

Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2019

Der Leistungsbilanzüberschuss der deutschen Volkswirtschaft ist im Jahr 2019 im Verhältnis zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) um ¼ Prozentpunkt auf 7 ¼ % zurückgegangen. Ursächlich war – wie bereits in den Vorjahren – ein Rückgang des Aktivsaldos im Warenhandel. Die sehr verhaltene Entwicklung des Welthandels und Sortimentseffekte hinterließen eine sichtbare Delle in der deutschen Exportbilanz, während die Wareneinfuhren trotz des Abschwungs der Industrie vergleichsweise kräftig zulegen. Von den günstigeren Einfuhrpreisen, insbesondere für Rohöl, ging indes ein wertmäßig positiver Beitrag zum Außenhandelsaldo aus. Des Weiteren wirkte die – auf das gestiegene deutsche Netto-Auslandsvermögen zurückzuführende – Zunahme des Aktivsaldos der Primäreinkommen überschusssteigernd. Der gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo relativ zum BIP sank im Berichtsjahr geringfügig. Sowohl die Nettoinvestitionen als auch die Ersparnis der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gingen vor dem Hintergrund der anhaltenden Export- und Industrieschwäche zurück. Die Wohnungsbauinvestitionen und die staatlichen Investitionen expandierten indes kräftig.

Der Kapitalverkehr Deutschlands spiegelte längerfristige strukturelle Einflussfaktoren, wie die zunehmende Diversifizierung von Vermögensanlagen und die anhaltende Globalisierung im Unternehmenssektor, sowie wechselnde politische Risiken und geldpolitische Maßnahmen wider. Die Netto-Kapitalexporte lagen mit 204½ Mrd € unter dem Wert des Vorjahres. Sowohl der Wertpapierverkehr als auch die Direktinvestitionen und der übrige Kapitalverkehr verzeichneten per saldo Mittelabflüsse.

Dabei veränderte sich die Zusammensetzung der Kapitalströme teilweise spürbar. So erwarben ausländische Anleger erstmals seit 2014 wieder per saldo deutsche Wertpapiere. In den Jahren dazwischen, in denen das Eurosystem in großem Umfang Nettokäufe von Anleihen getätigt hatte, hatten stets die Verkäufe und Tilgungen überwogen. Im übrigen Kapitalverkehr gingen die deutschen TARGET2-Forderungen gegenüber der Europäischen Zentralbank (EZB) im Jahresverlauf erkennbar zurück. Auch diese Entwicklung stellte eine Trendwende im Vergleich zu den vorangegangenen Jahren dar. Die deutschen Direktinvestitionsströme in das Ausland lagen ebenso wie die ausländischen Direktinvestitionen im Inland unter dem Vorjahresniveau. Gleichwohl überschritt das Auslandsengagement deutscher Direktinvestoren noch geringfügig das Mittel der vergangenen zehn Jahre und erwies sich gegenüber den schwankenden weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen als vergleichsweise robust.

Leistungsverkehr

Grundtendenzen im Leistungsverkehr

*Leistungsbilanz-
 überschuss
 geringfügig
 zurückgegangen*

Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss ging im Jahr 2019 um 2 Mrd € auf 245½ Mrd € zurück. Relativ zum nominalen BIP verminderte sich der Saldo um ¼ Prozentpunkt auf 7¼ %. Damit unterschreitet die Quote ihren Hochpunkt von 8½ % des BIP im Jahr 2015 nunmehr deutlich, nachdem sie bereits in den drei vorangegangenen Jahren rückläufig war.¹⁾ Aus heutiger Sicht scheint es wenig wahrscheinlich, dass der Saldo der deutschen Leistungsbilanz in

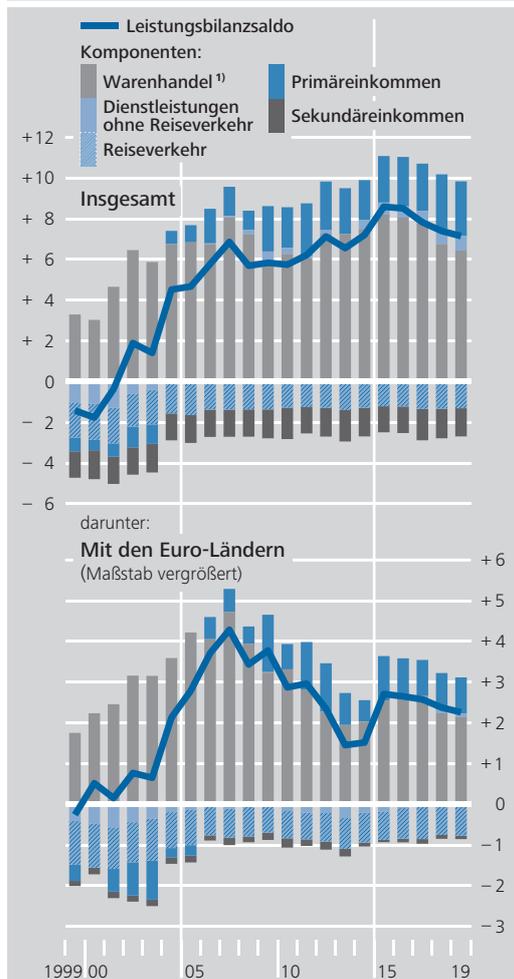
den kommenden Jahren wieder ansteigen wird.²⁾ Der von der Europäischen Kommission im Zuge des Verfahrens zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte vorgegebene Schwellenwert eines gleitenden Dreijahresdurchschnitts von 6 % des BIP dürfte gleichwohl bis auf Weiteres übertroffen werden.³⁾

Hinter dem geringfügigen Rückgang des Leistungsbilanzsaldos standen teils gegenläufige Bewegungen in den Unterbilanzen. Der Überschuss im Warenhandel ging im Berichtsjahr deutlich zurück. Dies spiegelt sowohl einen geringeren Aktivsaldo im Außenhandel als auch ein größeres Defizit bei den Ergänzungen zum Außenhandel wider. Mengeneffekte infolge der schwachen Exportentwicklung und der vergleichsweise robusten Binnennachfrage minderten den Überschuss im Berichtsjahr. Dem wirkten aufgrund der merklichen Verbesserung der Terms of Trade im Gefolge des niedrigeren Rohölpreises Preiseffekte entgegen. Darüber hinaus stieg das Defizit in der Dienstleistungsbilanz geringfügig an. Überschusssteigernd wirkte wie bereits in den Vorjahren die Zunahme des Aktivsaldos der Primäreinkommen. Hierbei glich der Anstieg des deutschen Netto-Auslandsvermögens die dämpfenden Effekte des ungünstigeren Renditedifferenzials und des weiter gesunkenen Renditeniveaus mehr als aus. Der Fehlbetrag in der traditionell defizitären Bilanz der Sekundäreinkommen ging leicht zurück.

*Rückgang des
 Überschusses im
 Warenhandel
 ausschlag-
 gebend, Anstieg
 des Aktivsaldos
 bei den Primär-
 einkommen
 überschuss-
 steigernd*

Der deutsche Leistungsverkehr mit dem Ausland

in % des BIP



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

Die deutschen Unternehmen waren im Jahr 2019 aufgrund der Abkühlung der Weltwirtschaft auf der Nachfrageseite weniger günstigen globalen Rahmenbedingungen ausgesetzt. Der Welthandel entwickelte sich sowohl ausgehend von den Fortgeschrittenen

*Globale
 Rahmen-
 bedingungen
 weniger günstig*

¹ Für eine längerfristige Betrachtung der deutschen Nettoexporte aus dem Blickwinkel der Bundesländer siehe auch die Erläuterungen auf S. 19 ff.
² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a).
³ In der vertieften Analyse des Europäischen Semesters 2020 attestierte die Europäische Kommission Deutschland erneut ein makroökonomisches Ungleichgewicht. Vgl.: Europäische Kommission (2020).

Die deutschen Nettoexporte aus dem Blickwinkel der Bundesländer

Leistungsbilanzüberschüsse kennzeichnen die deutsche Volkswirtschaft seit den 1950er Jahren. Auffällig ist das einige Zeit anhaltende Leistungsbilanzdefizit in den 1990er Jahren nach der deutschen Wiedervereinigung. Ihm folgten auch in historischer Betrachtung sehr hohe und persistente Leistungsbilanzüberschüsse.¹⁾ Im Folgenden wird analysiert, wie die einzelnen Bundesländer zu der Dynamik der deutschen Nettoexporte beitrugen. Dies kann Erkenntnisse darüber liefern, inwiefern ihr trendmäßiger Anstieg im Zeitraum der Jahre 1995 bis 2016 mit der Wiedervereinigung in Verbindung gebracht werden kann und er demnach in historischer Betrachtung eine Ausnahme darstellt.

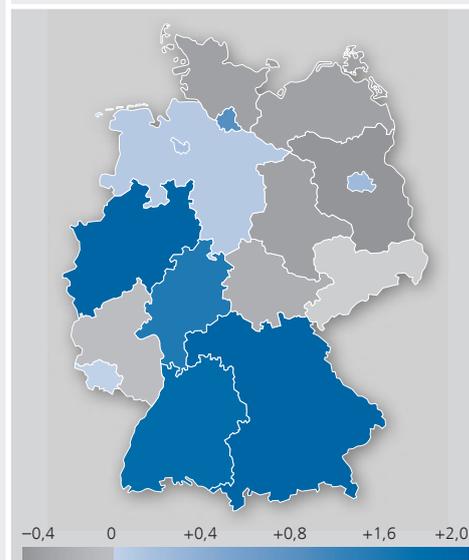
Zur Analyse der regionalen Beiträge zu den deutschen Nettoexporten können Angaben aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) der Länder herangezogen werden. Nettoexporte sind zwar konzeptionell vom Leistungsbilanzsaldo abzugrenzen.²⁾ Sie dürften gleichwohl aussagekräftig für die Entwicklung der deutschen Leistungsbilanz sein, da sie rechnerisch für den

Großteil der Dynamik des Leistungsbilanzsaldos seit der Wiedervereinigung ursächlich waren. Die Nettoexporte nach Bundesländern lassen sich näherungsweise als Differenz aus dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) und den privaten und staatlichen Konsumausgaben sowie den Bruttoanlageinvestitionen bestimmen.³⁾

Während die Nettoexporte der Deutschen Demokratischen Republik größtenteils gering waren,⁴⁾ ergaben sich nach der Wiedervereinigung negative Außenbeiträge der neuen Bundesländer. Sie erreichten im Jahr 1994 mit 6,1% des gesamtdeutschen BIP ihr größtes Ausmaß. Für den Einbruch der deutschen Nettoexporte nach der Wiedervereinigung war somit die Entwicklung in den neuen Bundesländern ausschlaggebend, während der positive Außenbeitrag der

Beiträge der Bundesländer zu den Nettoexporten Deutschlands im Jahr 2016¹⁾

in % des deutschen BIP



Quelle: Eigene Berechnungen basierend auf den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen der Länder. * Nettoexporte (einschl. innerdeutschen Güterverkehrs) näherungsweise ermittelt als Differenz aus dem Bruttoinlandsprodukt und den privaten und staatlichen Konsumausgaben sowie den Bruttoanlageinvestitionen.

Deutsche Bundesbank

1 Darüber hinaus gab es lediglich punktuelle Leistungsbilanzdefizite in den wirtschaftlichen Schwächephasen Ende der sechziger Jahre und Anfang der achtziger Jahre.

2 Der Leistungsbilanzsaldo ergibt sich rechnerisch als Summe der Nettoexporte sowie des Primär- und Sekundäreinkommenssaldos.

3 In der VGR-Gleichung für die Nettoexporte werden darüber hinaus Vorratsveränderungen, Nettozugänge an Wertsachen sowie statistische Differenzen herausgerechnet. Hierzu liegen jedoch keine Angaben nach Bundesländern vor. Die so ermittelten Nettoexporte eines Bundeslandes sind allerdings nicht zwangsläufig identisch mit ihrem grenzüberschreitenden Außenhandelsaldo, da sie auch innerdeutsche Käufe und Verkäufe von Waren und Dienstleistungen beinhalten. Die Summe der Nettoexporte aller Bundesländer entspricht gleichwohl den deutschen Nettoexporten, da sich hierbei die innerdeutschen Salden zu null addieren.

4 Vgl.: Deutsche Bundesbank (1999) und Statistisches Bundesamt (2000).

Nettoexporte



Quelle: Eigene Berechnungen basierend auf den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen der Länder und den Ergebnissen der VGR-Revision 2005. Die VGR-Daten für die ehemalige DDR stammen aus: Statistisches Bundesamt (2000). Nettoexporte näherungsweise ermittelt als Differenz aus dem Bruttoinlandsprodukt und den privaten und staatlichen Konsumausgaben sowie den Bruttoanlageinvestitionen. ¹ Angaben für 1990 nicht verfügbar.

Deutsche Bundesbank

alten Bundesländer in dieser Phase weitgehend unverändert blieb. Nach dem Wiedervereinigungsboom gingen die negativen Außenbeiträge in den neuen Bundesländern zuerst deutlich und später mit verminderter Geschwindigkeit zurück. Zwar stiegen auch die Nettoexporte der alten Bundesländer im Zeitraum nach der Wiedervereinigung bis zum Jahr 2016 tendenziell an. Gleichwohl entfielen – je nach Referenzjahr – zwischen etwa der Hälfte und zwei Dritteln der Zunahme der deutschen Nettoexporte seit den 1990er Jahren auf die neuen Bundesländer.⁵⁾ Der in der Literatur häufig thematisierte starke Anstieg des deutschen Leistungsbilanzsaldos seit Ende der 1990er Jahre dürfte aus diesem Blickwinkel zu einem Gutteil auf Anpassungsprozesse in den neuen Bundesländern zurückzuführen sein.

Im Jahr 2016 – dem jüngsten Datenstand der VGR der Länder in dem für die Analyse erforderlichen

Detailgrad – erwirtschaftete Deutschland einen Nettoexportüberschuss von 7,4% des BIP. Rein rechnerisch war dieser sehr ungleich über die deutschen Bundesländer verteilt. Insbesondere zwischen den neuen und den alten Bundesländern unterschieden sich die Beiträge zu den deutschen Nettoexporten insgesamt erheblich. Die alten Bundesländer wiesen tendenziell eine Überschussposition auf, wohingegen sich in den neuen Bundesländern (ohne Berlin) trotz des beschriebenen kräftigen Rückgangs der hohen Fehlbeträge nach dem Wiedervereinigungsboom immer noch ein geringfügiges Defizit ergab.⁶⁾ Insgesamt erwirtschafteten die alten Bundesländer im Jahr 2016 einen Überschuss von 8,8% des gesamtdeutschen BIP. Demgegenüber wiesen die neuen Bundesländer ein Defizit von 1,4% des BIP aus.⁷⁾

Ergänzend zu den deskriptiven Auswertungen können Zerlegungsanalysen Hinweise darauf geben, welche Faktoren zu den Veränderungen der Nettoexporte der alten und neuen Bundesländer beigetragen haben.⁸⁾

⁵ Hierzu dürften zunächst Anpassungsprozesse nach dem Wiedervereinigungsboom, aber gleichzeitig auch ähnliche Ursachen wie in den alten Bundesländern beigetragen haben. Die persistenten Unterschiede im Außenbeitrag zwischen den alten und neuen Bundesländern könnten bspw. im Zusammenhang mit den durch ökonomische und historische Faktoren bedingten Standortentscheidungen von Unternehmen stehen.

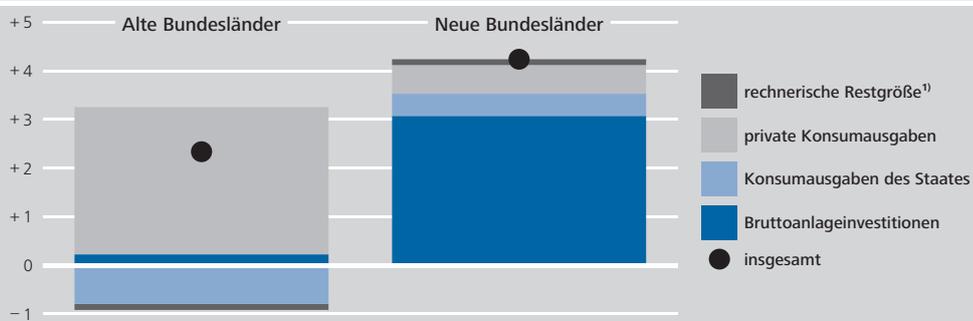
⁶ Rein rechnerisch (jeweils in Prozentpunkten) waren die Beiträge von Nordrhein-Westfalen (2,0), Bayern (2,0), Baden-Württemberg (1,8) und Hessen (1,5) zum deutschen Überschuss am größten. Hingegen kamen von Brandenburg (-0,4), Sachsen (-0,3), Schleswig-Holstein (-0,3) und Mecklenburg-Vorpommern (-0,3) die rechnerisch größten dämpfenden Beiträge.

⁷ Das Leistungsbilanzdefizit (der Leistungsbilanzüberschuss) der neuen (alten) Bundesländer dürfte hingegen aufgrund der Transferzahlungen in die neuen Bundesländer noch deutlich größer ausgefallen sein, als die Analyse der Nettoexporte nahelegt. Vgl. hierzu auch: Blum et al. (2009).

⁸ In der Analyse wurden Veränderungen in den Nettoexporten in Beiträge des privaten Konsums, des Staatsverbrauchs und der Bruttoanlageinvestitionen zerlegt. Weitergehend wurde eine Unterteilung der Bruttoanlageinvestitionen in Investitionen in neue Bauten, neue Ausrüstungen und bestehende Anlagen sowie des privaten Konsums in das verfügbare Einkommen, Veränderungen betrieblicher Versorgungsansprüche und die Spartätigkeit der Haushalte vorgenommen.

Beiträge zu den Veränderungen der deutschen Nettoexporte zwischen 1995 und 2016

in %-Punkten des BIP



Quelle: Eigene Berechnungen basierend auf den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) der Länder. Positive Beiträge der privaten Konsumausgaben, der Konsumausgaben des Staates und der Bruttoanlageinvestitionen zu den Veränderungen der deutschen Nettoexporte entsprechen Abnahmen in der jeweiligen VGR-Komponente. ¹ Änderung an den Anteilen der alten bzw. neuen Bundesländer am gesamtdeutschen BIP. In der Summe addieren sich die entsprechenden Beiträge über die alten und neuen Bundesländer definitorisch auf null.

Deutsche Bundesbank

Rein rechnerisch waren Rückgänge der Investitionen relativ zum BIP in den neuen Bundesländern sowie des privaten Konsums relativ zum BIP in den alten Bundesländern die wesentlichen Faktoren für den Anstieg der deutschen Nettoexporte im Zeitraum seit dem Jahr 1995.⁹⁾ Ausschlaggebend für den schwachen Beitrag der Investitionen zum Anstieg der deutschen Nettoexporte war eine auf das hohe Niveau Anfang der 1990er Jahre folgende verringerte Neubauproduktivität.¹⁰⁾ Der Beitrag des rückläufigen privaten Konsums in den alten Bundesländern (in % des BIP) zum Anstieg der deutschen Nettoexporte spielte indes etwa ab dem Aufschwung der Jahre 2006/2007 eine bedeutende Rolle. Die in dieser Periode im Vergleich zur BIP-Entwicklung schwache Zunahme des privaten Konsums ist zum Großteil auf den Rückgang der verfügbaren Einkommen relativ zum BIP zurückzuführen.

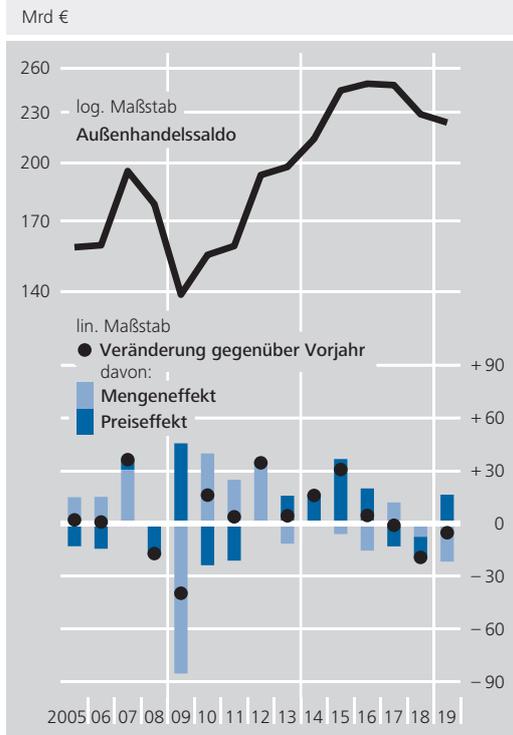
überwiegend auf die starken Nettoexporte der alten Bundesländer zurück. Die Analyseergebnisse legen nahe, dass die Dynamik der deutschen Leistungsbilanz seit Ende der 1990er Jahre nicht losgelöst von den wirtschaftlichen Anpassungsprozessen im Zuge der Wiedervereinigung betrachtet werden sollte.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der Anstieg der deutschen Nettoexporte seit dem Jahr 1995 zu mehr als der Hälfte auf den Abbau des – nach der Wiedervereinigung entstandenen – negativen Außenbeitrags der neuen Bundesländer zurückzuführen ist. Dennoch ging der hohe Außenbeitrag Deutschlands auch im Jahr 2016 noch

⁹ Als Referenzjahr der Analyse dient das Jahr 1995, da zu diesem Zeitpunkt die unmittelbar aus der Wiedervereinigung resultierenden wirtschaftlichen Turbulenzen weitgehend abgeklungen waren.

¹⁰ Der Beitrag der Ausrüstungsinvestitionen variiert stark nach Referenzjahr.

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



Volkswirtschaften als auch den Schwellenländern sehr verhalten. Demgegenüber dürfte die leichte Abwertung des Euro die deutschen Exporterlöse gestützt haben. So lag der nominale effektive Wechselkurs gegenüber den Währungen der 38 wichtigsten Handelspartner des Euroraums im Jahresdurchschnitt 2019 etwa 1% unter dem Wert des Vorjahres. Zu Abwertungen kam es insbesondere gegenüber dem Yen und dem US-Dollar, aber auch gegenüber dem Schweizer Franken. Die deutsche preisliche Wettbewerbsfähigkeit verbesserte sich infolgedessen leicht. Rückenwind für die wirtschaftliche Aktivität in Deutschland kam zudem von günstigeren Einfuhrpreisen, insbesondere für Rohöl. Ein Fass der Sorte Brent kostete im Jahr 2019 mit durchschnittlich 64 US-\$ etwa ein Zehntel weniger als im Vorjahr.

Neben der allgemeinen globalen Nachfrageschwäche belasteten Sortimentseffekte die deutschen Exportumsätze. Zum einen waren inländische Unternehmen von der weltweiten

Verlangsamung der Industrieproduktion und Investitionen in Anbetracht des hohen Anteils an Investitionsgütern (ohne Kfz und Kfz-Teile) und Vorleistungsgütern an den deutschen Ausfuhren besonders betroffen. Zum anderen hinterließ der Rückgang der weltweiten Autoverkäufe eine Kerbe in den für die deutsche Exportbilanz bedeutenden Ausfuhren der Automobilbranche. Unter dem Strich expandierten die Warenausfuhren nur geringfügig. Die Einfuhren profitierten von der weiterhin günstigen Binnen nachfrage, wenngleich das Mengenwachstum der Importe teilweise auch aufgrund des Abschwungs der deutschen Industrie hinter jenem der Vorjahre zurückblieb. Die gesunkenen Einfuhrpreise minderten – bei leicht teureren Warenausfuhren – den Wachstumsvorsprung der Importe gegenüber den Exporten in nominaler Rechnung im Vergleich zur realen Betrachtung. Im Ergebnis ging der Außenhandelsüberschuss im Jahr 2019 um 5 Mrd € auf 223½ Mrd € zurück. Dabei glichen Mengeneffekte (– 0,6% des BIP) die aus den günstigeren Terms of Trade resultierenden Preiseffekte (0,5% des BIP) mehr als aus.

Globale Nachfrageschwäche dämpfte deutschen Außenhandelsüberschuss, Preiseffekte gegenläufig

In regionaler Betrachtung verminderte sich der Leistungsbilanzüberschuss sowohl gegenüber den Ländern des Euroraums als auch gegenüber den Drittländern geringfügig auf 2¼% beziehungsweise knapp 5% des BIP. In beiden Fällen waren Entwicklungen im Warenhandel von erheblicher Bedeutung.

Überschussposition sowohl gegenüber Euro-Ländern als auch Drittstaaten geringfügig vermindert

Der gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo relativ zum BIP nahm im Berichtsjahr geringfügig ab. Dahinter standen sowohl Rückgänge bei den Investitionen im Inland als auch bei den Ersparnissen der Inländer. Die Zuwachsrate der gewerblichen Investitionen sank vor dem Hintergrund der anhaltenden Export- und Industrieschwäche merklich. Demgegenüber nahmen insbesondere die Wohnungsbauinvestitionen, aber auch die staatlichen Investitionen verhältnismäßig kräftig zu. Die bis zum Jahr 2015 stark gestiegene Ersparnis der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ging im Berichtsjahr auch aufgrund der wieder zunehmenden Ausschüt-

Rückgang der Investitionstätigkeit und der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis

tungsquote der Unternehmen weiter zurück.⁴⁾ Die inzwischen vergleichsweise solide Eigenkapitalausstattung der Unternehmen, aber auch die weniger günstige Gewinnsituation bei robustem Lohnwachstum könnten hierfür eine Rolle gespielt haben.⁵⁾ Auch die Ersparnis des Staates war angesichts der gelockerten Finanzpolitik rückläufig. Im Ergebnis stieg der Finanzierungssaldo der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften deutlich an, während sich der Finanzierungsüberschuss des Staates deutlich verminderte. Die Finanzierungssalden der privaten Haushalte und der finanziellen Kapitalgesellschaften blieben indes weitgehend unverändert.

Warenströme und Handelsbilanz

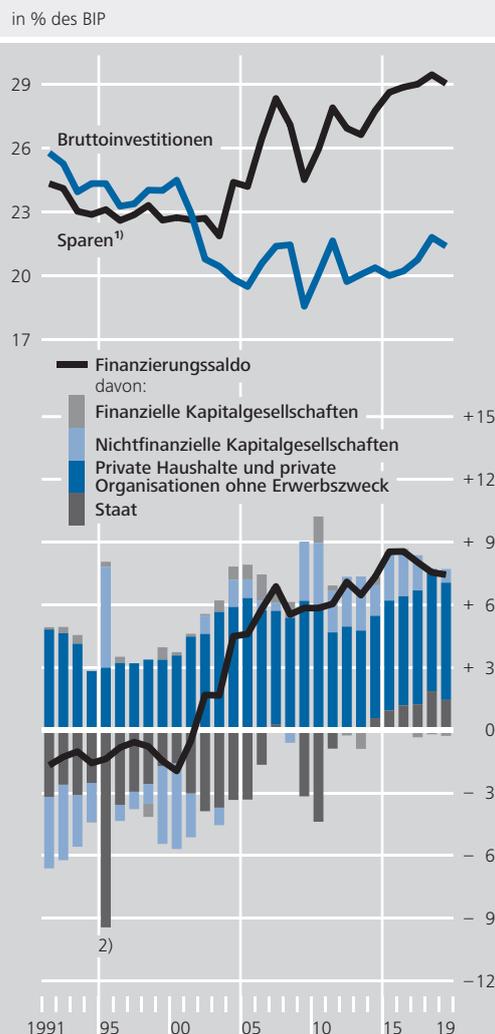
Exporte sehr verhalten, Importzuwachs weiter verlangsamt

Der Anstieg der deutschen Außenhandelsaktivitäten verlangsamte sich im Jahr 2019 erneut. Die Warenausfuhren nahmen im Jahresdurchschnitt in preisbereinigter Rechnung lediglich um ¼ % zu.⁶⁾ Die Wareneinfuhren wurden im Jahresmittel 2019 zwar mit 2 ¼ % deutlich kräftiger als die Warenausfuhren ausgeweitet, verloren jedoch ebenfalls an Schwung. Die ausländischen Hersteller bekamen zu spüren, dass im Gefolge des Abschwungs in der deutschen Industrie der Bedarf an Ausrüstungen, die einen relativ hohen Importgehalt aufweisen, wie auch an Vorleistungsgütern nur sehr verhalten zunahm. Das konnte durch die schwungvolleren Konsumausgaben und die stärkere Nachfrage nach Kraftwagen und -teilen nur teilweise ausgeglichen werden.

Sehr verhaltene Zuwächse bei Exporten in die Euro-Länder ...

In regionaler Perspektive entwickelten sich die Exportgeschäfte mit den wichtigsten Absatzgebieten überwiegend ungünstiger als im Vorjahr. Die Ausfuhren in die Euro-Länder kamen in preisbereinigter Rechnung insgesamt nur wenig voran. Dem Wert nach erreichten sie lediglich den Vorjahresstand. Kräftig wurden dabei zwar die Erlöse aus den Lieferungen nach Belgien, Portugal und Griechenland gesteigert. Die Ausfuhren in die meisten Partnerländer, auch nach

Gesamtwirtschaftliche Ersparnisse und Investitionen im Inland



1 Einschl. Abschreibungen. 2 Sondereffekt vor allem durch Übernahme der Treuhandschulden durch den Staat.
 Deutsche Bundesbank

Frankreich (ohne sonstige Fahrzeuge⁷⁾), verloren jedoch an Schwung oder schwächten sich ab. Deutlich bremsten die rückläufigen Lieferungen nach Irland sowie nach Italien.

4 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019b, 2018a).

5 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019c).

6 Auch in der Verlaufsbeurteilung kamen die Warenausfuhren bis zum Ende des Jahres 2019 preisbereinigt insgesamt wenig (+ ½ %) über den Stand des Vorjahreschlussquartals hinaus.

7 Von Bedeutung sind bei diesen Erzeugnissen vor allem Luft- und Raumfahrzeuge, die aufgrund des europäischen Produktionsverbundes die bilateralen Außenhandelsströme der daran beteiligten Länder in besonderem Maße beeinflussen, sowie Schiffe und Schienenfahrzeuge.

Außenhandel nach Regionen

in %

Ländergruppe/Land	Veränderung gegenüber Vorjahr			
	Anteile	2017	2018	2019
Ausfuhr				
Euroraum	37,1	6,8	4,5	0,0
Übrige Länder	62,9	5,9	2,1	1,3
darunter:				
Vereinigtes Königreich	5,9	- 0,6	- 3,8	- 4,2
Mittel- und osteuropäische EU-Länder ¹⁾	12,2	9,1	6,7	2,8
Schweiz	4,2	7,5	0,2	4,3
Russland	2,0	19,7	0,5	2,6
USA	8,9	4,7	1,4	4,7
Japan	1,6	6,8	4,6	1,1
Neue Industrieländer Asiens ²⁾	2,9	1,8	0,7	- 2,5
China	7,2	13,3	8,0	3,2
Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾	2,4	9,9	13,0	- 0,7
OPEC	1,7	- 12,0	- 15,8	- 2,9
Alle Länder	100,0	6,2	3,0	0,8
Einfuhr				
Euroraum	37,1	5,5	7,2	0,8
Übrige Länder	62,9	9,4	4,7	1,8
darunter:				
Vereinigtes Königreich	3,5	3,3	0,6	3,5
Mittel- und osteuropäische EU-Länder ¹⁾	14,2	9,4	6,3	2,9
Schweiz	4,2	4,1	0,5	0,9
Russland	2,8	18,5	14,7	- 13,2
USA	6,5	6,8	4,2	10,7
Japan	2,2	4,7	3,3	1,0
Neue Industrieländer Asiens ²⁾	2,7	23,3	6,0	- 2,3
China	9,9	8,1	4,2	3,4
Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾	3,7	11,5	2,3	0,2
OPEC	1,0	43,4	20,2	- 5,5
Alle Länder	100,0	8,0	5,6	1,4

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

Deutsche Bundesbank

Die Lieferungen in die Länder außerhalb des Euroraums nahmen preisbereinigt ebenfalls nur geringfügig zu. In nominaler Rechnung ergab sich allerdings ein merklicher Zuwachs der Ausfuhrerlöse, da insgesamt höhere Exportpreise durchgesetzt werden konnten. Kräftig nahmen beispielsweise die Exporte in die Vereinigten Staaten, wohl auch zusätzlich begünstigt durch die Abwertung des Euro, in die Schweiz sowie nach Russland zu. Die Ausfuhren nach China wurden zwar überdurchschnittlich stark ausgeweitet, büßten jedoch im Zuge der graduellen Wachstumsverlangsamung und der andauernden Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft deutlich an Schwung ein.⁸⁾ Die Verkäufe nach Japan stiegen ebenfalls langsamer als im Vorjahr. Auch bei den Exporten in andere süd- und ostasiatische Länder, vor allem in die neuen Industriestaaten, mussten die deutschen Hersteller Abstriche machen. Die Ausfuhren ins Vereinigte Königreich gingen im Jahresmittel wertmäßig stark zurück, wobei der dortige Produktionsrückgang in der Industrie und die schwunglose Ausrüstungsnachfrage mit Blick auf den Brexit sowie Sortimenteffekte eine Rolle spielten. Zudem verminderten sich die Ausfuhren in die OPEC-Länder deutlich. Die Erlöszuwächse bei den Exporten in die mittel- und osteuropäischen Länder der EU, die nicht dem Euroraum angehören, waren ebenfalls merklich geringer als im Jahr zuvor.

... und ins Absatzgebiet außerhalb des Euroraums

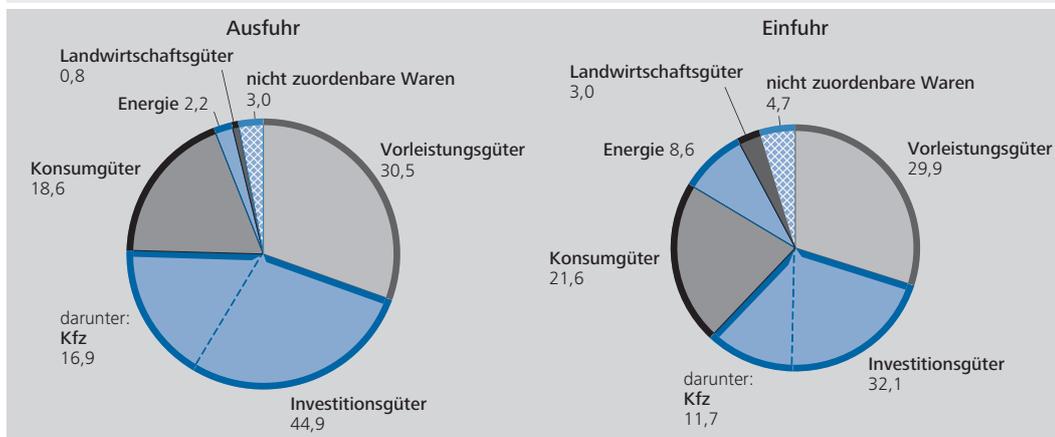
Die schwunglose globale Industriekonjunktur und die sehr gedämpfte Entwicklung des Welt Handels bekamen vor allem die deutschen Exporteure von Investitions- und von Vorleistungsgütern zu spüren. Besonders kräftig verringerten sich in preisbereinigter Rechnung die Exporte von Kraftwagen und Kraftwagenteilen, die unter der weltweit insgesamt schwächeren Kfz-Nachfrage litten. Im Ergebnis gingen die Ausfuhren von Kraftwagen und Kraftwagenteilen in bedeutende Absatzmärkte wie den Euroraum, die übrigen mittel- und osteuropäischen EU-Länder, das Vereinigte Königreich oder die

Exporte von Investitions- und Vorleistungsgütern besonders gedämpft, von Konsumgütern hingegen relativ kräftig

⁸⁾ Zur Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft und ihrer internationalen Folgen vgl.: Deutsche Bundesbank (2018b).

Außenhandel nach ausgewählten Warengruppen im Jahr 2019

Anteile in %



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

USA dem Wert nach merklich zurück. Von den Verkäufen nach China kam, nach sehr starkem Wachstum zuvor, ein deutlich geringerer positiver Impuls. Zudem dämpften verhaltene Lieferungen weiterer Warengruppen spürbar. Die Ausfuhren von klassischen Investitionsgütern wie Maschinen blieben preisbereinigt leicht unter dem Vorjahresstand. Die Lieferungen von Metallen und Metallerzeugnissen stiegen zusammengenommen nur geringfügig. Bei den bislang expandierenden Exporten von elektrischen Ausrüstungen gab es im Berichtsjahr eine Abschwächung der Dynamik. Hingegen nahmen die Ausfuhren von chemischen Erzeugnissen nach sehr verhaltener Entwicklung spürbar Fahrt auf. Die Lieferungen von Datenverarbeitungs-, elektronischen und optischen Geräten wurden weiter vergleichsweise stark ausgeweitet. Die Aufwärtsdynamik der Konsumgüterexporte war weiterhin relativ kräftig und verstärkte sich sogar, wenn die Pharmaxporte ausgenommen werden.⁹⁾

Der Nachfragezuwachs aus Deutschland richtete sich nicht auf die gesamte ausländische Produktpalette. Die ausländischen Hersteller von Konsumgütern profitierten von der weiterhin robusten Nachfrage deutscher Verbraucher und steigerten ihre Lieferungen preisbereinigt stärker als im Vorjahr. Zudem nahmen die Einfuhren von Kraftwagen und Kraftwagenteilen

Fahrt auf. Dabei könnte auch eine Rolle gespielt haben, dass ab dem Jahr 2020 in der EU strengere CO₂-Emissionsvorgaben für neu zugelassene Kraftwagen gelten. Relativ kräftig wurden insbesondere die Käufe von Datenverarbeitungs-, elektronischen und optischen Geräten im Ausland ausgeweitet. Demgegenüber traf der Abschwung der Industriekonjunktur in Deutschland vor allem die ausländischen Produzenten von Vorleistungsgütern und klassischen Investitionsgütern. Die Verkäufe der Maschinenbauer im Ausland nach Deutschland blieben preisbereinigt leicht unter dem Vorjahresstand. Zudem gingen die Einfuhren von Metallen und Metallerzeugnissen zurück. Die Importe von chemischen Erzeugnissen und elektrischen Ausrüstungen liefen relativ gut, jedoch merklich verhaltener als im Vorjahr.

Regional aufgefächert kam im Jahr 2019 die robust gestiegene Importnachfrage den Herstellern im Euroraum in preisbereinigter Rechnung etwas stärker zugute als den Produzenten in den übrigen Ländern. Unter den bedeutenderen Lieferanten aus dem Euroraum gingen zwar die wertmäßigen Importe aus Italien und

Robuste Importnachfrage kommt Lieferanten aus Euroraum preisbereinigt etwas stärker zugute als jenen aus Nicht-Euro-Ländern

Kfz und Konsumgüter aus ausländischer Produktion stark gefragt, Importbedarf an Vorleistungs- und anderen Investitionsgütern verhaltener

⁹ Diese übertrafen ihren stark erhöhten Vorjahresstand nur leicht. Dahinter steht ein starker Anstieg der Pharmaxporte in Drittländer, der den erheblichen Rückgang der Lieferungen in den Euroraum, die wiederum im Jahr 2018 beträchtlich expandiert hatten, mehr als ausglich.

Belgien stark zurück. Die Einfuhren aus Spanien sowie Österreich wurden jedoch relativ kräftig ausgeweitet. Unter den Drittstaaten expandierten die Lieferungen aus den Vereinigten Staaten sehr stark. Relativ kräftig legten ebenfalls die Importe aus dem Vereinigten Königreich zu. Überdurchschnittlich, jedoch verhaltener als im Vorjahr, wurden die Lieferungen aus China und den mittel- und osteuropäischen EU-Ländern außerhalb des Euroraums gesteigert. Relativ gedämpft entwickelten sich die Einfuhren aus Japan und vor allem aus anderen Industrie- und Schwellenländern in Süd- und Ostasien. Stark rückläufig waren darüber hinaus die Erlöse wichtiger Energielieferanten wie Russland und den OPEC-Staaten aus ihren Verkäufen nach Deutschland, wohl auch wegen der Verbilligung der Energieprodukte.

Zunahme der Nettoerträge im Transithandel und der Exporte von Nichtwährungsgold; rückläufige Aktivität bei der Lohnveredelung im Inland

Der Überschuss im Warenhandel, der neben dem Außenhandel die Ergänzungen zum Außenhandel, den Transithandel und den Handel mit Nichtwährungsgold umfasst,¹⁰ verminderte sich im Jahr 2019 um knapp 5 Mrd € auf 221½ Mrd €. Wenngleich der Rückgang somit ähnlich stark ausfiel wie jener des Außenhandelsaldos, standen dahinter teilweise gegenläufige Bewegungen in den drei übrigen Positionen. Insbesondere erhöhten sich die Nettoeinnahmen aus dem Transithandel um 4 Mrd €. Dazu trugen maßgeblich die gestiegenen (Netto-)Erträge der Automobilindustrie bei, auf die ein beträchtlicher Teil solcher Geschäfte entfällt. Zudem nahmen die Nettoexporte von Nichtwährungsgold aufgrund höherer Ausfuhren um 3½ Mrd € zu. Dies ging vor allem auf die Exporte ins Vereinigte Königreich, in die Schweiz und nach Kanada zurück, die generell einen großen Teil dieser Exporte ausmachen. Die Anstiege in diesen beiden Unterpositionen wurden jedoch durch ein höheres Defizit im Saldo der Ergänzungen zum Außenhandel in etwa ausgeglichen. Dazu trug insbesondere ein recht starker Rückgang der Importe zum Zweck der Lohnveredelung in Deutschland bei.

Die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen

Der Saldo im grenzüberschreitenden Austausch von Dienstleistungen ist aus der Sicht Deutschlands traditionell negativ und belief sich im Jahr 2019 auf ein Defizit von 20½ Mrd €. Sowohl die Dienstleistungseinnahmen als auch die Dienstleistungsausgaben expandierten mit einer Rate von 4½ %, was im Vergleich zu früheren Jahren eher moderat ist. Aufgrund des höheren Ausgabenniveaus stieg der Fehlbetrag im Vorjahresvergleich leicht um knapp 1 Mrd €. Im Berichtszeitraum wurden für 23½ Mrd € mehr Dienstleistungen gebietsfremder Anbieter aus dem Euroraum in Anspruch genommen, als dies Personen aus dem Euroraum in Deutschland taten; damit vergrößerte sich das Defizit gegenüber dem restlichen Euroraum im Vergleich zum Jahr 2018 um 1½ Mrd €. Dagegen erhöhte sich der leichte Überschuss in der Dienstleistungsbilanz gegenüber den Drittstaaten.

Dienstleistungsumsätze mit insgesamt moderater Dynamik, ...

Die größte Nettoposition innerhalb der Dienstleistungen war das Defizit in der Bilanz des grenzüberschreitenden Reiseverkehrs. Mit etwa 45 Mrd € vergrößerte es sich gegenüber dem Vorjahr geringfügig. Die Dynamik der Einnahmen wie auch der Ausgaben im Reiseverkehr war gegenüber den Vorjahren stark gedämpft, was auch mit der global schwächeren konjunkturellen Entwicklung zusammenhängen könnte. Insbesondere die Geschäftsreiseausgaben verharren mehr oder weniger auf ihrem im Vorjahr stark verminderten Niveau. Innerhalb der leicht erhöhten Reiseverkehrsausgaben kam es zu Verschiebungen bei den Reisedestinationen weg von Großbritannien und Kroatien hin zu Ländern des Euroraums.

... insbesondere beim Reiseverkehr

¹⁰ Gemäß der derzeit gültigen Auflage des Handbuchs zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus (BPM 6) ist der Handel mit Nichtwährungsgold gesondert in der Leistungsbilanz auszuweisen. Insofern entsprechende Zahlungen bereits im Außenhandel erfasst wurden, werden diese als Absetzungen in den Ergänzungen zum Außenhandel gebucht, um Doppelzahlungen zu vermeiden. Vgl.: Internationaler Währungsfonds (2009).

Unterdurchschnittliche Expansion bei Teilbilanzen, die dem Warenaustausch nahestehen

Die dem Warenaustausch nahestehenden Teile der Dienstleistungsbilanz wuchsen im Einklang mit der schwachen Konjunktorentwicklung unterdurchschnittlich. Dies betrifft insbesondere die Transportausgaben, die der gedämpften Exportentwicklung folgten. Da die Einnahmen aus Transportleistungen für Gebietsfremde deutlich stärker zulegten, wurde in dieser traditionell negativen Teilbilanz im Jahr 2019 ein Überschuss von ½ Mrd € erreicht, nach einem Defizit von 2 Mrd € im Vorjahr. Ähnlich stellt sich die Situation bei den Fertigungsdienstleistungen dar, bei denen sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben sanken. Bemerkenswert ist dagegen die hohe Dynamik bei den grenzüberschreitenden Instandhaltungs- und Reparaturdienstleistungen, die gleichwohl in eine weiterhin ausgeglichene Bilanz mündete.

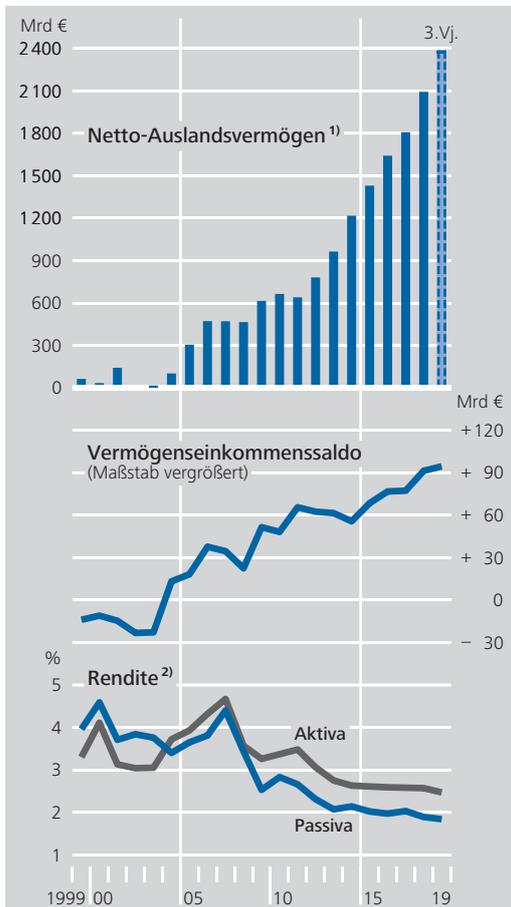
Wissensbasierte und unternehmensbezogene Dienstleistungen mit stärkerem Zuwachs bei den Ausgaben, Einnahmen dagegen wenig ausgeweitet

Einige wissensbasierte Dienstleistungen wie die Nutzung geistigen Eigentums sowie Kommunikations- und IT-Dienstleistungen weisen bereits seit geraumer Zeit ein starkes Wachstum sowohl auf der Einnahmen- wie auf der Ausgabenseite auf. Im Berichtsjahr verlangsamte sich das Wachstum auf der Ertragsseite, während die Aufwendungen weiter dynamisch zunahmten, sodass sich der gemeinsame Überschuss beider Teilbilanzen etwas verringerte. Vergleichsweise schwach entwickelten sich auch die Einnahmen in Verbindung mit sonstigen unternehmensbezogenen Dienstleistungen, zu denen Forschung und Entwicklung, die freiberuflichen, technischen und kaufmännischen Dienstleistungen sowie die Managementberatungsleistungen gehören. Da auch hier die Ausgaben stärker als die Einnahmen expandierten, erhöhte sich das Defizit in dieser Teilbilanz. Der Überschuss aus grenzüberschreitenden Entgelten für Finanz- und Versicherungsdienstleistungen erhöhte sich etwas. Dies war vor allem auf gestiegene Einnahmen für Finanzdienstleistungen zurückzuführen.

Überschuss bei Vermögenseinkommen moderat erhöht

Die Primäreinkommen Deutschlands aus dem Ausland übertrafen im Jahr 2019 die entsprechenden Zahlungen an das Ausland um 92½ Mrd €. Wie in den Vorjahren dominierten 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 der Aktiva bzw. Passiva. Für den Auslandsvermögensstatus Endstand 3. Vj. 2019.
 Deutsche Bundesbank

Nettoerträge aus grenzüberschreitenden Vermögensanlagen die Primäreinkommensentwicklung, während die Ströme der Arbeitnehmerentgelte und der sonstigen Primäreinkommen jeweils weitgehend unverändert zu geringfügigen Defiziten in den jeweiligen Unterbilanzen führten. Im Berichtsjahr wuchs der Überschuss der grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen vergleichsweise moderat um 3 Mrd € und betrug vorläufigen Berechnungen zufolge 94½ Mrd €, nachdem er in den Vorjahren teilweise

sehr kräftig zugenommen hatte.¹¹⁾ Dabei stiegen die Einnahmen der Inländer aus Vermögensanlagen im Ausland nur wenig, die Aufwendungen für Investoren und Kapitalgeber aus dem Ausland lagen nur geringfügig über dem Vorjahreswert. Ausschlaggebend für den höheren Aktivsaldo war rein rechnerisch der Anstieg des deutschen Netto-Auslandsvermögens. Dämpfend wirkte hingegen, dass das Renditeniveau auch im Jahr 2019 weiter sank und sich das Renditedifferential zuungunsten Deutschlands entwickelte.¹²⁾

Defizit der Sekundäreinkommensbilanz etwas verringert

Das Defizit der grenzüberschreitenden Sekundäreinkommen betrug im Jahr 2019 47 ½ Mrd €, 1 Mrd € weniger als im Vorjahr. Die Zahlungen aus dem Ausland ohne direkte Gegenleistung stiegen um 3 ½ Mrd € an, wobei staatliche und nichtstaatliche Einkommen etwa in gleichem Umfang zunahmen. Darunter fiel auch eine spürbare Zunahme der Steuereinnahmen des deutschen Staates aus Einkommen und Vermögen von Nicht-Gebietsansässigen. Auf der Ausgabenseite erhöhten sich die Aufwendungen gegenüber dem Jahr 2018 um 2 ½ Mrd €, vor allem aufgrund staatlicher Leistungen. Auf den Privatsektor entfiel nur ein kleiner Teil des Anstiegs. Hierbei kam es unter anderem zu einer geringfügigen Zunahme der Heimatüberweisungen.

■ Kapitalverkehr

Deutsche Netto-Kapitalexporte niedriger als im Vorjahr

Dem deutschen Leistungsbilanzüberschuss standen im Jahr 2019 Netto-Kapitalexporte von 204 ½ Mrd € gegenüber. Vor allem im Wertpapierverkehr überwogen die Käufe ausländischer Vermögenstitel durch Inländer den Erwerb deutscher Wertpapiere durch das Ausland; aber auch bei den Direktinvestitionen und im übrigen Kapitalverkehr dominierten die Mittelabflüsse. Neben den auch die Leistungsbilanz bestimmenden, grundlegenden ökonomischen Faktoren beeinflussten im Jahresverlauf gesunkene politische Risiken und die Ausrichtung der europäischen Geldpolitik den deutschen Kapitalverkehr im vergangenen Jahr.

Nachdem der Austrittstermin des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union zu Beginn des Jahres mehrfach verschoben worden war, zeichnete sich in der zweiten Jahreshälfte eine Lösung ab, mit der eine harte wirtschaftliche und politische Trennung zunächst vermieden werden konnte.¹³⁾ Zudem einigten sich die USA und China im Dezember auf ein Teilabkommen in dem seit Jahren schwelenden Handelskonflikt. Beide Entwicklungen trugen dazu bei, dass die Risikobewertung an den internationalen Finanzmärkten im Jahresverlauf zurückging.

Unsicherheit an den internationalen Finanzmärkten im Jahresverlauf etwas gesunken

Nach vier Jahren stellte das Eurosystem Ende 2018 die Nettoankäufe im Rahmen des erweiterten Ankaufprogramms für Vermögenswerte (expanded Asset Purchase Programme: APP) vorübergehend ein. Bis Oktober des vergangenen Jahres wurden nur fällig gewordene Anleihen ersetzt; erst im November 2019 begannen die nationalen Zentralbanken und die EZB wieder, zusätzliche Wertpapiere (monatlich netto 20 Mrd €) zu erwerben. In der deutschen Kapitalbilanz beeinflusste dies nicht nur den Wertpapierverkehr, sondern auch den übrigen Kapitalverkehr: In den Jahren zuvor waren die deutschen TARGET2-Forderungen im Zusammenhang mit den Nettoankäufen von Wertpapieren kontinuierlich gestiegen.¹⁴⁾ Als dieser Treiber Anfang 2019 entfiel, stabilisierte sich der Saldo zunächst und verzeichnete über das gesamte Jahr hinweg sogar einen Rückgang. Diese Entwicklung schlug sich im übrigen Kapitalverkehr als Kapitalimporte der Bundesbank nieder.¹⁵⁾

Eurosystem setzte Nettoankäufe von Wertpapieren vorübergehend aus

¹¹ Endgültige Zahlen für die Vermögenseinkommen der Direktinvestitionen liegen nach Eingang und Prüfung der zugrunde liegenden Meldungen erst mit einer zeitlichen Verzögerung von zwei Jahren vor, d. h. zurzeit bis einschl. dem Jahr 2017.

¹² Vgl. für methodische Details zur Zerlegung der Veränderungen des Saldos der grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen: Deutsche Bundesbank (2015); Knetsch und Nagengast (2017).

¹³ Am 31. Januar 2020 verließ das Vereinigte Königreich die EU. In dem Austrittsvertrag wurde vereinbart, dass das Vereinigte Königreich mindestens bis Ende 2020 im EU-Binnenmarkt verbleibt. Bis dahin soll ein umfassendes Freihandelsabkommen ausgehandelt werden.

¹⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017a).

¹⁵ Zu den treibenden Kräften der deutschen TARGET2-Salden siehe S. 31 ff.

Wertpapierverkehr

Ausländische Investoren nahmen per saldo Schuldverschreibungen in ihre Portfolios auf

Im Wertpapierverkehr kam es 2019 zu Netto-Kapitalexporten von 95 Mrd €, nach 157 Mrd € im Jahr zuvor. Der niedrigere Saldo ist auf einen massiven Umschwung in der Nachfrage ausländischer Anleger nach deutschen Wertpapieren zurückzuführen. Ausländische Investoren nahmen 2019 per saldo deutsche Wertpapiere für 28½ Mrd € in ihre Portfolios auf. Im Jahr zuvor hatten sie sich noch von deutschen Wertpapieren im Umfang von 74 Mrd € getrennt. Zwar gaben gebietsfremde Anleger weiterhin öffentliche Anleihen ab, mit 7 Mrd € lag das Volumen allerdings deutlich unter dem Wert des Vorjahres. Hier dürfte ein Grund im zwischenzeitlichen Aussetzen des APP gelegen haben. Als Folge kaufte die Bundesbank von Januar bis Oktober keine zusätzlichen Wertpapiere mehr an. Von wesentlicher Bedeutung für den Umschwung war zudem die gestiegene Nachfrage nach privaten Anleihen: Gebietsfremde Anleger erwarben sowohl Unternehmensanleihen als auch Bankanleihen. Schließlich nahmen sie 2019 auch mehr Geldmarktpapiere (7 Mrd €) in ihre Portfolios auf als 2018.

Aktien und Investmentzertifikate wurden verkauft

Im Gegensatz zu Schuldverschreibungen wurden Aktien hier ansässiger Unternehmen von ausländischen Anlegern – trotz einer insgesamt sehr freundlichen Kursentwicklung am deutschen Aktienmarkt im Jahresverlauf – per saldo abgegeben (6½ Mrd €). Bei Investmentzertifikaten führten die Verkäufe ausländischer Investoren 2019 zu Mittelabflüssen von 5 Mrd €.

Deutsche Anleger fragten schwerpunktmäßig auf Euro lautende Anleihen nach

Heimische Anleger erwarben im vergangenen Jahr per saldo für 123½ Mrd € ausländische Wertpapiere. Damit lag der Nettoerwerb erheblich über dem Wert des Vorjahres. Wie schon 2018 bildeten Anleihen mit 54½ Mrd € den Anlageschwerpunkt deutscher Investoren. Dies könnte unter anderem an den im Jahresverlauf weiterhin gesunkenen, überwiegend negativen, Renditen auf langfristige Bundesanleihen gelegen haben. Ausländische Anleihen dürften für Investoren an Attraktivität gewonnen haben, weil diese, trotz ebenfalls nachgebender Ren-

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2017 ¹⁾	2018 ¹⁾	2019 ¹⁾
I. Leistungsbilanz	+ 253,9	+ 247,4	+ 245,5
1. Warenhandel ¹⁾	+ 252,8	+ 226,2	+ 221,3
Ausfuhr (fob)	1 256,5	1 292,9	1 307,8
Einfuhr (fob)	1 003,7	1 066,8	1 086,5
nachrichtlich:			
Außenhandel ²⁾	+ 247,9	+ 228,7	+ 223,5
Ausfuhr (fob)	1 279,0	1 317,4	1 327,8
Einfuhr (cif)	1 031,0	1 088,7	1 104,3
2. Dienstleistungen ³⁾	- 24,4	- 19,7	- 20,5
darunter:			
Reiseverkehr	- 43,6	- 44,5	- 44,9
3. Primäreinkommen	+ 75,4	+ 89,5	+ 92,3
darunter:			
Vermögenseinkommen	+ 77,3	+ 91,4	+ 94,5
4. Sekundäreinkommen	- 50,0	- 48,6	- 47,6
II. Vermögensänderungsbilanz	- 3,0	+ 0,4	- 0,3
III. Saldo der Kapitalbilanz ⁴⁾	+ 283,2	+ 236,9	+ 204,6
1. Direktinvestitionen	+ 38,7	+ 4,4	+ 55,7
2. Wertpapieranlagen	+ 205,3	+ 157,2	+ 95,2
3. Finanzderivate ⁵⁾	+ 11,0	+ 23,1	+ 22,4
4. Übriger Kapitalverkehr ⁶⁾	+ 29,5	+ 51,8	+ 31,9
5. Währungsreserven	- 1,3	+ 0,4	- 0,5
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ⁷⁾	+ 32,3	- 10,9	- 40,6

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

Wichtige Posten in der deutschen Zahlungsbilanz

Salden in Mrd €

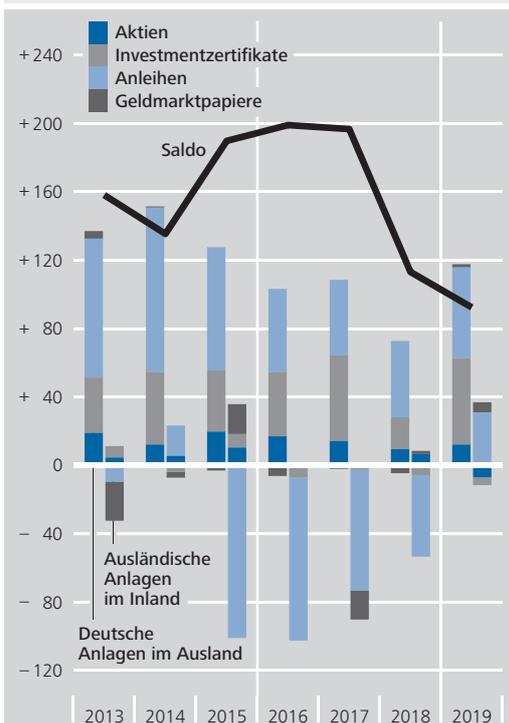


1 Ohne transaktionsbedingte Veränderungen der Währungsreserven; Netto-Kapitalexport: +. **2** Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. **3** Statistischer Restposten.

Deutsche Bundesbank

Wertpapierverkehr in der deutschen Zahlungsbilanz

Mrd €



Deutsche Bundesbank

reiten und möglicherweise zusätzlicher Risiken, eine höhere Rendite versprochen. Zwar waren vor allem auf Euro lautende Papiere gefragt, doch investierten deutsche Anleger 2019 auch in Fremdwährungsanleihen. Zudem nahmen sie ausländische Geldmarktpapiere für 2 Mrd € in ihre Portfolios auf.

Deutsche Investoren erwarben darüber hinaus vermehrt ausländische Investmentzertifikate (53 Mrd €) und Aktien (14 Mrd €). Die internationalen Aktienbörsen verzeichneten im vergangenen Jahr erhebliche Kursgewinne. Dies sprach – trotz des im Vergleich zu Schuldverschreibungen höheren Kursrisikos – für ein verstärktes Engagement in Anteilsrechten. Der Nettoerwerb von Investmentzertifikaten verdoppelte sich nahezu gegenüber dem Vorjahr. Sie stammten vornehmlich aus Luxemburg und Irland, 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. Bei den direkten Aktienkäufen waren vor allem Anteilsrechte an US-amerikanischen Unternehmen gefragt.

Ausländische Anteilsrechte waren gefragt

Bei den Finanzderivaten, die in der Zahlungsbilanz nur in einer Position ausgewiesen werden, kam es im vergangenen Jahr zu Netto-Kapitalexporten von 22½ Mrd €. Damit blieb der Saldo im Vergleich zu 2018 weitgehend unverändert.¹⁶⁾ Die Kapitalabflüsse entfielen zu etwa drei Fünftel auf Termingeschäfte und zu zwei Fünftel auf den Handel mit Optionen. Der grenzüberschreitende Terminhandel mit Strom und Gas, der statistisch ebenfalls unter den Finanzderivaten verbucht wird, resultierte in Netto-Kapitalimporten von 1 Mrd €. Die inländischen Kontrahenten der grenzüberschreitend gehandelten Finanzderivate waren dabei vor allem Monetäre Finanzinstitute.

Finanzderivate führten zu Mittelabflüssen

16 Seit 2012 flossen bei den Finanzderivaten in den meisten Jahren per saldo Mittel ab. Dabei handelte es sich zu einem Teil um Ausgleichszahlungen in Zusammenhang mit Zinsswaps, die inländische Kreditinstitute zur Absicherung festverzinslicher Wertpapiere gegen Zinsrisiken abschlossen.

Was treibt die deutschen TARGET-Salden?*) Eine BVAR-Analyse zur Unterscheidung globaler und europäischer Ursachen

Die vorliegende Analyse zielt darauf ab, mögliche Treiber der deutschen TARGET-Salden mithilfe eines vergleichsweise einfachen bayesianischen vektorautoregressiven Modells (BVAR) zu identifizieren und dem historischen Verlauf zuzuordnen. Die Salden schwankten in den vergangenen Jahren erheblich. Dabei werden typischerweise vier Phasen identifiziert.¹⁾

Während der ersten Phase bewegten sich die nationalen TARGET-Salden nach Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion auf niedrigem Niveau und wechselten häufig die Vorzeichen. Der grenzüberschreitende Liquiditätsausgleich im Euroraum erfolgte weitestgehend über den privaten Interbankenmarkt.

Die zweite Phase war von einer starken Ausweitung der nationalen TARGET-Salden geprägt. Sie begann mit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise, die ihren Ursprung in der Immobilienkrise in den USA hatte. Da private Geschäftsbanken einander zunehmend misstrauten, brach der Interbankenmarkt weitgehend zusammen. Der EZB-Rat beschloss daraufhin erstmals eine Reihe unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen, um Geschäftsbanken weiterhin mit Zentralbankgeld zu versorgen. Darüber hinaus vereinbarten die EZB und andere Zentralbanken ein internationales Netz von Swap-Abkommen, um auch den Zugang zu Devisen sicherzustellen.²⁾ Eine weitere Ausweitung der nationalen TARGET-Salden folgte im Frühjahr 2010 und verstärkte sich im Folgejahr. Hintergrund war die europäische Staatsschuldenkrise, die erneut mit einer großzügigen Bereitstellung von Zentralbankgeld einherging. Die angebotenen

Mittel wurden von den Geschäftsbanken der Mitgliedstaaten asymmetrisch in Anspruch genommen und zum Teil grenzüberschreitend verwendet.

Diese Entwicklung mündete im Sommer 2012 in eine Periode der Entspannung mit sinkenden TARGET-Salden (Phase 3). Die Zusage des damaligen EZB-Präsidenten, alles zu tun, um den Euro zu erhalten, stärkte das Vertrauen der Finanzmärkte in den Fortbestand der Währungsunion. Zudem verabschiedete das Eurosystem ein Programm geldpolitischer Outright-Geschäfte (outright monetary transactions: OMT), das aber bis heute nicht in Anspruch genommen wurde.

Die vierte Phase begann Mitte 2014 und brachte einen neuerlichen Anstieg der nationalen TARGET-Salden mit sich. Die deutschen Forderungen erreichten Mitte 2018 einen vorläufigen Höchststand von fast 1 000 Mrd €. Diese Zunahme stand jedoch nicht in Zusammenhang mit einer globalen oder europäischen Finanzkrise. Stattdessen spiegelte sich hier das erweiterte Wertpapierankaufprogramm des Eurosystems (expanded Asset Purchase Programme: APP)

* TARGET wurde als Zahlungsverkehrssystem des Eurosystems bereits am 4. Januar 1999 mit der Einführung des Euro in Betrieb genommen. In den Jahren 2007 und 2008 wurde es sukzessive von dem weiterentwickelten TARGET2 abgelöst. Im Folgenden wird durchgehend der Begriff TARGET verwendet, auch für das Nachfolgesystem TARGET2.

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019a, 2019b, 2017a, 2016).

² An der nach wie vor geltenden Vereinbarung sind außer der EZB und der Fed auch die Bank von Canada, die Bank von England, die Bank von Japan und die Schweizerische Nationalbank beteiligt. Die Devisenversorgung europäischer Geschäftsbanken über das Eurosystem führte 2008 und 2009 zwischenzeitlich zu einem positiven TARGET-Saldo der EZB.

in Verbindung mit der Rolle des Finanzplatzes Deutschlands als „Tor zur Welt“ wider.

Die nachfolgende ökonometrische Untersuchung des deutschen TARGET-Saldos bezieht sich auf den Zeitraum von Anfang 1999 bis zum Jahresende 2019. In einem BVAR-Modell werden die skizzierten Triebkräfte identifiziert und den verschiedenen Episoden zugeordnet.

In das Modell fließen Monatsdaten von $n=5$ Variablen ein: Veränderung der deutschen TARGET-Salden gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat (Variable: $target_t$; in Euro), Renditeunterschied zwischen Anleihen anderer Euro-Länder und Bundesanleihen (Variable: $EAspread_t$; in Prozentpunkten), Renditeunterschied zwischen zehnjährigen US- und Bundesanleihen (Variable: $USspread_t$; in Prozentpunkten), implizite Volatilität am Aktienmarkt als Indikator für die (globale) Unsicherheit (Variable: vix_t ; in Indexpunkten) und Veränderung der Summe aller Aktivposten der konsolidierten Bilanz des Eurosystems, welche die geldpolitischen Operationen betreffen, gegenüber dem Vorjahresmonat (Variable: $balance_t$; in Euro).³⁾

Die verwendeten Daten reichen entsprechend von Januar 1999 bis Dezember 2019. Aufgrund der Verwendung von Vorjahresveränderungen stehen für die Schätzung allerdings erst Daten ab Januar 2000 zur Verfügung. Die Berücksichtigung von Verzögerungen (lags) verkürzt den effektiven Schätzzeitraum weiter.

Geschätzt wird das BVAR Modell mit einem Minnesota-Prior.⁴⁾ Es werden insgesamt 12 Verzögerungen und damit ein ganzes Jahr zurückliegender Daten berücksichtigt. Das in reduzierter Form geschätzte BVAR-Modell schreibt sich als:

$$y_t = c + \sum_{i=1}^{12} A_i y_{t-i} + \epsilon_t$$

Dabei bezeichnen $y_t = (y_{1,t}, y_{2,t}, \dots, y_{n,t})$ einen $n \times 1$ Vektor der oben beschriebenen Variablen, c eine Konstante, A_i die $n \times n$ Koeffizienten-Matrizen der um i Einheiten verzögerten Beobachtungen y_{t-i} und ϵ_t einen $n \times 1$ Vektor von Residuen, welcher einer multivariaten Normalverteilung (also: $\epsilon_t \sim N(0, \Sigma)$) folgt. $E(\epsilon_t, \epsilon_t') = \Sigma$ stellt die positiv definite Varianz-Kovarianz-Matrix der Residuen dar.

Das Modell wird mittels Vorzeichenrestriktionen auf die Impuls-Antwort-Funktionen in eine strukturelle Form überführt, sodass die Schocks ökonomisch interpretiert werden können. Diese Restriktionen müssen nur in der Periode erfüllt sein, in welcher der Schock auftritt. Alle Schocks sind so definiert, dass sie zu einem Anstieg der Variable $target_t$ führen. Die weiteren Restriktionen werden wie folgt gewählt (siehe Tabelle auf S. 33).

Annahmegemäß führt ein globaler Risikoschock zu Kapitalflüssen in die USA und auch nach Deutschland. Beide Länder gelten als sichere Häfen. Wegen der herausgehobenen Rolle der USA als sicherer Hafen sollte allerdings der Renditerückgang in den USA den in Deutschland überkompensieren, sodass die im Beobachtungszeitraum positive Renditedifferenz zwischen US- und

³ Zu den Bilanzposten zählen die Posten 5 (Forderungen in Euro aus geldpolitischen Operationen an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet) und 7.1 (zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere).

⁴ Mithilfe des Minnesota-Priors wird dem Modell eine a priori bestehende Einschätzung hinsichtlich der Modellparameter vorgegeben. Im vorliegenden Fall werden folgende A-priori-Werte angenommen: „autoregressive coefficient“: 0,8; „overall tightness“: 0,1; „cross-variable weighting“: 0,5; „lag decay“: 2; „exogenous variable tightness“: 100; „total number of iterations“: 2 000; „burn-in iterations“: 1 000. Für die Schätzung wird die BEAR-Toolbox V4.2 der EZB verwendet.

Unterstellte Restriktionen zur Identifikation verschiedener Schocks

Variable	Risiko (global)	Risiko (Euroraum)	Geldpolitik EZB	Res 1	Res 2
$target_t$	+	+	+	+	+
$EAspread_t$	+	+	-	-	+
$USspread_t$	-	+	*	*	*
vix_t	+	+	*	*	-
$balance_t$	*	*	+	-	*

Restriktionen: + (-) = die entsprechende Variable nimmt zu (ab). * = keine Restriktion wird auferlegt. Res 1 und Res 2 sind Schocks, die allein aus technischen Gründen identifiziert werden. Ihnen wird keine ökonomische Interpretation beigemessen.

Deutsche Bundesbank

Bundesanleihen komprimiert wird. Aus der gleichen Argumentation heraus ist mit einem Anstieg der Renditedifferenz zwischen Anleihen anderer Euro-Länder und Bundesanleihen zu rechnen. Das gestiegene Risiko sollte sich in einem Anstieg des VIX zeigen.⁵⁾

Die Identifikation eines auf den Euroraum begrenzten Schocks beruht auf der Annahme, dass ein Risikoanstieg im Euroraum zu Kapitalflüssen aus anderen Euro-Ländern nach Deutschland führt. Denn Deutschland gilt innerhalb des Euroraums als sicherer Hafen. Dies sollte zu höheren Renditen in anderen Euro-Ländern führen. In Deutschland ist hingegen mit sinkenden Renditen zu rechnen, was sich in einem Anstieg der Renditedifferenz zwischen den anderen Euro-Ländern und Deutschland widerspiegeln sollte. Durch die niedrigeren Renditen in Deutschland sollte auch die Renditedifferenz zwischen US- und Bundesanleihen steigen. Auch wenn der Euroraum nur einen (kleinen) Teil der Weltwirtschaft ausmacht, ist tendenziell mit einem Anstieg des VIX zu rechnen.

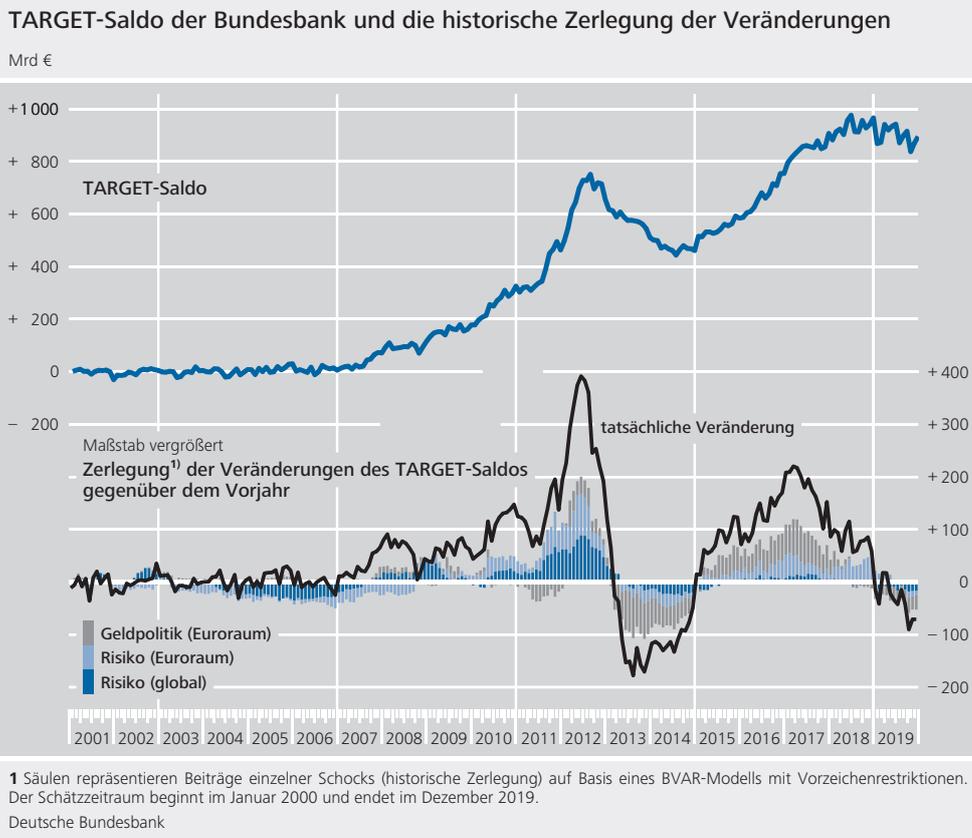
Der expansive geldpolitische Schock wird als eine Ausweitung der Summe aller Bilanzposten des Eurosystems verstanden, die sich auf geldpolitische Operationen beziehen. Dabei wird angenommen, dass diese den Renditeabstand zwischen Staatsanleihen anderer Euro-Länder und Bundesanleihen mindern.

Insgesamt sind die einzelnen Schocks so definiert, dass keine Kombination von Impuls-Antwort-Funktionen ausgeschlossen wird und trotzdem jeder Schock ein individuelles Muster besitzt, die Schocks also orthogonal zu einander sind. Die Residual-Schocks werden aus rein ökonometrischen Gründen identifiziert und deshalb nicht ökonomisch interpretiert. Diese Schocks bilden somit weitere Faktoren ab, die nicht in die oben genannten Kategorien fallen.

Die BVAR-Schätzung erlaubt es, die Zeitreihen aller involvierten Variablen in Komponenten zu zerlegen, welche den oben definierten Schocks zuzuordnen sind.

Der zunächst noch moderate Anstieg der deutschen TARGET-Salden während der globalen Finanzkrise wird durch die ökonomisch interpretierbaren Schocks nicht vollständig erklärt: Zwar lässt sich ein Beitrag des globalen Risikoanstiegs erkennen, er wird aber durch einen Rückgang des Risikos im Euroraum (also durch eine Konvergenz

⁵ Dieser Schock eines steigenden globalen Risikos unterscheidet sich von einem möglichen geldpolitischen Impuls aus den USA durch die entgegengesetzte Wirkung auf den VIX. Eine expansive Geldpolitik der Fed sollte für sich genommen die Risikobewertung an den Finanzmärkten senken. Sie wird nicht expliziert identifiziert, da sie keinen eindeutigen und systematischen Effekt auf die deutschen TARGET-Salden haben dürfte. Mögliche Auswirkungen werden im Modell durch die beiden Residualschocks aufgefangen.



der langfristigen Zinssätze zwischen den Mitgliedsländern) kompensiert.

Im Anschluss wurden die deutschen TARGET-Ströme während des Höhepunkts der europäischen Schuldenkrise zwischen 2010 und Mitte 2012 von der nun wachsenden Unsicherheit im Euroraum dominiert, doch auch globale Einflüsse spielten dem Modell zufolge noch eine wesentliche Rolle.

Die Schätzergebnisse bestätigen die Vermutung, dass die zwischen 2015 und 2017 abermals positiven TARGET-Ströme zu einem wesentlichen Teil der europäischen Geldpolitik (also dem APP) und nur noch zu einem geringeren Teil der Risikobewertung innerhalb des Euroraums zuzuordnen sind.

Schließlich legen die Ergebnisse nahe, dass der zuletzt in den Jahren 2018 und 2019 verzeichnete Rückgang der deutschen TARGET-Forderungen zu einem großen Teil

auf die europäische Geldpolitik zurückzuführen ist: Das Eurosystem führte zunächst das Volumen der Netto-Wertpapierkäufe bis Ende 2018 allmählich zurück und beendete sie anschließend vollständig. Erst seit November 2019 übersteigen die Käufe wieder das Volumen der ausgelaufenen und getilgten Wertpapiere im Bestand.

Alles in allem bestätigen die Schätzergebnisse des bewusst vergleichsweise einfach gehaltenen Modells die Vermutung, dass die deutschen TARGET-Salden im Zeitverlauf von unterschiedlichen Treibern beeinflusst wurden.

Direktinvestitionen

Globale Direktinvestitionen stagnierten 2019 annähernd

Die globalen Direktinvestitionsströme fielen im Jahr 2019 nach derzeitigem Stand etwas geringer aus als im Vorjahr, nachdem es in den beiden Jahren zuvor zu deutlich stärkeren Rückgängen gekommen war. Auch im vergangenen Jahr war das weltwirtschaftliche Umfeld Investitionen im Ausland teilweise nicht immer zuträglich. Zu den dämpfenden Faktoren gehörten eine verhaltene gesamtwirtschaftliche Entwicklung, aber auch politisch bedingte Unsicherheiten. Diese ließen in der zweiten Jahreshälfte spürbar nach, als sich die USA und China auf ein Teilabkommen im bilateralen Handelskonflikt verständigten und eine Annäherung bei den schwierigen Austrittsverhandlungen des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union erkennbar wurde. Belastend wirkte weiterhin die Steuerreform in den USA aus dem Jahr 2017, die im Jahr 2018 zu deutlich geringeren Bruttoströmen an Direktinvestitionen sowohl aus den USA heraus als auch weltweit geführt hatte. Nach Einschätzungen der Konferenz der Vereinten Nationen für Handel und Entwicklung (United Nations Conference on Trade and Development: UNCTAD) schwächten sich diese Effekte im vergangenen Jahr aber ab. Nach den noch vorläufigen Daten der UNCTAD gab es 2019 weltweit zudem deutlich weniger grenzüberschreitende Unternehmensverschmelzungen und -übernahmen als 2018.

Alles in allem schätzt die UNCTAD, dass die weltweiten Direktinvestitionsströme im Jahr 2019 gegenüber dem Vorjahr um 1 % gesunken sind.¹⁷⁾ Hinter diesem Rückgang stehen unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Ländern und Regionen. So gaben die Direktinvestitionsströme in die EU um rund 15 % nach, während sie nach Nordamerika sowie in die Gruppe der Entwicklungsländer auf dem Vorjahresniveau verblieben.

Auch die Direktinvestitionsströme von und nach Deutschland schwächten sich im vergangenen

Kapitalbilanz

Mrd €

Position	2017 ¹⁾	2018 ¹⁾	2019 ¹⁾
Saldo der Kapitalbilanz ¹⁾	+ 283,2	+ 236,9	+ 204,6
1. Direktinvestitionen	+ 38,7	+ 4,4	+ 55,7
Inländische Anlagen im Ausland ²⁾	+ 143,9	+ 148,0	+ 100,8
Ausländische Anlagen im Inland ²⁾	+ 105,2	+ 143,6	+ 45,1
2. Wertpapieranlagen	+ 205,3	+ 157,2	+ 95,2
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten ²⁾	+ 115,5	+ 83,2	+ 123,7
Aktien ³⁾	+ 14,7	+ 9,6	+ 14,2
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 58,6	+ 28,3	+ 52,9
Langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 42,7	+ 41,6	+ 54,5
Kurzfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾	- 0,5	+ 3,8	+ 2,0
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten ²⁾	- 89,8	- 74,0	+ 28,5
Aktien ³⁾	- 0,7	- 30,7	- 6,4
Investmentfondsanteile	- 2,5	- 6,3	- 5,0
Langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 72,3	- 41,4	+ 32,9
Kurzfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾	- 14,3	+ 4,3	+ 6,9
3. Finanzderivate ⁷⁾	+ 11,0	+ 23,1	+ 22,4
4. Übriger Kapitalverkehr ⁸⁾	+ 29,5	+ 51,8	+ 31,9
Monetäre Finanzinstitute ⁹⁾	- 38,5	+ 85,8	+ 19,3
langfristig	+ 12,1	+ 12,9	+ 7,2
kurzfristig	- 50,6	+ 72,9	+ 12,1
Unternehmen und Privatpersonen ¹⁰⁾	- 16,2	+ 22,5	- 9,3
langfristig	- 9,2	+ 9,4	- 1,8
kurzfristig	- 7,1	+ 13,1	- 7,4
Staat	+ 4,7	- 11,6	- 4,5
langfristig	- 0,7	- 1,7	- 3,2
kurzfristig	+ 5,4	- 9,9	- 1,3
Bundesbank	+ 79,5	- 44,9	+ 26,4
5. Währungsreserven	- 1,3	+ 0,4	- 0,5

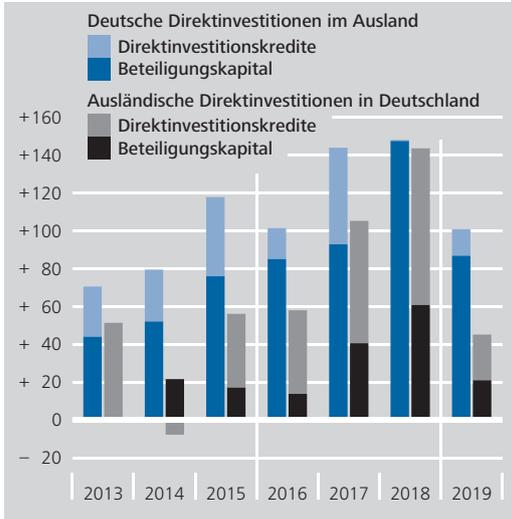
1 Zunahme an Netto-Auslandsvermögen: + / Abnahme an Netto-Auslandsvermögen: -. 2 Zunahme: +. 3 Einschl. Genussscheine. 4 Einschl. reinvestierter Erträge. 5 Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. 6 Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit bis zu einem Jahr. 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

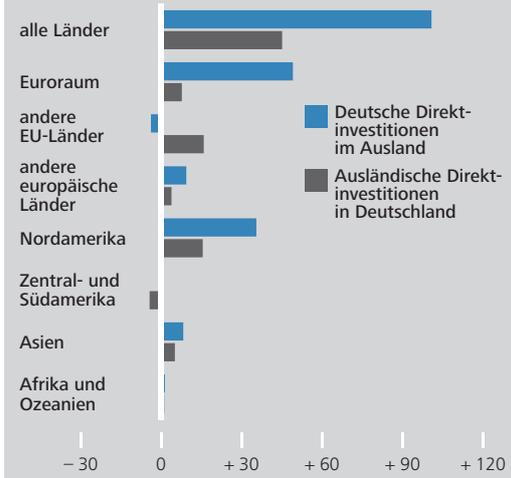
17 Vgl.: UNCTAD (2020).

Direktinvestitionen

Mrd €



Nach Regionen (2019)



Deutsche Bundesbank

Deutschland: sinkende Direktinvestitionen in beide Richtungen und steigende Netto-Kapitalexporte

Jahr gegenüber dem Vorjahr ab. Allerdings waren sie im Jahr 2018 entgegen dem weltweiten Trend außergewöhnlich hoch gewesen. Im Ergebnis beliefen sich die deutschen Netto-Kapitalexporte aus Direktinvestitionen 2019 auf 55 ½ Mrd €. Sie übertrafen damit den Wert aus dem Jahr 2018 um 51 Mrd €.

Heimische Unternehmen erhöhten vor allem ihr Beteiligungskapital im Ausland ...

Unternehmen aus Deutschland investierten 2019 im Ausland 101 Mrd €. Das waren 47 Mrd € weniger als im Jahr davor, in dem ein historischer Höchststand verbucht worden war. In einem längerfristigen Vergleich lagen die deutschen Direktinvestitionen im Ausland im Jahr 2019 noch geringfügig über dem Durchschnitt

der vorangegangenen zehn Jahre. Deutsche Unternehmen weiteten vor allem ihr Beteiligungskapital im Ausland aus, und zwar um insgesamt 87 Mrd €. Dabei hielten sich die Aufstockungen über das Beteiligungskapital im engeren Sinne und über reinvestierte Gewinne in etwa die Waage. Deutsche Unternehmen, die ihr Beteiligungskapital im Ausland erhöhten, gehörten unterschiedlichen Branchen an. Im vergangenen Jahr stammte mit knapp drei Vierteln der größte Anteil des Beteiligungskapitals von Unternehmen, die Finanz- und Versicherungsdienstleistungen erbringen.¹⁸⁾ Grenzüberschreitende Unternehmensübernahmen spielten im vergangenen Jahr eine geringere Rolle als im Jahr 2018. Damals hatten sie mit einem besonders hohen Wert zu Buche geschlagen.¹⁹⁾

Weitere 14 Mrd € stellten hiesige Firmen verbundenen Unternehmen im Ausland über den konzerninternen Kreditverkehr zur Verfügung, und zwar ausschließlich über Finanzkredite; bei den Handelskrediten überwogen dagegen die Rückzahlungen.

... und in geringerem Umfang auch die konzerninterne Kreditvergabe

Direktinvestitionsbeziehungen sind in der Regel langfristig ausgerichtet. Deutsche Unternehmen verfolgen mit ihnen unterschiedliche Ziele. Dies zeigt die jährliche Umfrage des Deutschen Industrie- und Handelskammertags (DIHK) bei seinen Mitgliedsunternehmen aus dem Verarbeitenden Gewerbe.²⁰⁾ Danach blieb auch im vergangenen Jahr für die meisten Unternehmen (knapp 45 %) die Stärkung von Vertriebsstrukturen und Kundendienst ein wichtiger Grund für Investitionen im Ausland. Rund ein Drittel der

Vertrieb weiterhin wichtigstes Motiv, Kostenersparnis gewinnt an Bedeutung

¹⁸ Reinvestierte Gewinne werden den einzelnen Wirtschaftszweigen nicht zugeordnet und bleiben bei der Berechnung daher unberücksichtigt. Auch beziehen sich die Anteile nur auf die aufschlüsselbaren Nettozuführungen an Beteiligungskapital.

¹⁹ Auf Übernahmen im Ausland ansässiger Firmen mit zuvor ausländischen Eignern – und einem deutschen Anteilsbesitz von mindestens 10 % nach der Transaktion – entfielen nach der Datenbank von Thomson Reuters 2019 rd. 32 ½ Mrd €; das war etwas weniger als halb so viel wie im Jahr 2018. 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.

²⁰ Vgl.: DIHK (2019).

Unternehmen strebte über die Produktion im Ausland eine bessere Markterschließung an. Gut ein Viertel der befragten Firmen nannte als Motiv von Direktinvestitionen das Ziel, Kosten einzusparen. Dieses Motiv hat der Umfrage zufolge im vergangenen Jahr relativ zu den anderen Zielen wieder etwas an Bedeutung gewonnen.

Europa und die USA wichtige Zielregionen

Deutsche Unternehmen investieren in vielen Ländern und Regionen weltweit. Traditionell ist Europa eine wichtige Zielregion. Im vergangenen Jahr flossen 54½ Mrd € der deutschen Direktinvestitionen im Ausland in andere europäische Länder, davon 49 Mrd € in die Länder des Euroraums. Vergleichsweise hoch fielen innerhalb Europas die Investitionen in Luxemburg sowie in Italien und den Niederlanden aus. Die höchsten Direktinvestitionen, die gegenüber einem einzelnen Land verbucht wurden, gingen 2019 allerdings in die USA; sie beliefen sich auf 34½ Mrd €.

Mittelzufluss aus dem Ausland vor allem über Finanzkredite

Aus dem Ausland erhielten inländische Unternehmen im vergangenen Jahr Direktinvestitionsmittel von 45 Mrd €. Das war nur etwa ein Drittel so viel wie im Jahr 2018, als mit 143½ Mrd € ein Rekordwert verzeichnet worden war. Ausländische Unternehmen stellten Gesellschaften in Deutschland über die konzerninterne Kreditgewährung 24 Mrd € zur Verfügung, und zwar ausschließlich durch die Vergabe über Finanzkredite. Ein großer Teil davon ergab sich durch sogenannte Reverse Flows, bei denen im Ausland ansässige Tochterunternehmen den deutschen Mutterunternehmen Finanzkredite gewähren. Dahinter stehen häufig Kapitalmarktgeschäfte von Finanzierungsgesellschaften deutscher Unternehmen, die im Ausland Wertpapiere begeben und die Erlöse an ihre inländischen Muttergesellschaften weiterreichen.

Unternehmen aus Europa und den USA besonders engagiert

Auch im Jahr 2019 hatten Investoren aus Europa bei den ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland mit 27 Mrd € das größte Gewicht. Rund 7½ Mrd € davon stammten aus anderen Ländern des Euroraums. Besonders umfangreiche Zuflüsse ergaben sich aus Luxem-

burg und Irland. Diesen standen beträchtliche Mittelrückflüsse nach Belgien und in die Niederlande gegenüber. Die maßgebliche Rolle spielten hier Rückzahlungen von konzerninternen Krediten. Unter den europäischen Ländern außerhalb des Euroraums kamen besonders hohe Direktinvestitionen aus dem Vereinigten Königreich (10½ Mrd €). Außerhalb Europas engagierten sich Investoren aus den USA besonders stark in Deutschland (12½ Mrd €).

Übriger Kapitalverkehr

Der übrige Kapitalverkehr, der sowohl Finanz- und Handelskredite (soweit sie nicht den Direktinvestitionen zuzurechnen sind) als auch Bankguthaben und sonstige Anlagen umfasst, verzeichnete im Jahr 2019 Netto-Kapitalexporte von 32 Mrd € (nach 52 Mrd € im Jahr davor).

Netto-Kapitalexporte im übrigen Kapitalverkehr

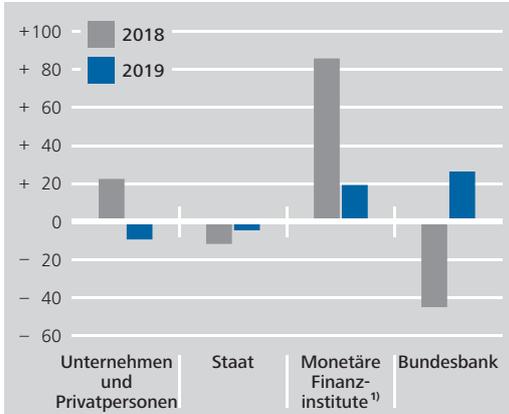
Ausschlaggebend waren Kapitalabflüsse im Bankensektor. Die Transaktionen der Monetären Finanzinstitute ohne Bundesbank führten per saldo zu Kapitalexporten von 19½ Mrd €. Insbesondere gingen ihre grenzüberschreitenden Verbindlichkeiten zurück, weil ausländische Institute, und zwar vor allem gruppenangehörige Banken, ihre Einlagen bei hiesigen Banken verringerten. Bei diesen grenzüberschreitenden Anlagen ist ein Jahresendeffekt nicht unüblich; zum Jahresende 2019 wurden jedoch besonders hohe Mittelabflüsse verbucht.

Kapitalabflüsse bei den Geschäftsbanken

Möglicherweise spielte hierbei auch der Beschluss des EZB-Rats im September 2019 eine Rolle, ein zweistufiges System für die Verzinsung der Reserveguthaben bei der Zentralbank einzuführen („two-tier system“). Die Regelung trat Ende Oktober vorigen Jahres in Kraft. Seitdem wird ein Teil der Überschussliquidität der Kreditinstitute von der negativen Verzinsung zum geltenden Einlagezinssatz befreit. Das neue Regime veranlasste einzelne Geschäftsbanken zu Umschichtungen ihrer Zentralbankeinlagen, um die vorhandenen Freibeträge besser auszunutzen. Zum Teil dürften sie die Liquidität auch grenzüberschreitend umverteilt haben.

Übriger Kapitalverkehr^{*)} nach Sektoren

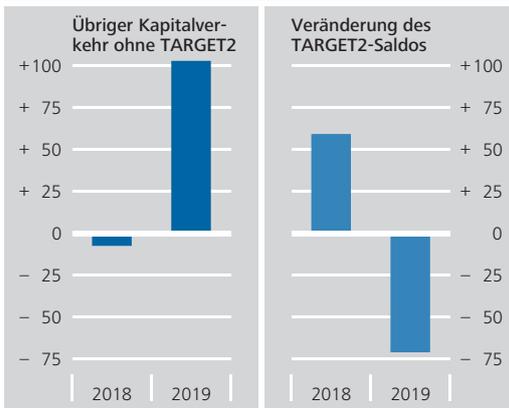
Salden in Mrd €



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

TARGET2 und Übriger Kapitalverkehr ohne TARGET2^{*)}

Mrd €



* Netto-Kapitalexport: +.
 Deutsche Bundesbank

Im Aktivgeschäft vergaben heimische Kreditinstitute mehr Finanzkredite an Unternehmen und Privatpersonen im Ausland, verringerten aber in geringerem Umfang ihre Einlagen bei gruppenangehörigen ausländischen Banken. Insgesamt trug dies zu den genannten Kapitalexporten bei.

Über die Konten der Bundesbank ebenfalls Mittelabflüsse

Über die Konten der Bundesbank kam es 2019 im Ergebnis ebenfalls zu Kapitalabflüssen, und zwar in Höhe von 26½ Mrd €. Entscheidend waren auch hier die Bewegungen auf der Passivseite der Auslandsbilanz: Die Verbindlichkeiten der Bundesbank gegenüber dem Ausland sanken um 97½ Mrd €. Währungsbehörden und Geschäftsbanken mit Sitz außerhalb des

Euroraums reduzierten ihre Einlagen bei der Bundesbank im Vorjahresvergleich deutlich, nachdem sie diese im Jahr 2018 um 101½ Mrd € erhöht hatten. Der Umschwung bei den Verbindlichkeiten der Bundesbank in der Zahlungsbilanz ist durch die Dispositionen dieser ausländischen Geschäftspartner zu erklären: Zum Ende eines Jahres verzeichnen die Einlagen von Ansässigen außerhalb des Euroraums bei der Bundesbank oftmals vorübergehend einen deutlichen Anstieg. Im Jahr 2018 war dieser besonders stark gewesen. Auch 2019 gab es einen solchen Ultimoeffekt, der aber sehr viel schwächer war als im Vorjahr.

In den Jahren zuvor hatte darüber hinaus das APP die Einlagen ausländischer Geschäftsbanken bei der Bundesbank ansteigen lassen.²¹⁾ Von Januar bis Oktober 2019 tätigte das Eurosystem keine Nettoankäufe mehr im Rahmen des APP. Erst im November wurden sie mit einem monatlichen Volumen von 20 Mrd € wieder aufgenommen.

Die zwischenzeitliche Aussetzung der Nettoankäufe sowie die oben erwähnten Mittelabzüge aus dem Bankensystem wirkten sich auch auf die TARGET2-Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB aus. Sie sanken 2019 um insgesamt 71 Mrd € gegenüber dem Vorjahr; das war der stärkste Rückgang seit dem Jahr 2013.²²⁾ Die Verbindlichkeiten der Bundesbank gegenüber der EZB aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems stiegen im vergangenen Jahr dagegen um 34½ Mrd € an. Die Nettoforderungen der Bundesbank gegenüber der EZB aus beiden Bilanzpositionen gaben daher zusammen um 105½ Mrd € nach.

Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB deutlich gesunken

Den Nichtbanken flossen im vergangenen Jahr im übrigen Kapitalverkehr per saldo Mittel aus dem Ausland zu (14 Mrd €). Dies lag vor allem an Netto-Kapitalimporten von Unternehmen

Netto-Kapitalimporte bei den Nichtbanken

²¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2019d), S. 41.

²² Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank (2019e, 2017a, 2017b, 2016).

und Privatpersonen (9½ Mrd €). Diese nahmen 2019 insbesondere über Finanzkredite Mittel im Ausland auf. Die unverbrieften Auslandstransaktionen des Staates führten per saldo zu einem Mittelaufkommen von 4½ Mrd €. Dabei verringerten sich seine Forderungen, während seine Auslandsverbindlichkeiten auf dem Vorjahresniveau verblieben.

Währungsreserven

Leichter Rückgang der Währungsreserven

Die Währungsreserven der Bundesbank sanken im Jahr 2019 transaktionsbedingt um ½ Mrd €. Einer Zunahme der Reserveposition im Inter-

nationalen Währungsfonds und der Sonderziehungsrechte stand eine Abnahme der übrigen Währungsreserven gegenüber.

Die Bestände an Währungsreserven werden darüber hinaus durch die gemäß internationalen Standards nicht in der Zahlungsbilanz zu erfassenden bilanziellen Änderungen beeinflusst. Aus der Neubewertung ergab sich im Jahr 2019 eine Zunahme um 26½ Mrd €. Dies lag vor allem an dem gestiegenen Goldpreis. Alles in allem stieg der Bilanzwert der deutschen Währungsreserven im Jahr 2019 um 26 Mrd €. Zum Bilanzstichtag am 31. Dezember 2019 betrug er 199½ Mrd €.

■ Literaturverzeichnis

Blum, U., J. Ragnitz, S. Freye, S. Scharfe und L. Schneider (2009), Regionalisierung öffentlicher Ausgaben und Einnahmen: Eine Untersuchung am Beispiel der neuen Länder, IWH Sonderheft 4/2009.

Deutsche Bundesbank (2019a), Perspektiven der deutschen Wirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Vorausschätzung für die Jahre 2020 und 2021 mit einem Ausblick für das Jahr 2022, Monatsbericht, Dezember 2019, S. 15–37.

Deutsche Bundesbank (2019b), Zur Entwicklung der Ausschüttungsquote der Unternehmen in Deutschland, Monatsbericht, März 2019, S. 24–27.

Deutsche Bundesbank (2019c), Die Entwicklung der Eigenmittelquote der Unternehmen in Deutschland, Monatsbericht, Dezember 2019, S. 46–49.

Deutsche Bundesbank (2019d), Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2018, Monatsbericht, März 2019, S. 17–42.

Deutsche Bundesbank (2019e), Die deutschen TARGET2-Forderungen im Jahresverlauf 2018, Geschäftsbericht 2018, S. 16 f.

Deutsche Bundesbank (2018a), Zur Entwicklung der Ersparnis der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Deutschland, Monatsbericht, März 2018, S. 20–22.

Deutsche Bundesbank (2018b), Die Neuausrichtung der chinesischen Wirtschaft und ihre internationalen Folgen, Monatsbericht, Juli 2018, S. 41–59.

Deutsche Bundesbank (2017a), Zum Anstieg der deutschen TARGET2-Salden, Monatsbericht, März 2017, S. 33 f.

Deutsche Bundesbank (2017b), TARGET2-Salden – Spiegel der Finanzmärkte, Monatsbericht, Dezember 2017, S. 75 f.

Deutsche Bundesbank (2016), Zu den Auswirkungen der Wertpapierkäufe des Eurosystems auf die TARGET2-Salden, Monatsbericht, März 2016, S. 56–58.

Deutsche Bundesbank (2015), Effekte auf den grenzüberschreitenden Vermögenseinkommenssaldo: Vermögensakkumulation, Portfolioumschichtungen und Renditeveränderungen, Monatsbericht, März 2015, S. 86–90.

Deutsche Bundesbank (1999), Die Zahlungsbilanz der ehemaligen DDR 1975 bis 1989.

DIHK (2019), Auslandsinvestitionen 2019 – Gemeinsam weltweit, Sonderauswertung der DIHK-Konjunkturumfrage vom Jahresbeginn 2019.

Europäische Kommission (2020), Länderbericht Deutschland 2020. Das Europäische Semester 2020: Bewertung der Fortschritte bei den Strukturreformen, Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte und Ergebnisse der eingehenden Überprüfung gemäß Verordnung (EU) Nr. 1176/2011, Brüssel.

Internationaler Währungsfonds (2009), Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6).

Knetsch, T. und A. Nagengast (2017), Penny wise and pound foolish? On the income from Germany's foreign investments, *Review of World Economics*, Vol. 153, S. 753–778.

Statistisches Bundesamt (2000), Entstehung und Verwendung des Bruttoinlandsprodukts 1970 bis 1989, Sonderreihe mit Beiträgen für das Gebiet der ehemaligen DDR, Heft 33.

UNCTAD (2020), *Investment Trends Monitor*, Nr. 33, Januar 2020.