreiben war. Der grenzüberschreitende Terminhandel mit Strom und Gas führte zu Netto-Kapitalexporten in Höhe von 3½ Mrd €. Als Kontrahenten von grenzüberschreitend gehandelten Finanzderivaten traten im Inland vor allem Kreditinstitute auf.

*Netto-Kapitalexporte bei den Finanzderivaten*

niedriger Renditen – zehnjährige Bundesanleihen verzeichneten in den Sommermonaten zeitweilig sogar negative Renditen – dürfte ein wesentlicher Grund im APP zu suchen sein. Im Rahmen dessen kaufte die Bundesbank auch inländische Schuldverschreibungen öffentlicher Emittenten, wovon sie den weit überwiegenden Teil von ausländischen Haltern erwarb.

*Verschiebungen im deutschen Wertpapierverkehr durch das APP*

Die Entscheidung des Eurosystems, im Rahmen des APP öffentliche Schuldverschreibungen zu kaufen, führte in den vergangenen Jahren zu erheblichen Veränderungen im deutschen Wertpapierverkehr. In den Jahren 2015 und 2016 gab das Ausland öffentliche Anleihen für 193 Mrd € ab. Seit der Einführung des Euro bis zum Jahresende 2014 hatten gebietsfremde Investoren hingegen per saldo inländische Schuldverschreibung der öffentlichen Hand für 699½ Mrd € erworben. Das APP beeinflusst insofern auch die Halterstruktur öffentlicher Papiere in erheblichem Maße. Im Ergebnis führt das Kaufprogramm dazu, dass Bundeswert-

## Direktinvestitionen

*Abnahme der weltweiten Direktinvestitionen*

In einem globalen Umfeld moderaten Wirtschaftswachstums und vor dem Hintergrund teils divergierender Einflussfaktoren und gesamtwirtschaftlicher Perspektiven in den einzelnen Regionen der Welt nahmen die internationalen Direktinvestitionsströme im Jahr 2016 insgesamt gesehen ab, jedoch waren die Entwicklungen je nach Region unterschiedlich. Nach vorläufigen Schätzungen der United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) fielen die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen 2016 nach einem starken Vorjahreswert, welcher fast auf dem Niveau vor der Finanzkrise lag, um 13%; sie betrug damit geschätzt 1,5 Billionen US-\$.<sup>10</sup> Die Abnahme kam insbesondere durch ein schwächeres Engagement in den Schwellenländern zustande, denen 20% weniger an finanziellen Mitteln zufließen als im Jahr 2015. Dies mag mit einem niedrigeren Wirtschaftswachstum und zeitweilig fallenden Rohstoffpreisen zusammenhängen. Auch in den Industrieländern investierten Direktinvestoren 2016 weniger als im Jahr davor (-9%). Im Unterschied zum Gesamttrend zogen die USA und das Vereinigte Königreich allerdings verstärkt Direktinvestitionen an; dabei spielten vor allem auch großvolumige Fusionen und Übernahmen eine bedeutende Rolle. In den Transformationsländern<sup>11</sup> war das Engagement ausländischer Investoren 2016 dagegen stärker ausgeprägt (+38%).

*Deutsche Direktinvestitionsbilanz schließt mit Netto-Kapitalexporten*

Aus deutscher Sicht führten die Direktinvestitionen im Jahr 2016 zu Netto-Kapitalexporten in Höhe von 22½ Mrd €. Dahinter stand zum einen ein intensives Auslandsengagement heimischer Unternehmen, zum anderen flossen aber auch beträchtliche Direktinvestitionsmittel nach Deutschland.

Die Direktinvestitionen heimischer Unternehmen im Ausland fielen im vergangenen Jahr mit

<sup>10</sup> Vgl.: UNCTAD, Global Investment Trends Monitor, Nr. 25, 1. Februar 2017.

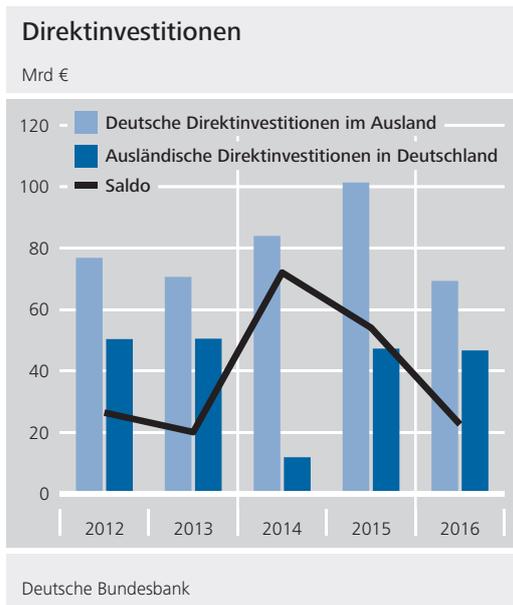
<sup>11</sup> Die UNCTAD definiert solche Länder hauptsächlich als Staaten der ehemaligen Sowjetunion.

## Kapitalbilanz

Mrd €

Position	2014 <sup>1)</sup>	2015 <sup>1)</sup>	2016 <sup>1)</sup>
Saldo der Kapitalbilanz <sup>1)</sup>	+ 238,6	+ 234,6	+ 231,3
1. Direktinvestitionen	+ 72,0	+ 54,1	+ 22,6
Inländische Anlagen im Ausland <sup>2)</sup>	+ 84,0	+ 101,4	+ 69,3
Ausländische Anlagen im Inland <sup>2)</sup>	+ 11,9	+ 47,3	+ 46,7
2. Wertpapieranlagen	+ 133,5	+ 196,9	+ 207,9
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten <sup>2)</sup>	+ 147,0	+ 122,0	+ 96,6
Aktien <sup>3)</sup>	+ 8,9	+ 19,6	+ 17,3
Investmentfondsanteile <sup>4)</sup>	+ 42,1	+ 34,6	+ 36,6
Langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 95,0	+ 73,5	+ 48,8
Kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>6)</sup>	+ 1,0	- 5,7	- 6,1
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten <sup>2)</sup>	+ 13,5	- 74,9	- 111,3
Aktien <sup>3)</sup>	+ 6,3	+ 9,7	- 1,0
Investmentfondsanteile	- 3,8	+ 7,3	- 6,9
Langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 14,1	- 101,2	- 95,7
Kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>6)</sup>	- 3,2	+ 9,2	- 7,7
3. Finanzderivate <sup>7)</sup>	+ 31,9	+ 26,2	+ 32,8
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>8)</sup>	+ 3,8	- 40,4	- 33,8
Monetäre Finanzinstitute <sup>9)</sup>	+ 43,8	- 49,1	- 68,1
langfristig	+ 35,7	+ 16,7	+ 39,3
kurzfristig	+ 8,1	- 65,9	- 107,3
Unternehmen und Privatpersonen <sup>10)</sup>	- 19,3	- 29,6	- 9,9
langfristig	+ 3,4	- 3,4	- 5,5
kurzfristig	- 22,7	- 26,1	- 4,5
Staat	+ 22,9	- 0,7	- 0,6
langfristig	+ 0,5	- 3,6	- 2,5
kurzfristig	+ 22,3	+ 2,9	+ 1,9
Bundesbank	- 43,6	+ 39,0	+ 44,8
5. Währungsreserven <sup>11)</sup>	- 2,6	- 2,2	+ 1,7

**1** Zunahme an Netto-Auslandsvermögen: + / Abnahme an Netto-Auslandsvermögen: -. **2** Zunahme: +. **3** Einschl. Genussscheine. **4** Einschl. reinvestierter Erträge. **5** Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. **6** Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit bis zu einem Jahr. **7** Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktioptionen. **8** Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. **9** Ohne Bundesbank. **10** Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck. **11** Ohne Zuteilung von Sonderziehungsrechten und bewertungsbedingte Änderungen.  
 Deutsche Bundesbank



*Deutsche Direktinvestitionen im Ausland weiterhin auf hohem Niveau*

69½ Mrd € zwar merklich schwächer aus als im Jahr davor (101½ Mrd €), lagen aber gemessen an den zuvor verzeichneten Werten weiterhin auf einem hohen Niveau. Unternehmen aus Deutschland stockten vor allem das Beteiligungskapital ihrer Auslandsniederlassungen auf (61½ Mrd €).<sup>12)</sup> Dabei spielten auch im Ausland erwirtschaftete und dort reinvestierte (nicht ausgeschüttete) Gewinne eine Rolle. Über den konzerninternen Kreditverkehr stellten heimische Unternehmen Konzerngesellschaften grenzüberschreitend Mittel in Höhe von 7½ Mrd € zur Verfügung. Dies war über einen längeren Zeitraum gesehen eine schwache Expansion. Dabei räumten vor allem inländische Tochtergesellschaften ihren ausländischen Muttergesellschaften – nahezu ausschließlich kurzfristige – Finanzkredite ein.

*DIHK-Umfrage zeigt strategische Ziele deutscher Direktinvestitionen auf*

Mit den eher langfristig orientierten Direktinvestitionen im Ausland verfolgen deutsche Unternehmen verschiedene strategische Ziele. Nach einer Umfrage des Deutschen Industrie- und Handelskammertags (DIHK) unter Mitgliedsunternehmen aus dem Verarbeitenden Gewerbe war im Jahr 2016 eines der wichtigsten Motive für Auslandsinvestitionen der Aufbau von Vertrieb und Kundendienst (nämlich für 45% der befragten Unternehmen).<sup>13)</sup> Darüber hinaus war auch das Engagement in ausländischen Produktionsstätten mit dem Ziel der

Markterschließung 2016 weiterhin eine wichtige Triebfeder (genannt von 31% der Unternehmen). Mehr Unternehmen als in den Vorjahren (24%) gaben zudem an, aus Kostengründen in die Produktion im Ausland zu investieren. Dieses Motiv gewinnt seit 2013 nach einem Jahrzehnt mit rückläufigem Trend wieder kontinuierlich an Bedeutung. Laut der Studie wurde der Bürokratieaufwand im Zielland von vielen Unternehmen als höchstes Risiko für die Wirtschaftlichkeit ihres Direktinvestitionsengagements eingeschätzt. Politische Risiken, Währungsrisiken oder auch fehlende Rechtssicherheit im Zielland könnten aus Sicht der Unternehmen zukünftige Auslandsinvestitionen dämpfen.

Vor dem Hintergrund dieser strategischen Motive engagieren sich deutsche Unternehmen weltweit in vielen Ländern und in allen Regionen. Besonders intensiv sind aber die Direktinvestitionsbeziehungen zu anderen Ländern in der EU. Diese sind zum einen wichtige Absatzmärkte für deutsche Produkte, zum anderen sind die Entwicklungs- und Fertigungsprozesse innerhalb Europas oft grenzüberschreitend eng verzahnt. Im Jahr 2016 flossen rund 60% der deutschen Direktinvestitionen in diesen Länderkreis. Mit Blick auf einzelne Länder war die Zunahme der deutschen Direktinvestitionen besonders kräftig in den Niederlanden und in Luxemburg, zwei wichtigen Holdingstandorten,<sup>14)</sup> sowie in Großbritannien, Spanien und Polen. Auch außerhalb Europas erhöhten

*Regionale Struktur: Europa und USA wichtigste Ziele inländischer Direktinvestitionen*

<sup>12)</sup> Laut Daten von Thomson One (Thomson Reuters) stiegen die grenzüberschreitenden Transaktionen hiesiger Unternehmen im Rahmen von Mergers & Acquisitions um 14 Mrd €, was dem niedrigsten Niveau seit vielen Jahren entspricht. Die Anzahl der Transaktionen fiel ebenfalls im Jahresvergleich auf 87. Dabei handelt es sich um abgeschlossene M&A, bei denen der Erwerber nach der Transaktion mindestens 10% der Anteile des Zielunternehmens besitzt. Somit spielen Neugründungen sowie die Aufstockung des Beteiligungskapitals bei bestehenden ausländischen Tochtergesellschaften eine wichtige Rolle für Deutschland.

<sup>13)</sup> Vgl.: DIHK-Umfrage – Auslandsinvestitionen in der Industrie, Atempause in China – Europa füllt die Lücke, Frühjahr 2016.

<sup>14)</sup> Mithilfe der Angaben aus der deutschen Zahlungsbilanz lässt sich nicht ermitteln, wo die Gelder von Holdinggesellschaften letztlich investiert werden.

hiesige Unternehmen ihre Direktinvestitionen. Besonders hoch war dabei das Engagement in den USA und in China. Gut die Hälfte aller grenzüberschreitenden Neuanlagen in Beteiligungskapital wurde von Investoren aus dem Bereich der Finanz- und Versicherungsdienstleister getätigt. Rund ein Viertel der Neuanlagen ging auf das grenzüberschreitende Engagement von Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes zurück, allen voran auf Anbieter aus der Automobilbranche. Knapp ein weiteres Viertel wurde grenzüberschreitend von Firmen investiert, die freiberufliche und technische Dienstleistungen erbringen.

*Weiterhin starkes Engagement ausländischer Direktinvestoren in Deutschland*

Gebietsfremde Investoren erhöhten ihre Direktinvestitionen in Deutschland 2016 in einem ähnlichen Umfang wie im Jahr 2015. Sie stellten hiesigen Unternehmen Mittel in Höhe von 46½ Mrd € zur Verfügung, im Vergleich zu 47½ Mrd € im Jahr 2015. Dabei stockten sie ihr Beteiligungskapital um 12 Mrd € auf, wobei auch reinvestierte Gewinne eine Rolle spielten. Das erhöhte Engagement in Deutschland erfolgte indes hauptsächlich über die konzerninterne Kreditgewährung in Höhe von 34½ Mrd €. Der größte Teil davon waren Finanzkredite, und zwar vor allem sogenannte Reverse flows, bei denen ein im Ausland ansässiges Tochterunternehmen einem Direktinvestor im Inland Kredit gewährt. Hintergrund sind häufig Kapitalmarktgeschäfte von Finanzierungsgesellschaften, die im Ausland Wertpapiere begeben und die Erlöse an ihre inländische Muttergesellschaft weiterreichen. Diese Reverse flows werden nach den Regeln der 6. Auflage des Zahlungsbilanzhandbuchs – anders als früher – als ausländische Direktinvestitionen in Deutschland gebucht.<sup>15)</sup> Das Aufkommen war 2016 vermutlich wegen der günstigen Finanzierungsbedingungen von Unternehmen am internationalen Kapitalmarkt um einiges höher als in den Jahren zuvor.

*Hohe Investitionen aus der EU und den USA*

Die enge grenzüberschreitende Verflechtung der Konzerne innerhalb Europas kommt auch in der Regionalstruktur der ausländischen Direktinvestoren zum Ausdruck. Mehr als drei Viertel

der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland stammte 2016 aus den Ländern der EU. Besonders große Beträge flossen dabei aus den Niederlanden, Luxemburg, Großbritannien und Malta nach Deutschland. Bei den Beneluxstaaten spielten die Reverse flows im Bereich der Finanzkredite eine wichtige Rolle. Auch Investoren aus den USA und der Schweiz stockten ihr Engagement in Deutschland in größerem Umfang auf.<sup>16)</sup>

## Übriger Kapitalverkehr

Der übrige Kapitalverkehr, welcher sowohl Finanz- und Handelskredite (soweit sie nicht den Direktinvestitionen zuzurechnen sind) als auch Bankguthaben und sonstige Anlagen umfasst, verzeichnete im Jahr 2016 Netto-Kapitalimporte in Höhe von 34 Mrd €.

*Netto-Kapitalimporte im übrigen Kapitalverkehr ...*

Den Nichtbanken flossen im vergangenen Jahr Auslandsgelder in Höhe von netto 10½ Mrd € zu. Dies war ausschließlich durch Transaktionen der Unternehmen und Privatpersonen getrieben (10 Mrd €). Ausschlaggebend war der Rückgang ihrer Guthaben bei ausländischen Banken. Hingegen glichen sich gegenläufige Transaktionen staatlicher Stellen über das Jahr per saldo annähernd aus. Öffentliche Institutionen erhöhten sowohl ihre Guthaben bei ausländischen Banken als auch ihre unverbrieften Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Kreditgebern. Zusätzlich bauten sie Forderungen aus Finanzkrediten an das Ausland in geringem Umfang ab.

*... getrieben sowohl durch Netto-Mittelzuflüsse bei Unternehmen und Privatpersonen ...*

Im Bankensystem insgesamt beliefen sich die Mittelzuflüsse im vergangenen Jahr netto auf 23½ Mrd €. Ausschlaggebend waren die Netto-Kapitalimporte der Monetären Finanzinstitute

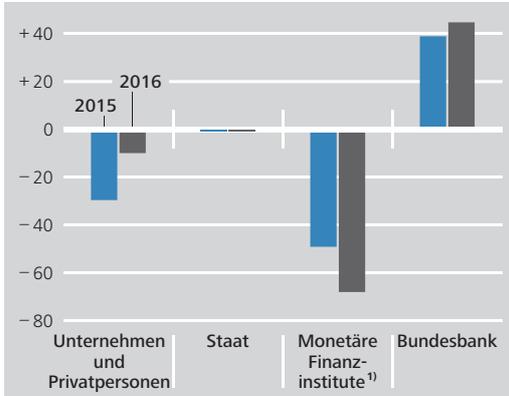
*... als auch bei Banken*

<sup>15</sup> Siehe auch: Deutsche Bundesbank, Änderungen in der Methodik und Systematik der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus, Monatsbericht, Juni 2014, S. 59 ff.

<sup>16</sup> Im Jahr 2016 spielten die ausländischen Direktinvestitionen von chinesischen Investoren in Deutschland betragsmäßig keine nennenswerte Rolle, obwohl einige Firmenübernahmen in der Presse stark diskutiert (und teilweise inzwischen auch durchgeführt) wurden.

### Übriger Kapitalverkehr<sup>\*)</sup> nach Sektoren

Salden in Mrd €

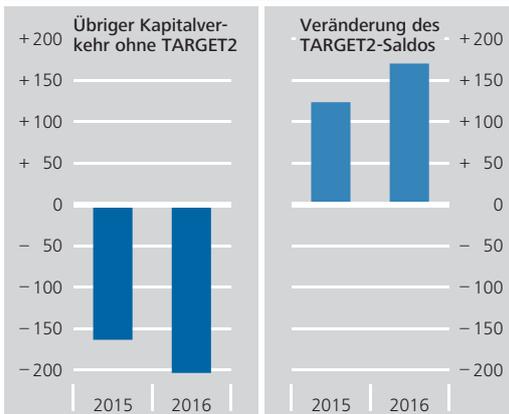


\* Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen; Netto-Kapitalexport: +. <sup>1</sup> Ohne Bundesbank.

Deutsche Bundesbank

### TARGET2-Einfluss auf den übrigen Kapitalverkehr

Mrd €



Deutsche Bundesbank

(ohne Bundesbank) in Höhe von 68 Mrd €. Dabei weiteten ausländische Anleger – vor allem handelte es sich um Banken mit Sitz außerhalb des Euro-Raums – ihre Einlagen bei hiesigen Kreditinstituten stark aus (87 Mrd €). Dieser Anstieg könnte mit Verkäufen von Anleihen durch ausländische Banken an das Eurosystem im Rahmen des APP im Zusammenhang stehen (siehe auch Erläuterungen auf S. 33 f.). Zugleich zogen die hiesigen Monetären Finanzinstitute Einlagen von Banken im Ausland ab, stockten aber ihre Kreditvergabe an Nichtbanken auf. Die Auslandsposition der Bundesbank erhöhte sich 2016 transaktionsbedingt um 45 Mrd €. Dies war vor allem auf höhere Forderungen im

Rahmen des Großbetragszahlungsverkehrssystems TARGET2 zurückzuführen. Mit 170 Mrd € war 2016 der bisher höchste Anstieg innerhalb eines Jahres zu verzeichnen. Ausschlaggebend hierfür war, dass das Wertpapierankaufprogramm APP erstmals über volle 12 Monate lief und seit vergangenem April das erhöhte Kaufvolumen von 80 Mrd € monatlich zum Tragen kommt. Offenbar wird weiterhin ein nennenswerter Teil der Ankäufe – nicht nur der Bundesbank, sondern auch anderer nationaler Zentralbanken des Eurosystems sowie der EZB – grenzüberschreitend über Banken abgewickelt, die über die Bundesbank an TARGET2 teilnehmen. Dies führte im Ergebnis zu den steigenden Forderungen der Bundesbank an die EZB.<sup>17)</sup> Den höheren Auslandsforderungen stand eine deutliche Zunahme der Auslandsverbindlichkeiten der Bundesbank in Höhe von 125½ Mrd € gegenüber. Verursacht wurde sie in einem Umfeld stark negativer Renditen kurzlaufender Bundesanleihen hauptsächlich durch den Anstieg von Einlagen vorwiegend durch Notenbanken außerhalb des Eurosystems. Bei den grenzüberschreitenden Transaktionen mit Euro-Banknoten kam es hingegen zu Mittelabflüssen in Höhe von 14½ Mrd €.<sup>18)</sup>

### Währungsreserven

Die transaktionsbedingten Veränderungen der Währungsreserven bilden in der Zahlungsbilanz eine eigene Position. Im Jahr 2016 nahmen sie um 1½ Mrd € zu. Der Anstieg war insbesondere durch eine Veränderung der Reserveposition beim IWF bedingt.

Die Bestände an Währungsreserven wurden zudem durch die gemäß internationalen Standards nicht in der Zahlungsbilanz zu erfassen-

*Transaktionen bewirken leichten Anstieg*

<sup>17</sup> Zu den Auswirkungen des APP auf die TARGET2-Salden siehe: Deutsche Bundesbank, Zu den Auswirkungen der Wertpapierkäufe des Eurosystems auf die TARGET2-Salden, Monatsbericht, März 2016, S. 56 ff.

<sup>18</sup> Zur Verbuchung der Transaktionen mit Banknoten in der Zahlungsbilanz siehe: Deutsche Bundesbank, Ausweis von Euro-Bargeld in der Zahlungsbilanz und im Auslandsvermögensstatus, Monatsbericht, März 2015, S. 96 ff.

## Zum Anstieg der deutschen TARGET2-Forderungen

Die TARGET2-Forderungen der Bundesbank sind im Jahr 2016 um 170 Mrd € auf 754½ Mrd € gestiegen, nachdem sie sich im Jahr zuvor bereits um 123½ Mrd € erhöht hatten.<sup>1)</sup> Diese Veränderungen schlugen sich unmittelbar in der deutschen Zahlungsbilanz als Kapitalexporte nieder. Auch nach dem Jahreswechsel setzte sich der Anstieg weiter fort. Am 28. Februar 2017 lagen die deutschen TARGET2-Forderungen mit 814½ Mrd € deutlich über dem Niveau, welches im Zuge der Zuspitzung der europäischen Staatsschuldenkrise im Sommer 2012 erreicht worden war (siehe unten stehendes Schaubild).<sup>2)</sup>

Ausschlaggebend für die starke Zunahme der deutschen TARGET2-Salden in den letzten beiden Jahren ist die Umsetzung des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP). Hintergrund ist, dass ein wesentlicher Teil der Wertpapierankäufe durch das Eurosystem mit Kreditinstituten getätigt wird, die nicht im Euro-Raum ansässig sind. Dies betrifft vor allem Käufe von Kreditinstituten mit Sitz am Finanzplatz London, da internationale Institute häufig entweder unmittelbar oder mit-

telbar über ihre in Deutschland ansässigen Niederlassungen ein TARGET2-Konto bei der Bundesbank führen. Kaufen beispielsweise andere Zentralbanken des Eurosystems Wertpapiere von Anlegern außerhalb des Euro-Raums und erhält der Verkäufer eine Gutschrift auf einem TARGET2-Konto, das er bei der Bundesbank führt, ist dies für sich genommen mit einem Anstieg der deutschen TARGET2-Forderungen verbunden.<sup>3)</sup> Sofern diese Gutschrift auf einem Konto erfolgt,

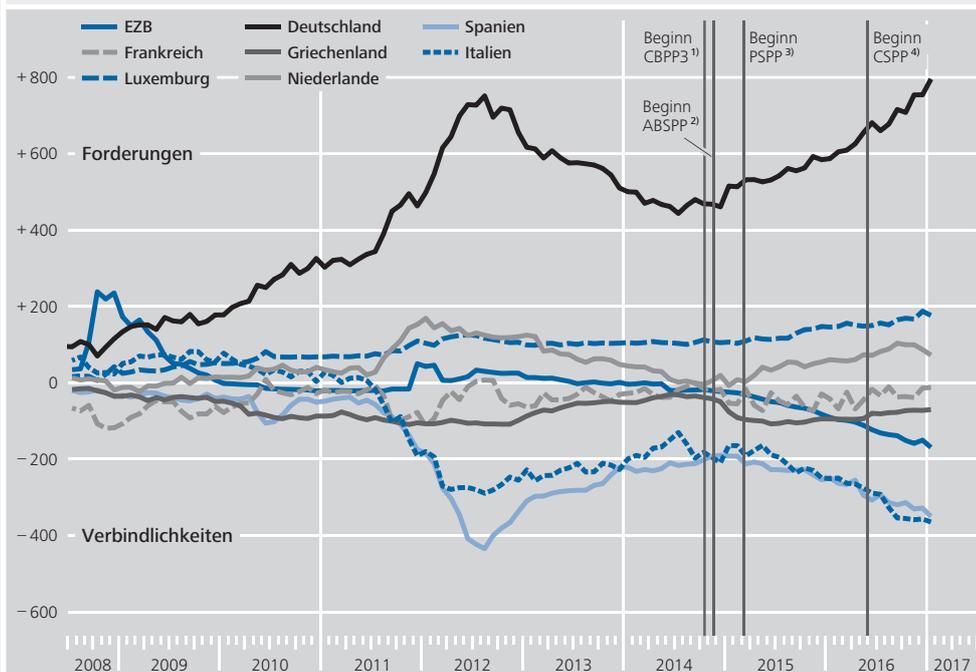
**1** Auch die Summe der TARGET2-Forderungen bzw. TARGET2-Verbindlichkeiten im Eurosystem ist im Berichtsjahr gestiegen und zwar um 245½ Mrd € auf 1 058½ Mrd €.

**2** Zugleich sind die Verbindlichkeiten der Bundesbank aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems ebenfalls gestiegen. Am 28. Februar 2017 lagen sie bei 330 Mrd €.

**3** Die Veränderungen der TARGET2-Forderungen im Eurosystem insgesamt hängen bei grenzüberschreitenden Transaktionen von der bestehenden TARGET2-Position der an der Transaktion beteiligten nationalen Zentralbanken ab. Dies wird im Einzelnen dargestellt in: Deutsche Bundesbank, Zu den Auswirkungen der Wertpapierkäufe des Eurosystems auf die TARGET2-Salden, Monatsbericht, März 2016, S. 56 ff.

### Ausgewählte TARGET2-Salden im Eurosystem

Mrd €, Monatsendstände



Quelle: EZB. **1** Drittes Covered Bond Purchase Programme. **2** Asset-Backed Securities Purchase Programme. **3** Public Sector Purchase Programme. **4** Corporate Sector Purchase Programme.  
 Deutsche Bundesbank

welches der Verkäufer bei einer Bank in Deutschland unterhält, erhöhen sich zugleich im übrigen Kapitalverkehr die Einlagen gebietsfremder Anleger bei hiesigen Kreditinstituten. Umgekehrt verringern Wertpapierankäufe der Bundesbank, die über Konten im Ausland abgerechnet werden, für sich betrachtet den deutschen TARGET2-Saldo. Allerdings ist dieser Effekt betragsmäßig geringer als der zuvor genannte. Eine quantitativ bedeutende Rolle beim Anstieg der TARGET2-Salden kommt der EZB zu, die im Rahmen des APP selbst Wertpapiere ankauft, deren zahlungsseitige Abwicklung aber über Konten bei den nationalen Zentralbanken erfolgt.<sup>4)</sup> 2016 stieg der Passivsaldo der EZB im TARGET2-System um 68 Mrd €.

Bei den hier betrachteten Auswirkungen des APP auf die TARGET2-Salden handelt es sich lediglich um die direkten Effekte. Die grenzüberschreitende Umverteilung der geschaffenen Liquidität kann im Ergebnis zu weiteren Veränderungen der TARGET2-Salden führen. Bemerkenswert ist allerdings, dass diese Zweitrundeneffekte die oben beschriebenen Effekte des APP in einigen Ländern, darunter Deutschland, nicht aufheben.

TARGET2-Salden können dann mit einem Risiko verbunden sein, wenn ein Land die Währungsunion verlässt, welches TARGET2-Verbindlichkeiten gegenüber der EZB aufweist, und wenn diese Forderung der EZB wertberichtigt werden muss. Die TARGET2-Forderungen der Bundesbank wären allerdings auch unter diesen Umständen nicht die relevante Bezugsgröße. Es käme auf die TARGET2-Verbindlichkeiten des austretenden Landes an. Die Verluste, die daraus potenziell entstünden, dass ein Land seine Verbindlichkeiten gegenüber der EZB nicht vollständig erfüllt, würden nach den Kapitalanteilen auf die verbleibenden nationalen Zentralbanken des Eurosystems aufgeteilt. Es würde also Zentralbanken mit TARGET2-Verbindlichkeiten genauso betreffen wie solche mit entsprechenden Forderungen gegenüber der EZB.

---

<sup>4</sup> Die Rolle der EZB bei der Kontoführung in TARGET2 beschränkt sich im Wesentlichen auf weitere europaweit tätige Zahlungsverkehrssysteme der Privatwirtschaft (insbesondere EURO1 und CLS), bei denen sich die Ein- und Auszahlungen jeweils ausgleichen und die deswegen nicht zu TARGET2-Salden bei der EZB führen. Die EZB kann u. a. Konten für andere Zentralbanken, europäische und internationale Organisationen führen, nicht jedoch für Kreditinstitute (Beschluss des EZB-Rats EZB/ 2007/ 7).

*Bilanzielle Anpassungen wirkten sich ebenfalls positiv aus*

den bilanziellen Anpassungen beeinflusst. Aus der Neubewertung zu Marktpreisen ergab sich im Jahr 2016 ein zusätzlicher Anstieg um 14½ Mrd €. Ausschlaggebend hierfür war ein erhöhter Goldpreis, welcher zu einem steigenden

Wert des deutschen Goldbestandes führte. Alles in allem stieg der Bilanzwert der deutschen Währungsreserven im Jahr 2016 um 16½ Mrd €; zum Bilanzstichtag am 31. Dezember 2016 lag er damit bei 176 Mrd €.