

Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2017

Der Leistungsbilanzüberschuss der deutschen Wirtschaft ist im Verhältnis zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Jahr 2017 weiter auf 8% zurückgegangen. Die Entwicklung des Vorjahres setzte sich somit fort, wobei der Rekordstand des Jahres 2015 von 9% mittlerweile erkennbar unterschritten wird. Dabei betrug der Saldo in absoluter Betrachtung 262½ Mrd € und somit deutlich weniger als in den beiden Vorjahren. Der von der Europäischen Kommission zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte vorgegebene Schwellenwert von 6% wurde gleichwohl auch im vergangenen Jahr deutlich übertroffen. Mit Blick auf die Teilbilanzen nahm der Überschuss im Warenverkehr im vergangenen Jahr zum ersten Mal seit dem Jahr 2009 nicht weiter zu. Ausschlaggebend hierfür waren Terms-of-Trade-Effekte im Zusammenhang mit der Verteuerung international gehandelter Rohstoffe sowie die weiterhin stabile Binnennachfrage und die damit verbundene hohe Importnachfrage. Aufgrund der günstigen globalen Nachfragebedingungen fiel kaum ins Gewicht, dass der Euro im Jahresdurchschnitt leicht aufwertete. Aus der Perspektive der inländischen Spar- und Investitionsentscheidungen war der Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses relativ zum BIP im Jahr 2017 auf die Zunahme der gewerblichen und privaten Investitionstätigkeit im Kontext des starken Aufschwungs der deutschen Wirtschaft zurückzuführen.

Der Kapitalverkehr Deutschlands stand im vergangenen Jahr ebenfalls unter dem Einfluss der sich erholenden Weltkonjunktur; zudem trug die weiterhin lockere Geldpolitik im Euroraum zu grenzüberschreitenden Portfolioanpassungen bei. Mit 275½ Mrd € lagen die Netto-Kapitalexporte etwas über dem Niveau des Jahres 2016. Die fortgesetzten Wertpapierankäufe zu geldpolitischen Zwecken führten zu einem Rückgang deutscher Schuldverschreibungen in der Hand ausländischer Investoren und einer anhaltenden Nachfrage inländischer Anleger nach ausländischen Wertpapieren. Das Wertpapierankaufprogramm des Eurosystems war auch hauptverantwortlich für den weiteren Anstieg der TARGET2-Forderungen der Bundesbank. Dem standen steigende Auslandsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken gegenüber. Während die Direktinvestitionsströme weltweit abnahmen, haben deutsche Unternehmen ihre Direktinvestitionsbeziehungen weiter ausgebaut. Auch als Zielland von Direktinvestitionen war der Standort Deutschland gefragt. In beide Richtungen dominierten Länder des Euroraums als Partnerstaaten.

Leistungverkehr

Grundtendenzen im Leistungverkehr

*Leistungsbilanz-
 überschuss
 relativ zum BIP
 erneut leicht
 vermindert*

Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss verminderte sich im Jahr 2017 auf 262½ Mrd €. Relativ zum nominalen BIP ging der Saldo um ½ Prozentpunkt auf 8% zurück und unterschritt somit erkennbar den Höchstwert von 9% im Jahr 2015. Der von der Europäischen Kommission zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte vorgegebene Schwellenwert von 6% wurde gleichwohl auch im vergangenen Jahr deutlich übertroffen. In

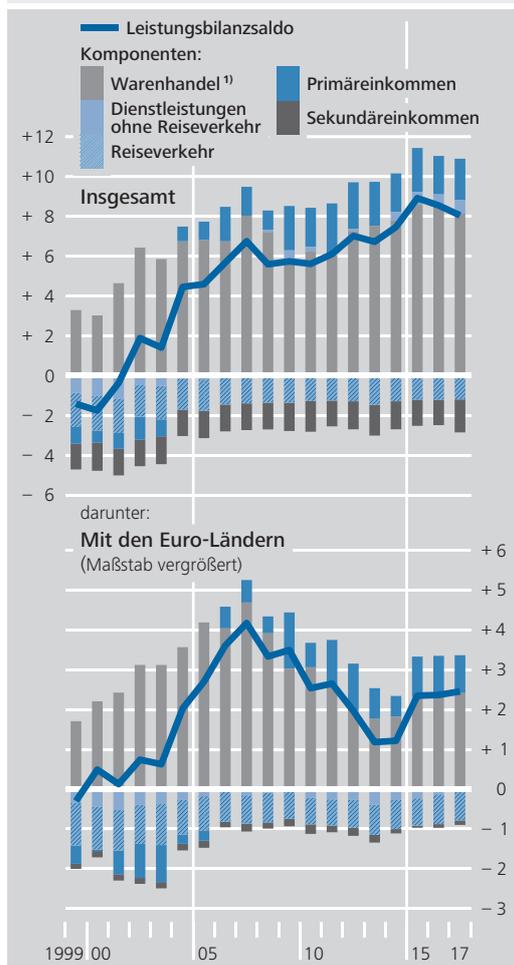
der demnach erforderlichen vertieften Analyse des Europäischen Semesters 2018 attestierte die Europäische Kommission Deutschland erneut ein makroökonomisches Ungleichgewicht.¹⁾

Hinter der Entwicklung des Leistungsbilanzsaldos in absoluter Betrachtung standen gegenläufige Veränderungen in einzelnen Teilbilanzen. Im Gegensatz zu den Vorjahren erhöhte sich der Überschuss im Warenhandel im Jahr 2017 nicht. Hierfür ausschlaggebend war die Verschlechterung der Terms of Trade, während aufgrund der dynamischen Exportentwicklung mengenmäßig ein deutlicher Zuwachs des Warenhandelssaldos zu verzeichnen war. Der Fehlbetrag in der Dienstleistungsbilanz war hingegen leicht rückläufig. Im Bereich der Primäreinkommen erholte sich der Aktivsaldo von seiner Delle des Vorjahres. Vor dem Hintergrund der im Jahr 2017 deutlich gewachsenen Forderungen und Verbindlichkeiten Deutschlands gegenüber dem Ausland, dürfte es aktiv- als auch passivseitig zu einer weiteren Verminderung der Einkommensrenditen gekommen sein. Das Defizit in der Bilanz der Sekundäreinkommen stieg indes aufgrund von Sondereffekten bei den privaten Übertragungen an das Ausland ohne direkte Gegenleistung auf der Ausgabenseite spürbar an.

*Verschlechterung der
 Terms of Trade
 kompensiert
 dynamische
 Exportentwicklung*

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 Absetzungsposten enthalten.

Die globalen Rahmenbedingungen waren für die deutschen Unternehmen aufgrund der zyklischen Erholung der Weltkonjunktur im Jahr 2017 sehr günstig. Der regional breit angelegte konjunkturelle Aufwärtstrend ging insbesondere in den Fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit einer Belebung der Investitionsaktivität einher. Dazu passt, dass der Welthandel gemäß Angaben des Internationalen Währungsfonds nach der Verlangsamung des Vorjahres ein deutliches Plus verzeichnete. Preisliche Faktoren dürften hingegen leicht dämpfende Effekte auf die Wirtschaftsaktivität in Deutschland gehabt haben. So trugen unter anderem die verbesser-

*Globale
 Rahmen-
 bedingungen
 trotz Euro-Auf-
 wertung und
 Anstieg von
 Rohstoffpreisen
 expansiv*

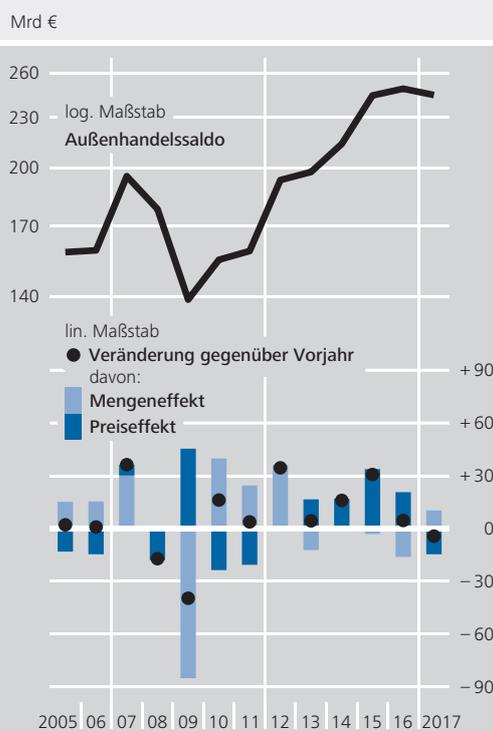
¹ Vgl.: Europäische Kommission, Länderbericht Deutschland 2018 mit eingehender Überprüfung der Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte, Brüssel, 7. März 2018.

ten globalen Konjunkturaussichten sowie die Vereinbarung der Organisation der Erdöl exportierenden Länder (Organization of the Petroleum Exporting Countries: OPEC) mit anderen wichtigen Förderländern Ende des Jahres 2016 zur Begrenzung der Röhölproduktion zu einem deutlichen Anstieg des Ölpreises bei.²⁾ Ein Fass der Sorte Brent kostete im Jahr 2017 mit durchschnittlich 54 US-\$ ein Viertel mehr als im Vorjahr. Gegenwind kam auch von der Aufwertung des Euro, dessen nominaler effektiver Wechselkurs gegenüber den Währungen der 38 wichtigsten Handelspartner des Euroraums (EWK-38-Gruppe) im Jahresdurchschnitt 2017 etwa 2% über dem Wert des Vorjahres lag. Zu Aufwertungen kam es insbesondere gegenüber dem Pfund Sterling und dem Yen, aber auch gegenüber dem US-Dollar und dem Schweizer Franken. Infolgedessen verringerte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft leicht.

Warenhandel sowohl auf der Ausfuhr- als auch der Einfuhrseite sehr dynamisch

Angetrieben durch die lebhaftere Nachfrage im Ausland expandierten die Warenausfuhren nach der Atempause des Vorjahres erheblich. Die Einfuhren lagen auch aufgrund der aktuellen Hochkonjunkturphase der deutschen Wirtschaft ebenfalls sehr deutlich über dem Stand des Vorjahres. Dabei spielten sowohl der hohe Vorleistungsgüterbedarf der kräftig wachsenden Industrieproduktion und der angesprungene Investitionsmotor als auch die Konsumfreude der privaten Verbraucher eine wichtige Rolle. Da die Importpreise aufgrund des Ölpreisanstiegs und der Verteuerung von Industrierohstoffen im Jahr 2017 das erste Mal innerhalb der vergangenen fünf Jahre wieder deutlich zulegen, nahmen die Importe in nominaler Betrachtung stärker zu als die Ausfuhren. In realer Rechnung hingegen überstieg der Zuwachs der Warenexporte die Ausweitung der Wareneinfuhren. Unter dem Strich überragte der überschussmindernde Preiseffekt den positiven Mengeneffekt leicht, sodass sich der Außenhandelsaldo im Berichtsjahr um 4 Mrd € auf 244½ Mrd € verminderte.

Mengen- und Preiswirkungen auf den deutschen Außenhandelsaldo^{*)}



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

In regionaler Betrachtung nahm der Leistungsbilanzsaldo gegenüber den anderen Ländern des Euroraums leicht zu, wohingegen er gegenüber den Drittstaaten deutlich zurückging. Relativ zum nominalen BIP ermäßigte sich der Aktivsaldo gegenüber den Drittstaaten um ¾ Prozentpunkte auf 5½%; gegenüber den anderen Euro-Ländern betrug er knapp 2½%. Zurückzuführen war der Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses gegenüber den Drittstaaten auf ein erhöhtes Defizit in der Bilanz der Sekundäreinkommen sowie eine Abnahme des Aktivsaldos im Warenhandel.

Überschussposition gegenüber Drittländern verringert

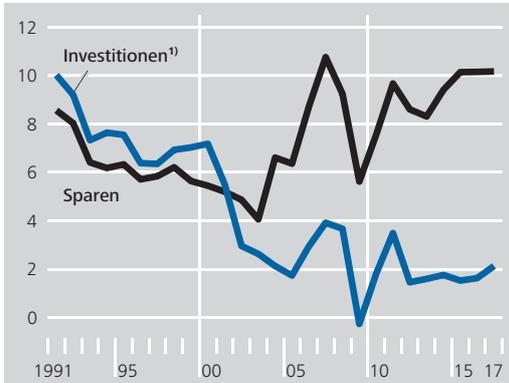
Der Leistungsbilanzsaldo kann auch als Ergebnis der Spar- und Investitionsentscheidungen des Staates, der privaten Haushalte und der Unternehmen einer Volkswirtschaft aufgefasst werden. Aus diesem Blickwinkel war der Rückgang

Belebung der Investitionstätigkeit bei gleichbleibender gesamtwirtschaftlicher Ersparnis

2 Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Zu angebotsseitigen Einflüssen auf den Ölpreis, Monatsbericht, August 2017, S. 13.

Ersparnis und Investitionen in der Gesamtwirtschaft

in % des BIP



Quelle: Statistisches Bundesamt. ¹ Bruttoinvestitionen minus Abschreibungen.
 Deutsche Bundesbank

des deutschen Leistungsbilanzüberschusses relativ zum BIP im Jahr 2017 auf eine Zunahme der Investitionstätigkeit im Kontext des starken Aufschwungs der deutschen Wirtschaft zurückzuführen. Ausschlaggebend waren die kräftige Belebung der gewerblichen Investitionen sowie die erneute Steigerung der privaten Wohnungsbauinvestitionen. Die gesamtwirtschaftliche Ersparnis im Verhältnis zum BIP veränderte sich im Jahr 2017 hingegen kaum, obwohl es in einzelnen Sektoren zu teils gegenläufigen Entwicklungen kam. Der Finanzierungsüberschuss des Staates erhöhte sich im abgelaufenen Jahr aufgrund der guten Konjunktur und der niedrigen Zinsen weiter. Die seit Anfang der 2000er Jahre stark gestiegene Ersparnis der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verringerte sich im Jahr 2017 deutlich, insbesondere da die Unternehmen ihre zusätzlichen Gewinne fast vollständig ausschütteten und außergewöhnlich hohe sonstige laufende Transfers leisteten.³⁾ Im Ergebnis ging im nichtfinanziellen Unternehmenssektor der Finanzierungssaldo, welcher neben den Investitionen und der Ersparnis auch Vermögensübertragungen berücksichtigt, deutlich zurück, während der Finanzierungssaldo des Staates eine leichte Zunahme verzeichnete.

Warenströme und Handelsbilanz

Die deutschen Außenhandelsaktivitäten nahmen im Jahr 2017 deutlich Fahrt auf. Die Ausfuhren profitierten von der Festigung des weltweiten Konjunkturaufschwungs. Im Ergebnis stiegen die preisbereinigten Warenausfuhren um 4¼%, nach 1¾% im Jahr 2016. In nominaler Rechnung war die Tempoverstärkung aufgrund der Vorzeichenumkehr bei der Entwicklung der Außenhandelspreise noch deutlich größer. Den Herstellern im Ausland kam der starke Anstieg der Binnennachfrage in Deutschland erheblich zugute. Zusätzlichen Schwung gab den Einfuhren die schnellere Gangart der Exporte, die ebenso wie die Ausrüstungsinvestitionen einen hohen Importgehalt aufweisen. Die Warenimporte expandierten preisbereinigt etwa ebenso kräftig wie die Ausfuhren. Dem Wert nach stiegen die Einfuhren wegen des insgesamt größeren Preisanstiegs vor allem bei Energie und Erzeugnissen auf den vorgelagerten Produktionsstufen mit 8¼% stärker als die Ausfuhren. Infolgedessen verminderte sich der Außenhandelsüberschuss das erste Mal seit dem Jahr 2009 leicht um 4 Mrd € auf 244½ Mrd €.

Außenhandel expandierte kräftig

Die Warenexporte in die Länder innerhalb und außerhalb der Europäischen Union (EU) belebten sich im Jahr 2017 im Vorjahresvergleich nach spürbar schwächerer Entwicklung im vorangegangenen Jahr deutlich. Bei den Ausfuhren in die EU-Länder liefen die Geschäfte mit den mittel- und osteuropäischen Mitgliedstaaten, die nicht dem Euroraum angehören, wie in den Jahren zuvor besonders gut. Die Ausfuhren in den Euroraum zogen auch aufgrund der dort breit angelegten Wachstumsverstärkung ebenfalls kräftig an. Bei den Haupthandelspartnern wurden dabei durchweg starke Exportzuwächse verbucht, wobei das Plus bei den Niederlanden am größten war. Kräftige Steigerungen gab es generell auch im Handel mit den kleineren Euro-Ländern, allen voran Irland und Finnland. Dem-

Starke Belebung der Lieferungen in die EU-Länder ...

³ Vgl. hierzu auch die Erläuterungen auf S. 20 ff.

gegenüber gingen die Ausfuhren ins Vereinigte Königreich dem Wert nach erneut spürbar zurück. Dämpfend dürfte dabei auch die deutliche Aufwertung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling gewirkt haben. Möglicherweise stand dort zudem die Anhebung der Kfz-Steuer für Neuwagen vom Frühjahr dem Erwerb von Importautos entgegen.

... sowie in die Staaten außerhalb der EU

Die Dynamik der wertmäßigen Ausfuhren in Staaten außerhalb der EU hielt im Jahr 2017 erstmals seit einiger Zeit wieder mit der Entwicklung der Lieferungen in die EU Schritt. Besonders erfreulich liefen die Geschäfte der deutschen Wirtschaft mit Schwellenländern. In Russland zogen die Verkäufe von deutschen Erzeugnissen nach vier Jahren mit zumeist großen Einbußen markant an. Die Exporte nach China stiegen im Zuge des zyklischen Aufschwungs der chinesischen Wirtschaft ebenfalls ausgesprochen kräftig. Auch die Lieferungen in die süd- und ostasiatischen Schwellenländer expandierten beträchtlich. Eine hohe Dynamik wiesen zudem die Exporte in die Industriestaaten außerhalb der EU auf. Die Lieferungen in die Schweiz und nach Japan wurden erheblich ausgeweitet. Der Absatz in den Vereinigten Staaten erhöhte sich nach spürbarem Rückgang im Jahr zuvor wieder stark. Unterdurchschnittlich stiegen die Ausfuhren in die neuen Industrieländer Asiens. Demgegenüber gingen die Exporte in die OPEC-Staaten kräftig zurück. Dabei schränkten dort wohl auch die im langjährigen Vergleich niedrigen Ölpreise die Möglichkeiten des Petro-Dollar-Recyclings ein.

Nachfrageschub für breites Exportwarensortiment

Die deutsche Exportwirtschaft profitierte über die verschiedenen Wirtschaftsbereiche hinweg vom Nachfrageschub aus dem Ausland. Die Verkäufe von Konsum- und Vorleistungsgütern nahmen preisbereinigt mit 8% beziehungsweise 6¾% erheblich zu. Die global anziehenden Investitionsaktivitäten sorgten zudem dafür, dass sich die Exporte von Ausrüstungsgütern nach dem verhaltenen Wachstum im Vorjahr sehr deutlich ausweiteten. Dazu trug nicht nur der starke weltweite Industrieaufschwung bei; steigende Weltmarktpreise für Rohstoffe be-

Außenhandel nach Regionen

in %

Ländergruppe/Land	Anteile		Veränderung gegenüber Vorjahr	
	2017	2015	2016	2017
Ausfuhr				
Euroraum	36,9	4,9	1,6	7,0
Übrige EU	21,7	10,1	2,3	5,1
darunter:				
Vereinigtes Königreich	6,6	12,4	- 3,5	- 1,8
Mittel- und ost-europäische EU-Länder ¹⁾	11,6	9,8	5,2	9,4
Schweiz	4,2	6,2	2,2	7,7
Russland	2,0	- 25,9	- 0,6	20,2
USA	8,7	18,6	- 6,1	4,4
Japan	1,5	0,3	7,9	6,7
Neue Industrieländer Asiens ²⁾	3,0	8,8	1,4	1,9
China	6,7	- 4,1	6,7	13,3
Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾	2,2	4,5	1,4	10,0
OPEC	2,4	8,3	- 5,6	- 11,8
Alle Länder	100,0	6,2	0,9	6,2
Einfuhr				
Euroraum	36,9	1,7	0,6	6,4
Übrige EU	20,2	5,7	3,1	8,6
darunter:				
Vereinigtes Königreich	3,6	- 0,3	- 7,2	4,2
Mittel- und ost-europäische EU-Länder ¹⁾	13,9	9,2	6,8	10,0
Schweiz	4,4	6,8	4,3	4,1
Russland	3,0	- 21,5	- 12,0	18,7
USA	5,9	22,4	- 3,7	5,3
Japan	2,2	6,2	8,6	4,5
Neue Industrieländer Asiens ²⁾	2,8	8,3	- 0,9	22,6
China	9,7	15,2	2,4	6,7
Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾	3,9	14,5	4,4	11,5
OPEC	0,9	- 31,7	- 17,8	39,3
Alle Länder	100,0	4,3	0,6	8,3

¹ Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Tschechien, Ungarn.
² Hongkong, Singapur, Südkorea, Taiwan. ³ Indien, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand, Vietnam.
 Deutsche Bundesbank

Zur Entwicklung der Ersparnis der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Deutschland

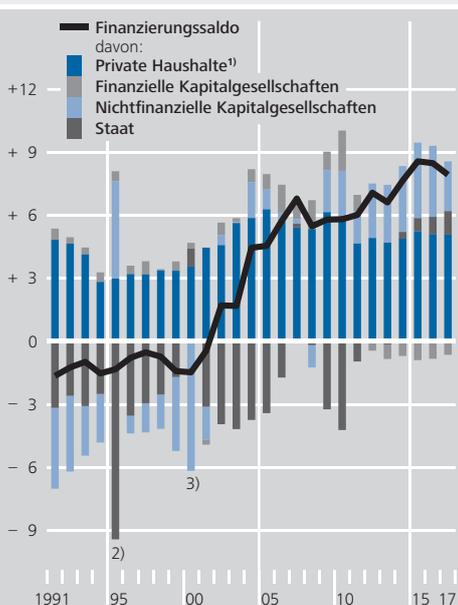
Die hohen Ersparnisse des deutschen Unternehmenssektors sind in den vergangenen Jahren in den Blickpunkt der wirtschaftspolitischen Diskussion gerückt. Die deutschen nichtfinanziellen Unternehmen treten in ihrer Gesamtheit seit mehr als einem Jahrzehnt als Nettokreditgeber auf. Dabei lag dem Anstieg des Finanzierungssaldos der Unternehmen seit der Jahrtausendwende größtenteils vermehrte Ersparnisbildung zugrunde, während die Nettoinvestitionen relativ zur Bruttowertschöpfung der Unternehmen lediglich leicht rückläufig waren. Zum einen könnte die damit einhergehende Veränderung in der Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Unternehmen Auswirkungen auf die Transmission der Geldpolitik haben.¹⁾ Zum anderen wird vermutet, dass die zunehmenden Unternehmensersparnisse

zum Aufbau des aktuell hohen deutschen Leistungsbilanzüberschusses beigetragen haben, der definitorisch der Differenz aus gesamtwirtschaftlicher Ersparnis und gesamtwirtschaftlichen Investitionen entspricht.²⁾

Zur Einordnung des Ausmaßes des kräftigen Sparens der deutschen Unternehmen kann ein Vergleich mit der Ersparnis der übrigen inländischen Sektoren sowie der Unternehmen in den anderen Ländern des Euroraums beziehungsweise der Europäischen Union (EU) herangezogen werden. Eine Zerlegung der Unternehmensersparnis in ihre Komponenten im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) kann darüber hinaus Hinweise liefern, welche Einflussfaktoren den in den vergangenen Jahren vermehrten Sparanstrengungen der Unternehmen zugrunde lagen.

Sektorale Finanzierungssalden in Deutschland

in % des BIP



1 Einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck. **2** Sondereffekt vor allem aufgrund der Übernahme der Treuhandschulden durch den Staat. **3** Sondereffekt aufgrund der Versteigerung von UMTS-Lizenzen.
 Deutsche Bundesbank

Sektorale Beiträge zum gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo

Der Finanzierungssaldo der deutschen Wirtschaft gegenüber der übrigen Welt stieg seit Beginn der letzten Dekade stark an. Während er im Zeitraum der Jahre 1991 bis 2000 im Mittel ein Minus von etwa 1¼% des

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Entwicklung der Unternehmensfinanzierung im Euroraum seit der Finanz- und Wirtschaftskrise, Monatsbericht, Januar 2018, S. 57–76.

2 Diese kann rechnerisch den inländischen Sektoren Finanzielle Kapitalgesellschaften, Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, Private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck sowie Staat zugeordnet werden. Die sektoralen Finanzierungssalden, welche neben der Differenz aus Ersparnis und Investitionen Vermögensübertragungen berücksichtigen, spiegeln den rechnerischen Beitrag der jeweiligen Sektoren zum gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo wider, welcher näherungsweise dem Leistungsbilanzsaldo entspricht.

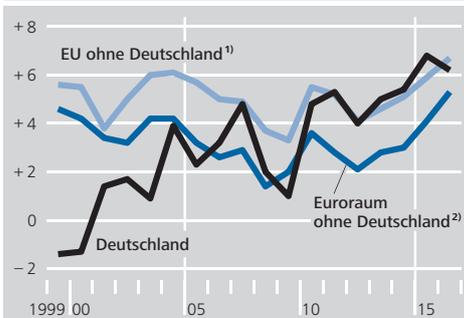
Bruttoinlandsprodukts (BIP) aufwies, belief er sich seit dem Jahr 2011 auf über 6% des BIP.³⁾ Die privaten Haushalte wiesen in den vergangenen zwei Dekaden zwar wie üblich den größten Finanzierungsüberschuss auf; seit Anfang der 2000er Jahre veränderte er sich allerdings kaum. Der größte Teil der Zunahme des gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschusses war hingegen auf den Finanzierungssaldo der Nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (NFKG) zurückzuführen. Auch der kräftige Abbau der Finanzierungslücke des Staates, die sich im Jahr 2014 in einen Finanzierungsüberschuss wandelte, trug zum Aufbau des aktuell recht hohen gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldos bei.

Unternehmensersparnis in Deutschland im europäischen Vergleich

Zu Beginn der vergangenen Dekade lag die Unternehmensersparnis⁴⁾ in Deutschland relativ zur Bruttowertschöpfung des Unternehmenssektors deutlich unterhalb der durchschnittlichen Quote in den übrigen Ländern des Euroraums beziehungsweise der EU.⁵⁾ Während in Deutschland bis zum Jahr 2007 ein starker Aufwärtstrend der Unternehmensersparnis zu beobachten war, gab die durchschnittliche Sparquote der NFKG in den übrigen Ländern in der Tendenz nach. Im Ergebnis näherten sich die Sparquoten stark an. Seit Ende der 2000er Jahre entwickelten sich die Sparquoten der NFKG in Deutschland und den übrigen Ländern der EU und des Euroraums mehr oder weniger gleichförmig. Während sich der Aufwärtstrend in Deutschland, abgesehen von der Unterbrechung während der großen Rezession der Jahre 2008/2009, fortsetzte, kam es in den anderen Ländern zu einem Umschwung im Sparverhalten der nichtfinanziellen Unternehmen und einem Anstieg der Nettoersparnis. Dabei dürften in diesen Ländern Aufholeffekte nach der

Nettoersparnis der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften¹⁾

in % ihrer Bruttowertschöpfung



Quelle: Eurostat und eigene Berechnungen. * Gewichtung anhand der Bruttowertschöpfung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften der jeweiligen Länder. 1 Ohne Kroatien, Malta, Rumänien, Ungarn und Zypern. 2 Ohne Malta und Zypern.
 Deutsche Bundesbank

Phase rückläufiger Unternehmensersparnis vor der Krise eine Rolle gespielt haben. In Deutschland erreichte die Ersparnis der deutschen Unternehmen im Jahr 2015 ihren jüngsten Höchststand. Seitdem hat sie sich etwas zurückgebildet. Im Ergebnis reicht die Unternehmensersparquote in den übrigen Ländern des Euroraums, die seit dem Jahr 2010 etwas niedriger als in Deutschland war, mittlerweile wieder an den Wert in Deutschland heran.

3 Kleinere rechnerische Abweichungen zwischen dem Leistungsbilanzsaldo einschl. der Vermögensübertragungen und dem gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldo sind darauf zurückzuführen, dass teilweise auf unterschiedliche statistische Quellen zurückgegriffen wird, verschiedene Rechenwege beschritten werden und die Revisionspraxis in den beiden Rechenwerken nicht identisch ist.

4 In den VGR wird die Nettoersparnis des Unternehmenssektors definiert als einbehaltene Gewinne nach Abzug von Steuern und Hinzurechnung von Nettotransfers. Bei der Bruttoersparnis werden zusätzlich noch Abschreibungen hinzugezählt. Die Ausführungen in diesen Erläuterungen beziehen sich auf die Nettogröße.

5 Zur Aggregation der Angaben für die übrigen Länder des Euroraums bzw. der EU dient die Bruttowertschöpfung der NFKG der jeweiligen Länder als Gewicht. Aus Konsistenzgründen gehen nur Länder in die Berechnung ein, für welche Daten für den kompletten Zeitraum der Jahre 1999 bis 2016 vorliegen. Nicht berücksichtigt werden somit Kroatien, Malta, Rumänien, Ungarn und Zypern.

Veränderung der Ersparnis nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in Deutschland *)

in % der Bruttowertschöpfung

Position	1999 bis 2017	1999 bis 2007	2007 bis 2017
Abschreibungen	0,4	0,1	0,3
Arbeitnehmerentgelte	2,4	5,9	- 3,6
Empfangene Zinsen	0,6	1,7	- 1,1
Empfangene Ausschüttungen und Entnahmen	0,9	1,7	- 0,8
Empfangene reinvestierte Gewinne aus Direktinvestitionen	0,9	1,4	- 0,5
Geleistete Zinsen	2,5	0,5	2,0
Geleistete Ausschüttungen und Entnahmen	1,0	- 6,1	7,1
Geleistete reinvestierte Gewinne aus Direktinvestitionen	- 0,6	- 0,2	- 0,4
Andere Faktoren	- 2,5	- 1,9	- 0,6
Nettoersparnis	5,6	3,2	2,4

* Als Intervallgrenzen werden Dreijahresdurchschnitte zur Glättung möglicher zyklischer Effekte verwendet. Die angegebenen Jahreszahlen bezeichnen das letzte Jahr des jeweiligen Dreijahreszeitraums.

Deutsche Bundesbank

Komponenten der Unternehmensersparnis

Die seit dem Jahr 1999 trendmäßig gestiegene Ersparnis der Unternehmen in Deutschland (in Relation zu ihrer Bruttowertschöpfung) ist in diesem Zeitraum rechnerisch zum größten Teil auf den abnehmenden Beitrag der Arbeitnehmerentgelte, die gesunkenen Zinskosten sowie gedämpftes Ausschüttungsverhalten der Unternehmen zurückzuführen.

Die Beiträge der einzelnen Erklärungsfaktoren variieren in ihrer Richtung zwischen den Zeiträumen vor und nach der Finanzkrise der Jahre 2007/2008. Beispielsweise schlug sich die Lohnmoderation in Deutschland deutlich in einem rückläufigen Beitrag der Arbeitnehmerentgelte zu den Aufwendungen nieder und wirkte damit positiv auf die Unternehmensersparnis im Zeitraum bis zum Jahr 2007. Das seitdem wieder etwas höhere Lohnwachstum dämpfte hingegen die Unternehmensersparnis. Demgegenüber stellen die ab dem Jahr 2007 relativ zur Bruttowertschöpfung der Unternehmen rückläufigen geleisteten Ausschüttungen und Entnahmen den wichtigsten Faktor für den Anstieg der Unternehmensersparnis in

Deutschland dar, während sie auch aufgrund der verbesserten Profitabilität der Unternehmen im Zeitraum davor ersparnismindernd wirkten. Der Beitrag der rückläufigen Zinskosten konzentrierte sich indes auf die Periode der expansiven geldpolitischen Maßnahmen nach Beginn der Finanzkrise.

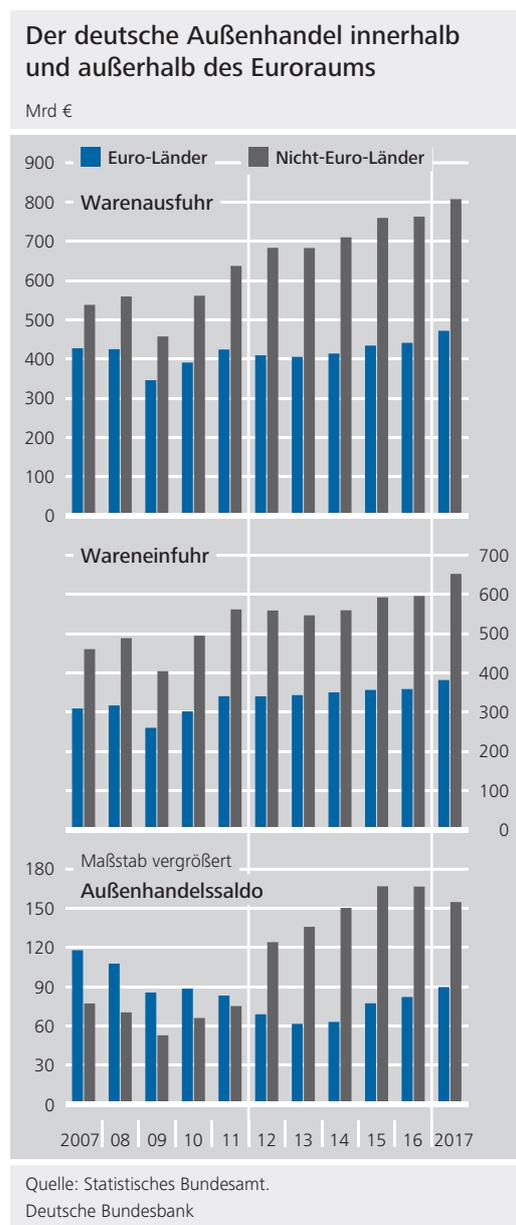
günstigen darüber hinaus in rohstoffexportierenden Ländern die Beschaffung von Ausrüstungsgütern. Die Maschinenbauer steigerten ihre Ausfuhren preisbereinigt beträchtlich. Die Ausfuhren von DV-Geräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen und elektrischen Ausrüstungen nahmen ebenfalls sehr stark zu. Die Exportzuwächse bei Kraftwagen und Kraftwagenteilen blieben hingegen – wie bereits im Jahr zuvor – hinter der durchschnittlichen Exportdynamik der Waren insgesamt zurück und reichten auch nicht an die Steigerungsraten der für die Automobilindustrie sehr erfolgreichen Jahre 2014 und 2015 heran. Dabei spielte eine Rolle, dass die Geschäfte auf den wichtigen Absatzmärkten im Vereinigten Königreich und in den USA, die im Jahr 2016 jeweils etwa ein Achtel der deutschen Kfz-Exporte abgenommen hatten, weiterhin nicht in Tritt kamen.

Umfangreiche Importpalette gefragt

Die lebhaft Konsum- und Investitionskonjunktur in Deutschland und indirekt auch das Exportwachstum richtete sich ebenfalls auf ein breites Warensortiment der ausländischen Anbieter. Sowohl die Einfuhren von Konsum- und Investitionsgütern als auch die Importe von Vorleistungsgütern stiegen preisbereinigt um mehr als 7% und damit ausgesprochen kräftig. Besonders hohe Zuwächse verzeichneten erneut die ausländischen Lieferanten von pharmazeutischen Produkten und von Kraftwagen und Kraftwagenteilen. Zudem wurde der verstärkte Ausrüstungsbedarf in Deutschland durch eine beträchtliche Ausweitung der Käufe von klassischen Investitionsgütern, wie Maschinen, bei ausländischen Herstellern gedeckt. Die Einfuhren von DV-Geräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen erhöhten sich ebenfalls sehr stark. Ganz erheblich nahmen dem Wert nach auch die Einfuhren von Energieprodukten zu, was jedoch zum größten Teil auf Preiseffekte zurückzuführen war; mengenmäßig war hier die Zunahme vergleichsweise gering.

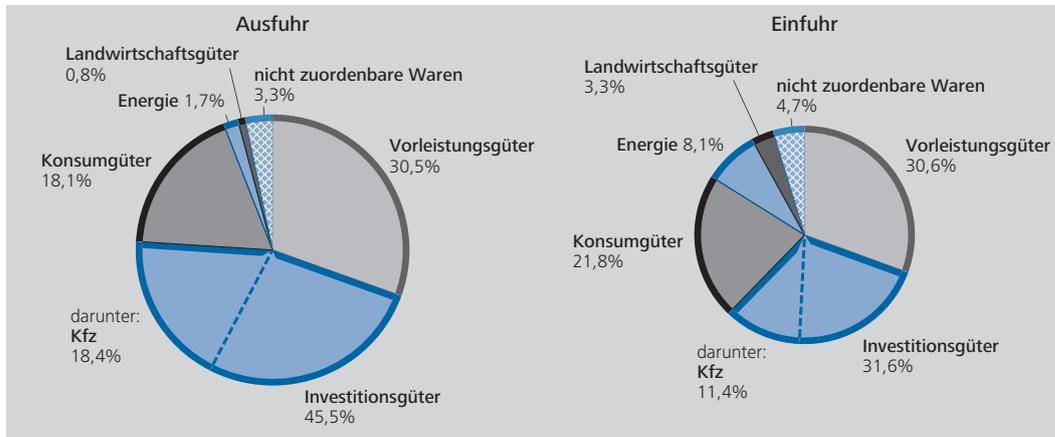
Regional breiter Zuwachs bei den Einfuhren

Aus regionaler Sicht expandierten sowohl die nominalen Einfuhren aus der EU als auch aus den übrigen Ländern außerordentlich kräftig. Relativ stark wurden dabei wie in den Vorjahren



die Importe aus den mittel- und osteuropäischen EU-Staaten, die nicht dem Euroraum angehören, gesteigert. Zudem erhöhten sich die Einfuhren aus dem Vereinigten Königreich deutlich, nach mehrjährigem Rückgang zuvor. Die Hersteller in den Euro-Ländern profitierten erheblich von der konjunkturbedingt zunehmenden Importnachfrage in Deutschland. In preisbereinigter Rechnung stiegen die Einfuhren zwar nicht ganz so stark wie im Jahr 2016, dies war jedoch im Wesentlichen dem Rückgang bei Erzeugnissen des sonstigen Fahrzeugbaus ge-

Außenhandel nach ausgewählten Warengruppen im Jahr 2017



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

schuldet.⁴⁾ Abgesehen davon weiteten die wichtigsten Euro-Handelspartner ihre Lieferungen an deutsche Kunden sehr kräftig aus, im Ergebnis vor allem Spanien und die Niederlande. Auch die meisten kleineren Länder steigerten ihre Lieferungen deutlich. Die Hersteller in Griechenland konnten ihre Exporte nach Deutschland allerdings nicht weiter ausbauen. Zudem verzeichneten die Einfuhren aus Staaten mit bedeutendem Anteil von Energieprodukten im Sortiment, wie Russland und die OPEC-Staaten, hohe Zuwächse, zu denen die Verteuerung der Energieprodukte erheblich beitrug. Kräftig gesteigert wurden auch wieder die Importe aus den USA, die zuvor zurückgegangen waren, sowie die Lieferungen aus der Schweiz. Die Einfuhren aus Süd- und Ostasien, China und aus Japan legten ebenfalls stark zu. Dabei nahmen die neuen Industriestaaten einen Spitzenplatz ein. Zudem konnten vor allem die Schwellenländer in dieser Region die Lieferungen nach Deutschland erheblich ausweiten.

Die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen im Einzelnen

Das Dienstleistungsgeschäft Deutschlands mit dem Ausland weist traditionell ein Defizit auf, das sich im Jahr 2017 auf 16 Mrd € belief. Es fiel damit um 4 Mrd € kleiner aus als ein Jahr zuvor.

Fehlbetrag in Dienstleistungsbilanz verringert

Ausschlaggebend dafür war, dass in einem Umfeld weltweit guter Konjunktur die Einnahmen aus dem Ausland kräftiger stiegen als die Ausgaben Gebietsansässiger für Dienstleistungen gebietsfremder Anbieter.

In den einzelnen Teilbereichen der Dienstleistungsbilanz kam es im Vergleich zum Jahr 2016 zu lediglich moderaten Verschiebungen. Gleichwohl erhöhten sich sowohl auf der Einnahmenseite als auch auf der Ausgabenseite die Beiträge der unternehmensbezogenen und an der Konjunkturentwicklung orientierten Bereiche des Dienstleistungsaustausches überdurchschnittlich. Die traditionell sehr hohen Umsätze der deutschen Unternehmen im Rahmen des internationalen Transportgeschäftes wuchsen im Berichtsjahr entsprechend der Konjunkturentwicklung sehr stark. Dabei ermäßigte sich der Fehlbetrag der bereits seit vielen Jahren defizitären Teilbilanz, da die Erträge schneller zunahmen als die Ausgaben. Einige wissensbasierte Dienstleistungen wiesen ebenfalls überproportionale Zuwächse im internationalen Austausch auf, die zu einer leichten Verbesserung der Teilbilanzen im Be-

Hohe Dynamik grenzüberschreitender gewerblicher und unternehmensbezogener Dienstleistungen

⁴ Bei diesen Erzeugnissen spielen vor allem Schiffe, Schienenfahrzeuge, im Wesentlichen aber Luft- und Raumfahrzeuge, die zudem aufgrund des europäischen Produktionsverbundes die bilateralen Außenhandelsströme der daran beteiligten Länder in besonderem Maße beeinflussen, eine prägende Rolle.

reich Forschung und Entwicklung sowie Nutzung geistigen Eigentums führten. Bei den Fertigungsdienstleistungen sowie den technischen und sonstigen Dienstleistungen fehlte die Dynamik auf der Einnahmenseite, wodurch sich die Salden hier etwas verschlechterten. Die vor einigen Jahren kräftig gewachsenen grenzüberschreitenden Umsätze bei freiberuflichen und Managementdienstleistungen – hierzu zählen auch die seit Langem in der Leistungsbilanz defizitären kaufmännischen Dienstleistungen – stiegen wie im Jahr 2016 nur wenig bei gleichwohl leicht verringertem Fehlbetrag.

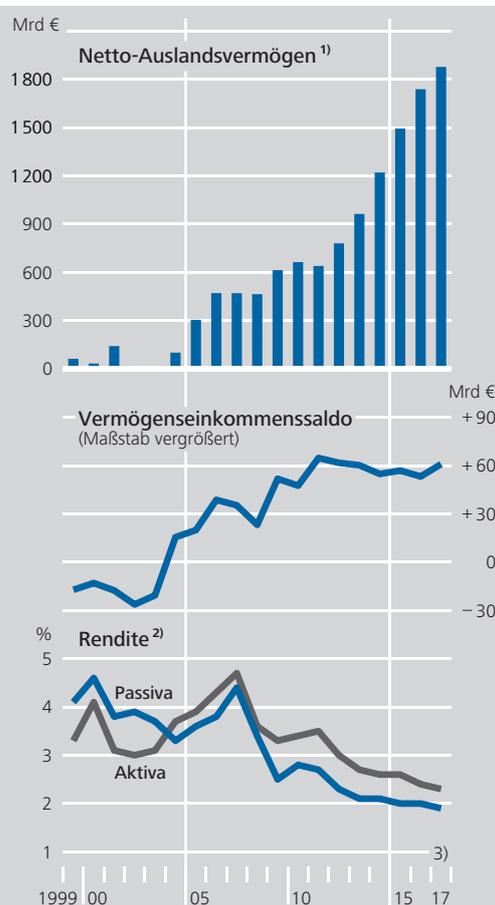
Kein Zuwachs bei finanziellen Dienstleistungen, Reiseverkehr mit moderaten Wachstumsraten

Dienstleistungsbereiche mit lediglich mittelbaren Verknüpfungen zum Produzierenden Gewerbe wuchsen im Jahr 2017 im Vorjahresvergleich nur wenig oder gar nicht. Grenzüberschreitende Versicherungs- und Finanzdienstleistungen waren im Berichtsjahr weniger gefragt als ein Jahr zuvor; die aus deutscher Sicht erwirtschafteten Überschüsse erhöhten sich geringfügig. Im Kultur- und Freizeitbereich kam es durch einen Sondereffekt zum Jahresende 2017 statt der sonst üblichen leicht negativen Bilanz zu einem Überschuss. Die größte Bilanzposition innerhalb der Dienstleistungen, das Defizit in der Bilanz des grenzüberschreitenden Reiseverkehrs, erhöhte sich nur wenig auf knapp 39 Mrd €. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich die Ausgaben der Inländer im Ausland etwas stärker erhöhten als die Einnahmen von Gebietsansässigen aus dem Reiseverkehr von Ausländern. Dabei stiegen auf der Ausgabenseite sowohl die Aufwendungen für Privatreisen – nicht zuletzt infolge der kräftigen Einkommenssteigerungen der Inländer in den letzten Jahren – wie auch für Geschäftsreisen spürbar an. Davon profitierten insbesondere Spanien, Griechenland und Österreich, einige osteuropäische EU-Mitgliedstaaten sowie asiatische Reiseziele.

Überschuss bei Vermögenseinkommen erheblich gestiegen

Aus grenzüberschreitenden Primäreinkommen erzielte Deutschland im vergangenen Jahr einen Überschuss von gut 67 Mrd €. Mit einem Plus von 6½ Mrd € wurde der Rückgang aus dem Jahr 2016 wettgemacht. Dominiert wird die

Wichtige Kenngrößen zum grenzüberschreitenden Vermögenseinkommenssaldo



1 Direktinvestitionen, Wertpapiere, übrige Kapitalanlagen und Währungsreserven. Ohne Finanzderivate. **2** Renditen entsprechend der Relation der Vermögenseinkommen bzw. -ausgaben zum Jahresdurchschnittsbestand des Auslandsvermögensstatus. **3** Für den Auslandsvermögensstatus Endstand 3. Vj. 2017. Deutsche Bundesbank

Bilanz von den Vermögenseinkommen, deren Nettoerträge im Jahr 2017 auf knapp 69 Mrd € zunahmen. Zu dem verbesserten Ergebnis trugen sowohl höhere Erträge als auch verringerte Aufwendungen bei. Die Netto-Auslandsvermögensposition Deutschlands erhöhte sich auch im Berichtsjahr weiter, wobei ein positiver Akkumulationseffekt zu Buche schlug. Dämpfend wirkte dagegen, dass das Renditeniveau insgesamt nochmals leicht niedriger ausfiel als ein Jahr zuvor. Im Gegensatz zum Jahr 2016 sank im vergangenen Jahr die Rendite der Passiva etwas stärker als die der Aktiva, wodurch sich das Ertragsdifferenzial zugunsten Deutsch-

lands entwickelte.⁵⁾ Die verbesserte Vermögensbilanz basierte im Wesentlichen auf gestiegenen Erträgen aus Direktinvestitionen, wobei diese nach bisherigem Datenstand nicht nach Deutschland überführt wurden, sondern im Ausland verblieben. Die Einnahmen- wie die Ausgabenseite bei grenzüberschreitenden Wertpapieranlagen der Inländer fiel jeweils kürzer aus, wobei die Nettoerträge aus deutscher Sicht deutlich stiegen. Dagegen verschlechterte sich die Position der Netto-Zinserträge erheblich, da die Ausgaben höher und die Einnahmen niedriger ausfielen als ein Jahr zuvor.

Fehlbetrag bei den Sekundäreinkommen wegen Sondereffekten kräftig gestiegen

Das Defizit in der Bilanz der grenzüberschreitenden Sekundäreinkommen erreichte im Jahr 2017 einen Wert von über 54 Mrd €. Damit wurde der Fehlbetrag des Jahres 2016 von 40 Mrd € erheblich übertroffen. Die Zunahme ist Sondereffekten bei den privaten Übertragungen an das Ausland ohne direkte Gegenleistung zuzuordnen. Die persönlichen Übertragungen an das Ausland – hier werden vor allem Heimatüberweisungen gebucht – stiegen vorläufigen Angaben zufolge ebenfalls an. Die Dimension der Zahlungen insgesamt wie auch der Zunahme ist jedoch verhältnismäßig klein. Darüber hinaus kam es im Vergleich zum Jahr 2016 nur zu geringen Bewegungen sowohl hinsichtlich der weiteren privaten Einnahmen wie auch Ausgaben in der Bilanz der Sekundäreinkommen bei kaum verändertem Saldo. Hierbei dominierten die Versicherungsbeiträge beziehungsweise Schadensregulierungen deutscher Rückversicherer. Dagegen verbesserte sich der Saldo der staatlichen laufenden Übertragungen, da die Überweisungen an ausländische Stellen ohne direkte Gegenleistung – dazu gehören unter anderem Beiträge an den EU-Haushalt – etwas sanken. Die Übertragungen aus dem Ausland an den Staat blieben im Jahr 2017 gegenüber dem Vorjahr weitgehend unverändert.

■ Kapitalverkehr

Wertpapierverkehr

Im Wertpapierverkehr kam es im Jahr 2017 mit 200 Mrd € erneut zu hohen Netto-Kapitalexporten (2016: 206½ Mrd €). Wie im Jahr zuvor wurde der Saldo in etwa zu gleichen Teilen durch die hohe Nachfrage deutscher Investoren nach ausländischen Wertpapieren und den Rückgang deutscher Wertpapierbestände in ausländischen Portfolios getrieben.

Anhaltende Kapitalexporte im Wertpapierverkehr

Deutsche Investoren erwarben im vergangenen Jahr für 105 Mrd € ausländische Wertpapiere. Im Fokus standen hierbei Investmentzertifikate (47½ Mrd €), deren Anlageschwerpunkte breit gefächert sind und die typischerweise überwiegend von institutionellen Anlegern nachgefragt werden. Darüber hinaus kauften hiesige Investoren auch ausländische Aktien. Die Käufe fielen mit 14 Mrd € jedoch etwas niedriger aus als in den beiden Jahren zuvor, was mit der Aufwertung des Euro zu tun gehabt haben könnte, durch die Anlagen außerhalb des Euroraums – in Euro gerechnet – an Ertrag einbüßten. Bei den Investmentzertifikaten lag der regionale Schwerpunkt im Euroraum, allen voran Luxemburg, wo ein Großteil der Gesellschaften der in Deutschland vertriebenen Fonds ihren Sitz haben. Die regionale Zuordnung der erworbenen Investmentzertifikate gibt allerdings keine Auskunft über das eigentliche Anlageziel der Investoren. Die erworbenen Aktien stammten überwiegend aus Ländern außerhalb des Euroraums. Die wichtigsten Anlageziele waren das Vereinigte Königreich und Japan.

Hohe Nachfrage nach ausländischen Investmentzertifikaten, ...

Die Nachfrage nach ausländischen zinstragenden Wertpapieren lag im Jahr 2017 leicht unter dem Niveau des Vorjahres. Dabei erwarben heimische Anleger für 47 Mrd € ausländische Anleihen, während sie sich von Geldmarktpapieren

... während die Nachfrage nach ausländischen Schuldverschreibungen leicht fiel

⁵ Zur Grundtendenz vgl.: Deutsche Bundesbank, Effekte auf den grenzüberschreitenden Vermögenskommenssaldo: Vermögensakkumulation, Portfolioumschichtungen und Renditeveränderungen, Monatsbericht, März 2015, S. 86–90.

per saldo trennten (3½ Mrd €). Wie in den Jahren zuvor konzentrierten sich hiesige Anleger auf langfristige Schuldverschreibungen, die außerhalb des Euroraums emittiert wurden (43½ Mrd €). Dabei fragten sie einmal mehr vor allem Anleihen aus den USA nach. Allerdings fiel der Erwerb mit 9 Mrd € geringer als in den Vorjahren aus, wohingegen das Interesse an Anleihen aus Japan und China kräftig anstieg. Die Umschichtung zu Anleihen aus Staaten außerhalb des Euroraums ging jedoch nicht mit einer weiteren Gewichtsverschiebung der Nachfrage hin zu Fremdwährungsanleihen einher. Zwar war der Anteil der in Fremdwährung denominierten Anleihen historisch gesehen weiterhin recht hoch, jedoch erwarben deutsche Investoren – auch außerhalb des Euroraums – verstärkt Anleihen, die in Euro denominiert waren. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus nutzten offenbar viele Unternehmen aus Drittstaaten weiterhin die Möglichkeit, auf Euro lautende Anleihen zu begeben. Bei den Geldmarktpapieren wurden per saldo Papiere, welche im Euroraum emittiert worden waren, abgegeben und – in geringeren Ausmaß – „Kurzläufer“ von Emittenten außerhalb des Währungsraums gekauft.

Ausländische Investoren trennten sich per saldo von deutschen Anleihen

In umgekehrter Richtung trennten sich ausländische Anleger per saldo von deutschen Portfoliowerten in Höhe von 95 Mrd €. Gebietsfremde veräußerten in erster Linie Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand, was nicht zuletzt auf das Ankaufprogramm des Eurosystems (expanded Asset Purchase Programme: APP) zurückzuführen war. Mit 65½ Mrd € fielen die Nettoverkäufe deutscher Staatsanleihen jedoch deutlich niedriger aus als im Jahr zuvor (2016: 116 Mrd €). Eine Rolle dürfte dabei die Senkung des APP-Ankaufvolumens im April 2017 gespielt haben. Zudem war auch eine leichte Erholung der Renditen von Bundesanleihen zu beobachten.⁶⁾ Gebietsfremde Investoren trennten sich – trotz positiver Nettoemissionen – zudem

⁶ Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen stieg im Jahresverlauf um 5 Basispunkte auf durchschnittlich 0,3% im Dezember 2017.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2015 ¹⁾	2016 ¹⁾	2017 ¹⁾
I. Leistungsbilanz	+ 271,4	+ 268,8	+ 262,7
1. Warenhandel ¹⁾	+ 261,1	+ 268,0	+ 265,6
Ausfuhr (fob)	1 179,1	1 192,1	1 270,2
Einfuhr (fob)	918,0	924,1	1 004,6
nachrichtlich:			
Außenhandel ²⁾	+ 244,3	+ 248,9	+ 244,6
Ausfuhr (fob)	1 193,6	1 203,8	1 279,0
Einfuhr (cif)	949,2	954,9	1 034,4
2. Dienstleistungen ³⁾	- 16,9	- 19,9	- 16,1
darunter:			
Reiseverkehr	- 36,6	- 38,2	- 38,8
3. Primäreinkommen	+ 67,2	+ 60,6	+ 67,4
darunter:			
Vermögens-einkommen	+ 66,0	+ 60,9	+ 68,6
4. Sekundäreinkommen	- 40,0	- 39,9	- 54,1
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 0,5	+ 3,5	- 0,3
III. Saldo der Kapitalbilanz ⁴⁾	+ 239,4	+ 257,7	+ 275,7
1. Direktinvestitionen	+ 67,5	+ 31,2	+ 42,2
2. Wertpapieranlagen	+ 192,9	+ 206,7	+ 200,2
3. Finanzderivate ⁵⁾	+ 26,0	+ 32,5	+ 8,9
4. Übriger Kapitalverkehr ⁶⁾	- 44,8	- 14,4	+ 25,6
5. Währungsreserven ⁷⁾	- 2,2	+ 1,7	- 1,3
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ⁸⁾	- 32,5	- 14,6	+ 13,3

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 Mitarbeiteraktioptionen. 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.



das aufgrund des internationalen Finanzzentrums in London eine Sonderrolle einnimmt.

In den übrigen Segmenten des deutschen Wertpapierverkehrs kam es ebenfalls zu Netto-Kapitalexporten. Ausländische Halter veräußerten sowohl hiesige Aktien (für 1 Mrd €) als auch Investmentfondsanteile (für 3 ½ Mrd €). Ebenso wie bei den Schuldverschreibungen reduzierten Anleger aus dem Währungsraum ihr Engagement, während Investoren von außerhalb des Euroraums – allen voran aus dem Vereinigten Königreich – deutsche Aktien erwarben.⁸⁾

Netto-Kapitalexporte bei den dividendentragenden Wertpapieren

Wie in den beiden Jahren zuvor war der deutsche Wertpapierverkehr damit auch 2017 durch das Wertpapierankaufprogramm des Eurosystems geprägt. Hinzu kamen die robuste Verfassung der Weltkonjunktur und nachgebende Unsicherheit, was den Risikoappetit der Anleger wieder etwas anregte. Als direkten Effekt des APP führten die Käufe der Bundesbank zu einem Abbau der deutschen Auslandsverbindlichkeiten in Form von Schuldverschreibungen und sorgten in diesem Segment somit für Kapitalexporte. Indirekte Effekte ergaben sich aus einer Umschichtung der Wertpapierhaltung („portfolio rebalancing“) deutscher Investoren, die ihr Engagement in heimischen, festverzinslichen Wertpapieren zugunsten ausländischer, dividendentragender Portfoliowerte reduzierten.

Deutscher Wertpapierverkehr auch 2017 unter dem Einfluss des APP

Bei den Finanzderivaten, die in der Zahlungsbilanz nur in einer Position ausgewiesen wer-

von privaten Anleihen (5 ½ Mrd €), und zwar fast ausschließlich von Unternehmensanleihen.

Dagegen Netto-Kapitalimporte bei Geldmarktpapieren

Ausländer erwarben 2017 hiesige Geldmarktpapiere privater Emittenten im Wert von 1 Mrd €. Kurzläufige Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand wurden hingegen in größerem Umfang abgegeben. Die Verkäufe und Tilgungen beliefen sich hier auf 21 Mrd €. Internationale Investoren trennten sich von diesen Papieren vor allem in den ersten Monaten des vergangenen Jahres, als die kurzfristigen Renditen deutscher Staatsanleihen zeitweise unter – 0,9% fielen.

Bestände sanken vor allem innerhalb des Euroraums

Bemerkenswert ist, dass sich Anleger aus dem Euroraum per saldo von deutschen Schuldverschreibungen trennten, während Anleger außerhalb des Währungsraums ihre Bestände erhöhten.⁷⁾ Dies galt sowohl für kurz- und längerfristige Papiere als auch für Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand und privater Emittenten. Eine hohe Nachfrage war erneut aus dem Vereinigten Königreich zu verzeichnen,

⁷ Die regionale Zuordnung des Wertpapierverkehrs ist stets mit Vorsicht zu interpretieren, weil auf der Passivseite nur die unmittelbaren Käufer und Verkäufer deutscher Wertpapiere erfasst werden. Da Wertpapiertransaktionen häufig über Geschäftsbanken an den internationalen Finanzzentren abgewickelt werden und als Empfänger von Tilgungszahlungen in der Regel die Wertpapierverwahrer in Erscheinung treten, lassen die registrierten Kapitalströme nicht immer den tatsächlichen Eigentümerwechsel erkennen. Allerdings deutet auch eine Auswertung der Wertpapierbestandsstatistik der ersten drei Quartale 2017 darauf hin, dass Ansässige des Euroraums sich im vergangenen Jahr von deutschen Schuldverschreibungen trennten.

⁸ Auch für die regionale Zuordnung von grenzüberschreitenden Transaktionen mit Aktien und Investmentzertifikaten gelten die Vorbehalte der eingeschränkten Interpretierbarkeit aufgrund der mangelnden Informationen über den tatsächlichen Eigentümer.

Bestimmungsfaktoren des grenzüberschreitenden Wertpapierverkehrs Deutschlands

Im Vergleich zur Leistungsbilanz und zur Kapitalbilanz als Ganzes sind die Salden einzelner Positionen der Kapitalbilanz deutlich volatil und ändern im Zeitverlauf zudem häufig ihr Vorzeichen. Ursächlich hierfür ist, dass Kapitalflüsse zum Teil sehr schnell auf sich ändernde (makro-)ökonomische Gegebenheiten und Risikoeinschätzungen der Marktteilnehmer reagieren. Dementsprechend ist es schwierig, eindeutige Bestimmungsfaktoren für Kapitalflüsse zu identifizieren – zumal sich der Einfluss einzelner Faktoren über die Zeit quantitativ wie auch qualitativ ändern kann.¹⁾ Um dennoch Aussagen über die Einflussgrößen treffen zu können, wird hier ein Ansatz verwendet, der die zeitliche Variation von geschätzten Parametern erlaubt.

Um die Bestimmungsfaktoren verschiedener Arten von Kapitalflüssen zu ermitteln, wird ein Modell mit zeitvariablen Parametern auf Grundlage des Kalman-Filters mithilfe der Maximum-Likelihood-Methode geschätzt.²⁾ Verschiedene Nettoströme y_t innerhalb der Kapitalbilanz werden auf Basis der folgenden Schätzgleichung modelliert:

$$y_t = \sum_{i=0}^n \beta_{i,t} x_{i,t-1} + \epsilon_t, \quad (1)$$

wobei $x_{i,t-1}$, $i = 0, 1, \dots, n$ die im nächsten Abschnitt spezifizierten exogenen Variablen beschreibt, darunter eine Konstante ($x_{0,t} \equiv 1$). Um das Problem der Endogenität der Regressoren abzumildern, werden die exogenen Variablen um eine Periode verzögert in das Modell aufgenommen.³⁾ Für den Störterm wird eine Normalverteilung unterstellt: $\epsilon_t \sim N(0, \sigma_\epsilon^2)$. Die zeitliche Variation der geschätzten Regressionskoeffizienten $\beta_{i,t}$ entsteht durch einen stochastischen Pro-

zess, der durch folgende Gleichung beschrieben wird:

$$\beta_{i,t} = \beta_{i,t-1} + \mu_{i,t}. \quad (2)$$

Die Regressionskoeffizienten folgen demnach jeweils einem Random-Walk-Prozess. Für den Störterm dieses Prozesses gilt ebenfalls die Normalverteilungsannahme: $\mu_{i,t} \sim N(0, \sigma_{\mu,i}^2)$; der Einfluss der Konstanten in dem Modell ist jedoch nicht zeitvariant. Da die Gleichung (2) für die Regressionskoeffizienten nicht beobachtbar ist, wird sie mithilfe des Kalman-Filters bestimmt. Über das Produkt $\beta_{i,t} x_{i,t-1}$ lässt sich anschließend der sich über die Zeit verändernde Erklärungsbeitrag der einzelnen Variablen zum betrachteten Kapitalfluss bestimmen. Auf diese Weise wird der Tatsache Rechnung getragen, dass die Marktakteure je nach Marktumfeld den verschiedenen Einflussvariablen eine unterschiedliche Bedeutung beimessen.

Mithilfe des hier vorgestellten Ansatzes wird der Einfluss verschiedener makroökonomischer Variablen auf die Kapitalbilanz für Deutschland untersucht. Die endogene Variable y_t umfasst entweder den gesamten Saldo im Wertpapierverkehr oder den Saldo

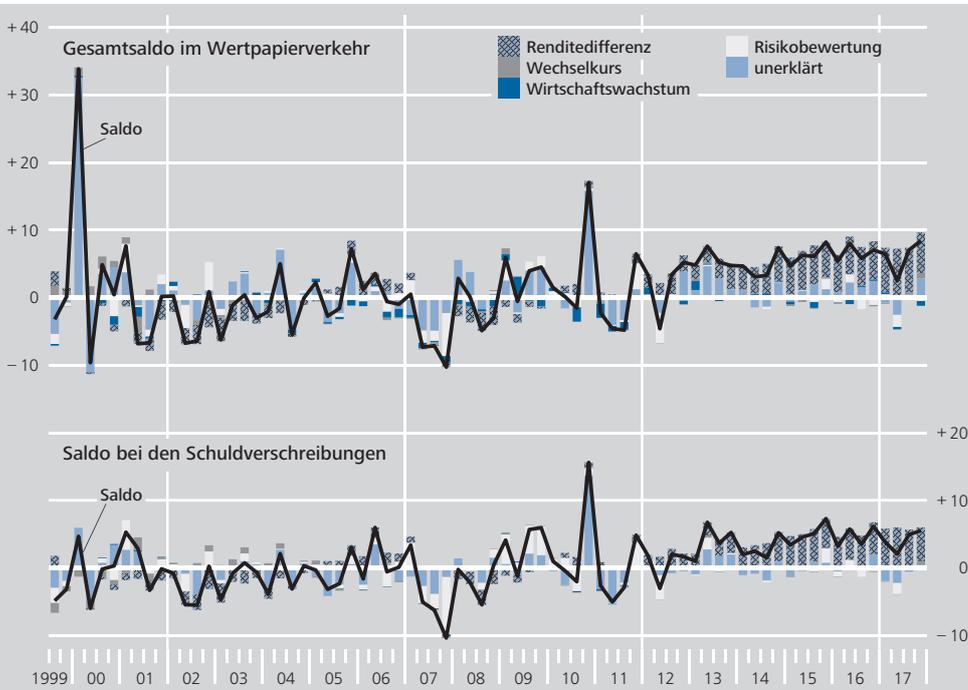
¹ Ein Überblick über die Literatur zu Bestimmungsfaktoren von Kapitalflüssen findet sich u. a. in: R. Koepke (2015), *What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature*, Working Paper, Institute of International Finance, Washington.

² Eine detaillierte Herleitung dieses Ansatzes findet sich u. a. in: H. Lütkepohl (2006): *New Introduction to Multiple Time Series Analysis*, Heidelberg: Springer Verlag, S. 611ff.

³ Die Ergebnisse sind robust gegenüber der Verwendung von zeitgleichen anstelle von verzögerten Regressoren.

Bestimmungsfaktoren des deutschen Wertpapierverkehrs³⁾

in % des BIP



* Netto-Kapitalexporte: +.
 Deutsche Bundesbank

bei den Schuldverschreibungen.⁴⁾ Als exogene Variablen $x_{i,t}$ fließen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, das Wirtschaftswachstum, die Veränderung der Risikobewertung an den Finanzmärkten sowie die Veränderung des nominalen effektiven Wechselkurses ein.⁵⁾ In der Literatur wurden diese Variablen als wichtige Erklärungsfaktoren für internationale Kapitalflüsse identifiziert.⁶⁾ Die Renditen und das Wirtschaftswachstum werden jeweils als Abweichung vom gewichteten Durchschnitt der entsprechenden Variablen für ausgewählte fortgeschrittene Volkswirtschaften ermittelt.⁷⁾

Das oben stehende Schaubild zeigt die Bestimmungsfaktoren des Saldos im deutschen Wertpapierverkehr insgesamt und des Saldos bei Schuldverschreibungen. Aus den beiden Abbildungen ist zu erkennen, dass die Netto-Kapitalexporte beider Kategorien in erste Linie durch Renditedifferenzen und

die Risikobewertung an den Finanzmärkten getrieben sind. Die Regressionskoeffizienten der Renditen (hier nicht abgebildet) haben das erwartete signifikante und negative Vorzeichen (d. h. ein Anstieg der relativen Ren-

4 Der Wertpapierverkehr wird in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt gemessen. Aufgrund der höheren Volatilität von Kapitalexporten und -importen liefert das hier genutzte Modell für Bruttoströme kein zufriedenstellendes Ergebnis. Die vorliegende Analyse konzentriert sich daher auf Nettoströme. Auch der Wertpapierverkehr mit Aktien lässt sich nur unzureichend erklären und wird hier nicht vorgestellt.

5 Das Wirtschaftswachstum wird durch die Veränderungsrate der Industrieproduktion approximiert. Die Risikobewertung beruht auf der Veränderungsrate des Volatilitätsindex VIX und die Wechselkursvariable auf dem nominalen effektiven Wechselkurs gegenüber sieben fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

6 Siehe hierzu Koepeke (2015), a. a. O.

7 Der Länderkreis umfasst Frankreich, Italien, Japan, Kanada, die USA und das Vereinigte Königreich. Für die Gewichtung werden um Kaufkraftunterschiede bereinigte Zahlen für das Bruttoinlandsprodukt verwendet. Die Daten liegen auf Quartalsbasis für den Zeitraum erstes Quartal 1999 bis viertes Quartal 2017 vor. Für die Industrieproduktion im vierten Quartal 2017 liegen lediglich Daten für Deutschland und die USA vor. Die fehlenden Werte wurden mithilfe eines ARIMA-Prozesses geschätzt.

reiten in Deutschland geht mit Netto-Kapitalzuflüssen einher). Für das Risikomaß ist das Vorzeichen der Koeffizienten a priori unbestimmt. Eine erhöhte Risikobewertung an den globalen Finanzmärkten kann mit Zu- oder Abflüssen im Kapitalverkehr einhergehen. Dies hängt maßgeblich davon ab, wie Investoren den Einfluss der Unsicherheit auf die jeweiligen Volkswirtschaften einschätzen.⁸⁾ Die geschätzten Koeffizienten wechseln daher auch mehrfach das Vorzeichen, wobei statistische Signifikanz nur im Fall negativer Koeffizienten erreicht wird. Letzteres lässt darauf schließen, dass Deutschland von internationalen Anlegern – vermutlich nicht zuletzt wegen der hohen Bedeutung von Bundesanleihen – als sicherer Hafen betrachtet wird und Safe-Haven-Flüsse zumindest zeitweise eine Rolle spielen.

Renditedifferenzen führten in den ersten fünf Jahren der Währungsunion und in den Jahren 2007 bis 2009 im Wertpapierverkehr zu Nettozuflüssen nach Deutschland. In beiden Zeiträumen waren die Renditen hierzulande im Vergleich zu anderen Industriestaaten relativ hoch. Insbesondere nach Ausbruch der globalen Finanzkrise, als die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen in den USA und in Großbritannien Druck auf die langfristigen Zinsen dort ausübten, hatte Deutschland im Wertpapierverkehr Kapitalzuflüsse zu verzeichnen. Seit 2012 sind die Renditen in Deutschland verhältnismäßig niedrig, was für sich genommen Kapitalabflüsse nach sich zog. Vor allem das Wertpapierankaufprogramm des Eurosystems ging mit einem deutlichen Renditerückgang im Euroraum einher. Die negativen Renditedifferenzen gegenüber anderen Industriestaaten ließen die deutschen Netto-Kapitalexporte im Wertpapierverkehr daher nochmals deutlich ansteigen.

Veränderungen der Risikobewertung an den Finanzmärkten scheinen vor allem in Perioden erhöhter Unsicherheit relevant zu sein. Im Zeitraum 2007/2008, als sich die internationale Finanzkrise zuspitzte, betrachteten Gebietsfremde Deutschland offenbar als sicheren Hafen. In der zweiten Jahreshälfte von 2009, als die globale Konjunktur begann, sich wieder zu stabilisieren, führte die wiedergewonnene Zuversicht an den globalen Finanzmärkten vor allem bei den Schuldverschreibungen per saldo zu Kapitalabflüssen. Aktuell sowie in den ersten acht Jahren der Währungsunion scheint eine Veränderung der Risikobewertung an den globalen Finanzmärkten hingegen keinen signifikanten Einfluss auf die deutschen Netto-Kapitalexporte zu haben.

Veränderungen des Wechselkurses waren in dem Modell lediglich in den ersten Jahren der Währungsunion von Bedeutung. Eine Aufwertung ging während dieser Zeit mit Netto-Kapitalexporten im gesamten Wertpapierverkehr, jedoch tendenziell mit Netto-Kapitalimporten bei den Schuldverschreibungen einher. Offensichtlich war während dieser Zeit die Möglichkeit von (kurzfristigen) Wechselkursgewinnen für Halter von Aktien ein wichtigeres Motiv als für Halter von Schuldverschreibungen. Dieser Zusammenhang verschwand jedoch in den Folgejahren.

Eine weniger prominente Rolle spielten Unterschiede im Wirtschaftswachstum. Für die deutschen Netto-Kapitalexporte im Wertpapierverkehr waren Wachstumsdiffe-

⁸ Idealerweise wären Maße zur relativen Risikoeinschätzung gegenüber dem betrachteten Ausland zu berücksichtigen. Es zeigt sich jedoch, dass aufgrund der hohen Korrelation inländischer Risiko-Proxies mit einem globalen Risikoindex solche Maße keine aussagekräftigen Ergebnisse liefern. Darüber hinaus ist zu beachten, dass insbesondere das verwendete Modell mit zeitvariablen Koeffizienten ohnehin einer über die Zeit veränderlichen relativen Risikoeinschätzung gegenüber dem Ausland Rechnung tragen kann.

renzen der Industrieproduktion lediglich in der ersten Hälfte des Beobachtungszeitraums relevant. In der Schätzung für den gesamten Wertpapierverkehr war der Regressionskoeffizient für das Wachstum der Industrieproduktion in diesem Zeitraum signifikant negativ – was auch dem erwarteten Vorzeichen entspricht. In der Schätzung für die Schuldverschreibungen, deren Nachfrage weniger von Wachstumseinflüssen geprägt sein dürfte als diejenigen von Aktien, war der Koeffizient dagegen nicht signifikant von null verschieden.

Die hohen Kapitalzuflüsse im ersten Quartal 2000 und im vierten Quartal 2010 kann das Modell nicht erklären. Beide Episoden waren von Sonderfaktoren geprägt: Im Frühjahr 2000 fand eine große Übernahme im Mobilfunksektor statt, die mit der Auflösung von Portfolioinvestitionen (zugunsten einer Direktinvestitionsbeziehung) einherging. Die

Abflüsse bei Schuldverschreibungen im Herbst 2010 sind auf die neu errichteten Abwicklungsgesellschaften zurückzuführen, denen Teile der ausländischen Geschäftsbereiche zweier deutscher Bankengruppen übertragen wurden.⁹⁾

⁹ Siehe auch: Deutsche Bundesbank, Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2000, Monatsbericht, März 2001, S. 63 ff.; und Deutsche Bundesbank, Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2010, Monatsbericht, März 2011, S. 11 ff.

Netto-Kapital- exporte bei den Finanzderivaten

den, kam es im vergangenen Jahr zu Netto-Kapitalexporten von 9 Mrd €. Damit fiel der Saldo deutlich geringer aus als im Jahr davor (2016: 32½ Mrd €). Die Kapitalabflüsse waren in etwa zu gleichen Teilen durch Termin-geschäfte und den Handel mit Optionen geprägt. Der grenzüberschreitende Terminhandel mit Strom und Gas, der statistisch ebenfalls unter den Finanzderivaten verbucht wird, führte zu Netto-Kapitalimporten in Höhe von 1½ Mrd €. Als Kontrahenten von grenzüberschreitend gehandelten Finanzderivaten traten im Inland vor allem Monetäre Finanzinstitute auf.

Direktinvestitionen

Trotz der robusten Weltkonjunktur und des sich erholenden Welthandels lagen die internationalen Direktinvestitionsströme im Jahr 2017 erneut unter dem Niveau des Vorjahres. Für diese Entwicklung war maßgeblich der markante Rückgang der Direktinvestitionen in die USA

und in das Vereinigte Königreich verantwortlich, der wiederum in beiden Ländern auf Sonderfaktoren zurückzuführen war. So verzeichneten die USA ungewöhnlich niedrige Nettozuflüsse aus Offshore-Finanzzentren, wie den Bermudas, oder auch aus Irland. Möglicherweise stand der Rückgang in Verbindung mit der Aussicht auf die Ende des vergangenen Jahres tatsächlich verabschiedete US-Steuerreform. Diese sieht erhebliche Steuervergünstigungen für die Rückführung von im Ausland einbehaltenen Gewinnen amerikanischer Direktinvestitionsunternehmen und die Verlagerung von Unternehmensstandorten in die USA vor. Die langfristigen Auswirkungen der Steuerreform auf die Direktinvestitionsbeziehungen der USA waren im Berichtsjahr noch nicht absehbar.⁹⁾ Der Vorjahresvergleich im Vereinigten

Internationale Direktinvestitionsströme trotz robuster Weltkonjunktur gesunken

⁹ Vgl.: UNCTAD, Global Investment Trends Monitor Nr. 28, Januar 2018; sowie UNCTAD, Global Investment Trends Monitor Nr. 29, Special Edition: Tax reforms in the United States: Implications for International Investment, Februar 2018.

Königreich wird hingegen durch einige großvolumige Firmenübernahmen im Jahr 2016 verzerrt, die damals zu einem überdurchschnittlich hohen Direktinvestitionsvolumen geführt hatten. Der Einbruch im vergangenen Jahr ist also nicht ohne Weiteres mit dem Austrittsgesuch des Vereinigten Königreichs aus der EU in Verbindung zu bringen. Die Direktinvestitionen in Schwellen- und Entwicklungsländer stiegen im Jahr 2017 geringfügig an, vor allem Zielländer in Asien und in Südamerika verzeichneten höhere Zuflüsse. Unter dem Strich dürften die Direktinvestitionstransaktionen nach Schätzungen der United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) 2017 gegenüber dem Vorjahr weltweit aber um etwa 16% auf 1,5 Billionen US-\$ gesunken sein.

Steigende internationale Kapitalverflechtung Deutschlands

Im Gegensatz zu dem in der Summe aller fortgeschrittenen Volkswirtschaften gesunkenen Direktinvestitionsvolumen wies Deutschland erneut einen Zuwachs der grenzüberschreitenden Kapitalverflechtung zwischen verbundenen Unternehmen aus. Dieser zeigte sich sowohl in einem intensiven Auslandsengagement heimischer Unternehmen als auch in einem regen Zufluss ausländischen Kapitals in hier ansässige Konzernteile.

Hohe deutsche Direktinvestitionen im Ausland

Deutschland verzeichnete 2017 im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalexporte in Höhe von 42 Mrd €, verglichen mit 31 Mrd € im Jahr davor. Der Anstieg war auf höhere deutsche Direktinvestitionen im Ausland zurückzuführen. Diese legten mit 112 Mrd € um mehr als ein Drittel gegenüber 2016 zu. Heimische Unternehmen erhöhten ihre Beteiligungen an ausländischen Töchtern um 71 Mrd €, wobei auch reinvestierte, also nicht ausgeschüttete, Gewinne eine Rolle spielten.¹⁰⁾ Der konzerninterne Kreditverkehr schlug per saldo mit einer Mittelvergabe von 40½ Mrd € zu Buche, wobei

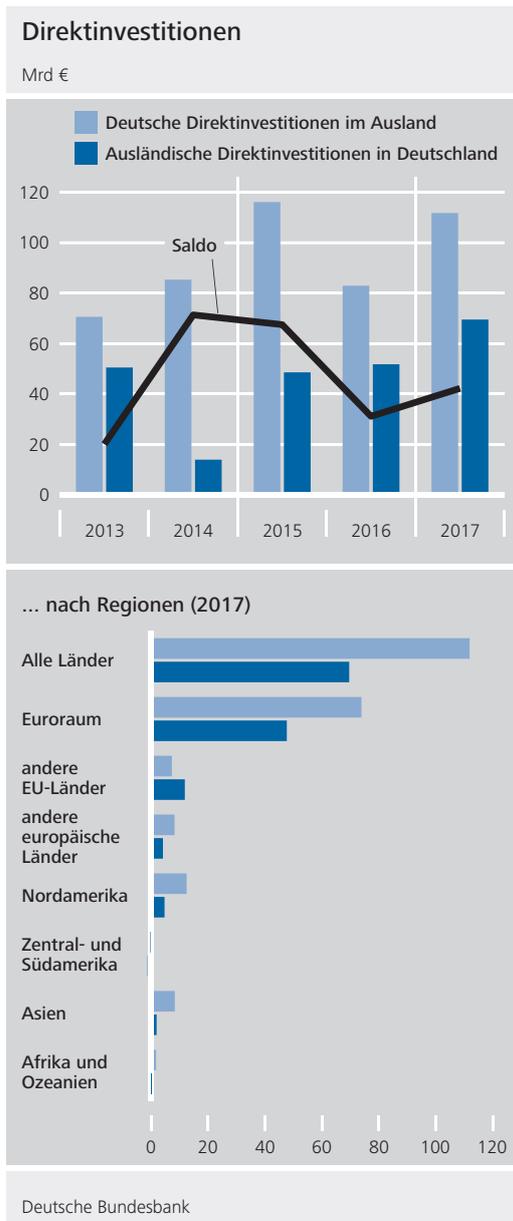
¹⁰ Auf Firmenübernahmen im Ausland ansässiger Firmen mit zuvor ausländischen Eignern entfielen nach Angaben von Thomson Reuters per saldo 25 Mrd €. Die zeitliche Erfassung von Unternehmensübernahmen in der Zahlungsbilanz kann allerdings von der Zuordnung bei Thomson Reuters abweichen, sodass die ausgewiesenen Werte nicht unmittelbar vergleichbar sind.

Kapitalbilanz

Mrd €

Position	2015 ¹⁾	2016 ¹⁾	2017 ¹⁾
Saldo der Kapitalbilanz ¹⁾	+ 239,4	+ 257,7	+ 275,7
1. Direktinvestitionen	+ 67,5	+ 31,2	+ 42,2
Inländische Anlagen im Ausland ²⁾	+ 116,1	+ 83,0	+ 111,8
Ausländische Anlagen im Inland ²⁾	+ 48,6	+ 51,8	+ 69,5
2. Wertpapieranlagen	+ 192,9	+ 206,7	+ 200,2
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten ²⁾	+ 124,1	+ 98,2	+ 105,2
Aktien ³⁾	+ 19,7	+ 17,3	+ 14,0
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 35,8	+ 36,1	+ 47,7
Langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 74,3	+ 51,0	+ 47,1
Kurzfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾	- 5,7	- 6,2	- 3,7
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten ²⁾	- 68,8	- 108,5	- 95,0
Aktien ³⁾	+ 10,6	+ 0,3	- 1,1
Investmentfondsanteile	+ 7,4	- 6,9	- 3,4
Langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 96,0	- 97,3	- 70,6
Kurzfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾	+ 9,3	- 4,6	- 19,9
3. Finanzderivate ⁷⁾	+ 26,0	+ 32,5	+ 8,9
4. Übriger Kapitalverkehr ⁸⁾	- 44,8	- 14,4	+ 25,6
Monetäre Finanzinstitute ⁹⁾	- 49,1	- 68,1	- 38,5
langfristig	+ 16,7	+ 39,2	+ 12,1
kurzfristig	- 65,9	- 107,3	- 50,6
Unternehmen und Privatpersonen ¹⁰⁾	- 33,5	- 10,0	- 13,8
langfristig	- 3,9	- 6,9	- 6,7
kurzfristig	- 29,7	- 3,1	- 7,1
Staat	- 1,1	+ 4,0	+ 1,2
langfristig	- 3,6	- 2,9	- 0,4
kurzfristig	+ 2,5	+ 7,0	+ 1,6
Bundesbank	+ 39,0	+ 59,6	+ 76,8
5. Währungsreserven ¹¹⁾	- 2,2	+ 1,7	- 1,3

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



ein Schwerpunkt bei langfristigen Finanzkrediten an Töchter im Ausland lag. Die an verbundene Unternehmen vergebenen Handelskredite waren dagegen überwiegend kurzfristiger Natur.

Den grundsätzlich eher langfristig ausgerichteten Direktinvestitionsbeziehungen können unterschiedliche Motive zugrunde liegen. Der Deutsche Industrie- und Handelskammertag (DIHK) befragt jedes Jahr seine Mitgliedsunternehmen aus dem Verarbeitenden Gewerbe nach den strategischen Zielen, die sie mit einer geplanten Beteiligung im Ausland verfolgen. Wie schon in früheren Jahren gaben 2017

Vertrieb wichtiges Motiv für Auslandsinvestitionen

knapp die Hälfte aller Unternehmen als wichtigsten Grund für ihr Auslandsengagement den Auf- oder Ausbau des Vertriebs und des Kundendienstes an, gefolgt von der Produktion im Ausland zur Markterschließung und schließlich der Realisierung von Kostensenkungen.¹¹⁾ Bemerkenswert ist, dass Kostengründe bei Investitionen im Euroraum an Bedeutung gewannen. Mit 26% aller Nennungen wurden sie für diese Region sogar häufiger als wichtigster Beweggrund vorgebracht als im Durchschnitt aller Zielländer (24%).

In disaggregierter Betrachtung stockten nahezu alle inländischen Wirtschaftszweige das Beteiligungskapital im Ausland auf. Den größten Beitrag erbrachten Unternehmen aus dem Bereich der Finanz- und Versicherungsdienstleistungen, dicht gefolgt von Anbietern freiberuflicher oder technischer Dienstleistungen. Auf beide Branchen entfiel jeweils fast ein Drittel der aufschlüsselbaren Nettozuführungen an Beteiligungskapital.¹²⁾ Im Verarbeitenden Gewerbe dominierte der Fahrzeugbau, gefolgt von Herstellern chemischer Erzeugnisse.

Schwerpunkt im Bereich Finanz- und Versicherungsdienstleistungen

Ein regionaler Schwerpunkt der Direktinvestitionen deutscher Unternehmen lag in anderen Mitgliedsländern der EU und insbesondere im Euroraum. Rund zwei Drittel des deutschen Auslandsengagements konzentrierten sich auf Länder des Euro-Währungsgebiets, wobei die Finanzzentren Luxemburg und Niederlande die regionale Zuordnung stark beeinflussten.¹³⁾ Unter den übrigen EU-Ländern war das Vereinigte Königreich – trotz des bevorstehenden Brexits – wichtigstes Zielland deutscher Direktinvestitionen. Bei den außereuropäischen Ländern dominierten die USA und China als Zielländer deutscher Direktinvestitionen.

Mehr als die Hälfte deutscher Direktinvestitionen floss in EU-Partnerländer

¹¹ Vgl.: DIHK, Auslandsinvestitionen in der Industrie, Frühjahr 2017.

¹² Reinvestierte Gewinne können den einzelnen Wirtschaftszweigen nicht zugeordnet werden und blieben bei dieser Berechnung daher unberücksichtigt.

¹³ Diese Länder sind wichtige Holdingstandorte international tätiger Unternehmen. Da in der Zahlungsbilanz nur der unmittelbare Geschäftspartner grenzüberschreitender Transaktionen erfasst wird, lässt sich nicht erkennen, wo die transferierten Gelder letztendlich investiert wurden.

Ausländer steigerten Direktinvestitionen in Deutschland

Ausländische Investoren stellten im vergangenen Jahr ihren in Deutschland ansässigen Konzernunternehmen zusätzliche Mittel in Höhe von 69½ Mrd € zur Verfügung. Dies entsprach einer Steigerung um mehr als 30% gegenüber dem Vorjahr und lag deutlich über dem Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre. Bei den nach Deutschland fließenden Direktinvestitionsmitteln dominierten mit 45½ Mrd € Kredite; hier schlugen vor allem die von ausländischen Tochtergesellschaften an deutsche Mütter vergebenen Finanzkredite zu Buche. Hinter diesen sogenannten Reverse Flows, die schon im Vorjahr eine wichtige Rolle gespielt hatten, stehen häufig Kapitalmarktgeschäfte von Finanzierungsgesellschaften deutscher Unternehmen, die im Ausland Wertpapiere begeben und die Erlöse an ihre inländischen Muttergesellschaften weiterreichen. Neben den Investitionen entgegen der Beteiligungsrichtung wurden auch an Schwestergesellschaften Finanzkredite in nennenswertem Umfang vergeben. Ausländische Mütter stellten ihren deutschen Töchtern zusätzliche Mittel dagegen eher in Form von Beteiligungskapital zur Verfügung, und zwar per saldo 24 Mrd €. Auch hier waren – ebenso wie in der Gegenrichtung – reinvestierte Gewinne von Bedeutung, die ein knappes Drittel zu diesem Betrag beisteuerten.

Schwerpunkt lag ebenfalls im Vertrieb

Der Tätigkeitsschwerpunkt ausländischer Direktinvestitionsunternehmen in Deutschland lag in den vergangenen Jahren stets im Vertrieb, gefolgt von der Produktion (inkl. Forschung und Entwicklung) und unternehmensnahen Dienstleistungen.¹⁴⁾ Aufgeschlüsselt nach inländischen Wirtschaftszweigen konzentrierte sich ausländisches Beteiligungskapital im vergangenen Jahr (ohne reinvestierte Gewinne) auf Unternehmen, die freiberufliche oder technische Dienstleistungen erbringen, den Fahrzeugbau sowie Investitionen im Verkehrs- und Logistiksektor. Dagegen wurde der Finanz- und Versicherungsbranche in erheblichem Umfang Beteiligungskapital entzogen.

Bei den Herkunftsländern ausländischer Direktinvestitionen in Deutschland traten – ebenso

wie in der entgegengesetzten Richtung – vor allem andere EU-Länder in Erscheinung, und hier insbesondere Partnerländer aus dem Euroraum. Deutschen Unternehmen flossen vor allem aus den Niederlanden hohe Direktinvestitionsmittel zu. Außerhalb der EU traten aus deutscher Sicht die USA und die Schweiz als wichtige Direktinvestoren in Erscheinung. Die Volksrepublik China, die in der wirtschaftspolitischen Diskussion als zunehmend wichtiger Akteur bei Unternehmensübernahmen gesehen wird, reduzierte laut regionalem Ausweis der deutschen Zahlungsbilanz dagegen ihr Engagement in Deutschland, vor allem durch eine Rückführung kurzfristiger Kredite. Dies schließt jedoch nicht aus, dass chinesische Investoren über Drittländer auf dem deutschen Markt tätig wurden.

Hohe Direktinvestitionsmittel aus den Niederlanden

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 2017 Netto-Kapitalexporte in Höhe von 25½ Mrd €.

Netto-Kapitalexporte im übrigen Kapitalverkehr ...

Ausschlaggebend für die Mittelabflüsse waren die gestiegenen Netto-Auslandsforderungen der Bundesbank, welche sich um 77 Mrd € erhöhten. Dahinter verbarg sich ein weiterer Anstieg der TARGET2-Forderungen gegenüber der Europäischen Zentralbank (+ 152½ Mrd €), der wie schon im Vorjahr letztlich im Zusammenhang mit dem Wertpapierankaufprogramm des Eurosystems stand.¹⁵⁾ Allerdings stiegen zugleich die Verbindlichkeiten der Bundesbank gegenüber Gebietsfremden. Darunter fallen auch im Rahmen des Zentralbankservices he-

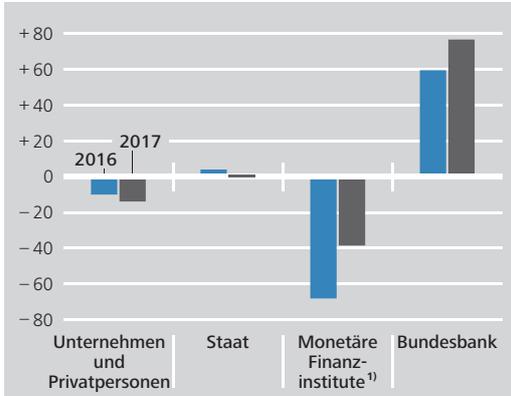
... getrieben durch gestiegene Netto-Auslandsforderungen der Bundesbank

¹⁴ Vgl.: Germany Trade and Invest, FDI Reporting 2016.

¹⁵ Die TARGET2-Forderungen der Bundesbank steigen, wenn eine andere Zentralbank des Eurosystems im Rahmen des APP Wertpapiere ankauft, der Kontrahent die Verkaufserlöse aber auf einem Konto bei einer Geschäftsbank in Deutschland gutgeschrieben erhält. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2016, Monatsbericht, März 2017, S. 17–34.

Übriger Kapitalverkehr^{*)} nach Sektoren

Salden in Mrd €

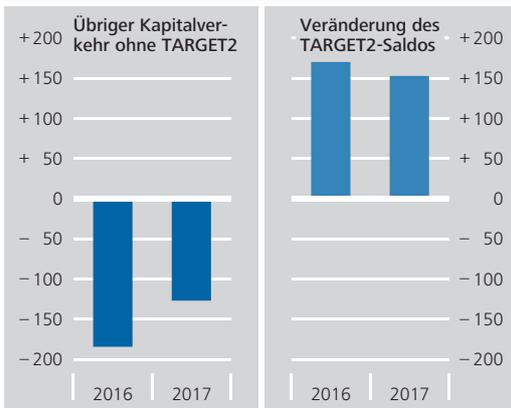


* Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen; Netto-Kapitalexport: +. ¹⁾ Ohne Bundesbank.

Deutsche Bundesbank

TARGET2-Einfluss auf den übrigen Kapitalverkehr^{*)}

Mrd €



* Netto-Kapitalexport: +.

Deutsche Bundesbank

reingenommene Zeitgeldanlagen von Zentralbanken, die nicht dem Eurosystem angehören, welche in den Geldmarkt weitergeleitet wurden.

Anders als die Bundesbank hatte der Geschäftsbankensektor Mittelzuflüsse zu verzeichnen (38½ Mrd €). Einerseits reduzierten hiesige Banken ihre Einlagen bei Monetären Finanzinstituten im Ausland stärker als sie zusätzliche Kredite an ausländische Nichtbanken vergaben. Andererseits erhöhten ausländische Geschäftsbanken – auch solche mit Sitz außerhalb des Euroraums – ihre Einlagen bei in Deutschland ansässigen Kreditinstituten. Hier dürften Son-

Mittelzuflüsse im Bankensystem ...

dereffekte des Wertpapierankaufprogramms eine Rolle spielen, da Wertpapierverkäufe ausländischer Anleger an das Eurosystem häufig über in Deutschland lizenzierte Geschäftsbanken abgewickelt werden.¹⁶⁾

Auch den Nichtbanken flossen im vergangenen Jahr per saldo Mittel aus dem Ausland zu (12½ Mrd €). Maßgeblich waren die Netto-Kapitalimporte von Unternehmen und Privatpersonen, die mit 14 Mrd € zu Buche schlugen. Dahinter stand die zusätzliche Aufnahme von Finanzkrediten im Ausland. Öffentliche Institutionen reduzierten dagegen per saldo die grenzüberschreitend vergebenen Finanzkredite und senkten ihre Einlagen bei ausländischen Banken. Zugleich tilgten sie aber auch im Ausland aufgenommene Finanzkredite, sodass im Ergebnis ein geringer Kapitalexport (1 Mrd €) zu verzeichnen war.

... und bei Nichtbanken

Währungsreserven

Die Währungsreserven der Bundesbank nahmen im Jahr 2017 transaktionsbedingt um 1½ Mrd € ab. Ausschlaggebend war die gesunkene Reserveposition beim Internationalen Währungsfonds.

Transaktionen bewirken leichten Rückgang bei Währungsreserven

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 2017 eine zusätzliche Abnahme um 7½ Mrd €. Dahinter verbargen sich ein gesunkener Goldpreis sowie eine geringere Bewertung der übrigen Währungsreserven. Alles in allem sank der Bilanzwert der deutschen Währungsreserven im Jahr 2017 um 9 Mrd €; zum Bilanzstichtag am 31. Dezember 2017 lag er bei 167 Mrd €.

Bilanzielle Anpassungen wirken sich ebenfalls negativ aus

¹⁶⁾ In diesem Fall stellen die Einlagen ausländischer Geschäftsbanken einen Gegenposten zu den gestiegenen TARGET2-Forderungen der Bundesbank dar.