

Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2015

Der Leistungsbilanzüberschuss der deutschen Wirtschaft erhöhte sich im Jahr 2015 erneut sehr kräftig. Ausschlaggebend hierfür war die Ausweitung des Aktivsaldos im grenzüberschreitenden Geschäft mit Waren und Diensten. Gerade in der Außenhandelsbilanz dürften sich die kurzfristigen Effekte der Verbilligung international gehandelter Rohstoffe – allen voran des heftigen Rückgangs der Rohölnotierungen – und die Euro-Abwertung stark überschusssteigernd ausgewirkt haben. Die Verringerung der Rohstoffpreise dämpfte die nominalen Importe, ohne dass sich die zu erwartenden Folgen der markanten Einkommensverschiebungen zwischen Förder- und Verbraucherländern bereits deutlich gezeigt hätten. Mittelfristig sind mit den empfindlichen Einkommenseinbußen in den Hauptförderländern Risiken für die Exportmöglichkeiten deutscher Unternehmen verbunden, während niedrige Rohstoffpreise hierzulande die binnenwirtschaftliche Grunddynamik weiter stärken sollten. Deshalb ist der Leistungsbilanzüberschuss in Höhe von 8½% des Bruttoinlandsprodukts im abgelaufenen Jahr als Momentaufnahme zu begreifen.

Die Exporte der deutschen Wirtschaft nahmen im Gesamtjahr 2015 – trotz der Abschwächung in der zweiten Jahreshälfte – beträchtlich zu. Deutlich mehr wurde in die USA, nach Großbritannien, in die Schweiz sowie in die mittel- und osteuropäischen EU-Länder, die nicht dem gemeinsamen Währungsgebiet angehören, geliefert. Außerdem profitierten die Unternehmen von der Belebung der Konjunktur in weiten Teilen des Euro-Raums. Durch die gestiegenen Zuwächse auf traditionell wichtigen Absatzmärkten wurde mehr als kompensiert, dass die Ausfuhren in Schwellenländer zuletzt nicht mehr so gut liefen wie noch vor einigen Jahren. Im China-Geschäft schlug sich die dortige Wachstumsabschwächung nieder, und in Russland gingen die Absätze angesichts der sich weiter verschlechterten Wirtschaftslage und der Sanktionen erneut ausgesprochen kräftig zurück.

Der Kapitalverkehr Deutschlands mit dem Ausland stand im vergangenen Jahr unter dem Einfluss des Niedrigzinsumfelds und der umfangreichen Wertpapierkäufe des Eurosystems zu geldpolitischen Zwecken (Quantitative Easing). Im Ergebnis betrug der Netto-Kapitalexport 232 Mrd €; sie waren damit etwas niedriger als im Jahr davor. Maßgeblich bestimmt wurden die Kapitalströme im Wertpapierverkehr durch die Verkäufe inländischer Schuldverschreibungen durch ausländische Halter; zum Teil hat die Bundesbank diese Titel im Rahmen des erweiterten Wertpapierankaufprogramms übernommen. Zudem sank das Interesse deutscher Investoren an ausländischen Wertpapieren. Zu Kapitalabflüssen kam es auch bei den Direktinvestitionen, da die deutsche Wirtschaft ihr internationales Engagement per saldo weiter kräftig ausgebaut hat. Netto-Kapitalimporte ergaben sich dagegen im übrigen Kapitalverkehr. Hier verzeichneten sowohl die Unternehmen und Privatpersonen als auch die monetären Finanzinstitute Mittelzuflüsse. Die Auslandsposition der Bundesbank hat sich im Jahr 2015 durch den deutlichen Anstieg des deutschen TARGET2-Saldos ausgeweitet. Dabei spielten die Wertpapierankäufe des Eurosystems eine wesentliche Rolle.

Leistungverkehr

Grundtendenzen im Leistungverkehr

Leistungsbilanzüberschuss 2015 erneut sehr kräftig gestiegen

Der Leistungsbilanzüberschuss der deutschen Wirtschaft stieg im Jahr 2015 sehr kräftig auf 257 Mrd € beziehungsweise 8½% des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Der Zuwachs war mit 44 Mrd € im Berichtszeitraum sogar doppelt so hoch wie 2014 (+ 22½ Mrd €). Dazu trug zum einen bei, dass der Wert der von deutschen Unternehmen exportierten Waren deutlich stärker expandierte als der Gesamtbetrag der Lieferungen nach Deutschland. Zum anderen nahm

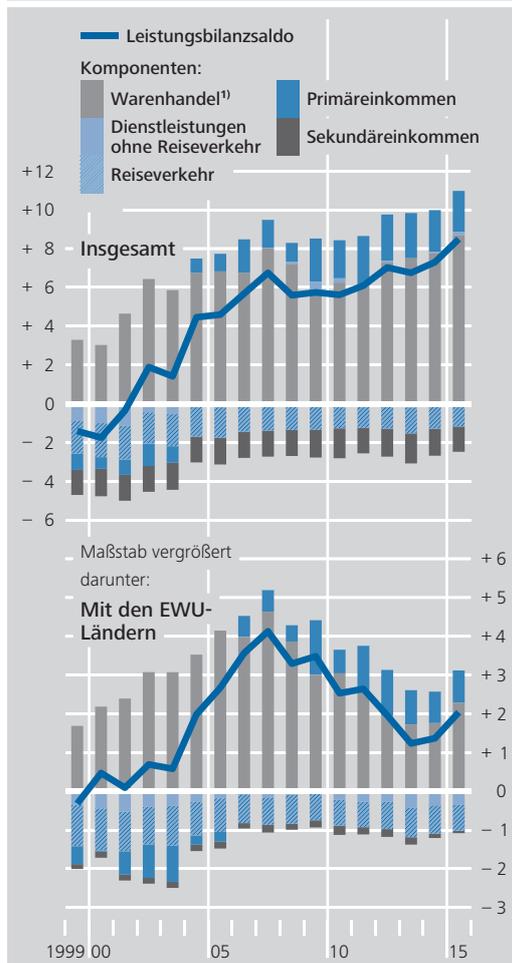
das Defizit in der Dienstleistungsbilanz spürbar ab; dabei waren der beträchtliche Einnahmewachstum bei gewerblichen Diensten und der Rückgang der Reiseverkehrausgaben im Ausland auffällig. Der Aktivsaldo bei grenzüberschreitenden Vermögensanlagen legte im Jahr 2015 moderat zu, was vor dem Hintergrund des weiter kräftig gestiegenen Netto-Auslandsvermögens 2015 auf dämpfende Einflüsse vonseiten der Einkommensrenditen hindeutet. Der Fehlbetrag in der traditionell defizitären Bilanz der Sekundäreinkommen ging etwas zurück.

Der Anstieg des Aktivsaldos der Leistungsbilanz in den vergangenen beiden Jahren auf ein neues Rekordniveau in der deutschen Nachkriegsgeschichte lag primär an den kurzfristigen Effekten der markanten Veränderungen im externen Umfeld. So haben sich seit Mitte 2014 die Weltmarktpreise für Rohöl, Industrierohstoffe sowie Nahrungs- und Genussmittel drastisch verringert. Dies dämpfte den Gesamtwert der Warenimporte erheblich, da der größte Teil energetischer Grundstoffe, aber auch eine Reihe wichtiger anderer Rohmaterialien und Landwirtschaftsgüter von der deutschen Volkswirtschaft weitgehend eingeführt werden. Zwischen dem Frühjahr 2014 und dem Frühjahr 2015 wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar recht stark ab. Damit fiel zwar der Verbilligungseffekt bei in US-Dollar denominierten importierten Rohstoffen geringer aus. Von größerem Einfluss auf die Handelsbilanz war jedoch, dass sich dadurch die Absatzchancen deutscher Produkte auf Märkten außerhalb des Euro-Raums verbesserten, zumal der Euro in dieser Zeit auch gegenüber anderen wichtigen Währungen wie dem britischen Pfund, dem Renminbi und etwas später dem Schweizer Franken spürbar an Wert verlor. Die in den Jahren 2014 und 2015 beobachtete Ausweitung des Überschusses im Waren- und Dienstleistungverkehr lässt sich Simulationen zufolge zum Großteil auf die kurzfristigen Effekte des Preisverfalls von Rohöl und die Euro-Abwertung zurückführen (vgl. dazu im Einzelnen die Erläuterungen auf S. 41 ff.).

Erhebliche Rohstoffverbilligung und Euro-Abwertung kurzfristig ausschlaggebende Einflussfaktoren

Der deutsche Leistungverkehr mit dem Ausland

in % des BIP



¹ Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik, einschl. Ergänzungen zum Außenhandel, die einseitig auch die Fracht- und Versicherungskosten als Absetzungsstellen enthalten.

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

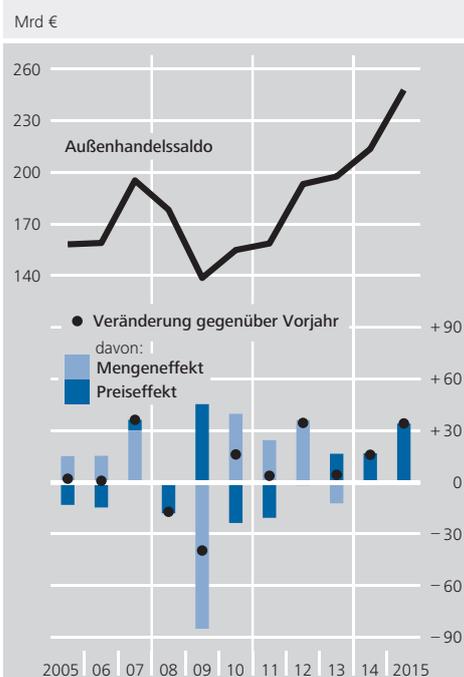
Der ausgesprochen hohe Leistungsbilanzüberschuss steht seit Jahren im Fokus der wirtschaftspolitischen Diskussion über das mögliche Vorliegen makroökonomischer Ungleichgewichte in Deutschland. Als zentrale Einflussfaktoren der erneut sehr kräftigen Zunahme des Überschusses in den vergangenen beiden Jahren 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.¹⁾

Die Zerlegung der Veränderung des deutschen Außenhandelsaldos 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 Außenhandelsaldos 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 Außenhandelsaldo^{*)}



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

¹ 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.²⁾ 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.³⁾ 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.⁴⁾ 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-

² 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.

³ 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.

⁴ 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 ²⁾	Simulierter Einfluss der modellierten externen Faktoren ¹⁾		
			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) ³⁾	2014	1,5	0,3	0,5	- 0,2
	2015	2,7	0,8	2,5	- 1,7
Ausfuhren (preisbereinigt) ³⁾	2014	4,0	0,1	0,0	0,0
	2015	5,4	1,6	0,3	1,3
Einfuhren (preisbereinigt) ³⁾	2014	3,7	0,0	0,1	- 0,1
	2015	5,8	- 0,1	0,7	- 0,8

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

Deutsche Bundesbank

sen.⁵⁾ 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.⁶⁾ 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-

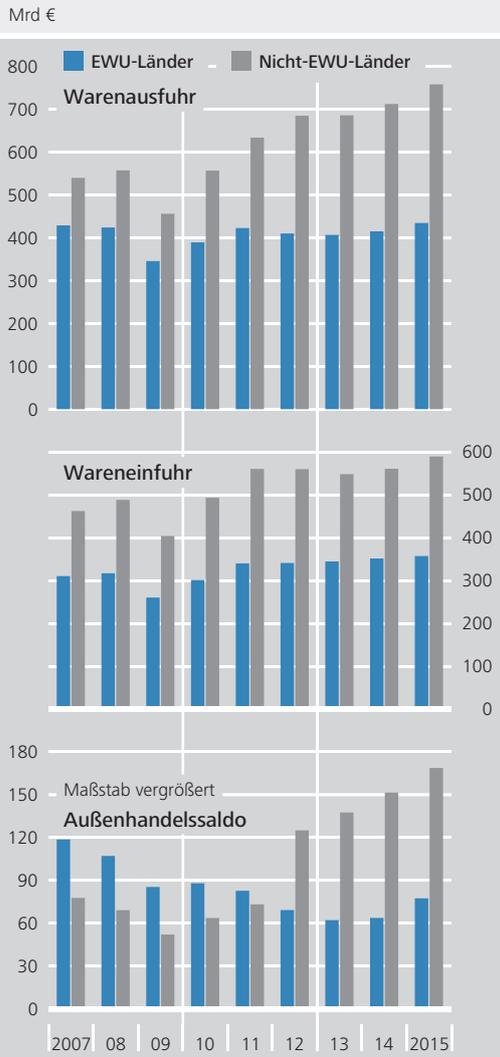
wertung je nach Umfang des betrachteten Länderkreises unterschiedlich stark ausfallen kann. Der geschätzte Beitrag der Euro-Abwertung dürfte daher bei einem Vergleich mit den Währungen der 39 wichtigsten Handelspartner Deutschlands etwas geringer sein.

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.

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

⁶⁾ 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.

Der deutsche Außenhandel innerhalb und außerhalb des Euro-Raums



Quelle der Ursprungswerte: Statistisches Bundesamt.
 Deutsche Bundesbank

Einkommensverschiebungen zwischen Rohstoffförder- und -verbraucherländern könnten Handelsüberschuss mittelfristig dämpfen

In der nahen Zukunft ist noch mit nachlaufenden Effekten der Verschiebungen im Wechselkursgefüge zu rechnen. Zumindest auf mittlere Sicht besteht allerdings die Aussicht, dass Kräfte die Oberhand gewinnen, die dem Exportüberschuss Deutschlands tendenziell entgegenwirken. So könnte sich im heftigen Rückgang der Notierungen von Rohöl und anderen international gehandelten Rohstoffen ungeachtet des auf spekulativen Märkten häufig anzutreffenden Über- beziehungsweise Unterschießens widerspiegeln, dass die langfristigen Preispfade dieser Güter nicht so steil zu veranschlagen sind wie noch vor einigen Jahren erwartet.¹⁾ Die Preiskorrekturen bewirken empfindliche Ein-

kommenseinbußen in den Hauptförderländern, und mit der Verlangsamung des Wachstumstempos dort geraten die Exportmöglichkeiten der deutschen Wirtschaft, die auf diesen Absatzmärkten häufig gut positioniert ist, in Mitleidenschaft. Gleichzeitig stärken niedrigere Rohstoffpreise hierzulande die binnenwirtschaftliche Grunddynamik. Neben der Kräftigung der Inlandsnachfrage wäre gerade im Fall längerfristig abgesenkter Preisniveaus auch von Angebots- und Kapazitätseffekten auszugehen. Über diesen Kanal ist mit vermehrten Unternehmensinvestitionen und einem erhöhten Bedarf an Vorleistungen zu rechnen. Dies sind Komponenten, für die – auch im Vergleich zum privaten Konsum – eine relativ hohe Importintensität unterstellt werden kann.

Angesichts der wichtigen Rolle, welche die erhebliche Rohstoffverbilligung und die Euro-Abwertung für die Erklärung des Anstiegs des Leistungsbilanzsaldos spielen, ist es nicht erstaunlich, dass die Überschussposition Deutschlands gegenüber den Ländern außerhalb des Euro-Raums weiter zugenommen hat. Im Jahr 2015 nahm die deutsche Wirtschaft aus dem Leistungsverkehr mit den Drittländern 194 Mrd € beziehungsweise 6½% des BIP mehr ein als für entsprechende Transaktionen ausgegeben wurde. Der Teilsaldo mit den EWU-Ländern, der sich nach dem Höhepunkt im Jahr 2007 als Folge der Wirkungen von Finanz- und Staatsschuldenkrise sowie den dadurch in Gang gekommenen strukturellen Anpassungsprozessen binnen sechs Jahren von 4¼% auf 1¼% des BIP markant reduziert hatte, legte in den letzten beiden Jahren wieder merklich zu; 2015 stand ein Aktivsaldo in Höhe von 2% des BIP zu Buche. In vielen Partnerländern des Währungsgebiets festigte sich die Konjunktur, was den

Überschussposition gegenüber Drittländern weiter gestiegen, aber auch gegenüber EWU-Ländern wieder zugenommen

¹ Dahinter steht die Vorstellung, dass – auch als Folge der kräftigen Verteuerung von Rohöl im vergangenen Jahrzehnt – nach neuen Rohölquellen gesucht und entsprechende Fördertechnologien entwickelt wurden (z. B. Fracking). Die damit verbundene Ausweitung der grundsätzlich gewinnbringend ausschöpfbaren Rohölvorkommen dürfte einen dämpfenden Einfluss auf den langfristigen Preispfad von Rohöl gehabt haben. Vgl. dazu auch: Deutsche Bundesbank, Über die Hintergründe und Folgen des Ölpreisrückgangs, Monatsbericht, Februar 2016, S.13–15.

Bedarf an Erzeugnissen aus deutscher Produktion erhöhte. Dabei kam den Exporteuren zugute, dass in diesen Ländern nicht nur die Distributionsstrukturen etabliert und die Produktmerkmale den Kunden bekannt sind, sondern auch die preisliche Konkurrenzfähigkeit trotz des hierzulande spürbaren Wachstums der Lohnstückkosten nicht wesentlich gelitten hat. So zeigt der auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes gemessene Indikator gegenüber 2012 zwar eine Verschlechterung an; bis zuletzt war die Wettbewerbsposition aber günstiger als im langfristigen Durchschnitt.

Warenströme und Handelsbilanz

Außenhandel 2015 insgesamt sehr dynamisch entwickelt

Der deutsche Außenhandel entwickelte sich im Jahr 2015 – trotz der Abschwächung in der zweiten Jahreshälfte – insgesamt sehr dynamisch. Im Jahresdurchschnitt lagen die nominalen Warenausfuhren 6 ½% über dem Vorjahreswert. In realer Rechnung belief sich das Exportplus auf 5 ½%. Die Zunahme der Warenimporte betrug in nominaler Betrachtung 4 ¼%. Preiseffekte aufgrund rückläufiger Weltmarktpreise auf den Rohstoffmärkten insbesondere für Rohöl dämpfen jedoch bereits seit dem Jahr 2012 die deutschen Ausgaben für Importe. In realer Betrachtung führte Deutschland im Berichtszeitraum schätzungsweise 7% mehr Waren ein. Im Ergebnis weitete sich der Außenhandelsüberschuss um 34 Mrd € auf einen neuen Höchststand von 247 ½ Mrd € aus. Rein rechnerisch geht die weitere Ausdehnung des deutschen Außenhandelsaldos in den letzten drei Jahren jedoch praktisch ausschließlich auf Verbesserungen im realen Austauschverhältnis (Terms of Trade) zurück, wohingegen sich mengenmäßig sogar ein moderater Rückgang ergab.

Lieferungen in die EU besonders stark zugelegt, ...

Der Außenhandel mit den Ländern der Europäischen Union (EU) wies wie bereits im Vorjahr eine relativ hohe Dynamik auf. Vor allem die Ausfuhren in die EU-Länder außerhalb der Währungsunion expandierten überdurchschnittlich.

Außenhandel nach Regionen

in %

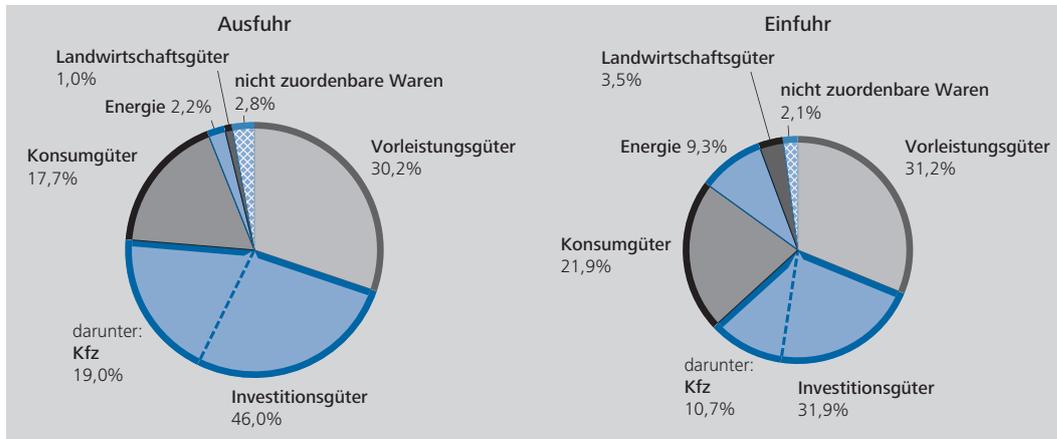
Ländergruppe/Land	Anteile		Veränderung gegenüber Vorjahr	
	2015	2013	2014	2015
Ausfuhr				
EWU	36,4	– 1,0	2,1	5,2
Übrige EU	21,6	1,4	10,1	10,2
darunter:				
Großbritannien	7,5	0,6	11,1	12,8
Mittel- und osteuropäische EU-Länder ¹⁾	10,8	1,9	11,3	9,6
Schweiz	4,1	– 4,1	– 1,5	6,6
Russland	1,8	– 6,0	– 18,4	– 25,5
USA	9,5	2,7	7,4	18,7
Japan	1,4	– 0,4	– 1,0	0,7
Neue Industrieländer Asiens ²⁾	3,2	1,8	7,4	9,1
China	6,0	0,2	11,1	– 4,2
Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾	2,1	– 6,6	– 0,1	4,6
OPEC	3,0	3,0	8,5	9,0
Alle Länder	100,0	– 0,4	3,3	6,4
Einfuhr				
EWU	37,7	0,9	2,1	2,0
Übrige EU	19,6	2,5	6,2	5,5
darunter:				
Großbritannien	4,0	– 4,8	– 2,3	– 0,7
Mittel- und osteuropäische EU-Länder ¹⁾	12,9	5,9	10,7	8,9
Schweiz	4,5	1,4	2,8	8,3
Russland	3,1	– 3,6	– 7,1	– 22,3
USA	6,3	– 4,9	1,3	20,5
Japan	2,1	– 11,0	– 2,5	6,5
Neue Industrieländer Asiens ²⁾	2,5	– 3,4	3,7	8,1
China	9,7	– 5,1	7,1	14,7
Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾	3,6	1,5	6,7	14,0
OPEC	0,9	– 5,8	– 24,9	– 32,6
Alle Länder	100,0	– 1,0	2,2	4,2

¹ Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Tschechien, Ungarn.

² Hongkong, Singapur, Südkorea, Taiwan. ³ Indien, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand, Vietnam.

Deutsche Bundesbank

Außenhandel nach ausgewählten Warengruppen im Jahr 2015



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

So nahm der Warenabsatz in den mittel- und osteuropäischen EU-Ländern um ein Zehntel und die Lieferungen nach Großbritannien sogar um ein Achtel zu. Ferner belebte sich der Außenhandel mit dem Euro-Raum im Jahr 2015 deutlich. Im Zuge der sich festigenden konjunkturellen Erholung steigerten sich die Ausfuhren um 5%, was vor allem an dem wieder in Schwung gekommenen Neuwagengeschäft sowie der anziehenden Investitionstätigkeit im gemeinsamen Währungsraum lag. Nachholbedarf wurde diesbezüglich insbesondere in den (ehemaligen) Programmländern mit Ausnahme Griechenlands befriedigt. Sehr kräftig erhöhte sich auch die Nachfrage nach deutschen Waren in den Niederlanden und Italien. Der Zuwachs der Ausfuhren nach Frankreich und Österreich fiel hingegen vergleichsweise gering aus.

infolgedessen zu Deutschlands wichtigstem Handelspartner auf der Exportseite aufstiegen. Zuvor war Frankreich mehr als 50 Jahre ohne Unterbrechung wichtigstes Abnehmerland deutscher Waren gewesen. Die Ausfuhren in andere fortgeschrittene Volkswirtschaften wie die Schweiz und die neuen Industrieländer Asiens waren ebenfalls schwungvoll, während die Warenexporte nach Japan weiterhin auf dem Niveau von 2012 stagnierten. Die Ausfuhren nach China gingen 2015 vor dem Hintergrund der dortigen Wachstumsmoderation binnen Jahresfrist zurück – das erste Mal seit 20 Jahren. Die Sanktionen und die fortbestehende Rezession in Russland führten im dritten Jahr in Folge zu einem Rückgang des deutschen Warenabsatzes, welcher um gut ein Viertel nachgab. Ein deutlich positiver Wachstumsbeitrag kam hingegen aus dem Exportgeschäft mit den süd- und ostasiatischen Schwellenländern. Außerdem stiegen 2015 – wie im Vorjahr – die Ausfuhren in die Mitgliedsländer der OPEC beträchtlich; es scheint, als hätten die zuletzt empfindlich beschränkten Möglichkeiten des Petrodollar-Recyclings bislang noch keine Auswirkungen gehabt.

... daneben auch Exporte in die USA und die Schweiz stark ausgeweitet, während China- und Russland-Geschäft rückläufig

Die Exporterlöse mit den Ländern, die nicht der Europäischen Union angehören, lagen im Jahr 2015 um 5½% über dem Niveau des Vorjahres, als es nur zu einer moderaten Steigerung gekommen war. Vor dem Hintergrund des verhaltenen Expansionstempos der Weltwirtschaft insgesamt dürfte hierfür zum einen die Abwertung des Euro seit Anfang des Jahres 2014 eine Rolle gespielt haben. Zum anderen lief die Konjunktur auf traditionell wichtigen außereuropäischen Absatzmärkten relativ gut. Beträchtliche Impulse kamen vor allem aus den USA, welche

In allen großen Warengruppen konnten im Jahr 2015 die Exporterlöse gesteigert werden. An der Spitze lag erneut der Zuwachs bei den Konsumgüterexporten insbesondere aufgrund der

Exporte aller großen Warengruppen mit Zuwachs

dynamischen Entwicklung der pharmazeutischen Produkte. Diese haben in den vergangenen Jahren vor allem dank florierender Absatzmärkte in den USA, Großbritannien und den Niederlanden an Bedeutung für den deutschen Außenhandel gewonnen. Die Ausfuhren von Investitionsgütern expandierten im Berichtszeitraum ebenso kräftig. Ein vergleichsweise großer Beitrag kam trotz der Absatzschwäche auf dem chinesischen Pkw-Markt abermals von den Kfz-Exporten, da die deutschen Fahrzeughersteller besonders in den USA, Großbritannien und den EWU-Ländern höhere Umsätze erzielten. Selbst in unterjähriger Betrachtung ist im Jahr 2015 für die Kfz-Exporte als Ganzes keine spürbare Delle durch die Abgasaffäre des Volkswagen-Konzerns erkennbar. Ebenfalls deutlich zulegen konnten die Lieferungen von Datenverarbeitungsgeräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen, während bei den Maschinenexporten lediglich ein kleines Plus zu verzeichnen war.

*Zunahme der
Warenimporte
ebenfalls breit
angelegt*

Die lebhaftere Binnennachfrage in Deutschland führte zu einer breit angelegten Zunahme der Einfuhren in allen großen Warengruppen. Die günstige Arbeitsmarktlage und die damit einhergehend kräftigen Zuwächse der realen verfügbaren Einkommen spiegeln sich in einer erheblichen Steigerung der Konsumgüterimporte wider. Weiterhin wurden im Jahr 2015 deutlich mehr Investitionsgüter nach Deutschland eingeführt. Dies lag zum einen an einem rasanten Zuwachs der Importausgaben für Fahrzeuge, welche sowohl den grenzüberschreitenden Wertschöpfungsketten mit den mittel- und osteuropäischen Ländern als auch höherer relativer Preise infolge der Euro-Abwertung – vor allem gegenüber dem US-Dollar – geschuldet gewesen sein dürfte. Weiterhin wurden 2015 im Einklang mit den gestiegenen Ausrüstungsinvestitionen auch deutlich mehr Maschinen und Datenverarbeitungsgeräte sowie elektronische und optische Geräte nach Deutschland eingeführt. Die nominalen Energieimporte verminderten sich hingegen aufgrund der fallenden Ölpreise um ein Fünftel, was in der Gesamtschau die Steigerung der Importausgaben deutlich abbremsen. In realer

Betrachtung dürfte es hingegen im Jahr 2015 nach dem außerordentlich milden Winter im Vorjahr zu einem spürbaren Anstieg der Einfuhr von Energieträgern gekommen sein.

Anbieter aus Ländern des gemeinsamen Währungsraumes steigerten ihre Umsätze in Deutschland wie im Vorjahr lediglich moderat. Demgegenüber profitierten Lieferanten aus Ländern außerhalb des Euro-Raums stärker von der Belebung der Binnennachfrage hierzulande. Die Abstriche im Energiegeschäft mit Russland und den Mitgliedsländern der OPEC nahmen hingegen deutlich zu. So wurde das bereits niedrige Vorjahresniveau noch einmal um ein Fünftel beziehungsweise ein Drittel unterschritten. Weiterhin schwunglos entwickelten sich die Importe aus Großbritannien. Im Gegensatz dazu waren bei den Einfuhren aus der Schweiz, Japan und den Vereinigten Staaten im Jahr 2015 nach den verhaltenen Vorjahreszuwächsen kräftige Steigerungen zu beobachten, wobei letztere sogar ein Umsatzplus von einem Fünftel verzeichnen konnten.²⁾ Die Nachfrage nach chinesischen Produkten blieb rege. Mit den Kfz-Einfuhren an der Spitze expandierten die Importausgaben an die mittel- und osteuropäischen Länder wie bereits in den Vorjahren sehr kräftig. Auch aus den neuen Industrieländern Asiens sowie den süd- und ostasiatischen Schwellenländern wurde 2015 mehr eingeführt.

*Anbieter aus der
EWU profitierten
vom Importsog
weniger stark
als Lieferanten
aus den Dritt-
staaten*

Der leistungsbilanzrelevante Beitrag des Warenhandels nahm um 36½ Mrd € zu und somit etwas stärker als der Außenhandelsaldo. Der Überschuss belief sich im Jahr 2015 auf 263

²⁾ Zum kräftigen Zuwachs der nominalen Einfuhren aus den USA und der Schweiz dürfte zum einen beigetragen haben, dass sich bei vertraglich fixierten Abgabepreisen in US-Dollar bzw. Schweizer Franken der importierte Warenwert allein aufgrund der Umrechnung in Euro erhöht. Zum anderen ist nicht auszuschließen, dass die Nachfrage nach bestimmten Waren aus diesen Ländern zumindest kurzfristig relativ unelastisch ist.

Saldo der Transithandels-erträge bei dynamischer Geschäftsentwicklung nur wenig gestiegen

Mrd €.³⁾ Durch die zunehmende grenzüberschreitende Beteiligungsverflechtung deutscher multinationaler Unternehmen ist der Wert von im Transithandel erworbenen und veräußerten Waren in den letzten Jahren stark angestiegen. Hierbei verzeichnete der Transithandel mit Kfz, der knapp die Hälfte der Bruttobeträge ausmacht, im Jahr 2015 einnahmen- wie ausgabenseitig einen deutlichen Zuwachs. Insgesamt legte der Aktivsaldo aus Transithandelsgeschäften nur wenig auf 22 ½ Mrd € zu.

Die „unsichtbaren“ Leistungs-transaktionen im Einzelnen

Kräftig erhöhte Dienstleistungs-exporte verringern Fehlbetrag in der Dienstleistungsbilanz

Der traditionell große Fehlbetrag in der Bilanz des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs Deutschlands belief sich 2015 auf 30 Mrd €. Er war damit um 5 Mrd € niedriger als im Jahr 2014. Ausschlaggebend dafür war die kräftige Erhöhung der Einnahmen, die den Zuwachs der Ausgaben für Dienstleistungen gebietsfremder Anbieter übertraf. Die besonders dynamische Entwicklung der Dienstleistungs-exporte in den Nicht-Euro-Raum dürfte zum einen auf die gute Konjunktur in wichtigen Abnehmerländern gewerblicher Dienste (z. B. USA, Großbritannien) zurückzuführen sein. Zum anderen könnten sich auch Wechselkurseffekte niedergeschlagen haben.

Verbesserung vor allem dank einiger gewerblicher Dienstleistungen

Im Ausland waren 2015 insbesondere EDV-Dienstleistungen deutscher Anbieter stärker gefragt als im Jahr davor. Außerdem nahmen die Einnahmen aus der Nutzung geistigen Eigentums sowie aus erbrachten Forschungs- und Entwicklungsleistungen zu. In diesen Sparten, in denen die internationale Arbeitsteilung voranschreitet, erzielt Deutschland spürbare Überschüsse. Zu einer Verbesserung kam es auch im Saldo der Instandhaltungs- und Reparaturdienstleistungen. Dass diese Teilbilanz tendenziell einen Fehlbetrag ausweist, ist im Zusammenhang mit Gewährleistungsverpflichtungen deutscher Warenexporteure, insbesondere der Automobilunternehmen, zu sehen. Freiberufliche und Managementdienstleistungen – hierzu zählen auch die seit Langem

defizitären kaufmännischen Dienstleistungen – sowie Provisionen, technische und sonstige Dienstleistungen wiesen weiterhin akzentuierte Fehlbeträge auf. Das Defizit im grenzüberschreitenden Austausch von Transportleistungen verminderte sich 2015 etwas, nachdem es in den vergangenen Jahren gewachsen war.

Im Jahr 2015 gaben Inländer 2% weniger für Reisen ins Ausland aus als 2014. Dies ist der erste Rückgang seit dem Krisenjahr 2009. Die kräftigen Einkommensverbesserungen führten offensichtlich nicht dazu, dass es zu vermehrten Auslandsaufenthalten kam. Die Aufteilung des Reiseverkehrs nach Ländern lässt vermuten, dass die Euro-Abwertung dabei zumindest partiell eine Rolle spielte. So verringerten sich 2015 die Ausgaben für Reisen in die Schweiz um ein Drittel, und die Aufwendungen für Besuche in den USA gingen um gut ein Fünftel zurück. Mehr Zuspruch fanden dagegen Reiseziele in Asien. Bei leicht erhöhter Einnahmenseite bewirkten die gesunkenen Ausgaben, dass sich das Defizit der Reiseverkehrsbilanz von 37 ½ Mrd € im Jahr 2014 auf 35 ½ Mrd € im Berichtsjahr verringerte.

Ausgaben für Reisen ins Ausland nachgegeben

Aus grenzüberschreitenden Primäreinkommen erzielte Deutschland 2015 einen Überschuss von 63 ½ Mrd €. Hauptquelle bilden die Nettoerträge aus Vermögensanlagen, die sich im letzten Jahr lediglich um 2 Mrd € erhöhten. Angesichts des fortgesetzt kräftigen Aufbaus des Netto-Auslandsvermögens deutet der eher moderate Zuwachs auf dämpfende Renditeefflüsse hin. Diese gingen zum einen vom weiteren Absinken des allgemeinen Renditeniveaus aus. Zum anderen hielt dem gegenwärtigen Datenstand zufolge die bereits in den beiden Vorjahren zu beobachtende Normalisierung des

Überschuss bei Vermögens-einkommen praktisch unverändert

³ Der Warenhandel unterscheidet sich vom Außenhandel zum einen durch Zu- und Absetzungen auf der Ausfuhr- wie auf der Einfuhrseite, die im Zusammenhang mit Warenströmen aus dem bzw. in das Lager und infolge von Lohnveredelungsprozessen stehen. Zum anderen enthalten die Einfuhren nicht die Kosten für Transport und Versicherung von der Landesgrenze des Lieferanten bis zur deutschen Staatsgrenze (sog. cif-Kosten der Einfuhr), es werden aber die Nettoerträge aus dem Transithandel und aus Geschäften mit Nichtwährungsgold berücksichtigt.

Differenzials zwischen Aktiv- und Passivrendite an, nachdem es sich infolge der Finanz- und Staatsschuldenkrise stark zugunsten deutscher Netto-Vermögensanlagen geweitet hatte.⁴⁾ Der Anstieg der Einnahmen speiste sich aus höheren Erträgen aus Direktbeteiligungen und Wertpapieranlagen, während die Zinserträge – wie bereits in den letzten Jahren – rückläufig waren. Ausgabenseitig musste für Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen Gebietsfremder nur wenig mehr bezahlt werden, und die Zinsaufwendungen verringerten sich erneut spürbar.

Fehlbetrag bei den Sekundäreinkommen geringfügig gesunken

Die Bilanz der Sekundäreinkommen schloss 2015 mit einem Defizit in Höhe von 39 ½ Mrd € ab. Damit wurde das Niveau des Jahres 2014 etwas unterschritten. Dass die Übertragungen an das Ausland spürbar zunahmen, lag am deutlichen Plus privater Transfers. Demgegenüber gingen staatliche Überweisungen an ausländische Stellen ohne direkte Gegenleistung – dazu gehören unter anderem Beiträge an den EU-Haushalt – leicht zurück. Im Privatbereich erhöhten sich auch die Einnahmen; ein größerer Teil davon sind Versicherungsbeiträge an deutsche Rückversicherer. Die Übertragungen aus dem Ausland an den Staat lagen 2015 wenig höher als im Jahr davor.

■ Kapitalverkehr

Grundtendenzen im Kapitalverkehr

Netto-Kapitalexport durch Niedrigzinsumfeld und Ankaufprogramm beeinflusst

Dem Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands standen im Jahr 2015 hohe Netto-Kapitalexporte (232 Mrd €) gegenüber.⁵⁾ Ein Großteil davon entfiel auf den Wertpapierverkehr, der im vergangenen Jahr vor allem unter dem Einfluss des Niedrigzinsumfelds und der umfangreichen Wertpapierkäufe zu geldpolitischen Zwecken (Quantitative Easing) stand. Infolge der niedrigen und stellenweise negativen Anleiherenditen in Deutschland trennten sich ausländische Investoren per saldo in großem Umfang von festverzinslichen Wertpapieren gebietsansässiger Emittenten, fragten allerdings dividenden-

tragende Titel stärker nach. Das Interesse deutscher Investoren an ausländischen Wertpapieren verringerte sich im vergangenen Jahr verglichen mit 2014. Angesichts gefallener Renditen waren vor allem zinstragende Papiere weniger gefragt; hingegen wurden mehr ausländische Aktien erworben. Zu Kapitalabflüssen kam es auch bei den Direktinvestitionen. Dabei hat die deutsche Wirtschaft ihr internationales Engagement per saldo weiter ausgebaut. Dagegen verzeichnete Deutschland im übrigen Kapitalverkehr Netto-Kapitalimporte. Hier verzeichneten sowohl die Unternehmen und Privatpersonen als auch die Monetären Finanzinstitute Mittelzuflüsse. Die Bundesbank verbuchte einen starken Anstieg ihrer TARGET2-Forderungen, denen höhere Einlagen ausländischer Anleger gegenüberstanden.

Wertpapierverkehr

Im Wertpapierverkehr, in dem sich die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten häufig besonders deutlich zeigen, kam es 2015 zu Netto-Kapitalexporten in Höhe von 199 Mrd €, verglichen mit 137 ½ Mrd € im Jahr davor. Dieser Anstieg ist vor allem auf einen Umschwung in der Auslandsnachfrage nach deutschen Wertpapieren zurückzuführen. Während gebietsfremde Investoren 2014 per saldo deutsche Wertpapiere gekauft hatten, trennten sie sich im vergangenen Jahr von deutschen Portfoliowerten.

Gestiegene Kapitalexporte im Wertpapierverkehr ...

Dabei gaben ausländische Anleger vor allem längerfristige Schuldverschreibungen ab (98 Mrd €, verglichen mit einem Erwerb von 15 Mrd € im Jahr 2014). Ein wesentlicher Grund hierfür dürfte das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Expanded Asset Purchase Programme: EAPP) gewesen sein. Im

... vor allem durch den Verkauf deutscher Staatsanleihen getrieben

⁴ Vgl. dazu: Deutsche Bundesbank, Effekte auf den grenzüberschreitenden Vermögenseinkommenssaldo: Vermögensakkumulation, Portfolioumschichtungen und Renditeveränderungen, Monatsbericht, März 2015, S. 86–90.
⁵ Der Restposten belief sich im vergangenen Jahr auf – 25 Mrd €, nachdem er 2014 mit 30 ½ Mrd € in die Zahlungsbilanz eingegangen war.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2013 ¹⁾	2014 ¹⁾	2015 ¹⁾
I. Leistungsbilanz	+ 190,4	+ 212,9	+ 257,0
1. Warenhandel ¹⁾	+ 211,6	+ 226,5	+ 263,0
Ausfuhr (fob)	1 079,8	1 114,8	1 179,6
Einfuhr (fob)	868,2	888,3	916,6
nachrichtlich:			
Außenhandel ²⁾	+ 197,6	+ 213,6	+ 247,7
Ausfuhr (fob)	1 088,0	1 123,7	1 195,9
Einfuhr (cif)	890,4	910,1	948,2
2. Dienstleistungen ³⁾	- 43,2	- 35,4	- 30,2
darunter:			
Reiseverkehr	- 37,7	- 37,7	- 35,6
3. Primäreinkommen	+ 65,8	+ 62,4	+ 63,7
darunter:			
Vermögens-einkommen	+ 64,0	+ 61,3	+ 63,4
4. Sekundäreinkommen	- 43,8	- 40,7	- 39,5
II. Vermögensänderungsbilanz	- 0,6	+ 1,1	- 0,2
III. Saldo der Kapitalbilanz ⁴⁾	+ 218,9	+ 244,4	+ 232,2
1. Direktinvestitionen	+ 21,6	+ 79,4	+ 56,4
2. Wertpapieranlagen	+ 160,5	+ 137,4	+ 199,1
3. Finanzderivate ⁵⁾	+ 23,9	+ 31,8	+ 25,8
4. Übriger Kapitalverkehr ⁶⁾	+ 11,9	- 1,6	- 47,0
5. Währungsreserven ⁷⁾	+ 0,8	- 2,6	- 2,2
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ⁸⁾	+ 29,1	+ 30,4	- 24,7

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

Deutsche Bundesbank

Rahmen dieses Programms kauft das Eurosystem überwiegend europäische Staatsanleihen, wodurch deren Renditen vor allem zu Beginn des Jahres 2015 sowie – nach einer kurzen Gegenbewegung im Frühjahr – erneut in der zweiten Jahreshälfte stark gesunken sind. Bundesanleihen verzeichneten über längere Zeiträume bis in den siebenjährigen Bereich hinein negative Renditen. Vor diesem Hintergrund haben sich ausländische Anleger – gerade in den Monaten nach Beginn der Staatsanleihekäufe im März 2015 – von deutschen Staatsanleihen getrennt und im Gesamtjahr per saldo Anleihen für 79 Mrd € veräußert. Zu einem erheblichen Teil dürfte die Bundesbank diese Papiere übernommen haben. Neben europäischen Investoren haben im Jahr 2015 im größeren Maße chinesische Halter ihre Bestände an deutschen Staatsanleihen abgebaut. Bei diesen Verkäufen haben allerdings wohl auch währungspolitische Motive eine wesentliche Rolle gespielt.

Bei den langfristigen Anleihen privater Emittenten setzte sich der Verkaufstrend der Vorjahre fort. Ausländische Anleger gaben für 19 Mrd € (2014: 14 Mrd €) hiesige private Schuldverschreibungen ab. Ein Grund hierfür dürften neben den gesunkenen Renditen und den Ankäufen von Pfandbriefen im Rahmen des EAPP auch die Nettotilgungen privater Emittenten gewesen sein. Vor allem der Umlauf von Bankschuldverschreibungen war weiterhin rückläufig. Dagegen nutzten im Jahr 2015 inländische Unternehmen die günstigen Finanzierungsbedingungen und bauten ihre Kapitalmarktverschuldung – auch gegenüber dem Ausland – erneut aus.

*Netto-Kapital-
exporte bei den
längerfristigen
Anleihen privater
Emittenten*

Die Bestände an heimischen Geldmarktpapieren in ausländischen Portfolios stiegen dagegen im Jahr 2015, und zwar um 7 Mrd €. Dabei fragten ausländische Anleger ausschließlich Papiere privater Emittenten nach (20½ Mrd €), wohingegen sie sich wie in den beiden Jahren zuvor von öffentlichen Emissionen, die angesichts deutlich negativer Renditen nur wenig attraktiv waren, per saldo trennten (13½ Mrd €).

*Dagegen Netto-
Kapitalimporte
bei Geldmarkt-
papieren ...*

... und inländischen Aktien

Die Auslandsnachfrage nach deutschen Aktien ist 2015 ebenfalls weiter angestiegen. Bei höheren Umsätzen als im Jahr zuvor kam es 2015 zu Mittelzuflüssen von 10½ Mrd € (2014: 5 Mrd €). Dies zeigte sich ebenfalls in der relativ guten Kursentwicklung deutscher Aktien im Vergleich zu ausländischen Dividendenwerten. Einen Umschwung der Auslandsnachfrage gab es bei den Investmentzertifikaten. Während ausländische Investoren ihre Bestände an inländischen Anteilscheinen 2014 um 5 Mrd € verringert hatten, kam es im Berichtsjahr zu Kapitalimporten in Höhe von 5½ Mrd €.

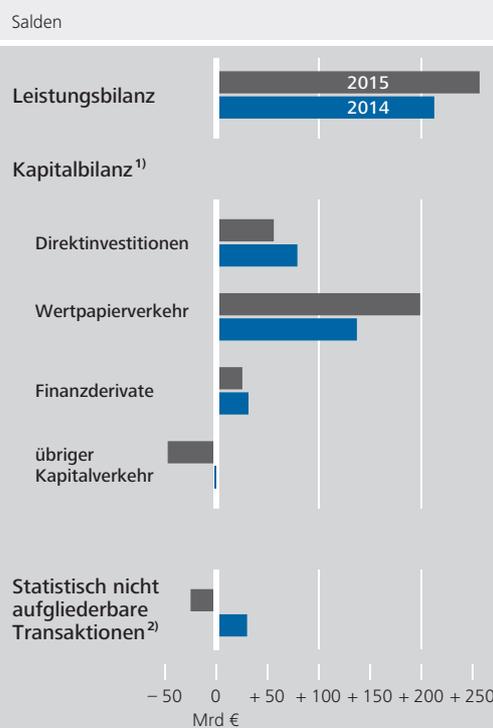
Gesunkene Nachfrage deutscher Investoren nach ausländischen Schuldverschreibungen

In umgekehrter Richtung erwarben heimische Investoren im Jahr 2015 per saldo ausländische Wertpapiere im Wert von 124 Mrd €, was gegenüber dem Jahr davor einen Rückgang darstellte (2014: 149 Mrd €). Die wichtigste Anlageform inländischer Anleger im Ausland sind dabei traditionell langfristige Schuldverschreibungen. Deutsche Investoren erwarben im vergangenen Jahr ausländische Anleihen für 74 Mrd €. Während sie ihre Bestände an in Euro denominierten Anleihen weniger stark ausbauten als in den Jahren zuvor, investierten sie verstärkt in Fremdwährungsanleihen. Hierbei waren vor allem auf US-Dollar und auf Pfund Sterling lautende Anleihen gefragt. Ein Grund hierfür dürfte die unterschiedliche Entwicklung in der Geldpolitik der betrachteten Währungsräume sein. Während die Anleiheankaufprogramme im Vereinigten Königreich sowie in den USA bereits vor 2015 ausgelaufen waren, und die Federal Reserve im Dezember 2015 erstmals seit der Krise wieder die Zinsen angehoben hat, beschloss das Eurosystem mehrere zusätzliche Maßnahmen zur geldpolitischen Lockerung. An den Devisenmärkten schlug sich dies in Wechselkursverschiebungen zulasten des Euro nieder.

Verkäufe ausländischer Geldmarktpapiere

Angesichts der sehr niedrigen (teilweise negativen) Renditen europäischer „Kurzläufer“ gaben inländische Anleger im vergangenen Jahr per saldo ausländische Geldmarktpapiere ab (5 Mrd €). Das Interesse an kurzfristigen Schuldverschreibungen aus anderen Währungsgebieten konnte die Verkäufe von Geldmarktpapie-

Wichtige Posten in der deutschen Zahlungsbilanz



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

ren aus europäischen Ländern nicht kompensieren.

Dagegen stieg die Nachfrage heimischer Investoren nach ausländischen Aktien deutlich an. Alles in allem erwarben diese für 19½ Mrd € derartige Titel. Dahinter standen vermutlich generelle Portfolioumschichtungen von festverzinslichen Anlagen zu Dividenden tragenden Titeln. Heimische Investoren bauten ihre Bestände an Aktien sowohl aus EWU-Mitgliedstaaten als auch aus dem angelsächsischen Raum kräftig aus.

Außerdem ergänzten sie ihr indirektes Wertpapierengagement über ausländische Investmentfonds, und zwar in Höhe von 35½ Mrd € (2014: 41½ Mrd €). Dies erfolgte fast ausschließlich durch den Kauf von Anteilscheinen aus dem übrigen Euro-Währungsgebiet, wo ein Großteil der Fondsgesellschaften ansässig ist, die im Inland Anteile vertreiben.

Hohe Nachfrage nach ausländischen Aktien

Gesunkener Nettoerwerb ausländischer Investmentzertifikate

Kapitalbilanz

Mrd €

Position	2013 ¹⁾	2014 ¹⁾	2015 ¹⁾
Saldo der Kapitalbilanz ¹⁾	+ 218,9	+ 244,4	+ 232,2
1. Direktinvestitionen	+ 21,6	+ 79,4	+ 56,4
Inländische Anlagen im Ausland ²⁾	+ 68,7	+ 85,7	+ 98,0
Ausländische Anlagen im Inland ²⁾	+ 47,1	+ 6,2	+ 41,6
2. Wertpapieranlagen	+ 160,5	+ 137,4	+ 199,1
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten ²⁾	+ 140,4	+ 149,0	+ 124,1
Aktien ³⁾	+ 18,9	+ 12,4	+ 19,7
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 32,4	+ 41,3	+ 35,5
Langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 84,5	+ 95,8	+ 73,9
Kurzfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾	+ 4,5	- 0,5	- 5,0
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten ²⁾	- 20,2	+ 11,6	- 75,0
Aktien ³⁾	+ 4,9	+ 5,1	+ 10,3
Investmentfondsanteile	+ 6,1	- 5,2	+ 5,5
Langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 8,3	+ 14,8	- 98,0
Kurzfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾	- 22,9	- 3,2	+ 7,2
3. Finanzderivate ⁷⁾	+ 23,9	+ 31,8	+ 25,8
4. Übriger Kapitalverkehr ⁸⁾	+ 11,9	- 1,6	- 47,0
Monetäre Finanzinstitute ⁹⁾	+ 101,4	+ 43,8	- 48,9
langfristig	- 34,0	+ 35,7	+ 16,7
kurzfristig	+ 135,4	+ 8,1	- 65,6
Unternehmen und Privatpersonen ¹⁰⁾	+ 23,3	- 24,3	- 27,8
langfristig	+ 20,2	+ 4,1	- 2,7
kurzfristig	+ 3,1	- 28,4	- 25,1
Staat	+ 9,9	+ 22,8	- 0,8
langfristig	+ 6,7	+ 0,5	- 3,8
kurzfristig	+ 3,2	+ 22,2	+ 2,9
Bundesbank	- 122,6	- 43,9	+ 30,5
5. Währungsreserven ¹¹⁾	+ 0,8	- 2,6	- 2,2

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

Bei den Finanzderivaten, die in der Zahlungsbilanz nur in einer Position ausgewiesen werden, kam es im Jahr 2015 zu Netto-Kapitalexporten von 26 Mrd € (2014: 32 Mrd €). Davon entfielen drei Viertel auf Termingeschäfte, während der Rest größtenteils Optionen zuzuschreiben war. Der Terminhandel mit Strom und Gas spielte im Berichtsjahr lediglich eine untergeordnete Rolle. Als Kontrahenten von grenzüberschreitend gehandelten Finanzderivaten traten im Inland vor allem Kreditinstitute und sonstige Finanzgesellschaften auf.

Netto-Kapital-export bei den Finanzderivaten

Direktinvestitionen

In einem globalen Umfeld moderaten Wachstums und vor dem Hintergrund verschiedener länderspezifischer Einflussfaktoren stiegen die internationalen Direktinvestitionsströme 2015 deutlich an. Nach vorläufigen Schätzungen der United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) haben die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen 2015 so stark zugenommen wie in keinem anderen Jahr seit Ausbruch der Finanzkrise.⁶⁾ Insgesamt könnten sie mit geschätzt 1,7 Billionen US-\$ den Vorjahreswert um 36% übertroffen haben. Jedoch war die Ausrichtung und Intensität des Engagements ausländischer Investoren je nach Region sehr unterschiedlich. Getragen wurde die Zunahme insbesondere durch einen starken Mittelzustrom in die fortgeschrittenen Länder, denen fast doppelt so viele Mittel wie im Jahr 2014 zuflossen. Hierbei spielten auch zunehmende grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen eine wesentliche Rolle. In einem Umfeld niedriger Zinsen und hoher liquider Mittel verfolgten offenbar viele multinationale Unternehmen eine Strategie des Wachstums über Zukäufe. Auch in den Schwellenländern Asiens engagierten sich Direktinvestoren 2015 erneut kräftig, sodass die Direktinvestitionsströme hier den Vorjahreswert um 15 ½% übertrafen und rund ein Drittel der weltweit ge-

Zunahme der weltweiten Direktinvestitionen

⁶ Vgl.: UNCTAD, Global Investment Trends Monitor, Nr. 22, 20. Januar 2016.

tätigten Direktinvestitionen ausmachten. In aufstrebenden Volkswirtschaften oder sich im Umbruch befindenden Ländern in anderen Regionen war das Engagement ausländischer Investoren im Jahr 2015 demgegenüber eher verhalten. Starke Rückgänge in ihren Mittelzuflüssen verzeichneten vor allem rohstoff-exportierende Länder wie Russland, Brasilien oder auch Australien.

Deutsche Direktinvestitionsbilanz schließt mit Netto-Kapital-exporten

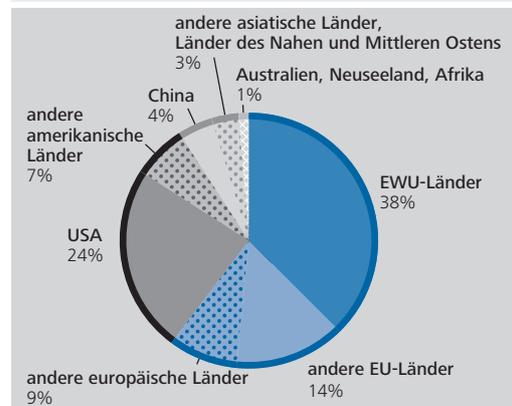
Die besondere Rolle, die Länder der EU sowie die USA nach Schätzungen der UNCTAD im abgelaufenen Jahr für die weltweiten Direktinvestitionsströme spielten, spiegelte sich auch in den Direktinvestitionsbeziehungen Deutschlands mit dem Ausland wider. Aus deutscher Sicht führten die Direktinvestitionen im Jahr 2015 zu Netto-Kapitalexporten in Höhe von 56½ Mrd €. Dahinter stand zum einen ein intensives Auslandsengagement heimischer Unternehmen, zum anderen flossen aber auch beträchtliche Direktinvestitionsmittel nach Deutschland. Bei den grenzüberschreitenden Transaktionen Deutschlands im Jahr 2015 spielte die Aufstockung von Beteiligungskapital eine große Rolle.

Deutsche Direktinvestitionen im Ausland weiterhin auf hohem Niveau

Die Direktinvestitionen heimischer Unternehmen im Ausland übertrafen mit 98 Mrd € den bereits hohen Vorjahreswert von 85½ Mrd € noch einmal deutlich. Unternehmen aus Deutschland investierten dabei vor allem in ausländische Beteiligungen (69½ Mrd €).⁷⁾ Neben Neuanlagen ließen auch im Ausland erwirtschaftete und dort reinvestierte Gewinne das deutsche Beteiligungskapital im Ausland kräftig ansteigen. Teils stand hinter diesen Transaktionen die für das Jahr 2015 geschilderte Wachstumsstrategie der Unternehmen über Zukäufe und Fusionen, aber auch der Auf- und Ausbau von Produktionsstätten war von Bedeutung. Über den konzerninternen Kreditverkehr stellten heimische Unternehmen grenzüberschreitend Mittel in Höhe von 28½ Mrd € zur Verfügung. Dies waren gut 9 Mrd € mehr als im Vorjahr, und auch über einen längeren Zeitraum gesehen war dies eine eher kräftige Expansion. Dabei räumten vor allem deutsche Mutterge-

Inländische Direktinvestitionen*) im Ausland nach Zielregionen 2015

Anteile in %



* Transaktionen laut Zahlungsbilanzstatistik.

Deutsche Bundesbank

sellschaften ihren ausländischen Töchtern – überwiegend kurzfristige – Finanzkredite ein. Mit Blick auf das deutsche Auslandsvermögen geht gut ein Fünftel aller deutschen Forderungen gegenüber dem Ausland aus Direktinvestitionen hervor; dieser Anteil war in den letzten 15 Jahren nur geringen Schwankungen unterworfen.

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 stellte im Jahr 2015 das wichtigste Motiv für Auslandsinvestitionen der Aufbau von Vertrieb und Kundendienst (nämlich für 46% der befragten Unternehmen) dar.⁸⁾ Darüber hinaus war im Jahr 2015 auch das Engagement in ausländischen Produktionsstätten mit dem Ziel der

DIHK-Umfrage zeigt strategische Ziele deutscher Direktinvestitionen auf

⁷ Passend dazu blieben laut Daten von Thomson One (Thomson Reuters) die grenzüberschreitenden Transaktionen hiesiger Unternehmen im Rahmen von Mergers & Acquisitions (M&A) 2015 mit 54 Mrd € auf einem ähnlich hohen Niveau wie im Vorjahr. Allerdings ging die Anzahl der Transaktionen um knapp ein Viertel auf 82 zurück, was wiederum anzeigt, dass die Transaktionen im Durchschnitt großvolumiger ausfielen. Dabei handelt es sich um abgeschlossene M&A, bei denen der Erwerber nach der Transaktion mindestens 10% der Anteile des Zielunternehmens besitzt.

⁸ Vgl.: DIHK-Umfrage – Auslandsinvestitionen in der Industrie, Frühjahr 2015.

Markterschließung weiterhin ein wesentlicher Faktor (genannt von 31% der Unternehmen). Mehr Unternehmen als in den Vorjahren (23%) gaben zudem an, aus Kostengründen in die Produktion im Ausland zu investieren. Laut der Studie wurde die Entwicklung der Arbeitskosten von vielen Unternehmen als Risiko für ihre Wirtschaftlichkeit eingeschätzt. Aber auch die Stromkosten hierzulande bleiben danach ein Grund, auf kostengünstigere Produktionsmöglichkeiten im Ausland zu setzen. Des Weiteren wurden der Fachkräftemangel sowie ganz allgemein die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen von vielen Unternehmen als Faktoren genannt.

Regionale Struktur: Europa und USA wichtigste Ziele inländischer Direktinvestitionen

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 Fertigungsprozesse innerhalb Europas oft grenzüberschreitend eng verzahnt. Im Jahr 2015 floss mehr als die Hälfte der deutschen Direktinvestitionen in diesen Länderkreis. Mit Blick auf einzelne Länder war die Zunahme des deutschen Beteiligungskapitals besonders kräftig in Luxemburg (10 Mrd €), in den Niederlanden (8½ Mrd €) und in Großbritannien (3 Mrd €). Auch außerhalb Europas stockten hiesige Unternehmen ihr Beteiligungskapital an ausländischen Firmen auf, und zwar insbesondere in den USA (17½ Mrd €) und in China (4 Mrd €). Knapp ein Drittel aller grenzüberschreitenden Neuanlagen in Beteiligungskapital wurde von Investoren aus dem Kreis der Finanz- und Versicherungsdienstleister getätigt. Ebenfalls rund ein Drittel der Neuanlagen ging auf das Engagement von Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes zurück, allen voran Anbieter aus der Automobilbranche. Knapp ein weiteres Drittel wurde von Firmen investiert, die freiberufliche und technische Dienstleistungen erbringen.

Im konzerninternen Kreditverkehr gewährten deutsche Mutterunternehmen Töchtern in an-

deren EU-Ländern Finanzkredite in Höhe von 15 Mrd €. Außerhalb Europas vergaben sie insbesondere an ihre US-amerikanischen Niederlassungen zusätzliche Kredite (4 Mrd €). Alles in allem blieben die deutschen Direktinvestitionen im Jahr 2015 regional breit gefächert, konzentrierten sich aber deutlich auf die fortgeschrittenen Länder.

Gebietsfremde Investoren steigerten ihre Aktivitäten in Deutschland 2015 wieder stärker, nachdem das Jahr 2014 durch eine deutliche Zurückhaltung bei den ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland geprägt gewesen war. Investoren aus dem Ausland stellten hiesigen Unternehmen im vergangenen Jahr Mittel in Höhe von 41½ Mrd € zur Verfügung. Sie stockten dabei ihr Beteiligungskapital an heimischen Unternehmen um 18½ Mrd € auf. Über die konzerninterne Kreditgewährung flossen Unternehmen in Deutschland zudem Mittel in Höhe von 23 Mrd € zu. 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.⁹ Dabei spiegeln die Daten zum Teil wohl auch eine Art Fristentransformation wider: So tilgten heimische Unternehmen zuvor von Tochterunternehmen gewährte langfristige Kredite, während sie gleichzeitig kurzfristige Kredite bei ihren Töchtern neu aufnahmen.

Die enge grenzüberschreitende Verflechtung der Konzerne innerhalb Europas kommt auch in der Regionalstruktur der ausländischen Direktinvestoren in Deutschland zum Ausdruck. Rund 60% der zugeflossenen Mittel stammten 2015 aus den Ländern der EU. Besonders große Beträge kamen dabei aus Großbritannien (7 Mrd €), den Niederlanden (6 Mrd €) und Österreich (4½ Mrd €). Auch Investoren aus der Schweiz stockten ihr Engagement in Deutschland in größerem Umfang auf (6 Mrd €). Unter-

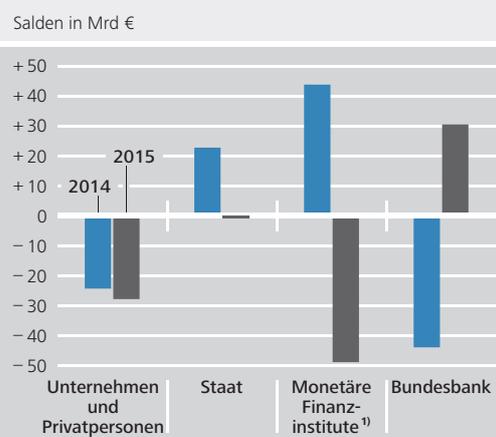
Wieder stärkeres Engagement ausländischer Direktinvestoren in Deutschland

Größte Investoren stammten aus EU und USA

⁹ Häufig leiten im Ausland ansässige Finanzierungsgesellschaften die Erlöse aus Wertpapieremissionen auf diese Weise an ihre Mutterunternehmen in Deutschland weiter.

nehmen mit Sitz in den USA bauten im vergangenen Jahr ihre Präsenz in Deutschland mit Direktinvestitionen in Höhe von 11½ Mrd € besonders stark aus. Dabei erhöhten sie zum einen ihr Beteiligungskapital an heimischen Unternehmen, zum anderen weiteten sie vor allem die Kreditvergabe an verbundene Unternehmen in Deutschland aus – auch hier geschah dies insbesondere über Kredite, die US-amerikanische Töchter ihren Müttern in Deutschland gewährten. Bezogen auf die Daten des Auslandsvermögensstatus bestand im 3. Quartal 2015 knapp ein Fünftel aller deutschen Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland aus Direktinvestitionen.

Übriger Kapitalverkehr^{*)} nach Sektoren



* Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen; Netto-Kapitalexport: +. ¹⁾ Ohne Bundesbank.

Deutsche Bundesbank

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 2015 Netto-Kapitalimporte in Höhe von 47 Mrd €.

Den Nichtbanken flossen im vergangenen Jahr Auslandsgelder in Höhe von netto 28½ Mrd € zu. Dies war fast ausschließlich durch Transaktionen der Unternehmen und Privatpersonen getrieben. Sie führten ihre Guthaben bei ausländischen Banken zurück (13 Mrd €) und nahmen mehr Finanzkredite im Ausland auf (10½ Mrd €). Hingegen glichen sich gegenläufige Transaktionen staatlicher Stellen über das Jahr per saldo annähernd aus. Öffentliche Institutionen reduzierten zum einen ihre unverbrieften Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Kreditgebern. Zum anderen bauten sie sowohl Forderungen aus langfristigen Finanzkrediten als auch Bankguthaben im Ausland ab.

Im Bankensystem insgesamt beliefen sich die Mittelzuflüsse netto auf 18½ Mrd €. Bestimmt war dies durch die Netto-Kapitalimporte der Monetären Finanzinstitute (ohne Bundesbank) in Höhe von 49 Mrd €. Hiesige Kreditinstitute reduzierten vor allem ihre Interbankkredite an

das Ausland. Umgekehrt – wenngleich schwächer – führten auch ausländische Einleger ihre Einlagen bei hiesigen Kreditinstituten zurück. Die Auslandsposition der Bundesbank erhöhte sich transaktionsbedingt im Jahr 2015 um 30½ Mrd €. Getrieben war dies vor allem durch höhere Forderungen im Rahmen des Zahlungsverkehrssystems TARGET2 (123½ Mrd €). Der Anstieg des TARGET2-Saldos der Bundesbank dürfte teilweise mit den im Herbst 2014 und Frühjahr 2015 gestarteten Wertpapierankaufprogrammen des Eurosystems in Verbindung stehen (vgl. Erläuterungen auf S. 56 ff.). Dem stand eine deutliche Zunahme der Auslandsverbindlichkeiten der Bundesbank in Höhe von 93 Mrd € gegenüber. Verursacht wurde diese durch den Anstieg von Einlagen ausländischer Anleger, insbesondere des Europäischen Stabilitätsmechanismus. Hinzu kamen Mittelzuflüsse durch grenzüberschreitende Transaktionen mit Euro-Banknoten.¹⁰⁾

Währungsreserven

Die transaktionsbedingten Veränderungen der Währungsreserven bilden in der Zahlungsbilanz

¹⁰⁾ 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.

Netto-Kapitalimporte im übrigen Kapitalverkehr ...

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

... als auch bei den Banken

Zu den Auswirkungen der Wertpapierkäufe des Eurosystems auf die TARGET2-Salden

Im März 2015 erweiterte das Eurosystem die bereits seit Herbst 2014 laufenden Ankaufprogramme für forderungsbesicherte Wertpapiere (Asset-Backed Securities Purchase Programme: ABSPP) und gedeckte Schuldverschreibungen (drittes Covered Bond Purchase Programme: CBPP3) um das Programm für den Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme: PSPP). Im Rahmen des PSPP werden Anleihen gekauft, die von im Euro-Raum ansässigen Zentralstaaten sowie von Emittenten mit Förderauftrag und supranationalen europäischen Institutionen begeben werden.¹⁾ Die Käufe erfolgen durch die nationalen Zentralbanken entsprechend ihrer jeweiligen Anteile am Kapital der EZB und durch die EZB selbst. Das gesamte Ankaufvolumen des erweiterten Ankaufprogramms für Ver-

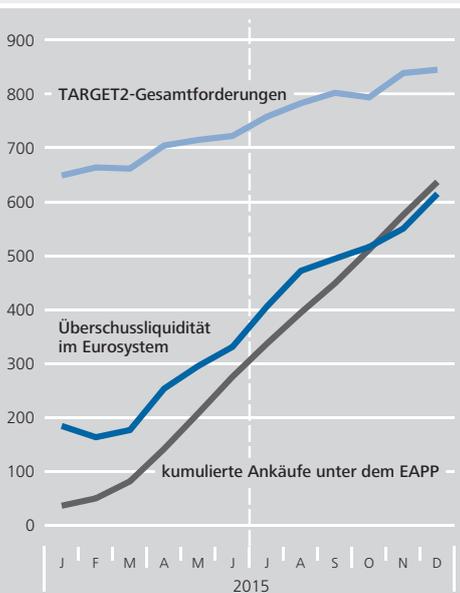
mögenswerte (Expanded Asset Purchase Programme: EAPP) betrug 2015 etwa 60 Mrd € pro Monat, das PSPP machte davon mit rund 85% den größten Anteil aus.

Die Liquiditätsbereitstellung durch die Ankaufprogramme äußert sich in einer steigenden Überschussliquidität im Eurosystem (siehe nebenstehendes Schaubild). Zugleich ist die Summe der TARGET2-Forderungen beziehungsweise TARGET2-Verbindlichkeiten im Eurosystem wieder deutlich angestiegen (+ 200 Mrd € im Jahr 2015). Es liegt also nahe zu vermuten, dass der Anstieg der TARGET2-Salden im Zusammenhang mit dem EAPP stehen könnte.

Auswirkungen der Ankaufprogramme auf die TARGET2-Salden lassen sich in direkte und indirekte Effekte unterteilen. Ein direkter Effekt ergibt sich, wenn eine nationale Zentralbank von einer Geschäftsbank Wertpapiere erwirbt, die über eine andere nationale Zentralbank an TARGET2 teilnimmt und die Gutschrift der Liquidität grenzüberschreitend erfolgt. Der direkte Effekt der EAPP-Transaktionen auf den TARGET2-Saldo einer nationalen Zentralbank ergibt sich als Differenz aus ihren eigenen Ankäufen von Banken außerhalb ihres Landes (d. h. solcher mit TARGET2-Anbindung im Ausland) und den Verkäufen inländischer Banken (d. h. solcher mit TARGET2-Anbindung im Inland) an ausländische Zentralbanken des Eurosystems. Die Form der Anbindung der Geschäftspartner an TARGET2 kann so die direkten Auswirkungen des EAPP auf den TARGET2-Saldo bestimmen. Das ist insbesondere von Bedeutung, weil Kreditinstitute mit Sitz außerhalb des Euro-Raums über eine natio-

Überschussliquidität, kumulierte EAPP-Ankäufe^{*)} und TARGET2-Gesamtforderungen^{)}**

Mrd €, Monatsdurchschnitte

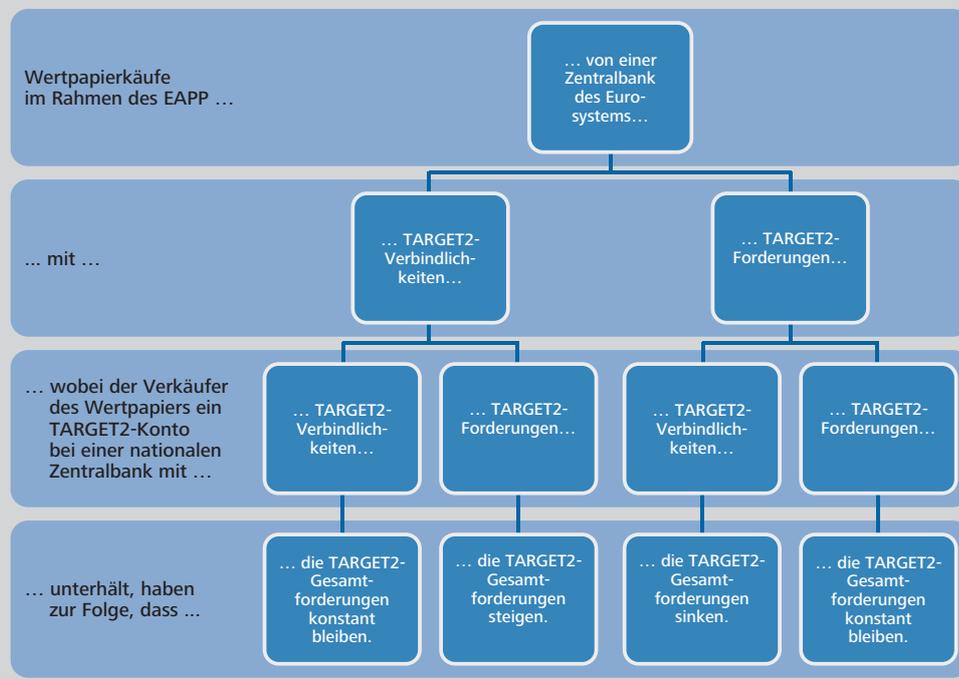


Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Expanded Asset Purchase Programme. ** Summe aller positiven TARGET2-Salden im Eurosystem.

Deutsche Bundesbank

¹ Im Dezember 2015 wurde vom EZB-Rat zudem die Einbeziehung von Anleihen regionaler und lokaler Gebietskörperschaften beschlossen.

Direkter Effekt des EAPP¹⁾ auf die TARGET2-Gesamtforderungen^{**)}



* Expanded Asset Purchase Programme. ** Summe aller positiven TARGET2-Salden im Eurosystem.
 Deutsche Bundesbank

nale Zentralbank des Eurosystems an TARGET2 teilnehmen.²⁾ Dies betrifft vor allem große internationale Banken am Finanzplatz London.

Da internationale Geschäftsbanken auch über die Bundesbank an TARGET2 teilnehmen, ergeben sich Zuflüsse auf bei der Bundesbank geführte Konten, wenn andere Zentralbanken des Eurosystems bei diesen Banken Wertpapiere kaufen. Solche strukturellen Zuflüsse führen isoliert betrachtet zu steigenden TARGET2-Forderungen der Bundesbank. Die Veränderungen der gesamten TARGET2-Forderungen im Eurosystem hängen bei grenzüberschreitenden Transaktionen von der bestehenden TARGET2-Position der an der Transaktion beteiligten nationalen Zentralbanken ab (siehe oben stehendes Schaubild).

Ein indirekter Effekt aus dem EAPP auf die TARGET2-Salden ergibt sich, wenn die durch das EAPP geschaffene zusätzliche Liquidität in einem Zweitrundeneffekt grenzüberschrei-

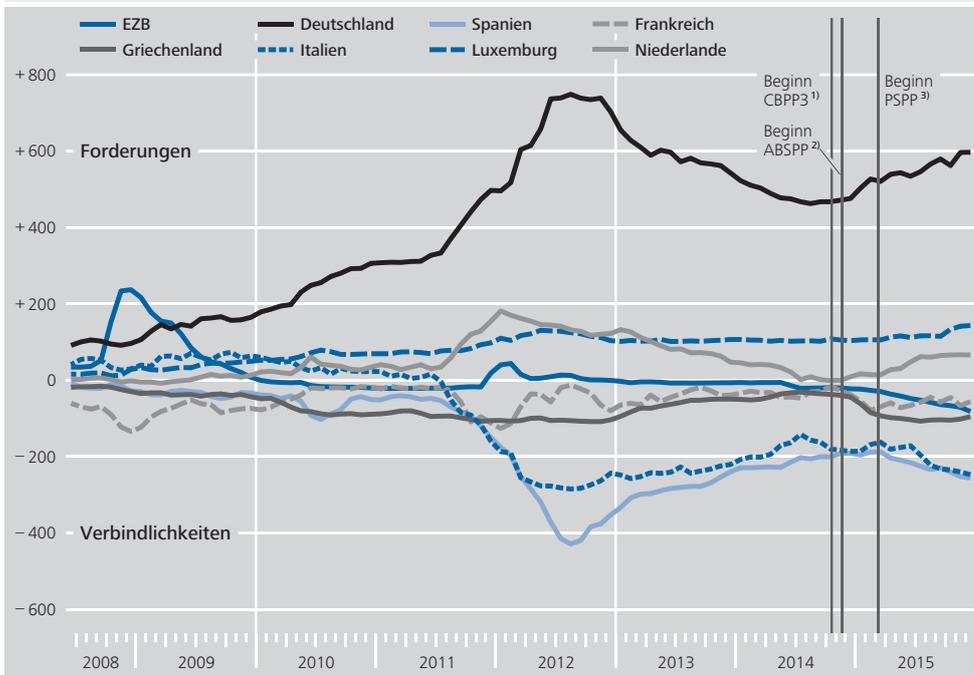
tend umverteilt wird. Dies geschieht häufig auch durch gruppeninterne Transaktionen internationaler Banken. Darüber hinaus hat natürlich eine Vielzahl sonstiger (grenzüberschreitender) Transaktionen Auswirkungen auf die TARGET2-Salden. Während die monatlichen Ankäufe 2015 bei etwa 60 Mrd € lagen, beträgt der Umsatz in TARGET2 1,9 Billionen € pro Tag. Daher zeigen die TARGET2-Salden im Vergleich zu den stetig ansteigenden (kumulierten) Ankäufen unter dem EAPP eine erkennbar volatilere Entwicklung (siehe Schaubild auf S. 56).

Die Entwicklung der TARGET2-Salden der einzelnen Zentralbanken ist heterogen (siehe Schaubild auf S. 58). Bei der EZB entstehen

² Kreditinstitute mit Sitz oder einer Zweigstelle innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraumes (EWR) können bei nationalen Zentralbanken des Eurosystems ein eigenes TARGET2-Konto führen (sog. direkte Teilnahme). Institute ohne Sitz oder eine Zweigstelle innerhalb des EWR können über andere direkte Teilnehmer an TARGET2 teilnehmen (sog. erreichbare BIC-Inhaber).

Ausgewählte TARGET2-Salden im Eurosystem

Mrd €, Monatsdurchschnitte



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

Deutsche Bundesbank

im Zuge des EAPP abwicklungstechnisch bedingt TARGET2-Verbindlichkeiten, da die EZB Wertpapierkäufe auf eigene Rechnung durchführt, Kreditinstitute aber keine Konten bei der EZB haben.³⁾ Die Konten der Geschäftspartner der EZB, auf denen die Gutschrift der Liquidität erfolgt, werden von nationalen Zentralbanken geführt. Es kommt bei einem Wertpapierankauf durch die EZB also zwangsläufig zu einer „grenzüberschreitenden“ Transaktion und damit zu einem Aufbau von TARGET2-Verbindlichkeiten der EZB (siehe oben stehendes Schaubild).⁴⁾

Im Jahr 2015 erhöhten sich die TARGET2-Verbindlichkeiten insbesondere in Spanien und Italien, während Deutschland, die Niederlande und Luxemburg steigende Forderungen aufwiesen. Insgesamt ist in der langfristigen Betrachtung nach einer Phase sinkender TARGET2-Forderungen beziehungsweise TARGET2-Verbindlichkeiten ungefähr seit Jahresbeginn 2015 ein Trend zu wieder steigenden TARGET2-Forderungen

beziehungsweise TARGET2-Verbindlichkeiten festzustellen (siehe oben stehendes Schaubild). Neben dem beschriebenen Einfluss des EAPP ist der Anstieg in der ersten Jahreshälfte allerdings auch auf die damals krisenhafte Zuspitzung der finanziellen Lage in Griechenland zurückzuführen, die im Sommer 2015 mit Einführung von Kapitalverkehrskontrollen und der Einigung auf ein weiteres Hilfsprogramm dann aber entschärft wurde.

3 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).

4 Inwiefern dies auch eine Ausweitung der TARGET2-Salden im Eurosystem insgesamt zur Folge hat, hängt davon ab, ob die nationale Zentralbank, über die die Transaktion abgewickelt wird, einen positiven oder negativen TARGET2-Saldo aufweist (siehe Schaubild auf S. 57).

*Transaktionen
bewirken
Rückgang der
Währungs-
reserven*

eine eigene Position. Im Jahr 2015 nahmen sie um 2 Mrd € ab. Der Rückgang war insbesondere durch eine Veränderung der Reserveposition beim Internationalen Währungsfonds bedingt.

*Bilanzielle
Anpassungen
wirken sich
hingegen
positiv aus*

Die Bestände an Währungsreserven werden zudem durch die gemäß internationalen Standards nicht in der Zahlungsbilanz zu erfassenden bilanziellen Anpassungen beeinflusst. Aus der Neubewertung zu Marktpreisen ergab sich im Jahr 2015 ein Anstieg um 3 Mrd €. Aus-

schlaggebend dafür waren Bewertungsgewinne durch die Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro. Diese zeigten sich insbesondere bei den Devisenreserven. Hingegen verminderte sich durch den im Verlauf des Jahres 2015 gesunkenen Goldpreis der Wertansatz des deutschen Goldbestandes. Alles in allem stieg der Bilanzwert der deutschen Währungsreserven im Jahr 2015 um 1 Mrd €; zum Bilanzstichtag am 31. Dezember 2015 lag er damit bei 159½ Mrd €.