

Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2018

Der Leistungsbilanzüberschuss der deutschen Volkswirtschaft verminderte sich im Jahr 2018 relativ zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) um $\frac{3}{4}$ Prozentpunkte auf $7\frac{1}{4}$ %. Ursächlich dafür war ein deutlicher Rückgang des Überschusses im Warenhandel, während Entwicklungen in den anderen Teilbilanzen tendenziell überschusssteigernd wirkten. So trübte die Verringerung des Welt-handelswachstums die deutsche Exportbilanz, während die Wareneinfuhren angesichts der vorteilhaften Binnenkonjunktur kräftig zulegen. Zudem schmälerte wie im Vorjahr die starke Verteuerung international gehandelter Rohstoffe den Aktivsaldo im Warenhandel. Aus dem Blickwinkel der inländischen Spar- und Investitionsentscheidungen dämpfte insbesondere eine Zunahme der privaten Investitionstätigkeit im Kontext des recht hohen gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrades im Jahr 2018 den deutschen Leistungsbilanzüberschuss. Die nationale Ersparnis nahm im Berichtsjahr relativ zum BIP indes weiter zu.

Ein Teil dieser Ersparnis floss wie schon in den vergangenen Jahren als Netto-Kapitalexporte ins Ausland. Allerdings fielen diese mit $225\frac{1}{2}$ Mrd € deutlich niedriger aus als im Jahr 2017. Die schrittweise Senkung der monatlichen Ankaufvolumina im Rahmen des Wertpapierankaufprogramms des Eurosystems (expanded Asset Purchase Programme: APP) führte zudem zu Anpassungen im Wertpapierverkehr. So veräußerten ausländische Anleger weniger deutsche Schuldverschreibungen als in den Jahren zuvor; auch die Portfolioumschichtungen deutscher Investoren zugunsten ausländischer Wertpapiere waren weniger ausgeprägt. Die TARGET2-Forderungen der Bundesbank, die seit 2015 stark vom APP beeinflusst wurden, stiegen 2018 nur moderat. Die Auslandsverbindlichkeiten der Geschäftsbanken waren im vergangenen Jahr rückläufig. Sie hatten in den Jahren 2016 und 2017 zugenommen – teilweise als Gegenposten zu den steigenden TARGET2-Forderungen der Bundesbank. Entgegen den weltweit gesunkenen Direktinvestitionsströmen bauten deutsche Unternehmen ihre Direktinvestitionsbeziehungen im vergangenen Jahr weiter kräftig aus. Umgekehrt war auch der Standort Deutschland als Ziel von Direktinvestitionen gefragt. In beide Richtungen dominierten Länder des Euroraums als Partnerstaaten für Direktinvestitionen.

Leistungverkehr

Grundtendenzen im Leistungverkehr

Leistungsbilanzüberschuss im dritten Jahr in Folge zurückgegangen

Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss verminderte sich im Jahr 2018 um 15 ½ Mrd € auf 246 ½ Mrd €. Im Verhältnis zum nominalen BIP ging der Saldo um ¾ Prozentpunkte auf 7 ¼ % zurück. Der Hochpunkt von 8 ½ % des BIP im Jahr 2015 wurde somit nach drei Jahren rückläufiger Werte deutlich unterschritten.¹⁾ Aus heutiger Sicht erscheint ein weiterer Rückgang des Leistungsbilanzsaldos bis zum Jahr 2020 wahrscheinlich.²⁾ Der von der Europäischen

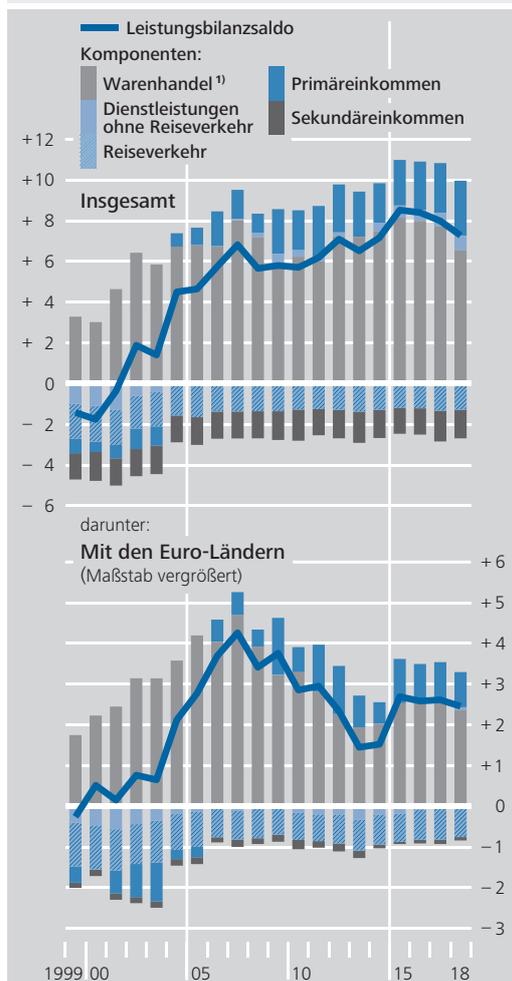
Kommission im Zuge des Verfahrens zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte vorgegebene Schwellenwert von 6 % dürfte gleichwohl weiterhin übertroffen werden.³⁾

Hinter dem Rückgang des Leistungsbilanzsaldos verbergen sich gegenläufige Entwicklungen in seinen Unterpositionen. Einerseits verminderte sich der Überschuss im Warenhandel. Dazu trugen sowohl Preis- als auch Mengeneffekte bei. Andererseits wirkten die Entwicklungen in den übrigen Teilbilanzen tendenziell überschusssteigernd. So verzeichnete die Dienstleistungsbilanz einen leicht geringeren Fehlbetrag. Zudem stieg der Aktivsaldo der Primäreinkommen an, da das im Vergleich zum Vorjahr höhere deutsche Netto-Auslandsvermögen und das günstigere Renditedifferenzial den dämpfenden Effekt des an sich weiter ermäßigten Renditeniveaus der von Inländern außerhalb Deutschlands gehaltenen Aktiva mehr als ausglich. Schließlich ging der Fehlbetrag in der Bilanz der Sekundäreinkommen nach dem durch Sondereffekte geprägten hohen Wert des Vorjahres wieder zurück.

Rückgang des Überschusses im Warenhandel ausschlaggebend, andere Teilbilanzen überschusssteigernd

Der deutsche Leistungverkehr mit dem Ausland

in % des BIP



¹ Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik, einschl. Ergänzungen zum Außenhandel, wobei einführseitig auch die Fracht- und Versicherungskosten abgesetzt sind.
 Deutsche Bundesbank

Die deutschen Unternehmen waren im Jahr 2018 angesichts des abgeschwächten Aufschwungs der Weltwirtschaft weniger vorteilhaften globalen Rahmenbedingungen ausgesetzt. Insbesondere die globale Industrieproduktion und das Tempo des Welthandels verlangsamten sich spürbar. Hinzu kam für die deutschen Exporteure eine ungünstige regionale Zusammensetzung der Exportnachfrage, sodass die Ausweitung ihrer Absatzmärkte in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und

Globale Rahmenbedingungen weniger günstig

¹ Zu den Triebkräften der deutschen Nettoexporte siehe auch die Erläuterungen auf S. 19 ff.

² Vgl.: Deutsche Bundesbank, Perspektiven der deutschen Wirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Vorausschätzung für die Jahre 2019 und 2020 mit einem Ausblick auf das Jahr 2021, Monatsbericht, Dezember 2018, S. 15–32.

³ In der vertieften Analyse des Europäischen Semesters 2019 attestierte die Europäische Kommission Deutschland erneut ein makroökonomisches Ungleichgewicht. Vgl.: Europäische Kommission, Länderbericht Deutschland 2019 mit eingehender Überprüfung der Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte, Brüssel, 27. Februar 2019.

Die Triebkräfte der deutschen Nettoexporte aus Sicht eines DSGE-Modells

Mikrofundierte dynamische stochastische allgemeine Gleichgewichtsmodelle (DSGE-Modelle: dynamic stochastic general equilibrium models) haben sich als eines der Standardinstrumente in der makroökonomischen Analyse etabliert.¹⁾ In diesem Modellrahmen sind gesamtwirtschaftliche Entwicklungen Ausdruck des individuellen Handelns der Wirtschaftsakteure. Dabei wird unterstellt, dass diese ihre Entscheidungen auf Basis eines Optimierungskalküls treffen und ihnen keine systematischen Fehler bei der Erwartungsbildung unterlaufen.

In einem in der Bundesbank entwickelten DSGE-Modell, das mehrere Wirtschaftsräume umfasst, kann der internationale Handel zwischen Deutschland und den übrigen Ländern des Euroraums sowie den Staaten der übrigen Welt, die annahm gemäß über eine eigenständige Geldpolitik verfügen, untersucht werden.²⁾ Mit Blick auf die Analyse der Nettoexporte (also des Saldos des Waren- und Dienstleistungshandels) sind zwei Kernelemente dieser Modellklasse von Bedeutung. Zum einen ist dies die nutzenmaximierende Aufteilung zwischen aktuellem und zukünftigem Konsum der privaten Haushalte unter Berücksichtigung der erwarteten Einkommensentwicklung und der Zinsen. Beispielsweise würden private Haushalte demnach ihre Konsumausgaben bereits in der Gegenwart einschränken, wenn sie eine schwächere zukünftige Einkommenssituation erwarten; dies würde die Nettoexporte tendenziell erhöhen. Zum anderen spielen Investitionsentscheidungen von Unternehmen, denen in dem Modellrahmen ebenfalls ein Optimierungskalkül zugrunde liegt, eine Rolle für die Entwicklung der Nettoexporte. Denn aus gesamtwirtschaftlicher Sicht können Netto-Exportüberschüsse beispielsweise gegenwärtige Kon-

sum- oder Investitionszurückhaltung der Haushalte oder der Unternehmen widerspiegeln.

Die optimalen Konsum- oder Investitionsentscheidungen werden im Rahmen des Modellansatzes dann angepasst, wenn unerwartete Entwicklungen (sog. Schocks) auftreten. Beispielsweise könnten unerwartete dauerhaft geringere Produktivitätszuwächse eine Einschränkung des gegenwärtigen privaten Konsums nach sich ziehen, was tendenziell die Nettoexporte steigert. Mithilfe des geschätzten DSGE-Modells lassen sich zyklische Schwankungen der vergangenen Entwicklung der deutschen Nettoexporte auf die Beiträge der zugrunde liegenden Schocks zurückführen.³⁾

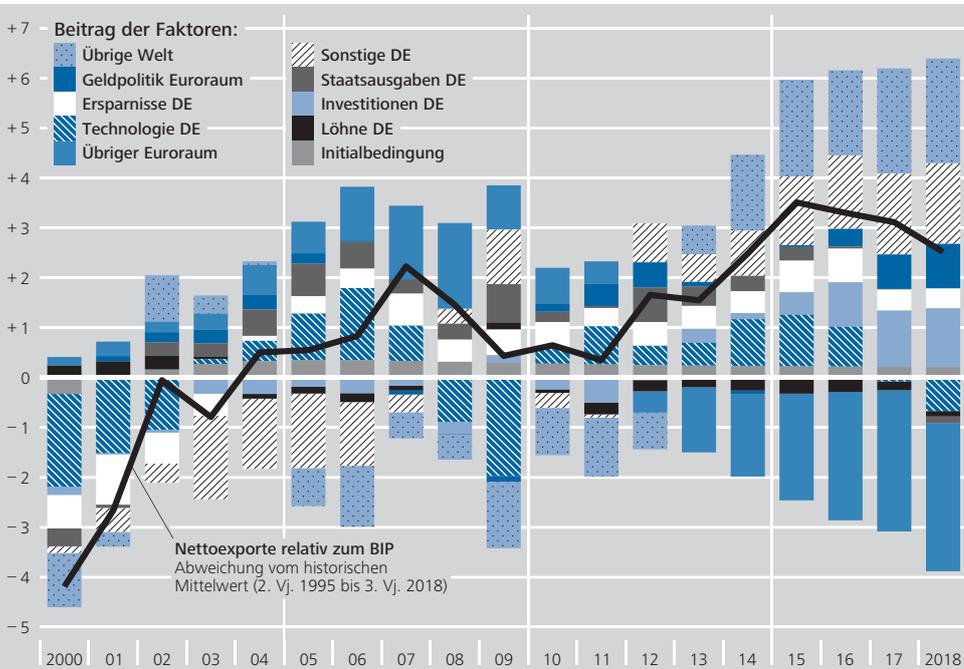
1 Vgl. z. B.: L. Christiano, M. Eichenbaum und M. Trabandt (2018), On DSGE Models, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 32, S. 113–140; sowie Deutsche Bundesbank, Entwicklung und Anwendung von DSGE-Modellen für die deutsche Volkswirtschaft, Monatsbericht, Juli 2008, S. 33–50.

2 Für eine detaillierte Beschreibung des Modells vgl.: M. Hoffmann, M. Kliem, M. Krause, S. Moyon und R. Sauer, Rebalancing the euro area: Is wage adjustment in Germany the answer?, in Vorbereitung zur Veröffentlichung als Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank. Für eine ähnliche Untersuchung des deutschen Leistungsbilanzsaldos vgl.: R. Kollmann, M. Ratto, W. Roeger, J. in't Veld und L. Vogel (2015), What drives the German current account? And how does it affect other EU Member States?, *Economic Policy*, Vol. 30, S. 47–93.

3 Die Beiträge beinhalten zum einen den zeitgleichen Einfluss der auslösenden Schocks. Darüber hinaus werden auch ihre möglicherweise nachlaufenden Auswirkungen abgegriffen. Die Schockzerlegung wurde für die Nettoexporte, die für die Zunahme des Leistungsbilanzüberschusses im Zeitraum ab dem Jahr 2000 ausschlaggebend waren, relativ zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) durchgeführt. Die übrigen Komponenten der Leistungsbilanz sind die Primär- und Sekundäreinkommen. Zudem wurde die Nettoexportquote vor der Modellschätzung mittelwertbereinigt. Die Ergebnisse beziehen sich somit auf Schwankungen der deutschen Nettoexportquote um den Mittelwert im Schätzzeitraum, der vom 2. Vj. 1995 bis zum 3. Vj. 2018 reicht und daher noch nicht die Revisionen im Rahmen der Jahreskorrektur des Jahres 2018 enthält.

Modellbasierte Schockzerlegung der deutschen Nettoexporte

in %-Punkten, Jahresangaben¹⁾



¹ Die Jahreswerte basieren auf den arithmetischen Mittelwerten der vierteljährlichen Verhältniszahlen. Für das Jahr 2018 beziehen sich die Angaben auf die ersten drei Vierteljahre.
 Deutsche Bundesbank

Das Modell umfasst zum einen Schocks, die ihren Ursprung in der deutschen Volkswirtschaft haben. Diese Schocks betreffen die Bereiche Technologie, Ersparnisse, Investitionen sowie Staatsausgaben und Löhne. Zum anderen werden die Beiträge geldpolitischer Schocks im Euroraum, der gesammelten Schocks im übrigen Euroraum sowie in der übrigen Welt ausgewiesen. Durch diese Aufteilung ist es möglich, die Bedeutung inländischer und ausländischer Faktoren für die Entwicklung der deutschen Nettoexporte abzuschätzen.⁴⁾

Im Zeitraum der Jahre 1995 bis 2015 erhöhten sich die deutschen Nettoexporte von ½ % auf 7 ½ % des BIP, wobei sich der Anstieg auf zwei Zeitperioden konzentrierte. Der erste reichte vom Beginn der 2000er Jahre bis zum Ausbruch der Finanzkrise der Jahre 2007/2008; die zweite Episode umfasst den Zeitraum seit Beginn der Staats-

schuldenkrise im Euroraum im Jahr 2011 bis zum Jahr 2015.

Der Anstieg der Nettoexportquote im Zeitraum der Jahre 2000 bis 2007 war den Modellergebnissen zufolge mit Blick auf die inländischen Determinanten größtenteils der zusätzlichen Ersparnisbildung, den rückläufigen Staatsausgaben sowie den zunehmend positiven Beiträgen von technologischen Verbesserungen geschuldet. Unter den externen Faktoren waren Entwicklungen im übrigen Euroraum, welche die deutschen Nettoexporte stimulierten, wesentlich für deren Anstieg. Hier waren unter anderem eine nachlassende Ersparnisbildung und zusätzliche Staatsausgaben von Bedeutung.

⁴ Der Entwicklungspfad der endogenen Modellvariablen wird zudem davon beeinflusst, wie weit diese zu Beginn des Betrachtungszeitraums vom jeweiligen gleichgewichtigen Wert entfernt waren. In der historischen Schockzerlegung wird diesem Umstand durch den Ausweis des Beitrags der sog. Initialbedingungen („initial conditions“) Rechnung getragen.

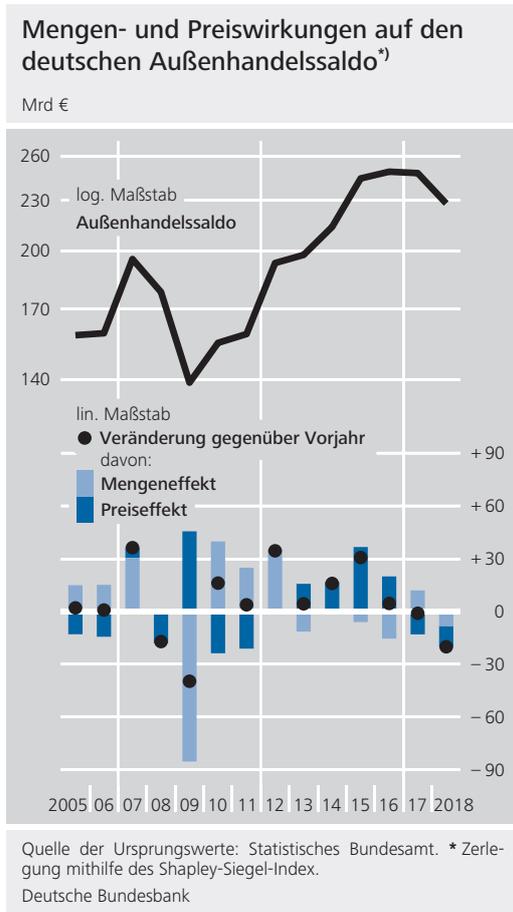
Die weitere Erhöhung der Nettoexportquote im Zeitraum der Jahre 2011 bis 2015 stand in Verbindung mit einem kräftigen zusätzlichen Aufbau der gesamtwirtschaftlichen inländischen Ersparnis sowie Verbesserungen beim Einsatz von Produktionstechnologien. Zudem trugen den Rechnungen zufolge eine wenig schwungvolle inländische Investitionstätigkeit und teilweise auch gedämpfte Staatsausgaben dazu bei.⁵⁾ Zum Anstieg des Überschusses leisteten weitere Entwicklungen in Deutschland (Sonstige DE), zu denen unter anderem Änderungen der Preisaufschläge bei handelbaren Gütern und des Anteils handelbarer Güter an den Konsumausgaben insgesamt zählen, einen Beitrag. Die in den zurückliegenden Jahren äußerst expansive Geldpolitik im Euroraum wirkte offenbar, wohl auch über die induzierte Abwertung des Euro-Wechselkurses, geringfügig überschusssteigernd. Entwicklungen in der übrigen Welt erhöhten per saldo ebenfalls den Überschuss. Von Bedeutung waren dabei – wie in Deutschland – Änderungen des Konsumanteils handelbarer Güter sowie Schocks auf die Risikoprämie. Demgegenüber dämpften seit der Staatsschuldenkrise Entwicklungen in den übrigen Ländern des Euroraums zunehmend die deutschen Nettoexporte. Hierzu zählen die im historischen Vergleich schwache Entwicklung von Investitionen, höhere Ersparnisse und geringere Staatsausgaben. Darüber hinaus scheinen besonders gedämpfte Lohnzuwächse in Deutschland – auch vor dem Jahr 2011 – kaum eine Rolle für den Anstieg der Nettoexporte gespielt zu haben.

Insgesamt stützen die vorgestellten Ergebnisse die These, dass der hohe und persistente Überschuss der deutschen Nettoexporte auf mehrere Faktoren zurückzuführen ist. Zu den Einflussgrößen, die über einen längeren Zeitraum mit anhaltend überschusssteigernden Beiträgen hervortreten, zählt der Faktor Ersparnisbildung in

Deutschland. Dieser Befund steht im Einklang mit der gestiegenen gesamtwirtschaftlichen Ersparnis, welche zu einem bedeutenden Teil auf die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zurückzuführen ist.⁶⁾ Obgleich zurückhaltende inländische Investitionen und niedrige Staatsausgaben ebenfalls tendenziell den Überschuss erhöhten, waren deren Auswirkungen betragsmäßig geringer. Darüber hinaus ist ein erheblicher Teil der Dynamik der deutschen Nettoexporte den Analysen zufolge auf externe Faktoren zurückzuführen. Dahinter verbergen sich indes in größeren Abschnitten des Zeitraums ab dem Jahr 2000 teilweise gegenläufige Beiträge des übrigen Euroraums und der übrigen Welt.

⁵ In den Ergebnissen kann nicht zwischen öffentlichen und privaten Investitionen unterschieden werden. Der Befund, dass sich die inländischen Investitionen seit der ersten Jahreshälfte 2017 vergleichsweise dynamisch entwickelt haben, dürfte auch durch die vorgenommene Betrachtung je Einwohner angesichts der kräftig steigenden Bevölkerungszahl in der Schockzerlegung verdeckt werden. Vgl. z. B.: Deutsche Bundesbank, Konjunktur in Deutschland, Monatsbericht, November 2018, S. 46–55.

⁶ Für weitere Informationen dazu vgl. die Ausführungen auf S. 24 ff.; sowie Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung der Ersparnis der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Deutschland, Monatsbericht, März 2018, S. 20–22.



den Schwellenländern zusammengenommen im Berichtsjahr sogar noch hinter dem Welthandelwachstum zurückblieb. Bremsend auf die Exportaktivität wirkte zudem die weitere Aufwertung des Euro, dessen nominaler effektiver Wechselkurs gegenüber den Währungen der 38 wichtigsten Handelspartner des Euroraums (EWK-38-Gruppe) im Jahresdurchschnitt 2018 gut 5% über dem Wert des Vorjahres lag. Zu Aufwertungen kam es insbesondere gegenüber dem US-Dollar und dem Schweizer Franken, aber auch gegenüber dem Renminbi und dem Yen. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands verschlechterte sich infolgedessen leicht. Preisliche Faktoren dämpften zudem tendenziell auch die Wirtschaftsaktivität in Deutschland. So erhöhte sich insbesondere der Rohölpreis sehr deutlich. Ein Fass der Sorte Brent kostete im Jahr 2018 mit durchschnittlich 71 US-\$ knapp ein Drittel mehr als im Vorjahr.

Neben dem weniger vorteilhaften internationalen Umfeld trübten in der zweiten Jahreshälfte

Probleme der Automobilbranche im Zusammenhang mit der Einführung eines neuen EU-weiten Emissionstestverfahrens für erstmals zugelassene Kraftfahrzeuge die deutsche Exportbilanz.⁴⁾ Insgesamt expandierten die nominalen Warenausfuhren zwar noch deutlich, im Vergleich mit den vorangegangenen Jahren jedoch unterdurchschnittlich. Die Einfuhren profitierten von der weiterhin günstigen Binnenkonjunktur, wengleich das Mengenwachstum der Importe im Einklang mit der nachlassenden Dynamik der Inlandskonjunktur leicht hinter jenem der Vorjahre zurückblieb. Die – relativ zu den Warenausfuhren – stärkere Verteuerung der Wareneinfuhren führte dazu, dass der Wachstumsvorsprung der Importe gegenüber den Exporten in nominaler Betrachtung noch größer ausfiel als in realer Rechnung. Im Ergebnis verminderte sich der Außenhandelssaldo im Berichtsjahr deutlich. Dabei waren rein rechnerisch etwa zwei Fünftel des Rückgangs auf Mengeneffekte und drei Fünftel auf Preiseffekte zurückzuführen.

Preis- und Mengeneffekte dämpften deutschen Außenhandelsüberschuss

In regionaler Betrachtung nahm der Leistungsbilanzsaldo gegenüber den übrigen Ländern des Euroraums um $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt auf $2\frac{1}{2}$ % des BIP ab. Wesentlich für den Rückgang war ein geringerer Überschuss im Warenhandel, der den verminderten Fehlbetrag im Dienstleistungshandel überstieg. Gegenüber den Drittstaaten ging der Leistungsbilanzsaldo um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt auf $4\frac{3}{4}$ % des BIP zurück. Hierfür war ein geringerer Aktivsaldo im Warenhandel ausschlaggebend, dessen Rückgang im Vergleich zum Vorjahr die Verbesserung des Saldos der Primäreinkommen deutlich übertraf.

Überschussposition gegenüber Euro-Ländern und Drittländern vermindert

Aus dem Blickwinkel der Komponenten des gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssaldos ging der Rückgang des deutschen Leistungsbilanzüberschusses relativ zum BIP auf eine Zunahme der privaten Investitionstätigkeit im Kontext des recht hohen gesamtwirtschaftlichen Auslas-

Zunahme der Investitionstätigkeit bei gestiegener gesamtwirtschaftlicher Ersparnis

⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Schwäche der deutschen Automobilproduktion im zweiten Halbjahr 2018, Monatsbericht, Februar 2019, S. 48–49.

tungsgrades im Jahr 2018 zurück. Wesentlich dafür waren die weitere kräftige Belegung der gewerblichen Investitionen sowie die erneute Steigerung der privaten Wohnungsbauinvestitionen. Die nationale Ersparnis im Verhältnis zum BIP nahm im Jahr 2018 hingegen – insbesondere aufgrund der hohen staatlichen Ersparnis – weiter zu. Mit Blick auf die Finanzierungssalden der einzelnen Sektoren war der Rückgang des positiven Finanzierungssaldos der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften für die Abnahme des Leistungsbilanzsaldos ausschlaggebend. Die im Zeitraum von Anfang der 2000er Jahre bis zum Jahr 2015 stark gestiegene Ersparnis der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften war im Jahr 2018 weiter leicht rückläufig (siehe auch die Erläuterungen auf S. 24 ff.). Der Finanzierungsüberschuss des Staates erhöhte sich im abgelaufenen Jahr aufgrund kräftiger Zuwächse bei den Sozialbeiträgen und vor allem den Steuern deutlich. Der zwar betragsmäßig bedeutende Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte blieb jedoch weitgehend unverändert.

Warenströme und Handelsbilanz

*Außenhandel
 verhaltener*

Die deutschen Außenhandelsaktivitäten verliefen im Jahr 2018 deutlich verhaltener als im Jahr zuvor. Dabei dämpfte auf der Ausfuhrseite insbesondere die Verlangsamung des Welthandels, der im Jahr zuvor außerordentlich dynamisch gewesen war. Hinzu kamen eine ungünstige Regional- und Sortimentsstruktur sowie die weitere Aufwertung des Euro. Die Warenausfuhren kamen während des Jahres 2018 in preisbereinigter Rechnung praktisch nicht über ihr Niveau zum Ende des Jahres 2017 hinaus. In jahresdurchschnittlicher Betrachtung ergab sich dennoch ein Plus von 1¾%, da die Exporte im Verlauf des Jahres 2017 erheblich expandiert hatten. Mit Blick auf die Einfuhren profitierten die ausländischen Produzenten im Berichtsjahr von der weiterhin lebhaften Binnennachfrage in Deutschland. Den Herstellern im Ausland kam insbesondere zugute, dass der Bedarf an Aus-

Gesamtwirtschaftliche Ersparnisse und Investitionen im Inland



1) Einschl. Abschreibungen. 2) Sondereffekt vor allem durch Übernahme der Treuhandschulden durch den Staat. 3) Sondereffekt durch Versteigerung von UMTS-Lizenzen.
 Deutsche Bundesbank

Deutsche Ausfuhren nach Regionen

Beitrag zur jahresdurchschnittlichen Veränderung der gesamten Warenausfuhren gegenüber dem Vorjahr in %-Punkten



Quelle der Ursprungswerte: Statistisches Bundesamt. 1) Bereinigt um regionale Exportpreise; 2015 = 100, mit jeweiligem nominalen Anteil an den Gesamtausfuhren des Vorjahres berechnet.
 Deutsche Bundesbank

Zur Entwicklung der Ausschüttungsquote der Unternehmen in Deutschland

Die zunehmenden Ersparnisse der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften trugen wesentlich zum Aufbau des aktuell hohen deutschen Leistungsbilanzüberschusses bei.¹⁾ Neben der gestiegenen Profitabilität der Unternehmen spielten hierfür rein rechnerisch die gedämpften Ausschüttungen der Gewinne an die Anteilhaber der Kapitalgesellschaften eine wesentliche Rolle.²⁾ Die aggregierte Ausschüttungsquote der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften – gemessen an den geleisteten Ausschüttungen und Entnahmen relativ zu den Nettogewinnen – war seit Anfang der 2000er Jahre rückläufig.³⁾ Hatte sie gemäß dem Ausweis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) im Jahr 2001 etwa 95 % betragen, lag sie im Mittel der Jahre 2014 bis 2018 um etwa 20 Prozentpunkte niedriger bei 75 %.

Zu Beginn der vergangenen Dekade übertraf die Ausschüttungsquote in Deutschland deutlich jene in den übrigen Ländern des Euroraums beziehungsweise der Europäischen Union. Weder diese Wirtschaftsräume noch Japan, das Vereinigte Königreich oder die Vereinigten Staaten weisen indes per saldo einen wesentlichen Rückgang der durchschnittlichen Quote auf. Demzufolge spiegelt der kräftige Beitrag der rückläufigen Ausschüttungsquote der deutschen Unternehmen zum Anstieg der Unternehmensersparnis in den zurückliegenden Jahren teilweise auch eine im internationalen Vergleich gewisse Normalisierung wider.⁴⁾

Disaggregierte Angaben zu den Ausschüttungen deutscher Unternehmen auf Basis der Unternehmensbilanzstatistik der Bundesbank deuten darauf hin, dass die Abnahme der Ausschüttungsquote nicht auf bestimmte Größenklassen, Rechtsformen oder Wirtschaftszweige beschränkt war.

Vielmehr stellte sie eine im deutschen Unternehmensbereich verbreitete Entwicklung dar. Während es lediglich geringfügige Unterschiede in der Ausprägung des Rückgangs in den verschiedenen Unternehmensgruppen gab, wiesen Großunternehmen beziehungsweise Aktiengesellschaften generell niedrigere Ausschüttungsquoten als die übrigen Unternehmensarten auf. Zwischen dem Verarbeitenden Gewerbe und dem Dienstleistungssektor ergaben sich hingegen weder im Niveau noch beim Rückgang der Quote nennenswerte Unterschiede.

Ergänzend zu deskriptiven Auswertungen können ökonometrische Schätzungen Hinweise darauf geben, welche Faktoren zu dem Rückgang der Ausschüttungsquote beigetragen haben. Dazu werden gängige Thesen zum Rückgang der Ausschüttungsquote deutscher Unternehmen – auch ausgehend von der wissenschaftlichen Literatur – unter Verwendung jeweils geeigneter

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Leistungsbilanzüberschuss der deutschen Wirtschaft, Geschäftsbericht 2013, S. 43–65.

² Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung der Ersparnis der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Deutschland, Monatsbericht, März 2018, S. 20–22.

³ Die Nettogewinne auf Basis von Angaben der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) wurden in Anlehnung an den Jahresüberschuss/-fehlbetrag aus der Gewinn- und Verlustrechnung der Unternehmen als Nettoersparnis zuzüglich geleistete Ausschüttungen und Entnahmen berechnet. Wenn für die Berechnung der Ausschüttungsquote im Zähler die Nettoausschüttungen und -entnahmen (d. h. geleistete Ausschüttungen und Entnahmen abzüglich empfangener Ausschüttungen und Entnahmen) oder im Nenner die Unternehmensgewinne (also Gewinne vor Steuern und Nettotransfers) verwendet werden, ergeben sich ähnliche Befunde.

⁴ Die Ersparnisse nichtfinanzieller Unternehmen relativ zu ihrer Bruttowertschöpfung nahmen seit den 1990er Jahren in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften kräftig zu. Vgl.: P. Chen, L. Karabarounis und B. Neiman (2017), The global rise of corporate saving, *Journal of Monetary Economics* 89(C), 1–19.

Datensätze und Vorgehensweisen einer ersten Prüfung unterzogen.

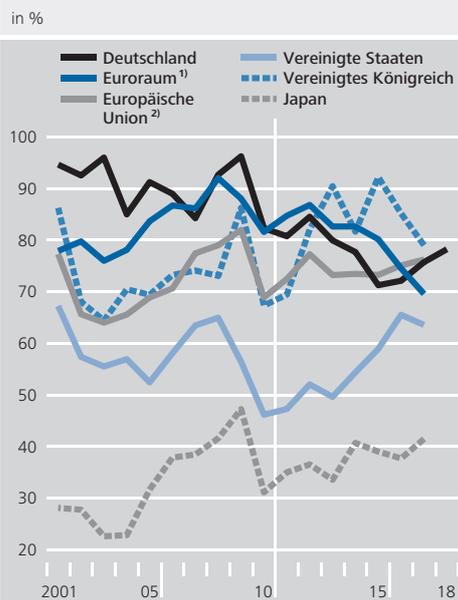
Streben der Unternehmen nach Abbau des Verschuldungsgrades

Eine mögliche Erklärung für den Rückgang der Ausschüttungsquote ist der Schuldenabbau der deutschen Unternehmen, welche Ende der 1990er Jahre im internationalen Vergleich einen relativ hohen Verschuldungsgrad aufgewiesen hatten und ihre Eigenkapitalbasis seitdem nachhaltig gestärkt haben.⁵⁾ Zur Beurteilung dieser These wird auf Basis von Einzelangaben zu deutschen Unternehmensbilanzen die Entwicklung der Ausschüttungsquote von relativ hoch verschuldeten Unternehmen mit derjenigen mit einem eher niedrigen Verschuldungsgrad – jeweils im Zeitraum vor und ab dem Jahr 2001 – verglichen.⁶⁾ Eine ab dem Jahr 2001 stärker auseinanderlaufende Entwicklung der Ausschüttungsquote wäre diesem Ansatz zufolge auf den Einfluss des Verschuldungsgrades zurückzuführen. Die ökonometrischen Ergebnisse stützen diese These, da sich die Ausschüttungsquote von Unternehmen mit einer vergleichsweise niedrigen Eigenkapitalausstattung, hoher Bankverschuldung und hohen langfristigen Verbindlichkeiten besonders stark und statistisch signifikant verminderte.

Absenkung des Unternehmensteuersatzes in den Jahren 2000/2001

Mit der Unternehmensteuerreform der Jahre 2000 und 2001 wurde der Körperschaftsteuersatz einheitlich auf 25 % gesenkt, während er vor der Reform 40 % auf einbehaltene Gewinne und 30 % auf ausgeschüttete Gewinne betragen hatte. Nach der Reform wurde die Einbehaltung von Gewinnen zur Finanzierung neuer Investitionen relativ zur Ausschüttung von Gewinnen und Neubeschaffung von Beteiligungskapi-

Ausschüttungsquoten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften⁷⁾



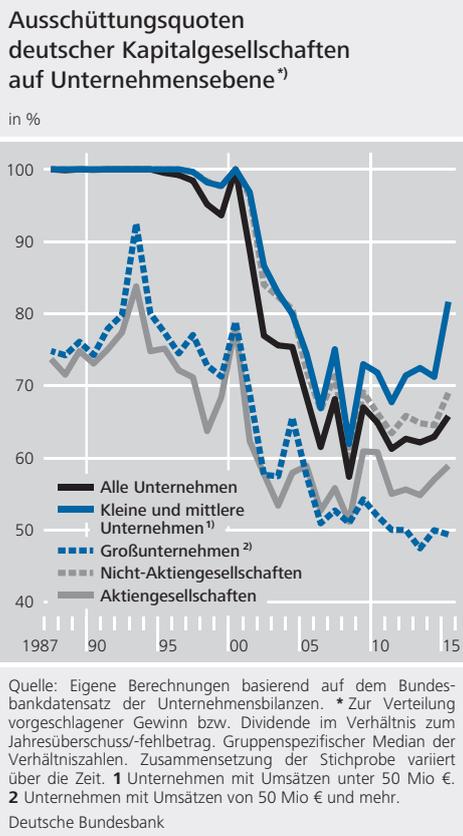
Quellen: Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Kabinettsbüro Japan, Statistisches Bundesamt und eigene Berechnungen.
 * Geleistete Ausschüttungen und Entnahmen im Verhältnis zu den Nettogewinnen (Nettoersparnis zzgl. geleistete Ausschüttungen und Entnahmen). ¹ Ohne Deutschland. ² Ohne Deutschland und das Vereinigte Königreich.
 Deutsche Bundesbank

tal tendenziell steuerlich attraktiver. Weiterhin führen Steuersenkungen aus theoretischer Sicht der Tendenz nach dazu, die steuerlichen Vorteile einer Schuldenfinanzierung zu verringern.⁷⁾ Demzufolge könnten

5 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Nachhaltige Stärkung der Eigenkapitalbasis nichtfinanzieller Unternehmen in Deutschland, Monatsbericht, Dezember 2013, S. 46–49; Deutsche Bundesbank, Tendenzen in den Finanzierungsstrukturen deutscher nichtfinanzieller Unternehmen im Spiegel der Unternehmensabschlussstatistik, Monatsbericht, Juli 2018, S. 61–73.

6 In Anlehnung an einen Difference-in-Difference-Ansatz wurden ausgewogene Stichproben von Unternehmen für den Zeitraum der Jahre 1998 bis 2005 gebildet. Die unternehmensspezifische Ausschüttungsquote wurde auf eine Dummy-Variablen für den Zeitraum ab dem Jahr 2001 sowie einen Interaktionsterm, der sich aus diesen Dummy-Variablen und dem Mittelwert der Angaben für bestimmte Unternehmenscharakteristika im Zeitraum davor zusammensetzt, regressiert. Die Schätzgleichung beinhaltet zusätzlich fixe Effekte auf Unternehmensebene.

7 Vgl.: F. Modigliani und M. H. Miller (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. American Economic Review, Vol. 53, S. 433–443; M. Faccio, und J. Xu (2015), Taxes and capital structure, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 50, S. 277–300.



Unternehmen, die vor der Reform einen hohen effektiven Grenzsteuersatz aufwiesen, ihre Ausschüttungsquote danach stärker als die übrigen Firmen reduziert haben.⁸⁾ Laut den Ergebnissen desselben empirischen Ansatzes wie zuvor, in dem Unternehmen nunmehr allerdings nach ihrem effektiven Steuersatz unterschieden werden, weisen die Effekte der Steuerreform zwar in die erwartete Richtung. Ein statistisch signifikanter Einfluss lässt sich mit dieser Vorgehensweise jedoch nicht nachweisen.⁹⁾

Finanzierung immaterieller Vermögensgegenstände

Immaterielle Vermögenswerte gewannen in den vergangenen Dekaden zulasten von Sachvermögen in den Unternehmensbilanzen an Bedeutung. Da immaterielle Vermögensgegenstände typischerweise in weit aus geringerem Maß als traditionelle Kapitalgüter zur Kreditbesicherung dienen,

könnten sich die vergleichsweise hohen erforderlichen Eigenmittel bei ihrer Finanzierung auch in erhöhter Unternehmensersparnis widerspiegeln.¹⁰⁾ Auf Basis des empirischen Ansatzes, wobei Unternehmen in diesem Fall nach den Bilanzanteilen ihrer immateriellen Vermögenswerte gruppiert werden, ergeben sich jedoch keine Hinweise darauf, dass der zunehmende Anteil immaterieller Vermögensgegenstände eine wesentliche Rolle für den Rückgang der Ausschüttungsquote der Unternehmen gespielt hat.

Glättung der Dividendenzahlungen

Der empirischen wissenschaftlichen Literatur zufolge legen Unternehmen großen Wert auf die Stabilität des Niveaus ihrer Ausschüttungen.¹¹⁾ In Phasen steigender Gewinne würden Unternehmen demnach das Ausschüttungsniveau lediglich zögerlich anheben, was sich in einem zweitweiligen Rückgang der Ausschüttungsquote niederschlagen würde. Zur Beurteilung der Glättungshypothese kann ein weiteres empirisches Modell dienen, demzufolge Ände-

⁸ Vgl.: D. Givoly, C. Hayn, A. R. Ofer und O. Sarig (1992), Taxes and capital structure: Evidence from firms' response to the tax reform act of 1986, *The Review of Financial Studies*, Vol. 5, S. 331–355.

⁹ Hierfür könnte eine Rolle spielen, dass der unternehmensspezifische effektive Grenzsteuersatz in den Rechnungen lediglich grob näherungsweise mithilfe des Verhältnisses aus geleisteten Steuerzahlungen und Unternehmensgewinnen erfasst wird. Darüber hinaus dürften die Effekte der Unternehmensteuerreform und des Schuldenabbaus aus konzeptioneller Sicht schwer voneinander abzugrenzen sein, sofern stark verschuldete Unternehmen tendenziell auch höhere Grenzsteuersätze aufweisen. Vgl.: D. Givoly, C. Hayn, A. R. Ofer und O. Sarig (1992), a. a. O.

¹⁰ Vgl.: A. Falato, D. Kadyrzhanova und J. Sim (2013), Rising intangible capital, shrinking debt capacity, and the US corporate savings glut, *Finance and Economics Discussion Series 2013–67*, Board of Governors of the Federal Reserve System.

¹¹ Vgl.: J. Lintner (1956), Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes, *American Economic Review*, Vol. 46, S. 97–113; M. T. Leary, und R. Michaely (2011), Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence, *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, S. 3197–3249.

rungen bei Dividendenzahlungen eines Unternehmens zum Teil auf die Höhe seiner Gewinne und teilweise auf die Höhe der Dividenden der Vorperiode zurückgehen.¹²⁾ Der Beitrag des Glättungsmotivs bei der Dividendenausschüttung ergibt sich dem Ansatz zufolge aus dem Vergleich der modellmäßigen Dividendenzahlungen mit denjenigen in einem hypothetischen Szenario, in welchem lediglich die Gewinnsituation eine Rolle spielt. Da sich laut den Rechnungen in beiden Fällen ähnliche Ausschüttungsquoten ergeben, scheint die angestrebte Glättung der Dividendenzahlungen betragsmäßig nicht wesentlich zum Rückgang der Ausschüttungsquote der Unternehmen in Deutschland beigetragen zu haben.¹³⁾

Substitution durch Aktienrückkäufe

Für börsennotierte Unternehmen stellen Aktienrückkäufe eine weitere Möglichkeit dar, Gewinne an ihre Anteilseigner auszuschütten.¹⁴⁾ Für die Vereinigten Staaten gibt es Hinweise darauf, dass Aktienrückkäufe der Unternehmen seit den 1980er Jahren zumindest teilweise Dividendenausschüttungen ersetzt haben.¹⁵⁾ Um die Bedeutung von Aktienrückkäufen für den Rückgang der Ausschüttungsquote in Deutschland abzuschätzen, kann eine modifizierte Ausschüttungsquote unter Berücksichtigung von Aktienrückkäufen berechnet werden.¹⁶⁾ Zwar lag diese Quote in einzelnen Jahren deutlich über dem Standardmaß. Im Mittel der Jahre 1998 bis 2017 waren die Unterschiede jedoch unerheblich, sodass Aktienrückkäufe wohl nicht zum trendmäßigen Rückgang der Ausschüttungsquote in Deutschland beitragen.

Fazit

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass von den fünf untersuchten Hypothesen

lediglich im Fall des Abbaus des Verschuldungsgrades ein statistisch signifikanter und quantitativ bedeutsamer Einfluss auf den Rückgang der Ausschüttungsquote nachgewiesen werden kann. Vor dem Hintergrund der im internationalen Maßstab in zwischen vergleichsweise geringen Verschuldung des deutschen nichtfinanziellen Unternehmenssektors spricht wenig dafür, dass die Unternehmen ihre Ausschüttungsquote weiter reduzieren.¹⁷⁾ Angesichts der mittlerweile erreichten sehr soliden Eigenkapitalausstattung wäre es durchaus plausibel, wenn die Unternehmen ihre Ausschüttungen im Verhältnis zu den Gewinnen – wie laut VGR-Angaben bereits seit dem Jahr 2015 angelegt – in der Zukunft weiter aufstocken würden.¹⁸⁾

¹² Vgl.: J. Lintner (1956), a. a. O.

¹³ Zwar gibt es den Rechnungen zufolge Hinweise auf die Existenz eines Glättungsmotivs. Dessen Beitrag zur Entwicklung der Ausschüttungsquote ist jedoch angesichts seiner geringen Ausprägung für das durchschnittliche Unternehmen sowie der Gewinnentwicklung auf Unternehmensebene äußerst gering.

¹⁴ Die Reduzierung der Anzahl an ausgegebenen Aktien steigert unmittelbar Profitabilitätsmaße der Unternehmen (pro Aktie) und sollte, zumindest theoretisch, den Aktienkurs über die Zeit erhöhen, sodass Anteilseigner prinzipiell von Aktienrückkäufen durch Kursgewinne profitieren könnten.

¹⁵ Vgl.: G. Grullon, und R. Michaely (2002), Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis, *Journal of Finance*, Vol. 57, S. 1649–1684; D. J. Skinner (2008), The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, S. 582–609.

¹⁶ Aktienrückkäufe von Unternehmen werden nicht in den VGR-Sektorkonten ausgewiesen.

¹⁷ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur jüngsten Entwicklung der Verschuldung des nichtfinanziellen Privatsektors in ausgewählten Ländern des Euroraums, Monatsbericht, Januar 2017, S. 41–59.

¹⁸ Zur jüngsten Entwicklung der Eigenkapitalausstattung der nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland vgl.: Deutsche Bundesbank, Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2017, Monatsbericht, Dezember 2018, S. 33–46.

Außenhandel nach Regionen

in %

| Ländergruppe/Land | Veränderung gegenüber Vorjahr | | | |
|--|-------------------------------|--------|--------|--------|
| | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Ausfuhr | | | | |
| Euroraum | 37,4 | 1,6 | 6,8 | 4,5 |
| Übrige EU | 21,7 | 2,3 | 5,4 | 2,7 |
| darunter: | | | | |
| Vereinigtes Königreich | 6,2 | - 3,5 | - 0,6 | - 4,0 |
| Mittel- und osteuropäische EU-Länder ¹⁾ | 12,0 | 5,2 | 9,1 | 6,6 |
| Schweiz | 4,1 | 2,2 | 7,5 | 0,3 |
| Russland | 2,0 | - 0,6 | 19,7 | 0,6 |
| USA | 8,6 | - 6,1 | 4,7 | 1,5 |
| Japan | 1,6 | 7,9 | 6,8 | 4,6 |
| Neue Industrieländer Asiens ²⁾ | 3,0 | 1,4 | 1,8 | 0,6 |
| China | 7,1 | 6,7 | 13,3 | 8,1 |
| Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾ | 2,5 | 1,4 | 9,9 | 13,0 |
| OPEC ⁴⁾ | 1,8 | - 7,2 | - 12,0 | - 15,9 |
| Alle Länder | 100,0 | 0,9 | 6,2 | 3,0 |
| Einfuhr | | | | |
| Euroraum | 37,2 | 0,6 | 5,5 | 6,9 |
| Übrige EU | 20,0 | 3,1 | 7,7 | 5,2 |
| darunter: | | | | |
| Vereinigtes Königreich | 3,4 | - 7,2 | 3,3 | 0,4 |
| Mittel- und osteuropäische EU-Länder ¹⁾ | 14,0 | 6,8 | 9,4 | 6,6 |
| Schweiz | 4,2 | 4,3 | 4,1 | 0,4 |
| Russland | 3,3 | - 12,0 | 18,5 | 14,7 |
| USA | 5,9 | - 3,7 | 6,8 | 4,3 |
| Japan | 2,2 | 8,6 | 4,7 | 3,4 |
| Neue Industrieländer Asiens ²⁾ | 2,8 | - 0,9 | 23,3 | 6,1 |
| China | 9,7 | 2,4 | 8,1 | 4,3 |
| Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾ | 3,8 | 4,4 | 11,5 | 2,1 |
| OPEC ⁴⁾ | 1,0 | - 19,0 | 43,4 | 20,1 |
| Alle Länder | 100,0 | 0,6 | 8,0 | 5,7 |

¹ Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Tschechien, Ungarn.
² Hongkong, Singapur, Südkorea, Taiwan. ³ Indien, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand, Vietnam. ⁴ Gebietsstand zu Redaktionsschluss.

Deutsche Bundesbank

rüstungen, die einen hohen Importgehalt aufweisen, weiter Fahrt aufnahm. Dadurch konnte zum Teil der dämpfende Effekt auf die Nachfrage nach ausländischen Waren ausgeglichen werden, der durch den geringeren Schwung bei den deutschen Exporten mit ihrem ebenfalls recht hohen Importanteil resultierte. Preisbereinigt stiegen die Wareneinfuhren mit 3 % spürbar kräftiger als die Ausfuhren. In nominaler Betrachtung nahmen die Einfuhren mit 5 ¾ % noch stärker zu. Der Abstand der wertmäßigen Importe zu den Ausfuhren, die um 3 % stiegen, verminderte sich insbesondere aufgrund der Verteuerung von Energieprodukten. Im Ergebnis ging der Außenhandelsüberschuss im Jahr 2018 deutlich um 20 Mrd € auf 228 Mrd € zurück.

In regionaler Betrachtung expandierten die wertmäßigen Ausfuhren in die wichtigsten Zielländer beziehungsweise Absatzgebiete im Mittel des Jahres 2018 im Vorjahresvergleich zu meist weniger lebhaft als im Jahr 2017. Das galt auch in preisbereinigter Rechnung, der zufolge sich der Anstieg der Exporte in den Euroraum auf 3 % und in Drittländer auf 1 ¼ % belief. In der Verlaufsbeobachtung tritt die relativ schwache Entwicklung der preisbereinigten regionalen Exporte im Jahr 2018 deutlicher hervor. Die Lieferungen in den Euroraum nahmen bis zum Jahresabschlussquartal zwar nominal um 1 ¾ % gegenüber dem letzten Vierteljahr 2017 zu, überschritten preisbereinigt dessen Niveau jedoch um lediglich ¼ %. Die Exporte in die Länder außerhalb des Euroraums stiegen im gleichen Zeitraum nominal um 1 ¼ %, lagen bereinigt um die Entwicklung der Absatzpreise zuletzt gleichwohl um ½ % unter dem Stand des vierten Quartals 2017.

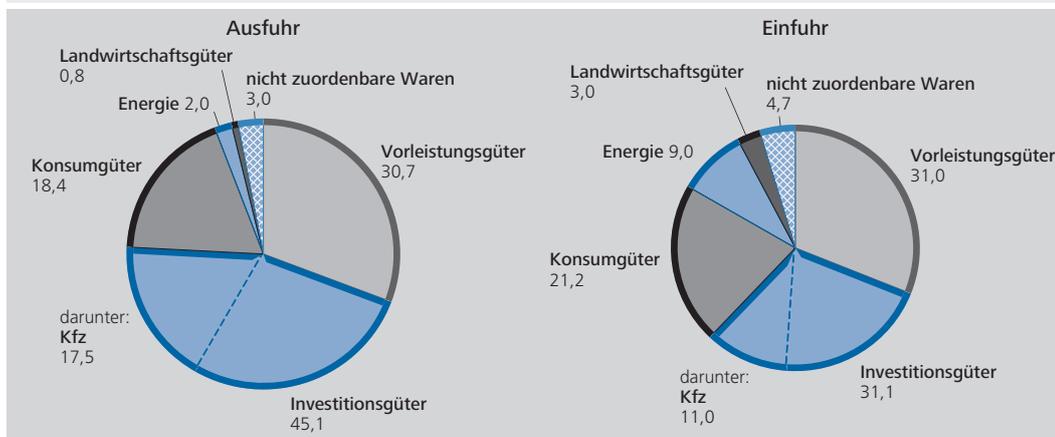
Bei den nominalen Ausfuhren in die Länder der EU verminderten sich im Jahresmittel vor allem die Lieferungen ins Vereinigte Königreich. Dämpfend dürften hier Sortimenteffekte, die Wachstumsverlangsamung im Vereinigten Königreich sowie die deutliche Aufwertung des Euro gegenüber dem britischen Pfund in den Vorjahren gewirkt haben. Die Ausfuhren nach Frank-

Schwächerer Anstieg der preisbereinigten Exporte nach Regionen

Geringere Dynamik der Exporte in die EU-Länder ...

Außenhandel nach ausgewählten Warengruppen im Jahr 2018

Anteile in %



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

reich unterschritten den Vorjahresstand leicht, wobei auch der Rückgang bei Erzeugnissen des sonstigen Fahrzeugbaus eine Rolle spielte.⁵⁾ Demgegenüber konnten die Exporteure an die Erfolge des Vorjahres in den Niederlanden und Italien anknüpfen. Die Erlössteigerungen aus deutschen Produktlieferungen in die mittel- und osteuropäischen Mitgliedstaaten, die nicht dem Euroraum angehören, fielen wie in den Jahren zuvor überdurchschnittlich aus.

Konjunkturberuhigung wohl Spuren bei den deutschen Exporteuren hinterließ. Die Exporterlöse in den süd- und ostasiatischen Schwellenländern erhöhten sich erneut stark. Auch die Auslandsgeschäfte mit Japan liefen recht gut.

Die Tempoverlangsamung des globalen Warenhandels traf die deutschen Hersteller in unterschiedlichem Maße. Die Auslandsgeschäfte mit Konsumgütern liefen in preisbereinigter Rechnung ebenso schwungvoll wie im Jahr zuvor. Dazu dürfte auch der überaus kräftige Anstieg der Lieferungen von pharmazeutischen Produkten beigetragen haben. Die deutsche Wirtschaft konnte zwar auch die Ausfuhren von Vorleistungsgütern und wichtigen Investitionsgütern ausweiten, die Zuwächse blieben jedoch infolge der zurückgenommenen Aufwärtsdynamik der weltweiten Industriekonjunktur spürbar hinter denen des Vorjahres zurück. Dabei verzeichneten die Exporte von DV-Geräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen sowie elektrischen Ausrüstungen ein kräftiges Plus. Zudem legten die Lieferungen der Maschinenbauer vergleichsweise stark zu. Demgegenüber gingen die Ex-

Breite Exportpalette gefragt, aber Kfz-Ausfuhren rückläufig

... und in Staaten außerhalb der EU

Auch die wertmäßigen Exporte in die Länder außerhalb der EU nahmen im Mittel des Jahres 2018 insgesamt verhaltener zu als im Vorjahr. Die Entwicklung nach Absatzregionen war gleichwohl recht heterogen. Die Ausfuhren in die USA verzeichneten nach dem kräftigen Zuwachs im Vorjahr einen moderaten Anstieg, wobei auch die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar eine Rolle gespielt haben dürfte. Zudem konnten die Exporte in weitere bedeutende Destinationen außerhalb der EU lediglich geringfügig ausgeweitet werden. Auch die Lieferungen nach Russland überschritten den Stand des Vorjahres, in dem sie außerordentlich stark zugenommen hatten, nur leicht. Darüber hinaus waren die Ausfuhren in die OPEC-Länder erneut rückläufig. Demgegenüber expandierten die Lieferungen in den asiatischen Raum vergleichsweise stark. Die Verkäufe nach China stiegen kräftig, wenngleich die dortige

⁵⁾ Im Außenhandel Deutschlands mit Erzeugnissen des sonstigen Fahrzeugbaus sind Schiffe, Schienenfahrzeuge sowie insbesondere Luft- und Raumfahrzeuge – vor allem für die bilateralen Außenhandelsströme der am europäischen Produktionsverbund beteiligten Länder – von wesentlicher Bedeutung.

porte von Kraftwagen und Kraftwagenteilen deutlich zurück. Dabei spielten vermutlich auch die Schwierigkeiten der deutschen Kfz-Branche mit den neuen EU-weiten Emissionstests eine Rolle.⁶⁾ Hinzu kamen wohl dämpfende Effekte von der Nachfrageseite, insbesondere auf Märkten, die für die deutsche Automobilindustrie von großer Bedeutung sind. So gingen die Ausfuhren von Kraftwagen in die USA, wie bereits im Jahr zuvor, spürbar zurück.

Bedarf an umfangreichem Importsortiment

Die lebhaftere Binnennachfrage in Deutschland kam einem breiten Produktsortiment der ausländischen Hersteller zugute. Unvermindert schwungvoll nahmen die Einfuhren von Konsumgütern zu. Im Zuge des stark erhöhten Bedarfs an Ausrüstungen in Deutschland wurden die Einfuhren von klassischen Investitionsgütern wie Maschinen erheblich ausgeweitet. DV-Geräte, elektronische und optische Erzeugnisse sowie elektrische Ausrüstungen waren ebenfalls stark gefragt. Demgegenüber stiegen die Einfuhren von Kraftwagen und Kraftwagenteilen unterdurchschnittlich. Dabei könnten unter anderem eine gewisse temporäre Kaufzurückhaltung der inländischen Abnehmer und indirekt die rückläufigen Kfz-Exporte eine Rolle gespielt haben. Einen überaus starken Zuwachs der Exporterlöse aus dem Geschäft mit Deutschland verzeichneten die ausländischen Produzenten von Vorleistungsgütern. Darüber hinaus weitete sich der Wert der Energieeinfuhren außerordentlich kräftig aus. Dahinter stand jedoch im Wesentlichen die Verteuerung dieser Produkte.

Zunahme der Warenimporte regional breit angelegt

In regionaler Perspektive nahmen die Importe im Jahr 2018 sowohl aus den übrigen EU-Ländern als auch aus den Staaten außerhalb der EU kräftig zu. Die Hersteller in den Partnerländern des Euroraums weiteten die Exporterlöse aus ihrem Geschäft mit Deutschland erheblich und stärker als im Jahr zuvor aus. Von der anziehenden Importnachfrage aus Deutschland profitierten sowohl wichtige Lieferanten, wobei insgesamt Italien und die Niederlande den höchsten Anstieg aufwiesen, als auch die meisten der kleineren Handelspartner, die ihre Lieferungen

ebenfalls deutlich steigern konnten. Zudem expandierten die Einfuhren aus den mittel- und osteuropäischen EU-Ländern relativ kräftig, womit sich die Tendenz aus den Vorjahren fortsetzte. Demgegenüber lagen die Importe aus dem Vereinigten Königreich nur wenig über dem Stand des Vorjahres, in dem sie stark zugenommen hatten. Wichtige Lieferanten außerhalb der EU konnten ebenfalls höhere Exporterträge mit Deutschland erzielen. Die Zuwächse waren jedoch generell geringer als im Vorjahr.

Die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen

Der grenzüberschreitende Austausch von Dienstleistungen wies aus der Sicht Deutschlands nach wie vor ein Defizit auf. Bemerkenswert ist dabei, dass das Expansionstempo sowohl bei den Dienstleistungsimporten als auch den -exporten im Vergleich zur kräftigen Dynamik der letzten Jahre sehr moderat ausfiel. Entgegen der Entwicklung der beiden Vorjahre verringerte sich der Fehlbetrag im Jahr 2018 spürbar. Im Berichtszeitraum wurden für 19½ Mrd € mehr Dienstleistungen gebietsfremder Anbieter in Anspruch genommen, als durch Gebietsfremde im Inland nachgefragt wurden.

Zu der Verringerung des Fehlbetrages führten im Berichtsjahr allein die erhöhten Einnahmen aus dem Dienstleistungsverkehr mit den übrigen Ländern des Euroraums, gegenüber denen die deutsche Dienstleistungsbilanz traditionell ein Defizit aufweist. Dazu haben vor allem unternehmensbezogene und an der Konjunkturentwicklung orientierte Bereiche wie Fertigungsdienstleistungen, Transportleistungen sowie Kommunikations- und IT-Dienstleistungen beigetragen. Dagegen erwirtschaftete Deutschland gegenüber den Drittstaaten einen geringfügig niedrigeren Überschuss in der Dienstleistungsbilanz.

Fehlbetrag in Dienstleistungsbilanz verringert, ...

... da die Einnahmen gegenüber dem Euroraum zunahmen

⁶⁾ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Februar 2019, a. a. O.

Überdurchschnittliche Zuwächse bei wissensbasierten Dienstleistungen und Transportgewerbe

Der Dienstleistungsaustausch verlief im Jahr 2018 im Vergleich zum Vorjahr vor allem bei eher wissensbasierten Dienstleistungen wie den Kommunikations- und IT-Dienstleistungen sowie der Nutzung geistigen Eigentums dynamischer, aber auch im Transportgewerbe. Diese drei Teilbilanzen trugen wesentlich zur Saldenverbesserung der Dienstleistungsbilanz insgesamt bei. Ausgesprochen wenig Schwung sowohl auf der Einnahmen- als auch auf der Ausgabenseite wiesen dagegen die sonstigen unternehmensbezogenen Dienstleistungen auf, zu denen Forschung und Entwicklung, die freiberuflichen, technischen und kaufmännischen Dienstleistungen sowie die Managementberatungsleistungen zählen. Diese waren in der letzten Dekade vor dem Hintergrund zunehmender internationaler Arbeitsteilung auch im Dienstleistungsbereich teilweise sehr kräftig gestiegen. Ähnliches gilt für die grenzüberschreitenden Entgelte von Finanz- und Versicherungsdienstleistungen.

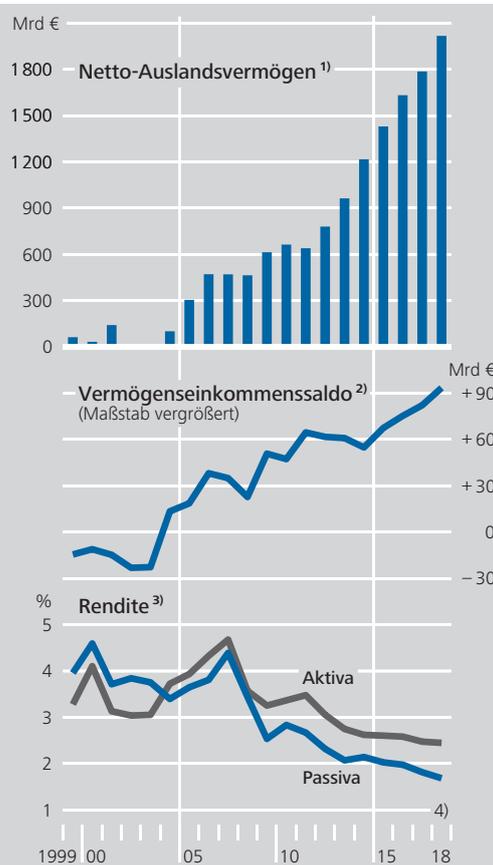
Wenig Veränderung beim Reiseverkehr

Der betragsmäßig größte Posten im Bereich der Dienstleistungen ist die Bilanz des grenzüberschreitenden Reiseverkehrs, die ein Defizit von 43½ Mrd € aufwies. Auch aufgrund der kräftigen Einkommenssteigerungen der Inländer in den vergangenen Jahren waren die Reiseverkehrsausgaben im Jahr 2017 um fast ein Zehntel gestiegen. Dieses hohe Niveau wurde im Berichtsjahr nur leicht übertroffen. Bei den Reise-destinationen kam es kaum zu Verschiebungen. Da Deutschland als Reiseziel Gebietsfremder leicht an Attraktivität gewann, blieb das Defizit gegenüber dem Vorjahr praktisch unverändert.

Überschuss bei Vermögenseinkommen erheblich gestiegen

Die Primäreinkommen Deutschlands aus der übrigen Welt, welche die Kategorien Arbeitnehmerentgelte, Vermögenseinkommen sowie Sonstige Primäreinkommen umfassen, übertrafen im abgelaufenen Jahr die Zahlungen in diesem Posten an die übrige Welt um 91½ Mrd €. Da sich die grenzüberschreitenden Ströme der Arbeitnehmerentgelte und der Sonstigen Primäreinkommen wie in den Jahren zuvor zu betragsmäßig kleinen Salden ausglich, bildeten die Nettoerträge aus internationalen Ver-

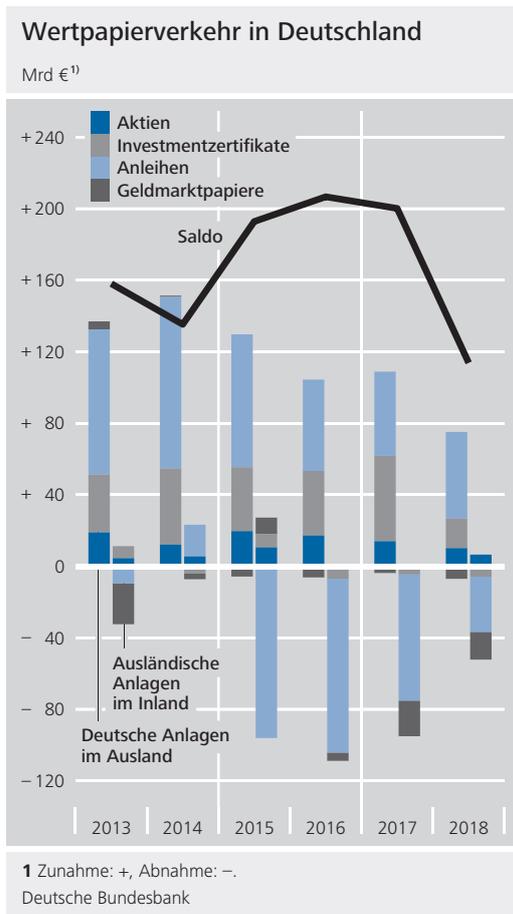
Wichtige Kenngrößen zum grenzüberschreitenden Vermögenseinkommenssaldo



1 Direktinvestitionen, Wertpapiere, übrige Kapitalanlagen und Währungsreserven. Ohne Finanzderivate. Gemäß Auslandsvermögensstatus. **2** Gemäß Zahlungsbilanz. **3** Renditen entsprechend der Relation der grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen bzw. -ausgaben zu den Jahresdurchschnittsbeständen der Auslandsforderungen bzw. -verbindlichkeiten. **4** Für den Auslandsvermögensstatus Endstand 3. Vj. 2018.
 Deutsche Bundesbank

mögensanlagen die wichtigste Quelle der Primäreinkommen. Im Berichtsjahr erhöhten sie sich vorläufigen Berechnungen zufolge um 11 Mrd € auf 93½ Mrd €, nachdem sie bereits in den vorangegangenen drei Jahren kräftig zugenommen hatten.⁷⁾ Zwar stiegen die Erträge der Inländer aus Vermögensanlagen im Ausland nur leicht, die Zahlungen an Investoren und Kapitalgeber aus dem Ausland – insbesondere für Wertpapieranlagen – gingen im Vorjahres-

7 Endgültige Zahlen für die Vermögenseinkommen der Direktinvestitionen liegen nach Eingang und Prüfung der zugrunde liegenden Meldungen erst mit einer zeitlichen Verzögerung von zwei Jahren – d. h. zurzeit bis einschl. dem Jahr 2016 – vor.



vergleich jedoch spürbar zurück. Das Rendite-niveau sowohl der Aktiva als auch der Passiva gab indes weiter nach.⁸⁾ Da dieser Rückgang bei von Inländern gehaltenen Anlagen außerhalb Deutschlands jedoch geringer ausfiel als bei den Verbindlichkeiten, weitete sich das Renditedifferenzial zugunsten deutscher Anleger aus. Zusammen mit dem weiter gestiegenen Netto-Auslandsvermögen trug dies zum höheren Überschuss der Vermögenseinkommensbilanz bei.

Teilweise entfallene Sonder-effekte verminderten Defizit der Sekundäreinkommensbilanz

Die Bilanz der grenzüberschreitenden Sekundäreinkommen verzeichnete im Jahr 2018 ein Defizit in Höhe von 47 ½ Mrd €. Damit wurde der Fehlbetrag des Jahres zuvor, welcher massiv von Sondereffekten bei den privaten Übertragungen an das Ausland ohne direkte Gegenleistung geprägt war, unterschritten. Im Vergleich mit dem Jahr 2016, in dem es keine derartigen Sondereffekte gegeben hatte, erhöhte sich das Defizit der Sekundäreinkommen im Berichtsjahr um nahezu 7 Mrd €. Dieser Anstieg ging zu etwa

einem Drittel auf die Bilanz staatlicher Sekundäreinkommen zurück, vor allem aufgrund gesteigener Ausgaben an das Ausland. Dahinter standen erhöhte Beiträge Deutschlands an den EU-Haushalt, deren Höhe sich am Bruttonationaleinkommen orientieren. Auf den Privatsektor entfielen zwei Drittel des Anstiegs, wobei die Sondereffekte bei den privaten Übertragungen an das Ausland ohne direkte Gegenleistung auch im Jahr 2018 teilweise fortbestanden. Zu einem kleinen Teil erklärt in den vergangenen zwei Jahren zudem die Zunahme an persönlichen Übertragungen – hierbei handelt es sich um Heimatüberweisungen – den Anstieg der privaten Übertragungen an das Ausland.

Kapitalverkehr

Dem deutschen Leistungsbilanzüberschuss standen im Jahr 2018 Netto-Kapitalexporte von 225 ½ Mrd € gegenüber; dies waren 57 ½ Mrd € weniger als im Jahr davor. Dabei flossen in allen Segmenten des Kapitalverkehrs netto Mittel ins Ausland ab.

Wertpapierverkehr

Im Wertpapierverkehr kam es im Jahr 2018 zu Netto-Kapitalexporten von 113 Mrd €, nach 196 ½ Mrd € im Jahr zuvor. Der deutlich niedrigere Saldo ist zum einen auf eine geringere Nachfrage deutscher Anleger nach ausländischen Wertpapieren zurückzuführen. Zum anderen gaben Ausländer weniger deutsche Portfoliowerte ab als noch 2017. Für die niedrigere Nachfrage nach ausländischen Wertpapieren könnten die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich des globalen Wirtschaftswachstums eine Rolle gespielt haben. Diese wurden im Verlauf des vergangenen Jahres schrittweise zu-

Anhaltende Kapitalexporte im Wertpapierverkehr

⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Effekte auf den grenzüberschreitenden Vermögenseinkommenssaldo: Vermögensakkumulation, Portfolioumschichtungen und Renditeveränderungen, Monatsbericht, März 2015, S. 86–90; T.A. Knetsch und A.J. Nagengast, On the dynamics of the investment income balance, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 21/2016.

rückgenommen. Auch geopolitische Risiken dürften dazu beigetragen haben, dass sich inländische Anleger weniger in ausländischen Wertpapieren engagierten. Zu den geopolitischen Risiken zählten beispielsweise der Handelsstreit zwischen den Vereinigten Staaten und China sowie die anhaltende Unsicherheit über den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU.

Deutsche Anleger fragten schwerpunktmäßig auf Euro lautende Anleihen nach

Heimische Anleger erwarben im vergangenen Jahr per saldo für 68 Mrd € ausländische Wertpapiere. Damit lag der Nettoerwerb erheblich unter dem Wert des Vorjahres. Nachdem im Jahr 2017 noch Investmentzertifikate den Anlageschwerpunkt deutscher Investoren gebildet hatten, standen 2018 zinstragende Wertpapiere in deren Fokus. Dennoch lag die Nachfrage nach Anleihen mit 44½ Mrd € noch leicht über dem Niveau des Vorjahres. Auf Euro lautende Anleihen fragten hiesige Anleger verstärkt nach. Dies könnte unter anderem auf die im Jahresverlauf gestiegenen Renditeaufschläge langfristiger Staatsanleihen einzelner Mitgliedstaaten des Euroraums zu Bundesanleihen zurückzuführen gewesen sein. Durch die höheren Renditen dürften diese Anleihen für Investoren an Attraktivität gewonnen haben, trotz damit möglicherweise verbundener zusätzlicher Risiken. Dagegen trennten sich deutsche Investoren im Jahr 2018 von Fremdwährungsanleihen im Wert von 3 Mrd €. Ein Jahr zuvor hatten sie noch Fremdwährungsanleihen für 18½ Mrd € erworben. Zudem nahmen hiesige Investoren ausländische Geldmarktpapiere für 4½ Mrd € aus ihren Depots. Schon im Vorjahr hatten sie solche kurzlaufenden Wertpapiere abgestoßen, die angesichts der vielerorts niedrigen Kurzfristzinsen kaum attraktive Renditen bieten.

Ausländische Aktien waren im Jahr 2018 bei deutschen Anlegern weiterhin gefragt. Mit 9½ Mrd € lagen die Nettokäufe jedoch unter dem Wert des Vorjahres. Nach zwei Jahren mit deutlichen Kursgewinnen verzeichneten die internationalen Aktienbörsen im vergangenen Jahr zum Teil erhebliche Kurseinbußen. Dies sprach für eine Zurückhaltung bei Aktienengagements.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

| Position | 2016 ¹⁾ | 2017 ¹⁾ | 2018 ¹⁾ |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|
| I. Leistungsbilanz | + 265,5 | + 261,9 | + 246,4 |
| 1. Warenhandel ¹⁾ | + 252,6 | + 253,1 | + 221,9 |
| Ausfuhr (fob) | 1 178,6 | 1 256,3 | 1 292,8 |
| Einfuhr (fob) | 926,0 | 1 003,2 | 1 070,9 |
| nachrichtlich: | | | |
| Außenhandel ²⁾ | + 248,9 | + 247,9 | + 227,9 |
| Ausfuhr (fob) | 1 203,8 | 1 279,0 | 1 317,7 |
| Einfuhr (cif) | 954,9 | 1 031,0 | 1 089,8 |
| 2. Dienstleistungen ³⁾ | - 21,0 | - 21,9 | - 19,6 |
| darunter: | | | |
| Reiseverkehr | - 38,2 | - 43,6 | - 43,4 |
| 3. Primäreinkommen | + 74,7 | + 80,3 | + 91,7 |
| darunter: | | | |
| Vermögenseinkommen | + 75,4 | + 82,3 | + 93,5 |
| 4. Sekundäreinkommen | - 40,9 | - 49,6 | - 47,6 |
| II. Vermögensänderungsbilanz | + 2,1 | - 1,9 | + 1,9 |
| III. Saldo der Kapitalbilanz ⁴⁾ | + 259,7 | + 282,9 | + 225,6 |
| 1. Direktinvestitionen | + 43,2 | + 48,7 | + 43,5 |
| 2. Wertpapieranlagen | + 199,0 | + 196,6 | + 113,1 |
| 3. Finanzderivate ⁵⁾ | + 29,1 | + 11,6 | + 23,3 |
| 4. Übriger Kapitalverkehr ⁶⁾ | - 13,2 | + 27,3 | + 45,4 |
| 5. Währungsreserven | + 1,7 | - 1,3 | + 0,4 |
| IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ⁷⁾ | - 7,9 | + 23,0 | - 22,6 |

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** Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

Deutsche Bundesbank



Hiesige Investoren erhöhten im Jahr 2018 auch ihr indirektes Wertpapierengagement über ausländische Investmentfonds, und zwar um 18½ Mrd €. Allerdings war der Erwerb von Investmentzertifikaten deutlich niedriger als noch im Jahr zuvor. Es wurden vornehmlich Investmentzertifikate aus Luxemburg und Irland erworben, wo eine Vielzahl der in Deutschland vertriebenen Fonds beheimatet ist. Von dort werden die Gelder weltweit investiert, weshalb eine regionale Zuordnung der eigentlichen Zielländer nicht möglich ist.

Ausländische Investoren gaben per saldo weniger Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand ab

In umgekehrter Richtung des Kapitalverkehrs gaben ausländische Investoren 2018 mit 45 Mrd € per saldo merklich weniger deutsche Wertpapiere ab als noch im Jahr zuvor. Dies galt unter anderem für Anleihen der öffentlichen Hand. Die Verkäufe ausländischer Anleger beliefen sich hier im Jahr 2018 auf 51 Mrd €. Sie lagen damit deutlich unter dem Wert des Vorjahres. Hierbei dürfte die schrittweise Rückführung des Ankaufvolumens im Rahmen des APP

eine wesentliche Rolle gespielt haben: Das Eurosystem senkte mit Jahresbeginn 2018 seine monatlichen Anleihekäufe von zuvor netto 60 Mrd € zunächst auf 30 Mrd € und ab dem vierten Quartal nochmals auf 15 Mrd €. Entsprechend sanken auch die Käufe der Bundesbank, die zu einem nennenswerten Teil mit ausländischen Geschäftspartnern getätigt wurden.

Im Gegensatz zu öffentlichen Anleihen waren zinstragende Wertpapiere hier ansässiger privater Emittenten bei ausländischen Anlegern gefragt. Dies bedeutete eine Umkehr gegenüber dem Vorjahr. Verantwortlich war eine starke Nachfrage nach Bankanleihen. Während ausländische Anleger im Jahr 2017 noch inländische Bankanleihen aus ihren Portfolios genommen hatten, erwarben sie 2018 solche Titel für 6½ Mrd €. Sie kauften zudem heimische Geldmarktpapiere im Wert von 2 Mrd €. Ausländische Investoren trennten sich hingegen von Anleihen deutscher Unternehmen für 3½ Mrd €.

Bankanleihen waren im Ausland gefragt

Bei Aktien führten die Käufe ausländischer Investoren 2018 zu Mittelzuflüssen von 6½ Mrd €. Ein Jahr zuvor hatten gebietsfremde Anleger noch deutsche Aktien für ½ Mrd € abgegeben. Inländische Aktien wurden vorwiegend von Investoren außerhalb des Euroraums erworben. Hingegen trennten sich Ausländer von deutschen Investmentzertifikaten für 6 Mrd €. Hier setzte sich der Trend des Vorjahres fort, als gebietsfremde Anleger Investmentzertifikate für 2 Mrd € zurückgegeben hatten.

Bei den Finanzderivaten, die in der Zahlungsbilanz nur in einer Position ausgewiesen werden, kam es im vergangenen Jahr zu Netto-Kapitalexporten von 23½ Mrd €. Damit stieg der Saldo im Vergleich zum Jahr davor deutlich an.⁹⁾ Die Kapitalabflüsse entfielen in etwa mit

Finanzderivate führten zu Mittelabflüssen

⁹ Seit 2012 gab es bei den Finanzderivaten mehrheitlich per saldo negative grenzüberschreitende Zahlungsströme, die zu einem großen Teil in einem Zusammenhang mit Zinsswaps standen, die inländische Kreditinstitute zur Absicherung festverzinslicher Wertpapiere gegen Zinsrisiken abschlossen.

den Anteilen vier Fünftel zu einem Fünftel auf Termingeschäfte und den Handel mit Optionen. Der grenzüberschreitende Terminhandel mit Strom und Gas, der statistisch ebenfalls unter den Finanzderivaten verbucht wird, resultierte in Netto-Kapitalimporten von ½ Mrd €. Die inländischen Kontrahenten der grenzüberschreitend gehandelten Finanzderivate waren dabei vor allem Monetäre Finanzinstitute.

Direktinvestitionen

Rückgang der globalen Direktinvestitionen

Die globalen Direktinvestitionsströme sanken 2018 das dritte Jahr in Folge. Ursächlich für diesen Rückgang waren mehrere Faktoren: der sich verschärfende Handelsstreit zwischen den USA und China, Unsicherheit über die Austrittsmodalitäten des Vereinigten Königreichs aus der EU sowie die Reform der Besteuerung international aufgestellter US-amerikanischer Unternehmen. Die US-Steuerreform führte dazu, dass amerikanisches Direktinvestitionsvermögen in größerem Umfang repatriiert wurde, was für sich genommen die Direktinvestitionsströme per saldo schmälerte. Bei den aktuellen Rückflüssen handelte es sich um im Ausland erzielte Gewinne früherer Jahre, die nicht ausgeschüttet, sondern in den Auslandsniederlassungen reinvestiert worden waren. Auf diese Weise konnten die Muttergesellschaften in den USA eine Besteuerung umgehen.

Die aus der Repatriierung reinvestierter Gewinne resultierenden Kapitalströme in die USA überlagerten im Jahr 2018 andere Entwicklungen bei den globalen Direktinvestitionen. So nahmen Unternehmensübernahmen und -fusionen 2018 wertmäßig um 19 % zu. Die angekündigten Neugründungen von Unternehmen im Ausland (Greenfield-Investitionen) stiegen sogar um 29 %.

Alles in allem schätzt die Konferenz der Vereinten Nationen für Handel und Entwicklung (United Nations Conference on Trade and Development: UNCTAD), dass sich die weltweiten

Kapitalbilanz

Mrd €

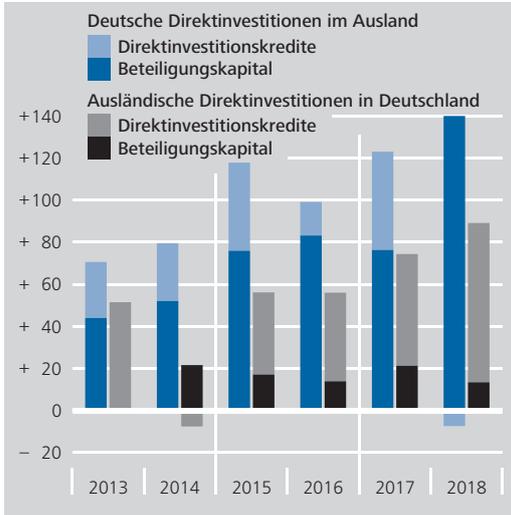
| Position | 2016 ¹⁾ | 2017 ¹⁾ | 2018 ¹⁾ |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|
| Saldo der Kapitalbilanz ¹⁾ | + 259,7 | + 282,9 | + 225,6 |
| 1. Direktinvestitionen | + 43,2 | + 48,7 | + 43,5 |
| Inländische Anlagen im Ausland ²⁾ | + 99,2 | + 123,1 | + 132,7 |
| Ausländische Anlagen im Inland ²⁾ | + 56,0 | + 74,4 | + 89,2 |
| 2. Wertpapieranlagen | + 199,0 | + 196,6 | + 113,1 |
| Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten ²⁾ | + 97,0 | + 106,5 | + 68,1 |
| Aktien ³⁾ | + 17,0 | + 14,2 | + 9,4 |
| Investmentfondsanteile ⁴⁾ | + 37,7 | + 50,1 | + 18,7 |
| Langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾ | + 48,5 | + 44,2 | + 44,6 |
| Kurzfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾ | - 6,2 | - 2,0 | - 4,6 |
| Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten ²⁾ | - 102,0 | - 90,2 | - 45,0 |
| Aktien ³⁾ | - 0,2 | - 0,7 | + 6,6 |
| Investmentfondsanteile | - 6,9 | - 2,0 | - 5,8 |
| Langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾ | - 95,3 | - 70,4 | - 47,6 |
| Kurzfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾ | + 0,5 | - 17,0 | + 1,8 |
| 3. Finanzderivate ⁷⁾ | + 29,1 | + 11,6 | + 23,3 |
| 4. Übriger Kapitalverkehr ⁸⁾ | - 13,2 | + 27,3 | + 45,4 |
| Monetäre Finanzinstitute ⁹⁾ | - 68,2 | - 38,5 | + 85,8 |
| langfristig | + 39,1 | + 12,1 | + 13,0 |
| kurzfristig | - 107,3 | - 50,6 | + 72,9 |
| Unternehmen und Privatpersonen ¹⁰⁾ | - 8,9 | - 18,5 | + 11,2 |
| langfristig | - 3,3 | - 10,9 | + 2,2 |
| kurzfristig | - 5,5 | - 7,6 | + 9,0 |
| Staat | + 4,3 | + 4,7 | - 11,7 |
| langfristig | - 2,7 | - 0,7 | - 1,8 |
| kurzfristig | + 7,0 | + 5,4 | - 9,9 |
| Bundesbank | + 59,6 | + 79,5 | - 40,0 |
| 5. Währungsreserven | + 1,7 | - 1,3 | + 0,4 |

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.

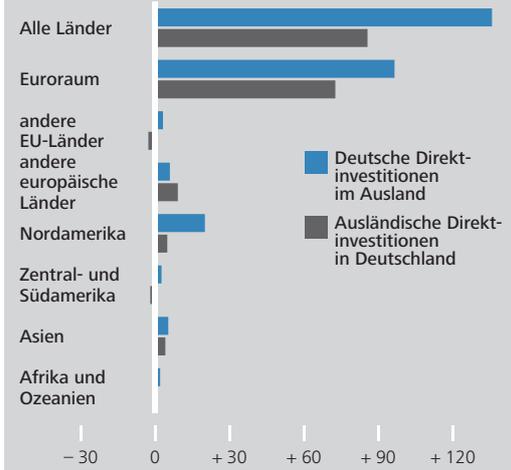
Deutsche Bundesbank

Direktinvestitionen

Mrd €¹⁾



Nach Regionen (2018)



1 Zunahme: +, Abnahme: -.
 Deutsche Bundesbank

ten davor. Verantwortlich waren die deutschen Direktinvestitionen im Ausland. Sie legten um 9½ Mrd € zu und erreichten mit 132½ Mrd € einen historischen Höchststand. Heimische Unternehmen weiteten dabei ihr Beteiligungskapital im Ausland besonders kräftig aus (140 Mrd €).¹¹⁾ Eine größere Rolle spielten grenzüberschreitende Unternehmensübernahmen.¹²⁾

Über den konzerninternen Kreditverkehr flossen den deutschen Unternehmen dagegen Mittel zu (7½ Mrd €). Hier schlug sich nieder, dass Auslandsniederlassungen Finanzkredite tilgten, die ihre deutsche Mutter ihnen zuvor eingeräumt hatte.

Direktinvestitionsbeziehungen, die in der Regel eher langfristig ausgerichtet sind, können unterschiedlich motiviert sein. Dies zeigt die jährliche Umfrage des Deutschen Industrie- und Handelskammertags (DIHK) bei seinen Mitgliedsunternehmen aus dem Verarbeitenden Gewerbe. Dabei wiesen die Ergebnisse der Umfrage gerade in den letzten Jahren eine große Konstanz bei den strategischen Zielen der Unternehmen auf: Im Frühjahr 2018 gaben erneut knapp die Hälfte aller Unternehmen als wichtigstes Motiv für ihr Auslandsengagement den Auf- oder Ausbau des Vertriebs und des Kundendienstes an. Es folgte die Produktion vor Ort zur Markterschließung noch vor der Realisierung von Kostensenkungspotenzialen.¹³⁾

Vertrieb weiterhin wichtigstes Motiv für Direktinvestitionen

Direktinvestitionstransaktionen im Jahr 2018 um rund 19 % auf 1,2 Billionen US-\$ verringerten.¹⁰⁾

Deutschland: Zunahme der Direktinvestitionen in beide Richtungen

Im Unterschied zur rückläufigen Entwicklung der Direktinvestitionen in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften nahm die grenzüberschreitende Kapitalverflechtung mit deutscher Beteiligung erneut zu. Dabei weiteten hiesige Unternehmen ihr Auslandsengagement stark aus; zugleich flossen auch Direktinvestitionen in größerem Umfang nach Deutschland.

Insgesamt beliefen sich die deutschen Netto-Kapitalexporte aus Direktinvestitionen 2018 auf 43½ Mrd €, nach 48½ Mrd € in den 12 Mona-

10 Vgl.: UNCTAD, Global Investment Trends Monitor Nr. 31, Januar 2019; sowie UNCTAD, Global Investment Trends Monitor Nr. 29, Special Edition: Tax reforms in the United States: Implications for International Investment, Februar 2018.

11 Darin enthalten sind auch reinvestierte Gewinne in Höhe von 31½ Mrd €. Zum möglichen Einfluss reinvestierter Gewinne auf die Ersparnis inländischer Unternehmen siehe auch die Erläuterungen auf S. 37 ff.

12 Auf Übernahmen im Ausland ansässiger Firmen mit zuvor ausländischen Eignern – und einem Anteilsbesitz von mindestens 10 % nach der Transaktion – entfielen nach der Datenbank von Thomson Reuters 74 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.

13 Vgl.: DIHK, Auslandsinvestitionen in der Industrie, Frühjahr 2018.

Zum Zusammenhang zwischen inländischer Unternehmensersparnis und Direktinvestitionen sowie der Rolle von reinvestierten Gewinnen

Seit Jahren sparen „die Deutschen“ mehr als sie investieren. Dieser Ersparnisüberschuss spiegelt sich in Netto-Kapitalexporten wider. Eine sektorale Betrachtung verdeutlicht, dass nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bei den Ersparnisüberschüssen in Deutschland eine wichtige Rolle spielen, wenngleich der positive Finanzierungssaldo seit 2016 leicht rückläufig war.¹⁾ Die Differenz zwischen Ersparnis und Investitionen war im Jahr 2001 für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften noch negativ. Seitdem stieg dieser Finanzierungssaldo recht kontinuierlich bis 2016 an. Dabei waren nicht nur direkte Finanzierungsmöglichkeiten über Kapitalmärkte (bspw. über die Emission von Aktien und Anleihen), sondern auch das Niedrigzinsumfeld bedeutsam. In diesem Zusammenhang wird auch die Rolle von Direktinvestitionen für die Unternehmensersparnis diskutiert.²⁾ Die vorliegende Studie geht der Frage nach, inwieweit eine Beziehung zwischen deutschen Direktinvestitionen im Ausland und dem Finanzierungssaldo der Unternehmen im Inland nachweisbar ist und welche Faktoren die reinvestierten Gewinne inländischer Muttergesellschaften bei ihren ausländischen Tochtergesellschaften beeinflussen. Eine Investition im Ausland wirkt sich – anders als Sachinvestitionen im Inland – nicht unmittelbar auf die inländische Spar-Investitions-Lücke (den Finanzierungssaldo) aus. Allerdings erwirtschaften ausländische Direktinvestitionsunternehmen in der Regel Gewinne, die sich auch in den in Deutschland ausgewiesenen Gewinnen des Mutterkonzerns niederschlagen, und zwar unabhängig davon, ob sie an die Muttergesellschaft ausgeschüttet oder von der Niederlassung einbehalten werden.³⁾ Der Teil des Unternehmensgewinns, der nicht ausgeschüttet, sondern reinvestiert wird, stellt

die Ersparnis dieses Unternehmens dar. Zugleich erhöhen einbehaltene Gewinne einer Auslandsniederlassung die Direktinvestitionen im Ausland. Somit kann sich ein indirekter Zusammenhang zwischen Direktinvestitionen und der Ersparnisbildung der deutschen Muttergesellschaft ergeben.

Die rein buchhalterische Betrachtung der Beziehung zwischen Direktinvestitionen und Unternehmensersparnis greift aber insoweit zu kurz, als sie nur einen möglichen, keineswegs aber zwingenden Zusammenhang ex post abbildet. Da in multilateralen Unternehmen von einer strategischen Konzernplanung auszugehen ist, lassen sich jedoch auch ökonomische Gründe dafür finden, dass die (geplante) Unternehmensersparnis von beabsichtigten Direktinvestitionen beeinflusst werden könnte. Vorstellbar ist beispielsweise, dass Unternehmen gezielt mehr sparen, weil sie Direktinvestitionen tätigen möchten.

Diese Hypothese kann ökonometrisch auf verschiedene Weisen geprüft werden. Eine Schätzung der Bundesbank mit makroökonomischen Variablen liefert zunächst keine Hinweise für einen systematischen Zusammenhang zwischen deutschen Direktinvestitionen im Ausland und der inländischen Unternehmensersparnis. Dies schließt allerdings nicht aus, dass auf der Unterneh-

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2017, Monatsbericht, März 2018, S. 20.

2 Vgl.: Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2017: Aufschwung weiter kräftig – Anspannungen nehmen zu, S. 65 ff.

3 Die Gewinne der Auslandsniederlassungen deutscher Unternehmen betragen 2018 schätzungsweise 92,5 Mrd €. Davon wurden 31,5 Mrd € von den Auslandsniederlassungen einbehalten und der Rest an die Muttergesellschaften ausgeschüttet. Zum Vergleich: Die Ersparnis nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in Deutschland betrug 2018 101,6 Mrd €.

Schätzung der Unternehmensersparnis auf Mikroebene^{o)}

| Position | Durchschnittlicher Effekt einer neuen Auslands-tochter | Beobachtungen (Gruppe der neuen Auslands-töchter) | Beobachtungen (Kontrollgruppe) |
|---|--|---|--------------------------------|
| Δ Eigenkapitalquote _t | -0,002 (0,002) | 2 511 | 143 574 |
| Jahresüberschuss abzüglich Dividendenausschüttungen relativ zum Eigenkapital _t | -0,013 (0,315) | 1 650 | 98 101 |

o) *** Signifikanz auf 1% Niveau, ** Signifikanz auf 5% Niveau, * Signifikanz auf 10% Niveau. Die Standardfehler werden aus gewichteten Regressionen ermittelt, welche jährliche fixe Effekte berücksichtigen. Außerdem kontrolliert die Schätzung für das Pro-Kopf-Einkommen auf Kreisebene in der Periode t-1. Robuste Standardfehler in Klammern.

Deutsche Bundesbank

mensebene ein solcher Zusammenhang besteht. Dieser könnte im Aggregat auf der Makroebene aufgrund der Heterogenität von Unternehmensentscheidungen, einer geringen Anzahl von Beobachtungen oder anderer Störeinflüsse nicht mehr nachweisbar sein. Auf der Mikroebene ermöglicht die Unternehmensbilanzstatistik (Ustan) der Bundesbank eine Abschätzung der Unternehmensersparnis auf der Ebene einzelner Unternehmen. Ein mögliches und gut verfügbares Maß für die Unternehmensersparnis ist die Veränderung der Eigenkapitalquote.⁴⁾ Als methodisch exaktere Alternative kann auch die Ersparnis in Form der einbehaltenen Gewinne ermittelt werden.⁵⁾ Hier liegen die für die Berechnung erforderlichen Informationen jedoch nur eingeschränkt vor.⁶⁾ Im Folgenden werden beide Maße betrachtet.

Datengrundlage der Schätzung sind die Mikrodatenbank der Direktinvestitionen (MiDi) und die Ustan. Hierfür wird der Datensatz aus dem Forschungspapier von Goldbach et al. (2019) herangezogen.⁷⁾ Der

Zeitraum umfasst die Jahre von 2000 bis 2013. Mittels Propensity Score Matchings werden zwei Gruppen von Unternehmen bestimmt, die sich in verschiedenen unternehmensspezifischen Eigenschaften ähneln. Es besteht nur ein wesentlicher Unterschied: Während die eine Gruppe in einem Jahr eine neue ausländische Tochtergesellschaft gründete (Gruppe mit neuen Auslandstöchtern), tat die andere dies nicht (Kontrollgruppe). Anhand dieser Methode kann der Effekt der (neu getätigten) Direktinvestition isoliert werden.⁸⁾ Anschließend wird überprüft, ob sich die Veränderung der Eigenkapitalquote (als Maß für die Unternehmensersparnis) in beiden Gruppen signifikant voneinander unterscheidet.

Die Schätzergebnisse verdeutlichen, dass die Veränderung in beiden Gruppen nicht signifikant voneinander verschieden ist (siehe nebenstehende Tabelle). Alternativ wird die Unternehmensersparnis für die Jahre 2007 bis 2013 mithilfe der Jahresüberschüsse und ausgeschütteter Dividenden (relativ zum Eigenkapital) berechnet. Auch hier zeigen

4 Die Eigenkapitalquote kann sich allerdings auch unabhängig von der Ersparnis des Unternehmens ändern. So erhöht bspw. die Ausgabe neuer Aktien zwar das Eigenkapital eines Unternehmens, stellt aber keine Ersparnis dar. Des Weiteren wird die Eigenkapitalquote auch durch den Nenner (Summe aus Eigenkapital und Verbindlichkeiten) beeinflusst. Direktinvestitionen können mit einer Ausweitung von Verbindlichkeiten einhergehen und somit die Bilanzsumme erhöhen.

5 Vgl.: J. Gruber und S. Kamin (2015), The corporate saving glut in the aftermath of the global financial crisis, International Finance Discussion Papers, No. 1150.

6 Die Dividendenausschüttungen liegen nur für einen Teil der Unternehmen vor. Basierend darauf können auf Jahresbasis Ausschüttungsquoten bestimmt werden, die dann für alle Unternehmen unterstellt werden. Somit variiert das betrachtete Maß zwischen den einzelnen Unternehmen nur über die Jahresüberschüsse, während sich der berechnete Anteil der einbehaltenen Gewinne auch im Zeitverlauf ändern kann.

7 Vgl.: S. Goldbach, A. J. Nagengast, E. Steinmüller und G. Wamser (2019), The effect of investing abroad on investment at home: on the role of technology, tax savings and internal capital markets, Journal of International Economics Vol. 116, S. 58–73.

8 Eine Ausweitung bestehender Direktinvestitionsbeziehungen wird hierbei aufgrund möglicher Endogenitätsprobleme explizit nicht berücksichtigt.

die Schätzergebnisse keinen signifikanten Unterschied. Somit ergibt sich auch auf Unternehmensebene kein Hinweis darauf, dass die Neugründung (oder der Kauf) einer ausländischen Tochtergesellschaft mit einer Erhöhung der Unternehmensersparnis einherginge.

In einer weiteren Schätzung wird untersucht, welche länderspezifischen Faktoren die Höhe der reinvestierten Gewinne in einer Auslandsniederlassung beeinflussen. Die reinvestierten Gewinne werden dabei relativ zum Bestand an unmittelbaren Direktinvestitionen gemessen, um Größeneffekte zu berücksichtigen. Dafür werden Informationen zu Dividendenausschüttungen von ausländischen Tochtergesellschaften an ihre inländischen Mütter aus der Zahlungsbilanzstatistik mit Bilanzdaten der MiDi verknüpft. Die kombinierten Daten liegen für die Jahre 1999 bis 2015 vor.

Die folgenden Variablen des Partnerlandes dienen als mögliche makroökonomische Einflussfaktoren: das reale Wirtschaftswachstum, der Nominalsteuersatz (Steuersatz), das logarithmierte reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) pro Kopf (BIP pro Kopf), die Inflationsrate (Inflation), die private Kreditvergabe relativ zum nominalen BIP (Finanzierungsbedingungen), die logarithmierte Anzahl an Erwerbspersonen (Arbeitskraft), die öffentliche Verschuldung relativ zum BIP (Öffentlicher Schuldenstand) und die Freiheit/Einschränkung des Kapitalverkehrs (Chinn-Ito-Index). Außerdem werden zeit- und länderspezifische fixe Effekte bei der Schätzung berücksichtigt.

Lediglich das reale Wirtschaftswachstum des Partnerlandes weist einen signifikanten (positiven) Einfluss auf die reinvestierten Gewinne auf (siehe oben stehende Tabelle). Offenbar neigen die hiesigen Unternehmen dazu, ihre Präsenz in rasch wachsenden

Ausländische Determinanten für die Relation reinvestierter Gewinne (RG) zu Direktinvestitionsbeständen (FDI)^{o)}

| Position | RG _{ct} /FDI _{ct} |
|--|-------------------------------------|
| Reales Wirtschaftswachstum _{ct} | 0,003*** (0,001) |
| Steuersatz _{ct} | -0,002 (0,002) |
| log BIP pro Kopf _{ct} | 0,009 (0,069) |
| Inflation _{ct} | -0,001 (0,002) |
| Finanzierungsbedingungen _{ct} | -0,001 (0,001) |
| log Arbeitskraft _{ct} | 0,046 (0,097) |
| Öffentlicher Schuldenstand _{ct} | 0,001 (0,001) |
| Chinn-Ito-Index _{ct} | -0,008 (0,049) |
| Beobachtungen | 1 321 |
| R ² | 0,204 |

o) *** Signifikanz auf 1% Niveau, ** Signifikanz auf 5% Niveau, * Signifikanz auf 10% Niveau. Die Regression berücksichtigt jährliche und länderspezifische fixe Effekte. Robuste (über Länder geclusterte) Standardfehler in Klammern.

Deutsche Bundesbank

Volkswirtschaften durch die Zuführung von Beteiligungskapital über einbehaltene Gewinne auszubauen; sie haben aufgrund der guten Wirtschaftslage in diesen Ländern auch eher die Möglichkeit dazu. Alle anderen makroökonomischen Variablen haben dagegen keinen signifikanten Einfluss auf die reinvestierten Gewinne. Daraus lässt sich ableiten, dass länderspezifische Faktoren, abgesehen von den Konjunktur- und Wachstumsaussichten eines Landes, nur einen geringen Einfluss auf die Höhe der reinvestierten Gewinne vor Ort haben. Dieses schließt gleichwohl nicht aus, dass sie die Investitionsentscheidungen der Unternehmen insgesamt beeinflussen.

*Euroraum zog
Großteil der
Investitionen an*

Bei den bevorzugten Zielregionen konnte der Euroraum der Umfrage zufolge seine Spitzenposition ausbauen. Die Zahlen zu den Direktinvestitionen aus der Zahlungsbilanz belegen dies. Die anderen Mitgliedsländer des Euroraums vereinten knapp zwei Drittel der Direktinvestitionen inländischer Unternehmen auf sich. Rund drei Viertel des deutschen Auslandsengagements innerhalb des Währungsgebiets konzentrierten sich auf die Finanzzentren Niederlande, Irland und Luxemburg.¹⁴⁾ Das Vereinigte Königreich verlor unterdessen seine vorjährige Position als wichtigstes Zielland deutscher Direktinvestitionen unter den übrigen EU-Ländern und sah sich nun Kapitalabzügen gegenüber. Wie erwähnt ist dies möglicherweise eine Folge der Unsicherheiten im Rahmen des geplanten Brexit. Außerhalb Europas erwiesen sich die USA als bedeutendes Zielland.

*Holdingsell-
schaften beson-
ders aktiv*

Deutsche Unternehmen, die ihr Beteiligungskapital im Ausland aufstockten, gehörten unterschiedlichen Branchen an. Mit über einem Drittel konnten Anbieter freiberuflicher oder technischer Dienstleistungen den größten Anteil auf sich vereinigen. Hier nahmen Holdinggesellschaften eine herausgehobene Stellung ein. Ein weiteres knappes Drittel des Beteiligungskapitals¹⁵⁾ entfiel jeweils auf Unternehmen aus dem Bereich der Finanz- und Versicherungsdienstleistungen sowie des Verarbeitenden Gewerbes. Bei letzteren spielten Hersteller pharmazeutischer Produkte wie auch aus dem Fahrzeugbau eine größere Rolle.

*Mittelzuflüsse
über den konzerninternen
Kreditverkehr*

Ausländische Firmen versorgten im Inland ansässige Unternehmen ebenfalls verstärkt mit frischem Direktinvestitionskapital. Sie führten verbundenen Unternehmen netto 89 Mrd € zu, und damit 15 Mrd € mehr als ein Jahr zuvor. Bei den Kapitalzuflüssen dominierte erneut der konzerninterne Kreditverkehr mit 76 Mrd €. Ausschlaggebend waren abermals die von ausländischen Tochtergesellschaften an deutsche Mütter vergebenen Finanzkredite. Diese erreichten mit 68 Mrd € einen neuen Höchstwert. Hinter diesen Reverse Flows stehen häufig Kapitalmarktgeschäfte von Finanzierungsgesellschaft-

ten deutscher Unternehmen, die im Ausland Wertpapiere begeben und die Erlöse an ihre inländischen Muttergesellschaften weiterreichen. Offensichtlich nutzten deutsche Konzerne die günstigen Kapitalmarktbedingungen im letzten Jahr in größerem Umfang, um Mittel aufzunehmen. Ferner stockten ausländische Firmen ihr Beteiligungskapital im Inland um 13½ Mrd € auf.

Auch bei den Herkunftsländern hatten Firmen aus den Ländern des Euroraums im Jahr 2018 mit rund 85% das größte Gewicht. Über die Hälfte der gesamten Direktinvestitionszuflüsse entfiel auf die Niederlande. Vor allem die dort ansässigen Finanzierungstöchter versorgten ihre hiesigen Konzernmütter mit Finanzmitteln. Diese Reverse Flows spielten im letzten Jahr auch die entscheidende Rolle bei den Kapitalzuflüssen aus Irland und den USA. Weitere nennenswerte Kapitalzuflüsse kamen aus der Schweiz, wo in erster Linie Schwestergesellschaften hiesigen verbundenen Unternehmen Kredite gewährten. Chinesischen Unternehmen kam dagegen 2018 keine große Bedeutung als Investoren in Deutschland zu. Sie hatten sich schon in den Vorjahren – trotz einzelner aufsehenerregender Übernahmen in Deutschland – vor allem in anderen Ländern engagiert.

*Direktinvestitions-
mittel vor
allem 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 2018 Netto-Kapitalexporte von 45½ Mrd € (nach 27½ Mrd € im Jahr davor).

*Netto-Kapital-
exporte im
übrigen
Kapitalverkehr*

¹⁴ 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.

¹⁵ Reinvestierte Gewinne können den einzelnen Wirtschaftszweigen nicht zugeordnet werden und blieben bei dieser Berechnung daher unberücksichtigt. Auch beziehen sich die Anteile nur auf die aufschlüsselbaren Nettozuführungen.

Mittelabflüsse bei den Geschäftsbanken

Ausschlaggebend waren die Mittelabflüsse bei den Monetären Finanzinstituten (86 Mrd €). Diese erhöhten zum einen ihre Kredite an ausländische Geschäftspartner. Ein Großteil entfiel dabei auf langfristige Finanzkredite an ausländische Unternehmen und Privatpersonen. Zum anderen stockten sie ihre Einlagen bei ausländischen Banken auf – hier in erster Linie bei gruppenangehörigen Instituten. Zugleich gingen ihre grenzüberschreitenden Verbindlichkeiten zurück, vor allem, weil gruppenangehörige Institute aus dem Ausland ihre kurzfristigen Einlagen bei hiesigen Banken zurückführten.

Mittelzuflüsse bei der Bundesbank

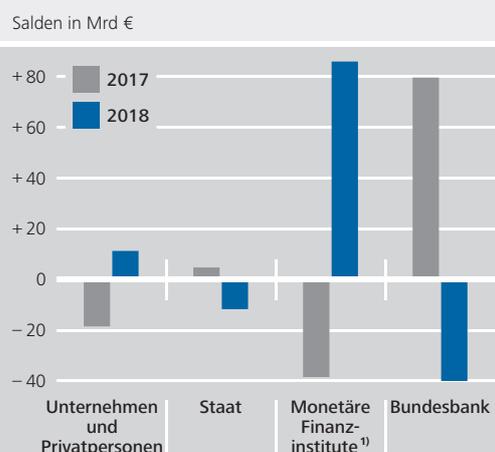
Im Gegensatz dazu kamen bei der Bundesbank per saldo Gelder in Höhe von 40 Mrd € auf. Dafür war ein kräftiger Anstieg der Auslandsverbindlichkeiten der Bundesbank verantwortlich (97 Mrd €). Dabei erhöhten insbesondere Währungsbehörden und Geschäftsbanken mit Sitz außerhalb des Euroraums ihre Einlagen. Bei den Währungsbehörden fallen unter diese Position beispielsweise die von der Bundesbank im Rahmen des Zentralbankservices hereingenommenen Einlagen von Zentralbanken, die nicht dem Eurosystem angehören.

Bei den Geschäftsbanken dürfte das APP eine wesentliche Rolle gespielt haben: Wertpapierverkäufe ausländischer Anleger an andere Zentralbanken des Eurosystems werden häufig über Deutschland abgewickelt. Dadurch fließt Liquidität nach Deutschland und verbleibt zum Teil als Einlagen bei der Bundesbank.¹⁶⁾ Einige Geschäftsbanken, die zwar im Europäischen Wirtschaftsraum, aber nicht in der EU ansässig sind, unterhalten ein eigenes Konto bei der Bundesbank. Diese Konten sind in der Auslandsposition der Bundesbank enthalten.

Anstieg der TARGET2-Forderungen niedriger als im Vorjahr

Im Zusammenhang mit dem APP erhöhten sich 2018 auch die TARGET2-Forderungen der Bundesbank gegenüber der Europäischen Zentralbank. Der Anstieg blieb aber mit 59 Mrd € deutlich unter dem des Jahres 2017 (153 Mrd €). Der geringere Wert stand im Einklang mit der schrittweisen Reduzierung der Wertpapierankäufe im Jahresverlauf von 2018.¹⁷⁾ Im vergan-

Übriger Kapitalverkehr^{*)} nach Sektoren



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

TARGET2 und Übriger Kapitalverkehr ohne TARGET2^{*)}



* Netto-Kapitalexport: +. Deutsche Bundesbank

genen Jahr legten die Verbindlichkeiten der Bundesbank gegenüber der EZB aus der Verteilung des Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems um 42 Mrd € zu. Die Nettoforderungen der Bundesbank gegenüber der EZB aus den beiden Bilanzpositionen stiegen daher nur vergleichsweise moderat um 17 ½ Mrd €.

¹⁶ Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, TARGET2-Salden – Spiegel der Finanzmärkte, Monatsbericht, Dezember 2017, S. 75 f.; Deutsche Bundesbank, Zum Anstieg der deutschen TARGET2-Forderungen, Monatsbericht, März 2016, S. 33 f.; Deutsche Bundesbank, Zu den Auswirkungen der Wertpapierankäufe des Eurosystems auf die TARGET2-Salden, Monatsbericht, März 2016, S. 56–58.

¹⁷ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die deutschen TARGET2-Forderungen im Jahresverlauf 2018, Geschäftsbericht 2018, S. 16–17.

Netto-Kapitalimporte bei den Nichtbanken

Bei den Nichtbanken flossen im vergangenen Jahr per saldo geringfügig Mittel aus dem Ausland zu (½ Mrd €). Hier machten sich die Netto-Kapitalimporte bei staatlichen Stellen bemerkbar (1½ Mrd €). Sie reduzierten vor allem ihre im Ausland gehaltenen Einlagen und ihre grenzüberschreitend vergebenen Finanzkredite. Dagegen flossen bei den Unternehmen und Privatpersonen Gelder ab (11 Mrd €). Sie erhöhten insbesondere ihre Sichtguthaben bei ausländischen Geschäftsbanken.

Währungsreserven

Die Währungsreserven der Bundesbank nahmen im Jahr 2018 transaktionsbedingt um ½

Mrd € zu. Dies war auf die gestiegene Reserveposition beim Internationalen Währungsfonds zurückzuführen.

Die Bestände an Währungsreserven werden zudem durch die gemäß internationalen Standards nicht in der Zahlungsbilanz zu erfassenden bilanziellen Anpassungen beeinflusst. Aus der Neubewertung ergab sich 2018 ebenfalls eine Zunahme, und zwar um 6 Mrd €. Dies lag insbesondere an einem gestiegenen Goldpreis sowie einer wechselkursbedingt höheren Bewertung der Wertpapiere. Alles in allem stieg der Bilanzwert der deutschen Währungsreserven im Jahr 2018 um 6½ Mrd €. Zum Bilanzstichtag am 31. Dezember 2018 lag er bei 173 Mrd €.

Leichter Anstieg der Währungsreserven