

Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2020

Der Leistungsbilanzüberschuss der deutschen Volkswirtschaft ging während der Coronavirus-Pandemie im Jahr 2020 im Verhältnis zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) um ½ Prozentpunkt auf 7% zurück. Im zweiten Vierteljahr brach der Leistungsbilanzüberschuss aufgrund des globalen Schocks durch die Pandemie auf unter 5% des BIP ein, stieg jedoch in der zweiten Jahreshälfte rasch wieder an. Die Pandemie schlug sich im Berichtsjahr in geringeren Aktivsaldo im Warenhandel und bei den Primäreinkommen nieder, während sich der traditionell defizitäre Saldo der Dienstleistungsbilanz geringfügig ins Positive kehrte. Der breit angelegte Einbruch der Auslandsnachfrage sowie Sortimentseffekte zogen die deutsche Exportbilanz erheblich in Mitleidenschaft. Die Einfuhren gingen indes weniger stark zurück. Die tiefe Rezession der Weltwirtschaft drückte die Einfuhrpreise – insbesondere für Rohöl –, was den Rückgang des Außenhandelsaldos dämpfte. Der Aktivsaldo der Primäreinkommen verminderte sich insbesondere aufgrund geringerer Erträge aus deutschen Direktinvestitionen kräftig. In der Dienstleistungsbilanz schlug vor allem der geringere Fehlbetrag beim Reiseverkehr zu Buche. Der gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo sank relativ zum BIP aufgrund der starken Verminderung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis, welche den konjunkturbedingten Rückgang der Investitionen übertraf. Ursächlich für den Rückgang der Ersparnis war der Umschwung des Staatshaushalts in ein Defizit, worin sich vor allem die umfangreichen staatlichen Stützungsmaßnahmen widerspiegeln. Die Ersparnis der privaten Haushalte stieg hingegen sprunghaft an.

Das Spar- und Investitionsverhalten einer Volkswirtschaft zeigt sich auch im Kapitalverkehr. Für die grenzüberschreitenden Anlage- und Finanzierungsentscheidungen spielen dabei vor allem die zunehmende Diversifizierung von Vermögensanlagen, die anhaltende Globalisierung im Unternehmenssektor sowie wechselnde politische Risiken und geldpolitische Maßnahmen eine wichtige Rolle. Dies gilt auch für den deutschen Kapitalverkehr. Im Jahr 2020 waren zudem die Coronavirus-Pandemie und ihr Verlauf bedeutsam. Ferner hinterließ das Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union (Brexit) Spuren im deutschen Kapitalverkehr. Finanzgesellschaften verlagerten bestimmte Finanzdienstleistungen, die vorher im Vereinigten Königreich erbracht wurden, zu Konzerneinheiten in Deutschland, was sich vorrangig in den Bruttozahlen einzelner Positionen der Zahlungsbilanz niederschlug.

Alles in allem lagen die deutschen Netto-Kapitalexporte mit 227½ Mrd € über dem Wert des Vorjahres (204 Mrd €). Sowohl der Wertpapierverkehr als auch der übrige Kapitalverkehr und die Finanzderivate verzeichneten per saldo Mittelabflüsse. Dabei stiegen im übrigen Kapitalverkehr die deutschen TARGET2-Forderungen gegenüber der Europäischen Zentralbank (EZB) im Jahresverlauf deutlich an. Im Bereich der Direktinvestitionen ergaben sich erstmals seit 2003 geringfügige Netto-Kapitalimporte.

Leistungverkehr

Grundtendenzen im Leistungverkehr

Leistungsbilanzüberschuss deutlich zurückgegangen

Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss ging im Jahr 2020 um 26½ Mrd € auf 232 Mrd € zurück.¹⁾ Relativ zum nominalen BIP entsprach dies einem Rückgang des Saldos um ½ Prozentpunkt auf 7%.²⁾ Im Jahresverlauf führten die Coronavirus-Pandemie und die zu ihrer Eindämmung getroffenen Maßnahmen zu außergewöhnlichen Schwankungen im deutschen Leistungverkehr. Im zweiten Vierteljahr brach der Leistungsbilanzüberschuss aufgrund des

globalen Pandemieschocks von zuvor mehr als 7% auf unter 5% des BIP ein. In der zweiten Jahreshälfte stieg der Saldo rasch an und lag zum Jahresschlussquartal über 8% des BIP.

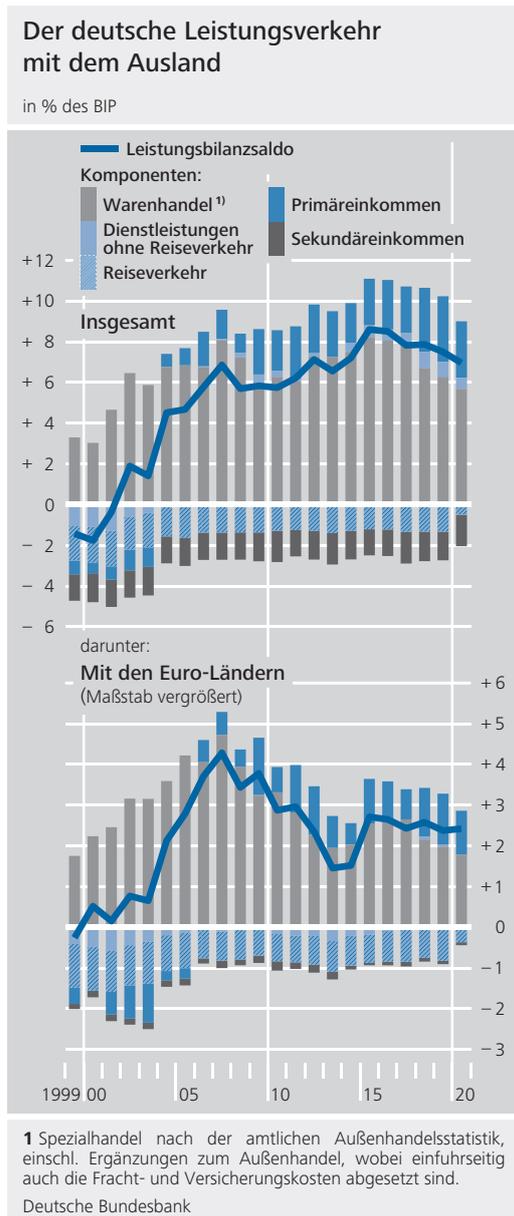
Die Unterbilanzen des Leistungsbilanzsaldos waren von der Coronavirus-Pandemie in teilweise gegenläufigen Richtungen geprägt. Der Überschuss im Warenhandel verminderte sich im Berichtsjahr deutlich. Ausschlaggebend war ein geringerer Aktivsaldo im Außenhandel. Hingegen glichen sich in der traditionell defizitären Dienstleistungsbilanz Einnahmen und Ausgaben annähernd aus, was überschusssteigernd wirkte. Dabei war der geringere Fehlbetrag im Reiseverkehr maßgeblich, welcher die durch die Pandemie eingeschränkte grenzüberschreitende Reisetätigkeit widerspiegelt. Der Aktivsaldo der Primäreinkommen ging insbesondere aufgrund der geringeren Erträge aus deutschen Direktinvestitionen im Ausland im Umfeld der pandemiebedingten Rezessionen in den meisten Sitzländern deutlich zurück. Der Fehlbetrag in der Bilanz der Sekundäreinkommen stieg leicht an.

Geringere Überschüsse im Warenhandel und bei den Primäreinkommen; Beitrag der Dienstleistungsbilanz überschusssteigernd

Diese Tendenzen hielten weitgehend bis zum Jahresende an. Somit kam es nicht zur vollständigen Normalisierung der Sonderentwicklungen in den Teilbilanzen, auch wenn der Gesamtsaldo des Jahresschlussquartals seinen Vorjahreswert leicht übertraf.

Erholung des Leistungsbilanzüberschusses zum Jahresende verschleiert teils gegenläufige krisenbedingte Entwicklungen in den Teilbilanzen

Die deutschen Unternehmen waren im Jahr 2020 einer Rezession der Weltwirtschaft von



1 Seit Mitte März 2020 gab es aufgrund der Maßnahmen zur Eindämmung der Coronavirus-Pandemie zeitweise erhebliche Einschränkungen im öffentlichen Leben. Diese Einschränkungen hatten keine erkennbar negative Auswirkung auf den Erstellungsprozess der Zahlungsbilanz, und damit auf die allgemeine Qualität der Ergebnisse. Die Datengrundlagen für die Positionen „Reiseverkehr“ und „Einkommen aus Direktinvestitionen“ sind allerdings dünner bzw. unterliegen einer höheren Unsicherheit als normal. Es könnte daher in diesen Bereichen zukünftig zu größeren Revisionen kommen.

2 Der von der Europäischen Kommission im Zuge des Verfahrens zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte vorgegebene Schwellenwert von 6% des BIP wurde somit weiterhin übertroffen. In der vertieften Analyse des Europäischen Semesters 2021 attestierte die Europäische Kommission Deutschland erneut ein makroökonomisches Ungleichgewicht. Vgl.: Europäische Kommission (2021).

Ungünstige globale Rahmenbedingungen angesichts Rezession der Weltwirtschaft und erheblichen Welthandelsrückgangs

beträchtlichem Ausmaß ausgesetzt. Das Welt-handelsvolumen brach laut Angaben des World Trade Monitors des Centraal Planbureau fast genauso stark ein wie während des Handelskollapses in der globalen Finanzkrise. Der Rückgang des internationalen Warenhandels war jedoch deutlich schneller und die darauffolgende Erholung setzte rascher ein als damals, sodass das Vorkrisenniveau beim Welthandel bereits vor Jahresende übertroffen wurde. Während der Handelsschock beinahe alle Partnerländer zugleich betraf, kam es im Laufe des vergangenen Jahres beispielsweise in China aufgrund der frühzeitigen und offenbar durchgreifenden Eindämmung der Pandemie zu einer schnelleren und stärkeren Erholung der Importnachfrage als in anderen Ländern. Die leichte Aufwertung des Euro im Berichtsjahr dürfte in Anbetracht der Größe des Nachfrageschocks kaum ins Gewicht gefallen sein. Entlastungen für die deutsche Wirtschaft kamen von deutlichen Preisrückgängen bei Vorleistungsgütern und Rohstoffen, insbesondere für Rohöl. Ein Fass der Sorte Brent kostete im Durchschnitt des Jahres 2020 mit gut 42 US-\$ etwa ein Drittel weniger als im Vorjahr.

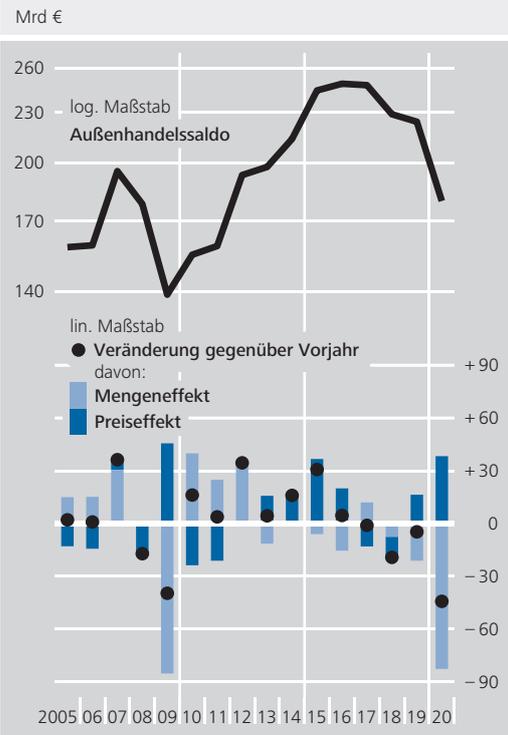
Globale Nachfrageschwäche und Sortiments-effekte reduzierten deutschen Außenhandelsüberschuss, Preiseffekte gegenläufig

Die Warenausfuhren gingen infolge des globalen Nachfrageeinbruchs sowie aufgrund von zeitweiligen Betriebsschließungen und Störungen in den internationalen Lieferketten stark zurück. Zudem belasteten Sortimentseffekte die deutschen Exportumsätze, denn die globale Rezession traf die Investitionsgüterindustrie besonders stark. Die Einfuhren sanken zwar ebenfalls, aber weniger als die Exporte. Im Ergebnis ging der Außenhandelsüberschuss im Jahr 2020 um 44 Mrd € auf 180 Mrd € zurück. Dabei dämpften Preiseffekte, die aus den günstigeren Einfuhrpreisen resultierten, den mengenbedingten Rückgang erheblich.

Überschussposition gegenüber Drittstaaten rückläufig, gegenüber Euro-Ländern hingegen unverändert

In regionaler Betrachtung ging die Abnahme des Leistungsbilanzüberschusses auf eine Verminderung des Saldos gegenüber den Ländern außerhalb des Euroraums zurück (von 5 % auf 4½ % des BIP). Hierbei waren Rückgänge im Warenhandelssaldo und im Saldo der Primär-

Mengen- und Preiswirkungen auf den deutschen Außenhandelssaldo³⁾



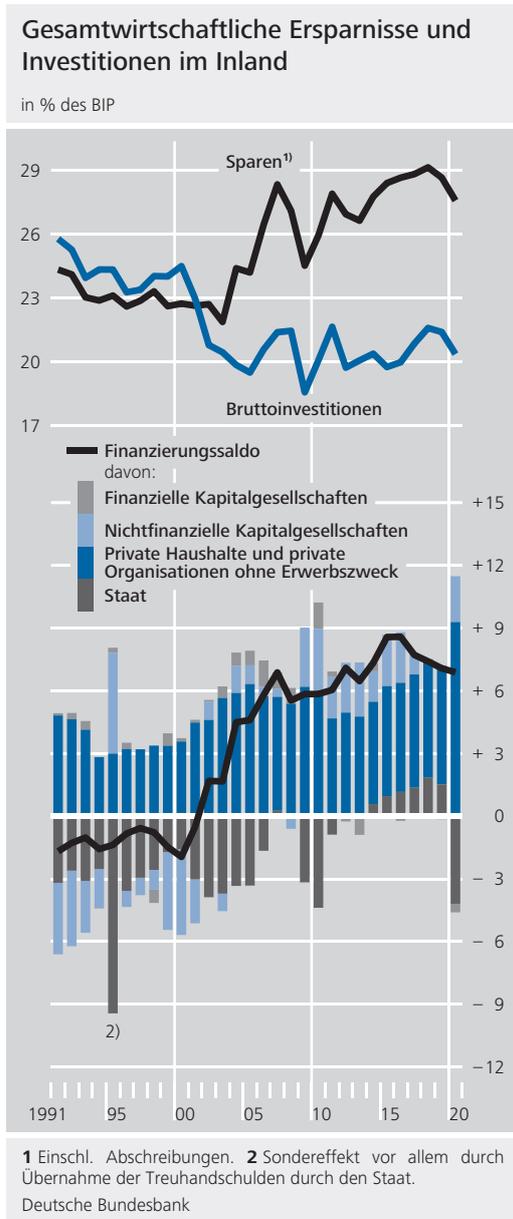
Quelle der Ursprungswerte: Statistisches Bundesamt. * Zerlegung mithilfe des Shapley-Siegel-Index.
 Deutsche Bundesbank

einkommen größer als die Zuwächse in der Dienstleistungsbilanz. Der Leistungsbilanzsaldo gegenüber den Ländern des Euroraums lag indes beinahe unverändert bei 2½ % des BIP, da sich gegenläufige krisenbedingte Entwicklungen in den Unterbilanzen weitgehend ausglich.

Der Rückgang des Leistungsbilanzsaldos spiegelt sich auch in den Entwicklungen der inländischen Ersparnisse und Investitionen. Zwar sanken die Investitionen im Inland, jedoch gingen die inländischen Ersparnisse noch stärker zurück.³⁾ Auch hierbei waren sektoral sehr heterogene Veränderungen zu beobachten. Die Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen verminderten sich angesichts des Nachfrageein-

Deutliche Rückgänge der Investitionstätigkeit und der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis

³⁾ Die Ausführungen in diesem Bericht beruhen – wie in den vergangenen Jahren – auf revidierten Angaben in der Zahlungsbilanz für die zurückliegenden vier Jahre. Die Zahlen zum Finanzierungssaldo aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen berücksichtigen diese Revisionen noch nicht.



bruchs und der Unsicherheit bezüglich der wirtschaftlichen Aussichten massiv. Demgegenüber erwiesen sich die privaten Wohnungsbauinvestitionen und die staatlichen Investitionen als robust. Die Ersparnis der privaten Haushalte stieg im Berichtsjahr sprunghaft an, da die Ausgaben der Verbraucher deutlich stärker zurückgingen als ihre verfügbaren Einkommen. Wesentlich hierfür war, dass bestimmte Konsummöglichkeiten nicht zur Verfügung standen oder von den Konsumenten aufgrund der Infektionsgefahr nicht in Anspruch genommen wurden.⁴⁾ Die Ersparnis der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften blieb indes weitgehend unverändert. Allerdings verzeichnete der Staatshaus-

halt ein kräftiges Defizit, nach einem Überschuss im Vorjahr. Der staatliche Fehlbetrag ist neben der Wirkung der automatischen Stabilisatoren vor allem auf die umfangreichen staatlichen Maßnahmen zurückzuführen, die auf die Unterstützung von Gesundheitssystem, privaten Haushalten und Unternehmen zielten.⁵⁾ Im Ergebnis stiegen die Finanzierungssalden der privaten Haushalte und der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sehr deutlich an, während sich der Finanzierungssaldo des Staates erheblich verminderte.

Warenströme und Handelsbilanz

In der ersten Jahreshälfte 2020 sanken die deutschen Außenhandelsaktivitäten aufgrund von pandemiebedingten Eindämmungsmaßnahmen und Verhaltensanpassungen im In- und Ausland massiv. Zur rasanten Talfahrt trug bei, dass nicht nur Absatzkanäle beeinträchtigt waren, sondern auch das Warenangebot phasenweise wegen Betriebsschließungen und fehlender Zulieferungen ins Stocken geriet. Auf dem Tiefpunkt im zweiten Vierteljahr lagen die Warenausfuhren preisbereinigt um rund ein Viertel und die Wareneinfuhren um ein Achtel unter ihrem Vorkrisenniveau. Mit den Lockerungen holten die Warenexporte und -importe im Sommer rasch auf und setzten ihre Erholung im Herbst trotz wieder verschärfter Eindämmungsmaßnahmen fort. Dabei spielte die zu dieser Zeit aufwärtsgerichtete Industriekonjunktur in Deutschland und den Partnerländern eine zentrale Rolle. Im letzten Jahresviertel betrug der Rückstand zum Vorkrisenniveau bei den Ausfuhren real noch rund 4 %, während die Einfuhren das Vorkrisenniveau bereits übertrafen.

Außenhandel mit sehr starkem Rückgang in erster Jahreshälfte, danach kräftig erholt

In jahresdurchschnittlicher Betrachtung lagen die Warenausfuhren im Jahr 2020 in preisbereinigter Rechnung um 8¾ % unter ihrem Vorjahresstand. Die Wareneinfuhren sanken preis-

Exporte im Jahresmittel stärker vermindert als Importe

4 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020a).
 5 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021).

bereinigt mit 3 % in geringerem Maß als die Ausfuhren. Dazu trug bei, dass das Importgütersortiment weniger stark als bei den Exporten auf bestimmte Investitionsgüter wie Maschinen und Kraftfahrzeuge gerichtet ist, deren internationaler Austausch besonders stark zurückgefahren wurde. Hinzu kam die gestiegene Nachfrage im Inland nach Datenverarbeitungs- und Telekommunikationstechnik sowie nach bestimmten Konsumgütern wie zum Beispiel pharmazeutischen Erzeugnissen und textilen Schutzausrüstungen, die verstärkt aus dem Ausland bezogen wurden.

Sehr kräftiger Rückgang der Exporte in den Euroraum und ins Absatzgebiet außerhalb des Euroraums

Regional betrachtet verzeichneten die deutschen Exporteure praktisch in jedem Mitgliedsland des Euroraums Erlöseinbußen. Dabei waren die Lieferungen nach Frankreich, vor allem wegen des Rückgangs bei Erzeugnissen des sonstigen Fahrzeugbaus, Spanien und Portugal besonders betroffen.⁶⁾ Die Ausfuhren in die Länder außerhalb des Euroraums verminderten sich preisbereinigt fast ebenso kräftig wie die in das Euro-Währungsgebiet. Besonders stark sanken die Erlöse aus den Verkäufen ins Vereinigte Königreich, wobei auch der relativ starke Rückgang der Binnennachfrage dort und Sortimenteffekte eine Rolle spielten. Das Exportgeschäft mit den USA schrumpfte ebenfalls kräftig. Zudem gaben die Lieferungen in rohstoffexportierende Länder wie Russland und die OPEC-Staaten sehr stark nach, wohl auch infolge verringerter Ausgabenspielräume aus ihren Verkäufen von Erdöl und Erdgas. Heterogen liefen die Exportgeschäfte mit asiatischen Ländern. Während bei den Lieferungen in die Schwellenländer Süd- und Ostasiens sowie nach Japan vergleichsweise kräftige Einbußen zu Buche schlugen, erreichten die Verkäufe nach China nahezu ihr Vorjahresniveau. Ihnen kam zugute, dass die chinesische Volkswirtschaft den Höhepunkt der Pandemie bereits im ersten Quartal hinter sich ließ und sich danach deut-

⁶ Zum Außenhandel Deutschlands mit Erzeugnissen des sonstigen Fahrzeugbaus zählen vor allem Schiffe, Schienenfahrzeuge sowie – insbesondere im bilateralen Außenhandel mit den am europäischen Produktionsverbund beteiligten Ländern – Luft- und Raumfahrzeuge.

Außenhandel nach Regionen

in %

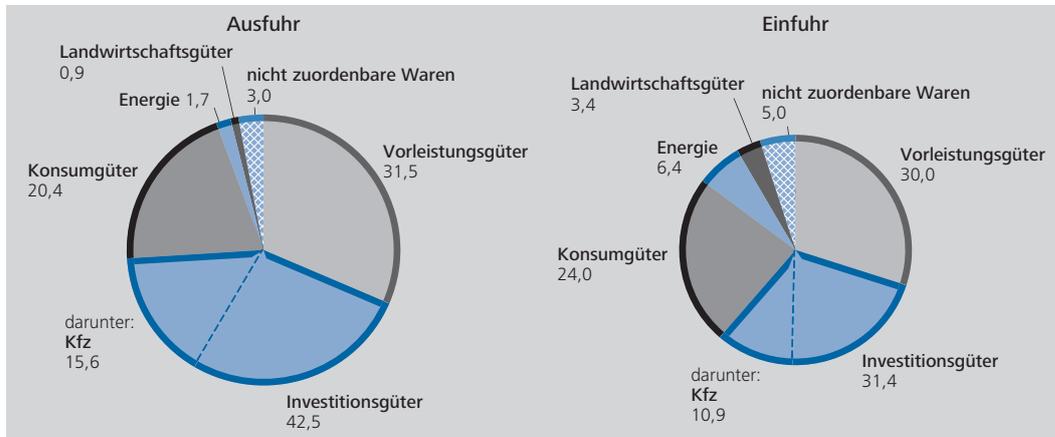
Ländergruppe/Land	Veränderung gegenüber Vorjahr			
	Anteile	2018	2019	2020
Ausfuhr				
Euroraum	36,6	4,5	0,0	- 10,4
Übrige Länder	63,4	2,1	1,3	- 8,6
darunter:				
Vereinigtes Königreich	5,6	- 3,8	- 3,6	- 15,5
Mittel- und osteuropäische EU-Länder ¹⁾	12,6	6,7	2,6	- 6,2
Schweiz	4,7	0,2	4,3	- 0,1
Russland	1,9	0,5	2,6	- 13,1
USA	8,6	1,4	4,7	- 12,5
Japan	1,4	4,6	1,1	- 15,9
Neue Industrieländer Asiens ²⁾	3,1	0,7	- 2,4	- 1,6
China	8,0	8,0	3,2	- 0,1
Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾	2,2	13,0	- 0,7	- 17,5
OPEC	1,6	- 16,2	- 2,7	- 13,9
Alle Länder	100,0	3,0	0,8	- 9,3
Einfuhr				
Euroraum	36,4	7,2	1,0	- 9,0
Übrige Länder	63,6	4,7	1,7	- 6,0
darunter:				
Vereinigtes Königreich	3,4	0,6	3,7	- 9,6
Mittel- und osteuropäische EU-Länder ¹⁾	14,5	6,3	2,7	- 4,6
Schweiz	4,4	0,5	- 0,2	- 0,9
Russland	2,1	14,7	- 13,1	- 29,9
USA	6,6	4,2	10,6	- 5,0
Japan	2,1	3,3	0,8	- 11,0
Neue Industrieländer Asiens ²⁾	2,7	6,0	- 3,0	- 7,7
China	11,3	4,2	3,8	5,6
Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾	3,9	2,3	0,3	- 3,4
OPEC	0,5	21,5	- 4,8	- 48,4
Alle Länder	100,0	5,6	1,4	- 7,1

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

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

Außenhandel nach ausgewählten Warengruppen im Jahr 2020

Anteile in %



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

lich erholte, sodass die Warenexporte nach China im Jahresschlussquartal den Stand des Vorjahres merklich übertrafen.

Ausfuhren von Investitions- und Vorleistungsgütern in Mitteleuropa gezogen

Unter den Ausfuhren von Vorleistungs- und Investitionsgütern schrumpften die Exporte von Kraftwagen und Kraftwagenteilen preisbereinigt im vergangenen Jahr besonders stark. Hier spielte eine Rolle, dass Produktion und Absatz im Frühjahr aufgrund von stockenden Zulieferungen aus dem In- und Ausland und der behördlich angeordneten Schließung von Geschäften und Schauräumen phasenweise fast zum Erliegen kamen. Ganz erheblich verminderten sich die Ausfuhren von Erzeugnissen des sonstigen Fahrzeugbaus wie Flugzeugen, die unter den pandemiebedingt stark eingetrübten globalen Reiseperspektiven litten. Beträchtliche Abstriche mussten zudem die Exporteure von klassischen Investitionsgütern wie Maschinen machen, deren Anschaffung von der hohen Unsicherheit besonders gebremst wurde und deren Lieferungen zum Ende des Jahres das Vorjahresniveau noch deutlich unterschritten. Weniger stark betroffen waren die Lieferungen von Datenverarbeitungs-, elektronischen und optischen Geräten sowie von Metallen und Metallerzeugnissen insgesamt, elektrischen Ausrüstungen und von Chemieprodukten ins Ausland. Indes stieg unter den Konsumgütern

der weltweite Bedarf an Pharmaprodukten aus Deutschland.

Bei Lieferungen nach Deutschland verzeichneten die Maschinenbauer und insbesondere die Hersteller von Kraftwagen und Kraftwagenteilen im Ausland im Jahresmittel kräftige Einbußen, wenngleich es im Jahresschlussquartal bei ihren Einnahmen praktisch keinen Rückstand zum Vorkrisenniveau mehr gab. Die Importe von sonstigen Fahrzeugen gaben im Berichtsjahr erheblich nach. Glimpflich fielen die Einbußen bei den Herstellern von Metallen und Metallerzeugnissen insgesamt und von Chemieprodukten aus. Merklich ausgeweitet wurden hingegen die Lieferungen von elektrischen Ausrüstungen sowie von Datenverarbeitungs-, elektronischen und optischen Geräten nach Deutschland. Dabei dürften die gestiegenen Aufwendungen für die Einfuhren von DV- und Telekommunikationstechnik eine Folge der coronabedingt verstärkten Digitalisierung von Office- und Homeoffice-Aktivitäten gewesen sein. Die Importe von Konsumgütern nahmen kräftig zu. Dazu trug die erhebliche Ausweitung der Lieferungen von Pharmaprodukten und von textiler Schutzausrüstung (wie Atemschutzmasken) bei.

Einfuhren von Investitions- und Vorleistungsgütern rückläufig, Konsumgüterimporte wegen Pharma und Schutzausrüstung kräftig gestiegen

In regionaler Perspektive gingen die Wareneinfuhren aus nahezu allen wichtigen Partner-

Kräftig gesunkene Nachfrage nach Importen aus Euroraum und Drittländern, deutlicher Anstieg der Importe aus China

ländern zurück. Dabei litten die Produzenten im Euroraum insgesamt stärker unter dem Rückgang der Nachfrage aus Deutschland als die Hersteller in den übrigen Ländern. Eine bemerkenswerte Ausnahme bildete China, das einen starken Erlöszuwachs beim Geschäft mit Deutschland verzeichnete. Die wesentliche Rolle spielte dabei, dass China den Löwenanteil des coronabedingten deutschen Importbedarfs an textilen Schutzausrüstungen wie zum Beispiel Atemschutzmasken lieferte.⁷⁾ Zudem stammte auch ein großer Teil der gestiegenen Importe von Datenverarbeitungs- und Peripheriegeräten aus der Volksrepublik. Ohne China gerechnet gaben die wertmäßigen Einfuhren aus Drittländern fast ebenso stark nach wie diejenigen aus dem Euroraum. Dabei mussten andere bedeutende Lieferanten in Süd- und Ostasien sowie die mittel- und osteuropäischen EU-Länder, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten kräftige Rückgänge bei ihren Verkäufen nach Deutschland hinnehmen. Ganz erheblich schrumpften die Erlöse wichtiger Energielieferanten wie Russland und die OPEC-Staaten, auch wegen des Preisverfalls bei Energieprodukten.

Ergänzungen zum Außenhandel per saldo stark gestiegen, Nettoeinkünfte im Transithandel leicht vermindert

Die übrigen Komponenten des Warenhandels – welche die Ergänzungen zum Außenhandel, die Nettoausfuhr von Waren im Transithandel und den Handel mit Nicht-Währungsgold umfassen – wirkten dem Rückgang des Außenhandelssaldos insgesamt entgegen. Im Ergebnis sank der Warenhandelssaldo im Jahr 2020 um 27 Mrd €, und damit weniger stark als der Außenhandelssaldo. Ausschlaggebend hierfür war der geringere Negativsaldo bei den Ergänzungen zum Außenhandel, welcher unter anderem auf gedämpfte Lohnveredelungsaktivitäten zurückzuführen war. Die Nettoeinnahmen aus dem Transithandel sanken indes leicht, da sich die Verkäufe insgesamt stärker verminderten als die Käufe. Dazu trug die Automobilindustrie bei, die im Allgemeinen bei solchen Geschäften einen großen Teil ausmacht. Der Saldo beim Handel mit Nicht-Währungsgold blieb praktisch unverändert.

Die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen

Stärker noch als der Warenhandel wurde der grenzüberschreitende Austausch von Dienstleistungen durch die Pandemie beeinträchtigt. Auch im Vergleich zum Rückgang im Gefolge der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 waren die Ausschläge im Jahr 2020 ausgeprägter. Die Einnahmen durch den Export von Dienstleistungen gingen im Vorjahresvergleich um fast 14 % zurück, und die Ausgaben für Dienstleistungen aus dem Ausland schrumpften um nahezu ein Fünftel. Der Saldo der Dienstleistungsbilanz, der aus der Sicht Deutschlands traditionell tief negativ gewesen war und im Jahr vor der Pandemie ein Defizit von 20½ Mrd € aufgewiesen hatte, kehrte sich im vergangenen Jahr geringfügig ins Positive.

Dienstleistungsumsätze massiv zurückgegangen, traditionell tief defizitäre Bilanz mit geringfügig positivem Saldo

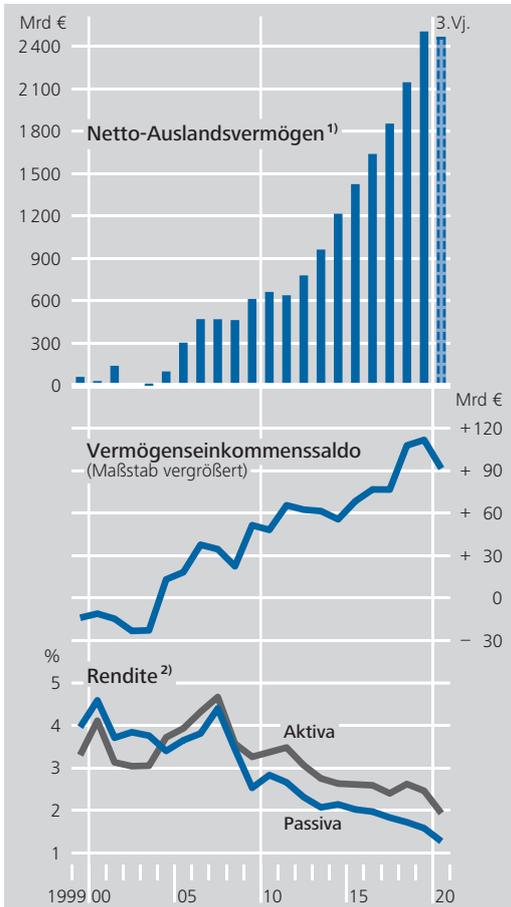
Der Hauptgrund für das kräftige Defizit der Dienstleistungsbilanz in der Vergangenheit waren die hohen Reiseausgaben der in Deutschland Gebietsansässigen im Ausland. Im Zusammenhang mit den Reisewarnungen und -beschränkungen sowie teilweisen Grenzschließungen zur Eindämmung der Pandemie verminderte sich diese Position von über 83 Mrd € im Jahr 2019 um mehr als die Hälfte auf 36 Mrd € im abgelaufenen Jahr. Während die Ausgabenrückgänge bei Reisen in die Nachbarländer Deutschlands mit knapp der Hälfte bereits massiv waren, brachen die Ausgaben für Fernreisen um über drei Viertel ein. Aber auch die Reiseeinnahmen durch Personen aus dem Ausland fielen um nahezu die Hälfte auf 19½ Mrd €. Bei den Reisen nach Deutschland spielte der Einbruch bei Messe-, Veranstaltungs- und Geschäftsreisen eine große Rolle. Insgesamt verringerte sich das Defizit der Reiseverkehrsbilanz im Jahr 2020 von 46 Mrd € auf 16½ Mrd €, und damit auf den niedrigsten Wert seit der deutschen Wiedervereinigung.

Defizit in Reiseverkehrsbilanz erheblich verringert

Durch den Einbruch der Wirtschaftsaktivität im In- und Ausland im vergangenen Jahr vermin-

⁷ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020b).

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. 2020.
 Deutsche Bundesbank

Bei Transportleistungen Rückgang bei Einnahmen stärker als bei Ausgaben

derte sich der Umsatz in nahezu allen übrigen Unterpositionen der Dienstleistungsbilanz. Durch den reduzierten Warenhandel sanken sowohl die Einkommen als auch die Aufwendungen für Transportleistungen erheblich. Der Saldo der Transportleistungen lieferte – anders als derjenige der Reiseverkehrsbilanz – einen deutlich überschussmindernden Beitrag, da sich in dieser Position die Einnahmen mit 14½ Mrd € deutlich stärker verringerten als die Ausgaben. Weitere dem Warenaustausch nahestehende Teile der Dienstleistungsbilanz wie die Fertigungs-, Instandhaltungs- und Reparaturdienstleistungen wiesen im Vergleich zum Jahr 2019

nur kleinere Veränderungen im Saldo bei ebenfalls verringerten Umsätzen auf.

Der Austausch wissensbasierter und sonstiger unternehmensbezogener Dienstleistungen musste im Berichtsjahr gleichfalls einen Rückschlag hinnehmen, nach Jahren mit kräftig wachsender internationaler Arbeitsteilung. Dabei blieb der starke Überschuss bei der Nutzung geistigen Eigentums nahezu unverändert. Die Erträge aus grenzüberschreitenden Kommunikations- und IT-Dienstleistungen blieben stabil, sodass bei gleichzeitig sinkenden Ausgaben das Defizit in dieser Teilbilanz um nahezu 3 Mrd € sank. Um 2 Mrd € vergrößerte sich jedoch das Defizit der sonstigen unternehmensbezogenen Dienstleistungen, da die Erträge aus dem Ausland aus Forschung und Entwicklung, freiberuflichen, technischen und kaufmännischen Dienstleistungen sowie Managementberatungsleistungen stärker zurückgingen als die Aufwendungen in diesen Kategorien.

Wissensbasierte und unternehmensbezogene Dienstleistungen mit verkürzter Bilanz bei insgesamt kaum verändertem Saldo

Unter den überwiegend geschrumpften Positionen der Dienstleistungsbilanz bilden die finanziellen Dienstleistungen eine Ausnahme. Bei den Versicherungsdienstleistungen gab es im Vorjahresvergleich sowohl auf der Einnahmenseite als auch auf der Ausgabenseite kaum Veränderungen. Die Erträge aus Finanzdienstleistungen stiegen gleichwohl um 2 Mrd € und die Aufwendungen um 3 Mrd €, wodurch der Überschuss in dieser Teilbilanz leicht sank.

Finanzielle Dienstleistungen ausgeweitet

Die Primäreinkommen Deutschlands aus dem Ausland übertrafen im Berichtsjahr die entsprechenden Zahlungen an das Ausland um 92½ Mrd €. Die dominante Bilanzposition nahmen wie in den Vorjahren die Nettoerträge aus grenzüberschreitenden Vermögensanlagen ein, während die Ströme der Arbeitnehmerentgelte zu einem leichten Überschuss und die sonstigen Primäreinkommen zu einem geringfügigen Defizit führten. Die Coronavirus-Pandemie hinterließ im Berichtsjahr auch bei den grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen erhebliche Spuren. Der Überschuss sank um 20 Mrd € und betrug vorläufigen Berechnungen zufolge

Überschuss bei Vermögenseinkommen erheblich verringert

Aktualisierung der internationalen Standards für die Außenwirtschaftsstatistiken und die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen

Außenwirtschaftsstatistiken und Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen liefern zentrale makroökonomische Indikatoren wie etwa den Leistungsbilanzsaldo, das Netto-Auslandsvermögen oder das Bruttoinlandsprodukt zur Bestimmung der Wirtschafts- und Finanzlage eines Landes. Sie bilden eine unverzichtbare Grundlage für geld- und wirtschaftspolitische Entscheidungen, für geschäftspolitische Überlegungen von Unternehmen oder für Analysen und Prognosen in Forschung und Wissenschaft. In einer Welt sich ständig wandelnder ökonomischer Beziehungen, sowohl zwischen einzelnen Wirtschaftsteilnehmern als auch ganzen Volkswirtschaften, ist es daher erforderlich, die hinter diesen Indikatoren stehenden statistischen Messkonzepte und -methoden einer regelmäßigen Überprüfung zu unterziehen, um zu entscheiden, ob beispielsweise der zunehmende Aufbau internationaler Produktionsketten durch multinationale Konzerne korrekt gemessen und in den makroökonomischen Kernindikatoren zutreffend gespiegelt wird. Im März 2020 haben der Internationale Währungsfonds (IWF) und die Statistische Kommission der Vereinten Nationen die umfassende Aktualisierung der grundlegenden makrostatistischen Regelwerke, des Zahlungsbilanzhandbuchs (BPM6) und des Systems der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (SNA 2008) angestoßen.^{1,2)} Eine derart umfassende Aktualisierung dieser internationalen statistischen Standards findet etwa alle 20 Jahre statt.

Übergreifendes Ziel ist es, in den Außenwirtschaftsstatistiken und den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen neuere, an Relevanz gewinnende gesamtwirtschaftliche

Entwicklungen wie Globalisierung, Digitalisierung, FinTechs und Nachhaltigkeit besser abbilden zu können. Gleichzeitig sollen Lücken oder Unklarheiten, die seit dem letzten Überarbeitungsprozess deutlich geworden sind, beseitigt werden. Hierfür müssen bestehende Konzepte (Modellannahmen) hinterfragt und gegebenenfalls angepasst sowie Erhebungs- und Schätzmethoden ergänzt beziehungsweise verfeinert werden.³⁾

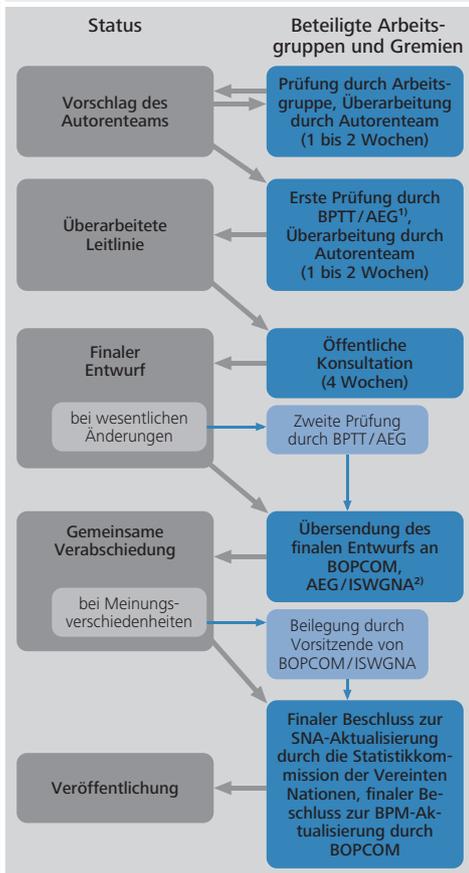
Der Aktualisierungsprozess gliedert sich in zwei Phasen. In der bis zum Frühjahr 2022 laufenden ersten Phase erarbeiten inter-

1 In diesen international geltenden Handbüchern sind die statistischen Konzepte und Methoden hinterlegt. Das Hauptwerk für die Zahlungsbilanz und den Auslandsvermögensstatus ist das Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition: BPM6 des IWF. Vgl.: Internationaler Währungsfonds (2009). Das Regelwerk für die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ist das System of National Accounts: SNA 2008 der Vereinten Nationen. Vgl.: Europäische Kommission et al. (2009).

2 Für die EU-Länder sind die hierauf basierenden statistischen Lieferverpflichtungen in Verordnungen der Europäischen Kommission festgelegt: Verordnung (EG) 184/2005 vom 12. Januar 2005 und Änderungsverordnungen zuletzt (EU) 2016/1031 vom 8. Juni 2016. Die Berichtspflichten der nationalen Zentralbanken des Eurosystems gegenüber der Europäischen Zentralbank (EZB) sind darüber hinaus in einer Leitlinie der EZB im Einzelnen dargelegt. Ab März 2021 gilt für die Lieferverpflichtungen die Leitlinie (EU) 2018/1151 der EZB vom 2. August 2018 zur Änderung der Leitlinie EZB/2011/23 über die statistischen Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank im Bereich der außenwirtschaftlichen Statistiken (EZB/2018/19).

3 Mit Blick auf die jeweilige nationale Praxis zur Erstellung der Außenwirtschaftsstatistiken ist zu berücksichtigen, dass es sich sowohl bei den internationalen Handbüchern wie auch bei der EU-Verordnung bzw. der EZB-Leitlinie, um konzeptionelle Vorgaben für die jeweiligen Ergebnisse der Statistik handelt (sog. Output-Orientierung). Die Beantwortung der Frage, mit welchen Erhebungsmethoden die konzeptionell gewünschten Informationen im Einzelfall erzeugt werden, liegt in der statistischen Expertise und Verantwortung der jeweiligen nationalen Produzenten der amtlichen Statistik und hängt nicht zuletzt von den Wirtschaftsstrukturen eines Landes ab.

Der Prozess vom Entwurf bis zur Entscheidung über eine Leitlinie



¹ Advisory Expert Group on National Accounts. Bei Leitlinien der DITT prüft zusätzlich die Arbeitsgruppe internationale Investitionsstatistiken (Working Group on International Investment Statistics: WGIIIS). ² Intersecretariat Working Group on National Accounts
 Deutsche Bundesbank

nationale Expertenteams, die sich weltweit aus nationalen Zentralbanken und Statistikämtern sowie aus internationalen Organisationen rekrutieren, Anpassungs-, Änderungs- oder Erweiterungsvorschläge für die jeweiligen Handbücher. Die von den Teams erstellten Arbeitspapiere (sog. Leitlinien) durchlaufen dann einen mehrstufigen Abstimmungsprozess, zu dem auch eine öffentliche Konsultationsphase gehört, an der sich über die Internetseite des IWF⁴) alle Interessenten beteiligen können. Die zweite Phase umfasst die Einarbeitung der verabschiedeten Leitlinien in die Entwürfe der neuen Handbücher und weitere Konsulta-

tionsrunden mit geplanter Fertigstellung im Frühjahr 2025. In den anschließenden Jahren erfolgt die Anpassung der europäischen Datenlieferanforderungen und schließlich die Umstellung der deutschen Außenwirtschaftsstatistiken. Der im aktuellen Überarbeitungszyklus aufwendige organisatorische Aufbau und der Abstimmungsprozess sollen eine weitreichende Konsistenz zwischen den Außenwirtschaftsstatistiken und den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sicherstellen. Diese ist entscheidend für die Zusammenführung und Vergleichbarkeit der jeweiligen statistischen Ergebnisse, national wie international.

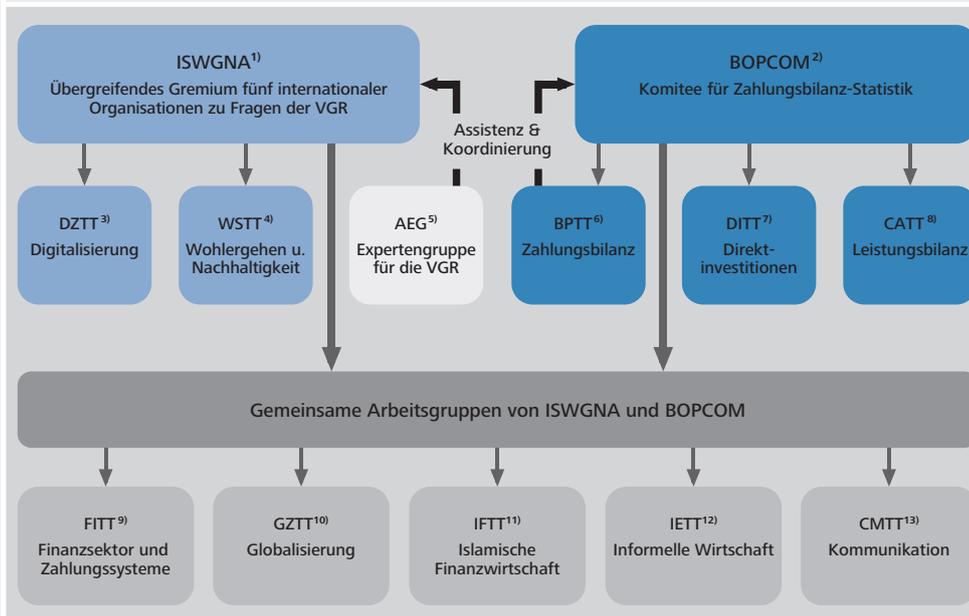
Die vielfältigen, während der vergangenen Jahre identifizierten Themen wurden in mehrere Blöcke aufgeteilt. Die drei überwiegend außenwirtschaftlichen Themenbereiche betreut das beim IWF angesiedelte Committee on Balance of Payments Statistics (BOPCOM).⁵ In fünf weiteren Arbeitsgruppen (Task Teams) sind aufgrund der inhaltlichen Überschneidung zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen Statistiker aus beiden Domänen vertreten.⁶ In

⁴ Vgl.: <https://www.imf.org/en/Data/Statistics/BPM>. Die Kommentierungsmöglichkeit besteht auf den jeweiligen Seiten der einzelnen Arbeitsgruppen. Für jede Leitlinie ist eine vierwöchige Kommentierungsphase vorgesehen, die in Abhängigkeit vom Stand der Arbeiten zu unterschiedlichen Zeitpunkten beginnt.

⁵ Das 1992 eingeführte Gremium berät den IWF bei methodischen und konzeptionellen Fragen zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus; es rekrutiert sich aus derzeit 15 Außenwirtschaftsstatistikern nationaler Zentralbanken und weiteren Vertretern internationaler Organisationen. Für weitere Informationen siehe: <https://www.imf.org/external/bopage/bopindex.htm>.

⁶ Diese fünf Arbeitsgruppen werden neben dem BOPCOM auch durch die Intersecretariat Working Group on National Accounts (ISWGNA) betreut. Die ISWGNA ist eine von der Statistik-Kommission der Vereinten Nationen in den frühen 1980er Jahren gegründete behördenübergreifende Institution, die statistische Arbeiten der internationalen Organisationen koordiniert. Ihre fünf Mitglieder sind die Europäische Kommission, der IWF, die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), die Vereinten Nationen (UN) sowie die Weltbank.

Gremien und Arbeitsgruppen im Aktualisierungsprozess



1 Intersecretariat Working Group on National Accounts. Gemeinsames Gremium von Europäischer Kommission, IWF, OECD, UNO und Weltbank. **2** Committee on Balance of Payments Statistics. **3** Digitalization Task Team. **4** Wellbeing & Sustainability Task Team. **5** Advisory Expert Group on National Accounts. **6** Balance of Payments Task Team. **7** Direct Investment Task Team. **8** Current Account Task Team. **9** Financial and Payments Systems Task Team. **10** Globalization Task Team. **11** Islamic Finance Task Team. **12** Informal Economy Task Team. **13** Communications Task Team.

Deutsche Bundesbank

diesen Gremien und Task Teams arbeitet auch die Bundesbank mit.

Im Zahlungsbilanz-Team (Balance of Payments Task Team: BPTT) sind übergeordnete konzeptionelle Themen der Außenwirtschaftsstatistiken angesiedelt. Insbesondere soll durch Erweiterungen im Auslandsvermögensstatus dessen Analysepotenzial unter anderem für die Beurteilung der Vermögens- und Verschuldungspositionen eines Landes verbessert werden. Die als neue Standardkomponente vorgesehene detaillierte Veränderungsrechnung des Auslandsvermögens soll auf internationaler Ebene unter anderem in den External Sector Report des IWF einfließen. Für die meisten europäischen Länder gehört dies bereits zum Standardprogramm, dennoch erwartet die Bundesbank durch die regelmäßige Publikation dieser Daten auch in anderen Ländern analytisch wertvolle Einblicke. Darüber hinaus wird im neuen Zahlungsbilanzhand-

buch erstmals die Einführung einer Definition und der Ausweis von Netto-Währungsreserven diskutiert. Bei den Netto-Währungsreserven handelt es sich um eine Größe, die auch im Rahmen der Kreditprogramme des IWF eine wesentliche Rolle spielt. Ziel ist es, die tatsächlich verfügbaren Währungsreserven eines Landes transparenter darzustellen. Ebenso befasst sich das Team mit den Möglichkeiten, „nachhaltige Finanzierungsinstrumente“ in den Rechenwerken gesondert auszuweisen. Dies gehört zu einem Themengebiet, das die Bundesbank auf unterschiedlichen Ebenen mit Nachdruck vorantreibt.

Das Leistungsbilanz-Team (Current Account Task Team: CATT) berät unter anderem, wie globale Phänomene – beispielsweise die wachsenden grenzüberschreitenden Aktivitäten sogenannter fabrikloser Warenproduzenten – besser gemessen werden können. Ebenso erfordern die vielfältigen Auswirkungen

gen von Globalisierung und Digitalisierung unter anderem eine verbesserte Abgrenzung von Waren- und Dienstleistungshandel und eine erweiterte Darstellung des Handels nach Unternehmenscharakteristika, um die Rolle multinationaler Unternehmensgruppen besser zu identifizieren. Da sich in der Leistungsbilanz die globalen Produktionsstrukturen dieser Akteure mit entsprechenden Rückwirkungen auf die nationale Wertschöpfung niederschlagen, gibt es hier eine breite Schnittmenge mit dem Globalisierungs-Team (Globalization Task Team: GZTT). Die Behandlung dieser Themen spielt angesichts der starken Verflechtung Deutschlands in den internationalen Handel und die internationale Wertschöpfung auch für die Bundesbank eine wichtige Rolle, da sie nicht zuletzt auch die deutschen makroökonomischen Ergebnisse und Indikatoren beeinflussen.

Eine zentrale Herausforderung des Direktinvestitionen-Teams (Direct Investment Task Team: DITT) ist eine schärfere Differenzierung von Direktinvestitionsströmen und -beständen hinsichtlich der unternehmerischen Zielsetzung. Dies umfasst Themen wie die Definition und Ermittlung des Landes des letztendlichen Eigentümers eines Unternehmensverbundes oder des eigentlichen Investitionslandes, eine differenzierte Behandlung von Direktinvestitionen zum Aufbau neuer Produktionskapazitäten gegenüber reinen Umstrukturierungen von Unternehmen oder die statistische Erfassung bloßer Sitzverlagerungen („corporate inversion“) von multinationalen Konzernen. Neben verbesserten Analysemöglichkeiten sind hier ebenfalls Auswirkungen auf realwirtschaftliche Indikatoren wie die Leistungsbilanz (über die Einkommensströme) zu berücksichtigen und entsprechend abzuwägen.

Von den insgesamt etwa 75 Leitlinien, die von den unterschiedlichen Task Teams zu er-

arbeiten sind, liegen derzeit etwa 20 vor. Die bereits diskutierten Arbeitspapiere machen deutlich, dass die Autoren meist nicht die konzeptionellen Grundsätze der statistischen Rechenwerke ändern wollen, sondern die Beibehaltung des bestehenden Rahmens wie des Territorialitätsprinzips und der Messung des wirtschaftlichen Eigentumsübergangs präferieren. Es werden eher Erweiterungen und Anpassungen an den auszuweisenden Untergliederungen vorgeschlagen, um neuen Analyseanforderungen gerecht zu werden. Aus Sicht der Bundesbank ist dies grundsätzlich zu begrüßen, da die bisherigen konzeptionellen Grundsätze trotz der vorgenannten neueren Phänomene weiterhin analytisch relevant sind. Dabei ist jedoch darauf zu achten, dass die gesamtwirtschaftlichen Rechenwerke nicht mit zu detaillierten Anforderungen überfrachtet werden. Hier vertritt die Bundesbank die Auffassung, dass entsprechende Daten den Basisstatistiken wie der Außenhandelsstatistik oder der Statistik des Handels mit Dienstleistungen entnommen werden sollten beziehungsweise dort Anpassungen, soweit erforderlich, erfolgen sollten.

91½ Mrd €, nachdem er in den Vorjahren sehr kräftig zugenommen hatte.⁸⁾ Dabei gingen die Erträge der Inländer aus Vermögensanlagen im Ausland massiv um ein Sechstel auf 175½ Mrd € zurück. Die Aufwendungen für Investoren und Kapitalgeber aus dem Ausland verminderten sich mit einem Siebtel auf 84 Mrd € jedoch weniger stark. Der Rückgang der Nettoerlöse ist rechnerisch vollständig den verminderten Nettoerträgen aus Direktinvestitionen zuzuschreiben.⁹⁾

Defizit der Sekundäreinkommensbilanz etwas angestiegen

Das Defizit der grenzüberschreitenden Sekundäreinkommen – hierbei handelt es sich um Zahlungen ohne direkte Gegenleistung – nahm im Berichtsjahr um 3 Mrd € auf 51½ Mrd € zu. Dies war überwiegend auf erhöhte Zahlungen an das Ausland zurückzuführen. Die staatlichen Zahlungen stiegen um 4 Mrd €, jeweils etwa hälftig durch laufende Übertragungen im Rahmen der internationalen Zusammenarbeit und Beiträgen zum EU-Haushalt. Dabei spielte auch eine Rolle, dass sich die Zahlungsverpflichtungen Deutschlands durch den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU erhöhten. Dagegen gingen die privaten Zahlungen an das Ausland insgesamt leicht zurück, obwohl die Heimatüberweisungen von Zuwanderern in ihre Ursprungsländer etwas anstiegen. Die Zahlungen aus dem Ausland an den Staat verringerten sich leicht, da weniger Steuern aus Einkommen und Vermögen von Nicht-Gebietsansässigen flossen.

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

9 Das Jahresergebnis 2020 der Erträge aus Direktinvestitionen beruht auch rückwirkend bis zum Jahr 2017 auf zwei von Eurostat geforderten grundlegenden methodischen Änderungen. Zum einen decken sie nunmehr neben den reinvestierten Gewinnen unmittelbarer Beteiligungen auch die Thesaurierungen mittelbarer Beteiligungen ab. Zum anderen werden Aufwendungen für Forschung und Entwicklung sowie hierauf entfallene Abschreibungen bei den Erträgen berücksichtigt.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2018 ¹⁾	2019 ¹⁾	2020 ¹⁾
I. Leistungsbilanz	+ 264,2	+ 258,6	+ 231,9
1. Warenhandel	+ 224,6	+ 216,5	+ 189,4
Einnahmen	1 292,9	1 304,7	1 190,4
Ausgaben	1 068,3	1 088,2	1 001,0
nachrichtlich:			
Außenhandel ¹⁾	+ 228,7	+ 224,0	+ 179,8
Ausfuhr	1 317,4	1 328,2	1 205,1
Einfuhr	1 088,7	1 104,1	1 025,4
2. Dienstleistungen	- 17,4	- 20,7	+ 1,6
darunter:			
Reiseverkehr	- 44,5	- 45,9	- 16,5
3. Primäreinkommen	+ 105,7	+ 111,2	+ 92,5
darunter:			
Vermögenseinkommen	+ 107,9	+ 111,8	+ 91,6
4. Sekundäreinkommen	- 48,7	- 48,4	- 51,6
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 0,7	- 0,5	- 4,8
III. Kapitalbilanz ²⁾	+ 246,5	+ 203,8	+ 227,6
1. Direktinvestitionen	+ 20,5	+ 76,1	- 0,6
2. Wertpapieranlagen	+ 153,6	+ 73,4	+ 42,7
3. Finanzderivate ³⁾	+ 22,5	+ 24,5	+ 99,1
4. Übriger Kapitalverkehr ⁴⁾	+ 49,5	+ 30,3	+ 86,5
5. Währungsreserven	+ 0,4	- 0,5	- 0,1
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ⁵⁾	- 18,3	- 54,3	+ 0,5

1 Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). **2** Zunahme an Netto-Auslandsvermögen: + / Abnahme an Netto-Auslandsvermögen: -. **3** Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktioptionen. **4** Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. **5** Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungsbilanz sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.



einbruch im Frühjahr sorgten massive Interventionen der Geldpolitik und umfangreiche staatliche Unterstützungsmaßnahmen – neben später folgenden Fortschritten bei der Impfstoffentwicklung – wieder für positive Tendenzen in den Volkswirtschaften und an den Finanzmärkten.¹¹⁾ In der deutschen Kapitalbilanz beeinflussten diese Faktoren nicht nur den Wertpapierverkehr, sondern auch den übrigen Kapitalverkehr: So stiegen die deutschen TARGET2-Forderungen wieder deutlich an, nachdem sie im Jahr zuvor rückläufig gewesen waren.¹²⁾

Zusätzlich zeigten auch durch den Brexit bedingte, konzerninterne Verlagerungen von zuvor im Vereinigten Königreich angesiedelten Geschäftsfeldern im Finanzsektor nach Deutschland Auswirkungen auf die hiesige Kapitalbilanz.¹³⁾ Diese beschränkten sich allerdings weitgehend auf die Bruttoströme im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr, während die Salden nur geringfügig betroffen waren.

Kapitalverkehr

Grundtendenzen im Kapitalverkehr

Deutsche Netto-Kapitalexporte höher als im Vorjahr

Dem deutschen Leistungsbilanzüberschuss standen im Jahr 2020 Netto-Kapitalexporte von 227 ½ Mrd € gegenüber.¹⁰⁾ Im Wertpapierverkehr überwogen die Käufe ausländischer Vermögenstitel durch Inländer den Erwerb deutscher Wertpapiere durch ausländische Anleger. Zu Mittelabflüssen führten zudem die Transaktionen bei den Finanzderivaten und im übrigen Kapitalverkehr, während bei den Direktinvestitionen Mittelzuflüsse und Mittelabflüsse annähernd gleich groß waren. Neben den auch die Leistungsbilanz bestimmenden, grundlegenden ökonomischen Faktoren beeinflusste im Jahresverlauf insbesondere die pandemiebedingte Unsicherheit den deutschen Kapitalverkehr. Diese war vor allem in der ersten Jahreshälfte sehr hoch. Nach dem starken Wirtschafts-

Wertpapierverkehr

Im Wertpapierverkehr kam es 2020 zu Netto-Kapitalexporten von 42 ½ Mrd €, und damit dem niedrigsten Wert seit 2011 (Vorjahr: 73 ½ Mrd €). Der Rückgang ist vor dem Hintergrund stark steigender Kapitalströme in beide Richtun-

Inländische Investoren kaufen per saldo verstärkt Aktien und Investmentzertifikate ...

10 Die Netto-Kapitalexporte Deutschlands sind im vergangenen Jahr etwas gestiegen, obwohl der deutsche Leistungsbilanzüberschuss gesunken ist. Unterschiedliche Entwicklungen im Leistungs- und Kapitalverkehr können das Resultat unterschiedlicher Erfassungs- und Meldesysteme sowie von Meldefehlern sein. Mögliche Diskrepanzen werden im sog. Restposten aufgefangen. Dieser war 2019 noch deutlich negativ gewesen, während er 2020 verschwindend gering ausfiel.

11 Zu den Auswirkungen von pandemiebedingten Maßnahmen ausländischer Regierungen auf den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr Deutschlands siehe S. 33 ff.

12 Zur Bedeutung der Wertpapierkäufe für die Entwicklung der TARGET2-Salden vgl.: Deutsche Bundesbank (2020c, 2017a).

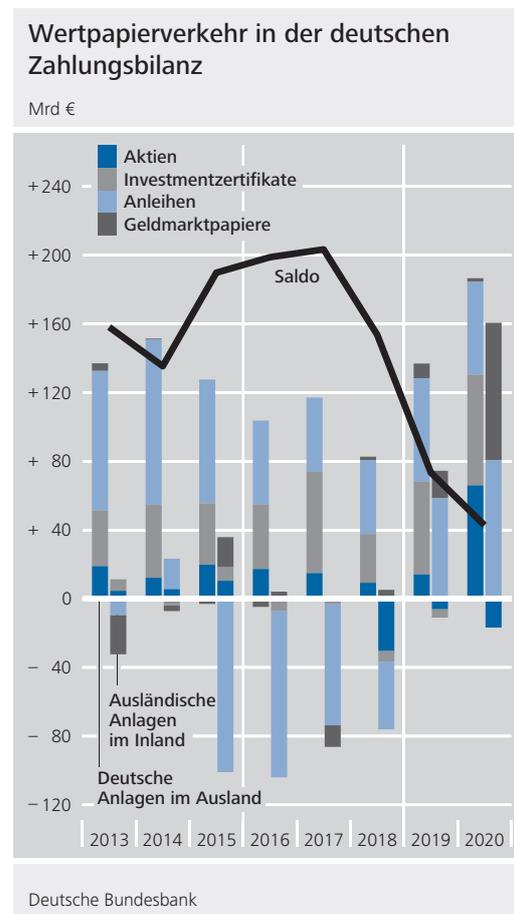
13 Am 31. Januar 2020 verließ das Vereinigte Königreich die EU. In dem Austrittsvertrag wurde vereinbart, dass das Vereinigte Königreich mindestens bis Ende 2020 im EU-Binnenmarkt verbleibt. Bis dahin sollte ein Freihandelsabkommen ausgehandelt werden, das dann kurz vor Jahresende tatsächlich abgeschlossen wurde.

gen zu sehen. Ausschlaggebend für die Netto-Kapitalabflüsse war, dass hiesige Investoren ihre Portfolios an ausländischen Wertpapieren um per saldo 186½ Mrd € aufstockten – nach 137 Mrd € im Jahr zuvor. Gebietsansässige Anleger erwarben ausländische Aktien und Investmentzertifikate, und zwar mit 66 Mrd € beziehungsweise 64½ Mrd € in einem außergewöhnlich hohen Umfang. Dabei könnte eine Rolle gespielt haben, dass sich einige ausländische Finanzmärkte wie beispielweise die Aktienmärkte in den USA und in China besser als diejenigen in Deutschland entwickelten. Neben Aktien aus den USA – über ein Drittel der gesamten Nettokäufe – erwarben Inländer auch verstärkt europäische Unternehmensaktien.

... sowie
 Schuldverschreibungen

Zudem fragten hiesige Investoren im Ergebnis für 56 Mrd € Schuldverschreibungen im Ausland nach – wovon 54 Mrd € auf Anleihen entfielen. Der Erwerb von Anleihen ausländischer Emittenten erreichte damit in etwa das Niveau des Vorjahres, allerdings wechselte der Schwerpunkt von in Euro denominierten Papieren zu Fremdwährungsanleihen. Ein Motiv für das veränderte Anlegerverhalten dürfte in den vergleichsweise hohen Renditen von Anleihen in einigen Drittländern gelegen haben. Allerdings hatte die Aufwertung des Euro gegenüber vielen bedeutenden Währungen wie beispielsweise dem US-Dollar, dem Yen und dem britischen Pfund über das gesamte Jahr 2020 gesehen einen negativen Einfluss auf eine in Euro umgerechnete Rendite. Wie bereits bei den ausländischen Aktien entfiel auch bei den Fremdwährungsanleihen in etwa ein Viertel der gesamten Investitionen auf Papiere aus den USA. Demgegenüber spielten Geldmarktpapiere bei den deutschen Auslandsanlagen mit 2 Mrd € keine große Rolle. Als Käufer ausländischer Schuldverschreibungen traten vor allem Unternehmen, zu denen beispielsweise auch Kapitalanlagegesellschaften oder Versicherungen gehören, und Privatpersonen auf.

Der Handel mit ausländischen Wertpapieren wurde im vergangenen Jahr erneut spürbar vom Austritt des Vereinigten Königreichs aus



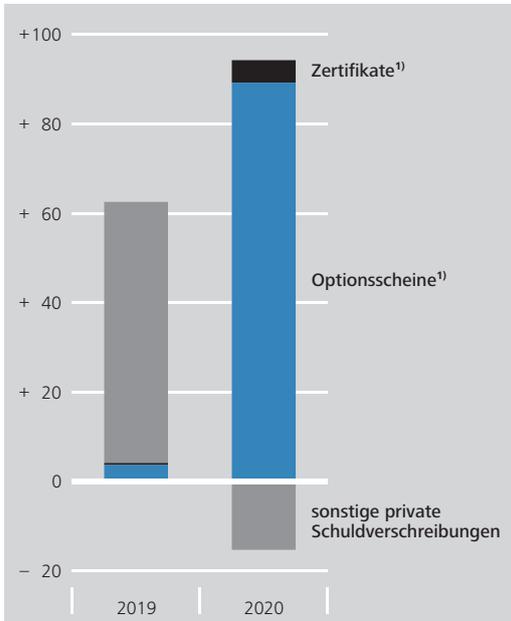
der EU beeinflusst. Dies betraf vor allem die bilateralen Bruttoströme mit Deutschland, war allerdings ohne größere Auswirkungen auf den Saldo. Um bisher vom Finanzplatz London erbrachte Finanzdienstleistungen für die EU auch nach dem Austritt im Januar 2020 und der anschließenden Übergangszeit bis Ende 2020 zu gewährleisten, verlagerten in London angesiedelte Finanzunternehmen Teile ihres Wertpapiergeschäfts unter anderem auf deutsche Töchter und Zweigstellen, und hiesige Gesellschaften zogen vergleichbare Aktivitäten von ihren Niederlassungen in der britischen Metropole ab. Als Folge kam es zu einem deutlichen Anstieg der Transaktionsvolumina in der deutschen Kapitalbilanz. Bei den ausländischen Zins- und Dividendentiteln stieg der jährliche Umsatz von 6 Billionen € (2018) über 11½ Billionen € (2019) auf 17½ Billionen € im Jahr 2020.

Brexit ließ
 Bruttoströme im
 Wertpapier-
 verkehr deutlich
 ansteigen

Bei den ausländischen Portfolioinvestitionen in Deutschland ergab sich 2020 mit per saldo 144 Mrd € im Vergleich zum Jahr zuvor (63½ Mrd €)

Netto-Auslandserwerb inländischer privater Schuldverschreibungen nach Wertpapierarten

Mrd €



¹ Wertpapiere, die in der Wertpapierstammdatenbank „Wertpapiermittellungen“ als Optionsscheine bzw. Zertifikate klassifiziert wurden und rechtlich Schuldverschreibungen nach § 793 BGB sind.

Deutsche Bundesbank

Ausländische Wertpapierinvestitionen in Deutschland von Geschäften mit strukturierten Finanzprodukten geprägt

eine sprunghaft erhöhte Nachfrage. Gebietsfremde Anleger erwarben heimische Anleihen für 79½ Mrd €. Davon entfielen 70 Mrd € auf strukturierte Produkte (Optionsscheine und Zertifikate), die seit dem Berichtsjahr 2007 unter bestimmten Bedingungen den Wertpapieren zugeordnet werden. Die hohen Mittelzuflüsse in diesem Bereich sind zum überwiegenden Teil auf konzerninterne Verkäufe dieser Titel durch inländische Emissionshäuser an ihre ausländischen Mutter- und Schwesterunternehmen zurückzuführen.¹⁴⁾ Im Gegenzug erwarben die inländischen Einheiten Auslandsforderungen in Form von ökonomisch äquivalenten Derivaten oder Festgeldern, die bei den Finanzderivaten beziehungsweise im übrigen Kreditverkehr verbucht werden. Darüber hinaus kauften ausländische Anleger weitere private Anleihen im Umfang von 5 Mrd €; im Vergleich zum Vorjahr schichteten sie dabei Bankanleihen in Unternehmensanleihen um. Die Nettoanlagen in öffentliche Anleihen waren mit 1 Mrd € vergleichsweise niedrig. Den Käufen ausländischer

Investoren standen hier grenzüberschreitende Wertpapierkäufe der Bundesbank im Rahmen der Wertpapierankaufprogramme des Eurosystems gegenüber.¹⁵⁾ Dabei kam es auch zu „Karusellgeschäften“, bei denen ausländische Kreditinstitute zunächst auf dem Primärmarkt neu begebene Anleihen von der Finanzagentur erwarben und diese später an die Bundesbank weiterveräußerten. Auf eine vergleichsweise hohe Nachfrage aus dem Ausland stießen per saldo Geldmarktpapiere (80 Mrd €). Dabei nahmen ausländische Anleger nahezu ausschließlich öffentliche Titel in ihre Portfolios. Dies spiegelt die hohen Emissionen des Bundes in diesem Segment wider, die im Zusammenhang mit der Coronavirus-Pandemie und den staatlichen Unterstützungsmaßnahmen getätigt wurden. Ihren Bestand an privaten Geldmarktpapieren erhöhten Ausländer im Ergebnis nur geringfügig (½ Mrd €). Sie trennten sich auch von Aktien deutscher Unternehmen, während sich Käufe und Verkäufe von Investmentzertifikaten nahezu die Waage hielten.

Bei den Finanzderivaten, die in der Zahlungsbilanz nur in einer Position ausgewiesen werden, kam es im vergangenen Jahr zu Netto-Kapitalexporten von 99 Mrd €. Damit weitete

¹⁴ Insgesamt entfielen sogar Schuldverschreibungen im Umfang von 94½ Mrd € auf Optionsscheine und Zertifikate, da zu den langfristig aufgelegten Papieren noch entsprechende Kurzläufer im Umfang von 24 Mrd € kamen. Dieses Geschäftsmodell hatte bereits vor der Finanzkrise eine größere Bedeutung für die Wertpapierströme in der deutschen Zahlungsbilanz (vgl.: Deutsche Bundesbank (2008)). In den letzten zwei Jahren nahm die grenzüberschreitende Abwicklung des Emissionsgeschäfts in strukturierten Produkten erneut deutlich zu. Ausschlaggebend für die sprunghafte Entwicklung im abgelaufenen Berichtsjahr waren insbesondere Restrukturierungsmaßnahmen wichtiger Marktteilnehmer. Darüber hinaus dürfte, neben den effizienten technischen Rahmenbedingungen für Wertpapieremissionen hierzulande, auch die 2019 erfolgte Einführung der neuen EU-Prospektverordnung in Deutschland ursächlich für die Belebung dieses Marktsegmentes gewesen sein. So ist bspw. mit dem „europäischen Pass“ eine einmalige Billigung der Wertpapierprospekte durch die zuständige nationale Aufsichtsbehörde ausreichend für eine Notierung des Wertpapiers an verschiedenen EU-Börsen.

¹⁵ Mit der Wiederaufnahme der Nettoankäufe des erweiterten Wertpapierankaufprogramms (expanded Asset Purchase Programme: APP) zur Jahreswende 2019/2020 und insbesondere mit der Einführung des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme: PEPP) im März 2020 wurde der drastischen Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage Rechnung getragen.

Wie wirken die in der Pandemie beschlossenen Maßnahmen des Auslands auf die deutschen grenzüberschreitenden Kapitalströme? *)

Die Coronavirus-Pandemie wirkt sich seit Anfang 2020 stark auf die Wirtschaftsaktivität aus. Weltweit führten Länder zeitweise drastische Maßnahmen ein, um die Ausbreitung des Coronavirus zu verlangsamen. Dazu gehörten beispielsweise die Schließung von Grenzen oder nationale Lockdowns. Die makroökonomischen Konsequenzen der Pandemie sind weitreichend. Der Internationale Währungsfonds schätzt, dass das globale Wirtschaftswachstum 2020 um circa 3,5% zurückging.¹⁾ Die Welthandelsorganisation erwartet einen Rückgang des Welthandels um rund 10%.²⁾ Die Auswirkungen der Pandemie auf die grenzüberschreitenden Kapitalströme sind weniger eindeutig. Zu Beginn der Krise erlebten einige Länder massive Mittelabflüsse, da ausländische Investoren Kapital abzogen oder inländische Marktteilnehmer Kapital ins Ausland transferierten. Diese waren aber dem Betrag nach nicht ausgeprägter als in früheren Stressphasen. Auch war eine Flucht in „sichere Häfen“ wie in Deutschland nur vorübergehend zu beobachten. Dies lag nicht zuletzt an den massiven geldpolitischen Interventionen der meisten Zentralbanken. Lane (2020) argumentiert, dass vor allem das Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme: PEPP) des Eurosystems die Finanzmärkte seit April 2020 wesentlich stützte. Andere Zentralbanken in fortgeschrittenen Volkswirtschaften reagierten ebenfalls stark auf den Ausbruch der Pandemie. Neben dieser beispiellosen Bereitstellung an globaler Liquidität dürften aber auch die – teilweise sehr unterschiedlichen – Maßnahmen der Regierungen den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr beeinflusst haben. Die vorliegende Studie untersucht, wie sich Politik-

maßnahmen ausländischer Regierungen als Antwort auf die Coronavirus-Pandemie auf die bilateralen Finanzströme mit Deutschland auswirkten.³⁾

Die Analyse kombiniert Informationen aus zwei Datensätzen. Die Zahlungsbilanzstatistik dient als Datengrundlage für deutsche grenzüberschreitende Kapitalströme. Verwendet werden Monatswerte von Januar 2019 bis Dezember 2020. Der Datensatz umfasst im Durchschnitt circa 26 000 Meldungen und circa 4 000 Meldende pro Monat.

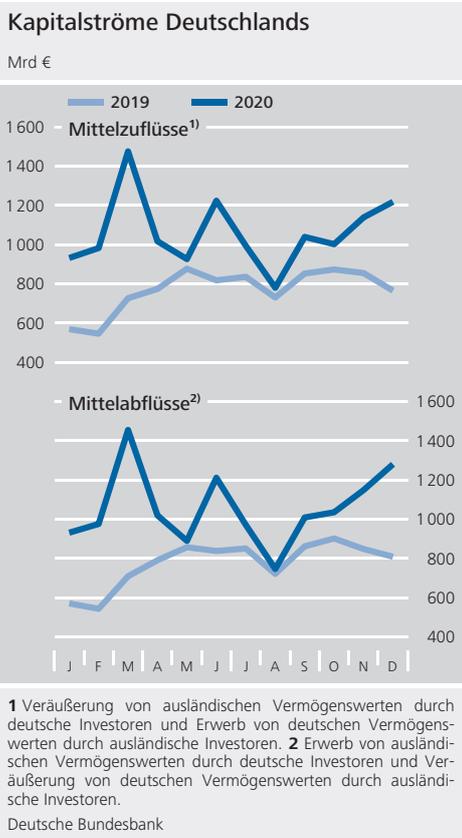
Das Schaubild auf Seite 34 illustriert die Mittelzuflüsse und Mittelabflüsse Deutschlands mit dem Rest der Welt und vergleicht die Werte der vergangenen beiden Jahre. Mittelzuflüsse sind als Veräußerung von ausländischen Vermögenswerten durch deutsche Investoren sowie als Erwerb von deutschen Vermögenswerten durch ausländische Investoren definiert. Mittelabflüsse ergeben sich dagegen aus dem Erwerb ausländischer Vermögenswerte durch deutsche Investoren sowie aus der Veräußerung von deutschen Vermögenswerten durch ausländische Investoren. Offenkundig lagen die deutschen Brutto-Kapitalströme (in beide Richtungen) 2020 durchgängig über den Werten des

* Die Analyse basiert auf einem Forschungspapier von Goldbach und Nitsch (2021), Covid-19 and Capital Flows: The Responses of Investors to the Responses of Governments, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, im Erscheinen.

1 Vgl.: Internationaler Währungsfonds (2021).

2 Vgl.: Welthandelsorganisation (2020).

3 Die Untersuchung konzentriert sich auf Maßnahmen von ausländischen Regierungen. Die Maßnahmen Deutschlands wirken sich auf alle bilateralen Transaktionen mit den verschiedenen Partnerländern in der gleichen Weise aus und können daher mit der vorliegenden Datenstruktur nicht analysiert werden.



entsprechenden Vorjahresmonats.⁴⁾ Das Schaubild verdeutlicht aber auch, dass die Kapitalströme – nach einem starken März – im April und Mai 2020 kräftig zurückgegangen sind. Anschließend erholten sie sich und stiegen seit August wieder spürbar an.⁵⁾

Die Zahlungsbilanzdaten werden mit einem zweiten Datensatz um Informationen ergänzt, wie die Partnerländer Deutschlands auf die Pandemie reagierten. Die vorliegende Analyse verwendet den Oxford Covid-19 Government Response Tracker (OxCGRT).⁶⁾ Diese Datenbank sammelt systematisch öffentlich verfügbare Informationen von Politikmaßnahmen, die Regierungen als Antwort auf die Coronavirus-Pandemie beschlossen haben, und umfasst insgesamt 19 Indikatoren. Diese sind in drei Kategorien unterteilt: Eindämmung des Virus (acht Indikatoren), Stärkung des Gesundheitssektors (sieben Indikatoren) und wirtschaftliche Unterstützung (vier Indikatoren).

Zudem enthält der Datensatz zusammengefasste Indizes, welche die allgemeine Entwicklung der drei oberen Kategorien abbilden. Diese weisen Werte zwischen 0 und 100 auf.⁷⁾ Die Daten liegen ab Januar 2020 in täglicher Frequenz für insgesamt 188 Länder vor.

Das Schaubild auf Seite 35 präsentiert Kastendiagramme der drei zusammengefassten Indizes.⁸⁾ Der obere Indikator (Gesamtindex) bildet 15 Einzelmaßnahmen in einem Wert ab. Der Indikator in der Mitte (Eindämmung und Gesundheitsindex) aggregiert die Informationen von 13 Einzelmaßnahmen, welche das Virus eindämmen und das Gesundheitssystem stärken. Der dritte Index (Wirtschaftlicher Unterstützungsindex) umfasst zwei Maßnahmen, welche die wirtschaftliche Aktivität unterstützen. Das Schaubild verdeutlicht, dass die Maßnahmen mit der Ausbreitung des Coronavirus ab April 2020 deutlich ausgeweitet wurden. Die Kastendiagramme sind zudem stark gespreizt, was auf eine hohe Variation zwischen den Ländern hindeutet. Eine Rolle spielt dabei auch,

4 Dies ist teilweise auf das Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der EU zurückzuführen. Banken mit Sitz im Vereinigten Königreich verlagerten Teile ihres internationalen Geschäfts in die EU (u. a. nach Deutschland). Dies führte zu einem drastischen Anstieg der bilateralen Umsätze Deutschlands mit dem Vereinigten Königreich im Handel mit Wertpapieren aus Drittländern. Ab November könnten zusätzlich positive Impfstoffnachrichten die Unsicherheit reduziert und die grenzüberschreitenden Kapitalströme stimuliert haben.

5 Im Jahr 2020 zeigten die deutschen Kapitalströme ein ausgeprägtes Saisonmuster mit vergleichsweise hohen Werten im jeweils letzten Monat eines Quartals. Dies könnte mit Ultimodispositionen institutioneller Anleger zu tun gehabt haben. In den nachfolgenden Schätzungen wird diesen mit fixen Zeiteffekten Rechnung getragen.

6 Der Datensatz ist verfügbar unter: <https://www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/coronavirus-government-response-tracker>.

7 Je höher der Wert ist, umso strikter ist eine Maßnahme bei den Indikatoren zur Eindämmung und umso umfassender der Eingriff in das Gesundheitssystem. Bei den Maßen zur wirtschaftlichen Unterstützung weist ein höherer Wert auf eine stärkere Unterstützung hin.

8 Die zusammengefassten Indizes bilden nicht alle Einzelmaßnahmen ab, sondern nur die Maßnahmen, die ordinal erfasst werden.

dass die Länder zu verschiedenen Zeitpunkten unterschiedlich stark von der Pandemie betroffen waren. Die Kastendiagramme der Einzelmaßnahmen, welche hier nicht abgebildet sind, weisen in die gleiche Richtung.

Die empirische Untersuchung verwendet die monatliche Variation auf der Länderebene, um den Effekt der pandemiebedingten Maßnahmen auf die grenzüberschreitenden Kapitalströme zu identifizieren. Hierbei werden die bilateralen Finanzbeziehungen von Ländern mit starken Maßnahmen mit anderen Ländern, die weniger stark auf die Pandemie reagiert haben, verglichen. Es wird ein Panelmodell mit länderspezifischen und zeitspezifischen fixen Effekten geschätzt

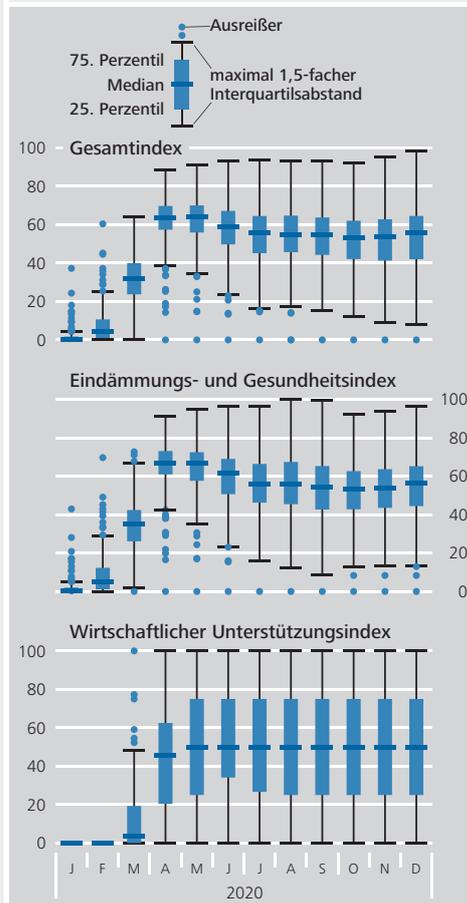
$$\begin{aligned}
 \text{Finanzaktivität}_{ct} = & \alpha + \beta \text{Maßnahme}_{ct} \\
 & + \gamma \text{Kontrollvariable}_{ct} \\
 & + \sigma_t + \pi_c + \varepsilon_{ct},
 \end{aligned}$$

wobei $\text{Finanzaktivität}_{ct}$ ein (logarithmiertes) Maß für deutsche Kapitalströme (Mittelabflüsse aus Deutschland, Mittelzuflüsse nach Deutschland oder gesamte deutsche Kapitalströme) mit Land c in Monat t ist; Maßnahme_{ct} ist die Reaktion von Land c auf die Pandemie in Monat t ; $\text{Kontrollvariable}_{ct}$ ist ein Vektor mit zusätzlichen Kontrollvariablen; σ_t steht für zeitspezifische fixe Effekte, während π_c länderspezifische fixe Effekte darstellt.

Die Ursprungswerte der erklärenden Indizes liegen zwischen 0 und 100. Für die Schätzung werden diese zwischen null und eins normiert.

Die Tabelle auf Seite 36 verdeutlicht die Schätzergebnisse der drei zusammengefassten Indizes. Berücksichtigt wurden alle Länder, für die als Kontrollvariablen der „composite leading indicator“ der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (realwirtschaftliches Maß) und

Zusammengefasste Indizes des OxCGRT⁹⁾



Quelle: Oxford Covid-19 Government Response Tracker. * Die Indizes beschreiben die Reaktionen von ausländischen Regierungen auf die Coronavirus-Pandemie aus 188 Ländern (ohne Deutschland). Ein höherer Wert bedeutet, dass ein Land aktiver ist.

Deutsche Bundesbank

die monatliche Wachstumsrate der Zentralbankbilanz (geldpolitische Maßnahmen) verfügbar sind.⁹⁾ Diese Kontrollvariablen bleiben in der Basisspezifikation (Spalten eins bis drei) noch unberücksichtigt; zum Vergleich sind in den Spalten vier bis sechs die

⁹⁾ Dabei handelt es sich um Australien, Belgien, Brasilien, Chile, Dänemark, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Indonesien, Irland, Island, Israel, Italien, Japan, Kanada, Mexiko, Neuseeland, die Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Russland, Schweden, die Slowakei, Slowenien, Spanien, Südafrika, Südkorea, Tschechien, die Türkei, Ungarn und die Vereinigten Staaten. Für die Euroländer wird die monatliche Wachstumsrate der jeweiligen nationalen Zentralbankbilanz verwendet.

Der Effekt von Pandemiemaßnahmen ausländischer Regierungen auf deutsche grenzüberschreitende Kapitalströme

Position	Basisspezifikation			Inklusive Kontrollvariablen		
	Mittel-abflüsse (ln)	Mittel-zuflüsse (ln)	Gesamte Kapitalströme (ln)	Mittel-abflüsse (ln)	Mittel-zuflüsse (ln)	Gesamte Kapitalströme (ln)
Gesamtindex (Index, 0-1)	-0,765* (0,444)	-0,763 (0,541)	-0,754 (0,469)	-0,819* (0,448)	-0,833 (0,543)	-0,821* (0,473)
Eindämmung und Gesundheitsindex (Index, 0-1)	-0,844* (0,441)	-0,930* (0,521)	-0,881* (0,459)	-0,872* (0,446)	-0,969* (0,526)	-0,916* (0,465)
Wirtschaftlicher Unterstützungsindex (Index, 0-1)	0,149 (0,143)	0,259** (0,143)	0,237 (0,145)	0,111 (0,135)	0,267* (0,132)	0,194 (0,135)
Beobachtungen	771	771	771	771	771	771
Adjustiertes R ²	0,967	0,971	0,973	0,967	0,971	0,973

** Signifikanz auf 5 %-Niveau, * Signifikanz auf 10 %-Niveau. Zeitspezifische und länderspezifische fixe Effekte werden berücksichtigt, aber nicht berichtet. Robuste Standardfehler (über Monate und Länder geclustert) in Klammern.
 Deutsche Bundesbank

Schätzergebnisse einschließlich Kontrollvariablen dargestellt.

Es zeigt sich, dass sowohl der Gesamtindex als auch der Index, welcher die Eindämmung des Virus und die Stärkung des Gesundheitssektors abbildet, die bilateralen deutschen Kapitalströme tendenziell schwach negativ beeinflussen. Möglicherweise werden sie von den internationalen Anlegern als Risikoindikatoren für das betreffende Land wahrgenommen. Dagegen scheinen die wirtschaftlichen Unterstützungsmaßnahmen die bilateralen Kapitalströme eher ansteigen zu lassen.¹⁰⁾ Die Ergebnisse der Basisspezifikation und der Variante mit Kontrollvariablen sind einander sehr ähnlich. Somit hatten die beiden Kontrollvariablen selbst offenbar keinen wesentlichen Einfluss auf die Kapitalströme. Im Folgenden wird daher auf die Kontrollvariablen verzichtet. Dadurch wird es möglich, alle in der deutschen Zahlungsbilanz erfassten Partnerländer Deutschlands einzubeziehen.

Ein zweiter Schritt untersucht nun die Auswirkungen der ergriffenen Maßnahmen auf die unterschiedlichen Kategorien des Kapi-

talverkehrs: Anleihen, Geldmarktpapiere, Aktien, Investmentzertifikate, Direktinvestitionen und übriger Kapitalverkehr. Die Analyse beschränkt sich auf die vier wirtschaftlichen Unterstützungsmaßnahmen, da sie sich in besonderer Weise für eine ökonomische Bewertung anbieten. Die Tabelle auf Seite 37 illustriert die Schätzergebnisse. Im Gegensatz zu den vorherigen Ergebnissen, weisen in den einzelnen Vermögensklassen mehrere Maßnahmen teilweise hoch signifikante Effekte auf. Vor allem der grenzüberschreitende Kapitalverkehr mit Aktien, Anleihen und Geldmarktpapieren scheint von den Maßnahmen im Ausland zu profitieren, und zwar in beide Richtungen. Dies ist nicht untypisch: Es handelt sich um liquide Anlageformen, deren Halter besonders rasch auf neue Gegebenheiten reagieren, was sich im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr niederschlägt. Investmentzer-

¹⁰ Schätzungen, welche nicht bis Dezember 2020 reichen, sondern nur den Zeitraum bis August 2020 umfassen, liefern stärker signifikante Effekte der wirtschaftlichen Unterstützungsmaßnahmen auf die grenzüberschreitenden Kapitalströme. Dies deutet darauf hin, dass solche Maßnahmen tendenziell zu Beginn stärker wirken und ihr Einfluss auf die Intensität der Kapitalströme mit der Zeit nachlässt.

Der Effekt von wirtschaftlichen Unterstützungsmaßnahmen auf unterschiedliche Vermögenskategorien

Position	Mittel-abflüsse (ln)	Mittel-zuflüsse (ln)	Gesamte Kapitalströme (ln)	Mittel-abflüsse (ln)	Mittel-zuflüsse (ln)	Gesamte Kapitalströme (ln)
	Anleihen			Geldmarktpapiere		
Einkommensunterstützung (Index, 0-2)	0,197** (0,080)	0,241*** (0,068)	0,266*** (0,087)	0,438*** (0,154)	0,324** (0,157)	0,454*** (0,156)
Schuldenerlass (Index, 0-2)	0,053 (0,077)	0,100 (0,073)	0,136 (0,089)	0,450*** (0,146)	0,428** (0,157)	0,622*** (0,156)
Fiskalische Maßnahmen (US-\$, ln)	0,016 (0,010)	0,020** (0,007)	0,022** (0,010)	0,049* (0,026)	0,020 (0,022)	0,035 (0,031)
Internationale Unterstützung (US-\$, ln)	0,042* (0,023)	0,027 (0,019)	0,035* (0,020)	-0,242 (0,161)	-0,214 (0,203)	-0,299 (0,215)
	Aktien			Investmentzertifikate		
Einkommensunterstützung (Index, 0-2)	0,194** (0,078)	0,202** (0,082)	0,208** (0,079)	0,138 (0,091)	-0,038 (0,098)	0,087 (0,106)
Schuldenerlass (Index, 0-2)	0,175*** (0,062)	0,186** (0,076)	0,233*** (0,077)	0,207*** (0,066)	-0,002 (0,069)	0,157** (0,072)
Fiskalische Maßnahmen (US-\$, ln)	0,005 (0,011)	0,021* (0,012)	0,009 (0,014)	-0,006 (0,024)	0,002 (0,024)	-0,005 (0,025)
Internationale Unterstützung (US-\$, ln)	0,034 (0,029)	-0,008 (0,029)	0,015 (0,024)	0,049 (0,059)	0,035 (0,041)	0,034 (0,064)
	Direktinvestitionen			Übrige Anlagen		
Einkommensunterstützung (Index, 0-2)	0,272* (0,134)	0,063 (0,123)	0,471*** (0,129)	0,087 (0,115)	0,009 (0,104)	0,133 (0,100)
Schuldenerlass (Index, 0-2)	0,170 (0,108)	0,164* (0,093)	0,310*** (0,091)	0,171 (0,108)	-0,132 (0,120)	0,129 (0,119)
Fiskalische Maßnahmen (US-\$, ln)	0,014 (0,020)	0,030 (0,022)	0,051*** (0,015)	0,015 (0,015)	0,009 (0,025)	0,008 (0,023)
Internationale Unterstützung (US-\$, ln)	0,021 (0,028)	-0,060 (0,100)	0,051 (0,031)	-0,059* (0,033)	0,028 (0,058)	0,022 (0,040)

*** Signifikanz auf 1%-Niveau, ** Signifikanz auf 5%-Niveau, * Signifikanz auf 10%-Niveau. Zeitspezifische und länderspezifische fixe Effekte werden berücksichtigt, aber nicht berichtet. Robuste Standardfehler (über Monate und Länder geclustert) in Klammern.

Deutsche Bundesbank

tifikate, Direktinvestitionen und übrige Anlagen reagieren dagegen zum großen Teil nicht oder nur schwach auf die Maßnahmen.¹¹⁾

Ziel dieser Studie war es, zu untersuchen, ob pandemiebedingte Maßnahmen von ausländischen Regierungen die deutschen bilateralen Kapitalströme beeinflussen. Die Ergebnisse legen nahe, dass die meisten Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie oder zur Stärkung des Gesundheitsschutzes tendenziell einen leicht negativen Einfluss auf die deutschen Finanzbeziehungen ha-

ben. Wirtschaftliche Unterstützungsmaßnahmen, insbesondere die Einkommensunterstützung, scheinen hingegen die Kapitalströme eher zu stützen. Dies gilt vor allem für Aktien, Anleihen und Geldmarktpapiere.

¹¹ Als Robustheitstest wurden alle Schätzungen auch ohne das Vereinigte Königreich durchgeführt. Damit wird den möglichen Auswirkungen des Brexit auf den deutschen Kapitalverkehr Rechnung getragen. Die Ergebnisse bleiben bei Berücksichtigung dieses Sondereffekts unverändert.

Kapitalbilanz

Mrd €

Position	2018 ¹⁾	2019 ¹⁾	2020 ¹⁾
Saldo der Kapitalbilanz ¹⁾	+ 246,5	+ 203,8	+ 227,6
1. Direktinvestitionen	+ 20,5	+ 76,1	- 0,6
Inländische Anlagen im Ausland ²⁾	+ 156,1	+ 136,3	+ 96,6
Ausländische Anlagen im Inland ²⁾	+ 135,6	+ 60,2	+ 97,2
2. Wertpapieranlagen	+ 153,6	+ 73,4	+ 42,7
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten ²⁾	+ 82,6	+ 136,9	+ 186,5
Aktien ³⁾	+ 9,3	+ 14,1	+ 65,9
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 28,4	+ 53,9	+ 64,4
Kurzfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 2,0	+ 8,6	+ 2,0
Langfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾	+ 43,1	+ 60,2	+ 54,1
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten ²⁾	- 71,0	+ 63,4	+ 143,8
Aktien ³⁾	- 30,4	- 6,1	- 16,8
Investmentfondsanteile	- 6,4	- 4,9	+ 0,9
Kurzfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 5,1	+ 15,9	+ 80,2
Langfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾	- 39,4	+ 58,5	+ 79,5
3. Finanzderivate ⁷⁾	+ 22,5	+ 24,5	+ 99,1
4. Übriger Kapitalverkehr ⁸⁾	+ 49,5	+ 30,3	+ 86,5
Monetäre Finanzinstitute ⁹⁾	+ 85,8	+ 19,5	- 112,9
kurzfristig	+ 72,9	+ 12,1	- 71,3
langfristig	+ 12,9	+ 7,4	- 41,6
Unternehmen und Privatpersonen ¹⁰⁾	+ 20,2	- 13,3	+ 55,5
kurzfristig	+ 13,4	- 5,5	+ 22,4
langfristig	+ 6,8	- 7,8	+ 33,1
Staat	- 11,6	- 4,6	+ 11,6
kurzfristig	- 9,9	- 1,3	+ 12,7
langfristig	- 1,7	- 3,3	- 1,1
Bundesbank	- 44,8	+ 28,6	+ 132,2
5. Währungsreserven	+ 0,4	- 0,5	- 0,1

1 Zunahme an Netto-Auslandsvermögen: + / Abnahme an Netto-Auslandsvermögen: -. 2 Zunahme: +. 3 Einschl. Genussscheine. 4 Einschl. reinvestierter Erträge. 5 Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit bis zu einem Jahr. 6 Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. 7 Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktienoptionen. 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

sich der Saldo im Vergleich zu 2019 (24½ Mrd €) deutlich aus. Diese Ausweitung lässt sich zum überwiegenden Teil mit konzerninternen Kompensationsgeschäften in Form von OTC-Optionen für die oben genannten Transaktionen mit Zertifikaten und Optionsscheinen von Emissionshäusern erklären.¹⁶⁾ Im Vergleich dazu sind die bislang dominierenden Termingeschäfte im Jahr 2020 weit geringer gestiegen. Der grenzüberschreitende Terminhandel mit Strom und Gas, der statistisch ebenfalls unter den Finanzderivaten verbucht wird, resultierte in Netto-Kapitalimporten von 3 Mrd €.

*Netto-Kapital-
exporte bei
Finanzderivaten
von konzern-
internen
Transaktionen
dominiert*

Direktinvestitionen

Die Coronavirus-Pandemie hat im Jahr 2020 weltweit deutliche Spuren in den grenzüberschreitenden Direktinvestitionen hinterlassen. Die Konferenz der Vereinten Nationen für Handel und Entwicklung (United Nations Conference on Trade and Development: UNCTAD) schätzt, dass die weltweiten Direktinvestitionsströme im zurückliegenden Jahr um 42 % gegenüber 2019 gesunken sind.¹⁷⁾ Der Rückgang betraf nach Einschätzung der UNCTAD alle Formen des grenzüberschreitenden Direktinvestitionsengagements: Fusionen und Übernahmen, geplante Neuansiedlungen von Unternehmen und die internationale Projektfinanzierung. Dahinter standen unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Ländern und Regionen. Besonders stark betroffen waren die Industrieländer, in die nach Angaben der UNCTAD 69 % weniger Direktinvestitionsmittel flossen als im Vorjahr. Dazu trug bei, dass multinationale Unternehmen per saldo deutlich geringere Investitionen in neue Beteiligungen tätigten und in einigen Fällen zuvor gewährte Kreditmittel repatriierten. Weniger ausgeprägt war der Rück-

*UNCTAD
diagnostiziert
deutlichen Rück-
gang der welt-
weiten Direkt-
investitions-
ströme im Jahr
2020*

¹⁶ Seit 2012 flossen bei den Finanzderivaten in den meisten Jahren per saldo Mittel ab. Dabei handelte es sich in den Jahren zuvor und in diesem Jahr für den auf die Termingeschäfte entfallenden Teil insbesondere um Ausgleichszahlungen in Zusammenhang mit Zinsswaps, die inländische Kreditinstitute zur Absicherung festverzinslicher Wertpapiere gegen Zinsrisiken abschlossen.
¹⁷ Vgl.: UNCTAD (2021).

gang der Direktinvestitionsströme in Entwicklungsländer; ihn gibt die UNCTAD mit rund 12 % an. Auch hier gab es große Unterschiede je nach Land und Region.

Direktinvestitionsflüsse von und nach Deutschland annähernd gleich hoch

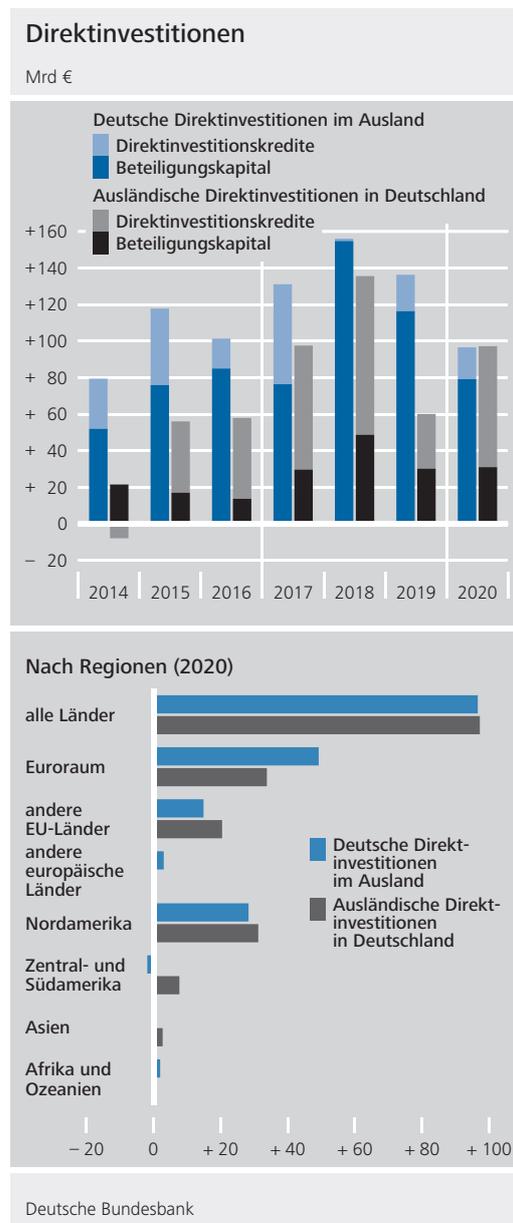
Die grenzüberschreitenden Direktinvestitionsströme von und nach Deutschland blieben trotz der schwierigen Rahmenbedingungen vergleichsweise lebhaft. Umfragen weisen aber auf die hohen Belastungen deutscher Unternehmen im Ausland durch die Pandemie hin.¹⁸⁾ So schwächten sich auch die Direktinvestitionen deutscher Unternehmen im Ausland 2020 gegenüber dem Vorjahr merklich ab, während die nach Deutschland fließenden Mittel von ausländischen Firmen höher waren als im Jahr 2019. Im Ergebnis waren die Mittelzuflüsse und Mittelabflüsse im vergangenen Jahr annähernd gleich groß (Saldo: – ½ Mrd €). Im Jahr davor wurden durch das grenzüberschreitende Direktinvestitionsengagement Netto-Kapitalexporte von 76 Mrd € verzeichnet.

Neben langfristigen Anpassungen können auch kurzfristige Dispositionen bei Direktinvestitionen eine Rolle spielen

Direktinvestitionen sind normalerweise eher langfristig ausgerichtet, sodass auch Anpassungen eher in der längeren Frist erfolgen. Gleichwohl beeinflussen auch kurzfristigere Dispositionen zwischen verbundenen Unternehmen die grenzüberschreitenden Direktinvestitionsströme. Dies kann zum Beispiel dann der Fall sein, wenn eine Unternehmenseinheit in einem Land bestimmte Finanzdienstleistungen grenzüberschreitend für Unternehmenseinheiten in anderen Ländern erbringt. Einige solcher grenzüberschreitenden Verlagerungen von Geschäftstätigkeit waren im Zusammenhang mit dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU in den vergangenen Jahren zu beobachten. Dies trug zu höheren – teilweise kurzfristigen – Direktinvestitionsströmen von und nach Deutschland bei.

Erneut weiteten deutsche Unternehmen vor allem ihr Beteiligungskapital aus, ...

Unternehmen aus Deutschland investierten 2020 im Ausland 96½ Mrd €, und damit 39½ Mrd € weniger als im Jahr zuvor. Erneut weiteten sie vor allem ihr Beteiligungskapital in ausländischen Niederlassungen aus, und zwar um 79 Mrd €. Dabei fiel das Engagement über Beteiligungskapital im engeren Sinne mehr als



dreimal so hoch aus wie das über reinvestierte Gewinne, das derzeit freilich zum großen Teil noch geschätzt ist. Im vergangenen Jahr stammten rund 46 % des im Ausland investierten Beteiligungskapitals von Firmen des Verarbeitenden Gewerbes und rund 44½ % von Unternehmen, die Finanz- und Versicherungsdienstleis-

18 Eine Sonderumfrage des Deutschen Industrie- und Handelskammertags vom Sommer 2020 (DIHK (2020)) unter im Ausland tätigen deutschen Unternehmen zu den Auswirkungen der Pandemie vermittelt hierzu ein detailliertes Bild. Vor dem Hintergrund der weitreichenden Einschränkungen durch die Pandemie erwarteten 83 % der antwortenden Unternehmen einen Umsatzrückgang, und 56 % der Unternehmen planten geringere Investitionen. Je nach Branche und Standort der Unternehmen im Ausland treffen die Einschränkungen die Firmen dabei unterschiedlich stark.

tungen erbringen.¹⁹⁾ Grenzüberschreitende Unternehmensübernahmen durch in Deutschland ansässige Firmen spielten dem Volumen nach im vergangenen Jahr eine deutlich größere Rolle als 2019.²⁰⁾

... stellten aber verbundenen Unternehmen auch Kreditmittel zur Verfügung

Über den konzerninternen Kreditverkehr vergaben in Deutschland ansässige Unternehmen 2020 mit 17½ Mrd € nur geringfügig weniger Mittel an verbundene Unternehmen im Ausland als im Jahr zuvor. Dabei spielten Finanzkredite die mit Abstand wichtigste Rolle. Sie wurden in etwa gleicher Größenordnung einerseits an Schwestergesellschaften im Ausland vergeben und andererseits von in Deutschland ansässigen Tochterfirmen ihren Mutterunternehmen im Ausland zur Verfügung gestellt. Kredite von Tochterunternehmen an ihre Muttergesellschaften werden als Reverse Investment bezeichnet. Dieser Begriff bringt zum Ausdruck, dass die Kredite entgegen der Richtung der eigentlichen Direktinvestitionsbeziehung grenzüberschreitend vergeben werden. Hingegen überwogen bei Krediten, die in Deutschland ansässige Muttergesellschaften zuvor ihren im Ausland angesiedelten Töchtern eingeräumt hatten, die Tilgungen deutlich.

Europa und die USA wichtige Standorte für deutsche Direktinvestitionen

Auch im vergangenen Jahr investierten deutsche Unternehmen in vielen Ländern und Regionen. Gut zwei Drittel der grenzüberschreitend angelegten Direktinvestitionsmittel wurden per saldo in anderen europäischen Ländern eingesetzt, allein 49 Mrd € in anderen Ländern des Euroraums. Besonders große Beträge flossen dabei in die Niederlande und nach Luxemburg, zwei Länder, die häufig als Standorte für Holdinggesellschaften genutzt werden. Darüber hinaus wurden innerhalb Europas verbundenen Unternehmen im Vereinigten Königreich und in Schweden vergleichsweise hohe Beträge zur Verfügung gestellt. Außerhalb Europas waren vor allem die USA Ziel umfangreicher Direktinvestitionen (28½ Mrd €).

Ausländische Firmen versorgten inländische Unternehmen im vergangenen Jahr verstärkt mit Direktinvestitionsmitteln. Sie führten verbunde-

nen Unternehmen netto 97 Mrd € zu, und damit 37 Mrd € mehr als im Jahr davor. Ausländische Unternehmen stellten 66 Mrd € dieser Mittel durch den konzerninternen Kreditverkehr zur Verfügung, überwiegend in Form von Finanzkrediten. Eine große Rolle spielten auch hier Reverse Investments, bei denen im Ausland ansässige Tochterunternehmen ihren Muttergesellschaften in Deutschland Finanzkredite gewähren. Dahinter stehen oftmals Kapitalmarktgeschäfte von Finanzierungsgesellschaften deutscher Unternehmen, die im Ausland Wertpapiere begeben und die Erlöse an ihre inländischen Muttergesellschaften weiterreichen. Darüber hinaus stockten ausländische Firmen ihr Beteiligungskapital im Inland um 31 Mrd € auf.

Die Regionalstruktur der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland zeigt, dass sich Unternehmen aus vielen Ländern weltweit in Deutschland unternehmerisch engagieren. Im vergangenen Jahr stammte ein besonders großer Teil der Direktinvestitionsmittel von Firmen aus den USA (30½ Mrd €). Darüber hinaus flossen auch vergleichsweise hohe Beträge aus Luxemburg, dem Vereinigten Königreich und Schweden nach Deutschland.

Mittelzuflüsse vor allem über den konzerninternen Kreditverkehr

Aus einigen Ländern hohe Zuflüsse nach Deutschland

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 2020 Netto-Kapitalexporte von 86½ Mrd € (nach 30½ Mrd € im Jahr davor).

Netto-Kapitalexporte im übrigen Kapitalverkehr

¹⁹ Die Anteile beziehen sich nur auf die aufschlüsselbaren Nettozuführungen an Beteiligungskapital.

²⁰ 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 (REFINITIV) 2020 rd. 57 Mrd €; das war deutlich mehr als 2019, als der Wert der Übernahmen mit 33½ Mrd € angegeben wurde. 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.

Deutliche Zunahme der Forderungen der Bundesbank

Ausschlaggebend war eine Zunahme der Nettoforderungen von 132 Mrd € über die Konten der Bundesbank. Die Bruttoforderungen stiegen sogar um 243 Mrd €, nachdem sie im Jahr davor gesunken waren. Darin spiegeln sich hauptsächlich Veränderungen der TARGET2-Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB wider. Der neuerliche starke Anstieg ist Reflex der verstärkten Wertpapierankäufe im Rahmen des APP und des PEPP. Ein enger Zusammenhang zwischen der Entwicklung der TARGET2-Forderungen der Bundesbank und dem Erwerb von Wertpapieren durch die Zentralbanken des Eurosystems war bereits in den zurückliegenden Jahren zu beobachten gewesen.²¹⁾ Im Ergebnis stiegen die TARGET2-Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB im vergangenen Jahr um 241 Mrd € an.

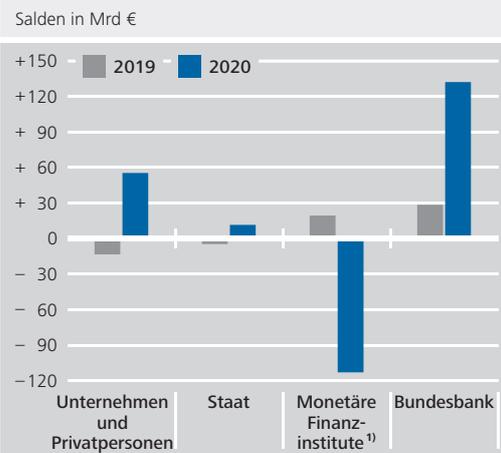
Auch deutliche Zunahme der Verbindlichkeiten der Bundesbank

Auch die Verbindlichkeiten der Bundesbank gegenüber dem Ausland stiegen im Jahr 2020 deutlich an, und zwar um 111 Mrd €. Die Verbindlichkeiten der Bundesbank aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems nahmen im vergangenen Jahr um 37 ½ Mrd € zu. Wie in den Jahren zuvor waren für den größten Teil der gestiegenen Auslandsverbindlichkeiten aber (Ultimo-)Dispositionen ausländischer Geschäftspartner verantwortlich: Zum Ende eines Jahres verzeichnen die Einlagen von Ansässigen außerhalb des Euroraums bei der Bundesbank oftmals einen deutlichen, temporären Anstieg, so auch im Jahr 2020.

Übrige MFI verzeichnen per saldo Mittelzuflüsse

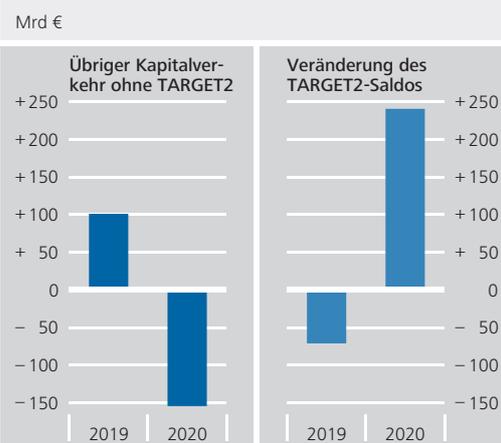
Über die Konten der anderen Monetären Finanzinstitute (MFI) ergab sich 2020 im übrigen Kapitalverkehr per saldo ein recht umfangreicher Mittelzufluss von 113 Mrd €. Dies lag vor allem an höheren Einlagen ausländischer Institute, und zwar insbesondere von gruppenangehörigen Banken. In geringerem Umfang stiegen auch die Einlagen von Unternehmen und Privatpersonen aus dem Ausland bei inländischen MFI. Im Aktivgeschäft verzeichneten heimische Finanzinstitute ebenfalls Kapitalimporte. Zwar vergaben sie mehr Finanzkredite an Unternehmen und Privatpersonen im Ausland, doch reichte dies nicht aus, um den Rückgang ihrer Einlagen bei ausländischen Banken zu kompensieren.

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

Bei den Nichtbanken flossen im übrigen Kapitalverkehr Mittel an das Ausland ab (67 Mrd €). Dabei machten sich vor allem Netto-Kapitalexporte von Unternehmen und Privatpersonen bemerkbar (55 ½ Mrd €). Diese erhöhten insbesondere ihre Einlagen bei ausländischen Geschäftsbanken deutlich. Dahinter verbargen sich zum Teil – wie bei den Finanzderivaten – Gegenbuchungen zu den Geschäften mit hiezulande begebenen, strukturierten Wertpapieren. Auch die Dispositionen staatlicher Stellen führten per saldo zu Netto-Kapitalexporten (11 ½ Mrd €).

Netto-Kapitalexporte durch Transaktionen von Nichtbanken

21 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020c, 2019, 2017a, 2017b, 2016).

Sie tilgten vor allem zuvor grenzüberschreitend eingegangene Finanzkredite.

Währungsreserven

Währungsreserven: nahezu keine Veränderung durch Transaktionen

Die Währungsreserven der Bundesbank blieben im Jahr 2020 transaktionsbedingt nahezu unverändert.

Die Bestände an Währungsreserven werden aber auch durch die gemäß internationalen Standards nicht in der Zahlungsbilanz zu erfassenden bilanziellen Anpassungen beeinflusst. Aus der Neubewertung ergab sich 2020 eine Zunahme um fast 20 Mrd €. Dies lag insbesondere am gestiegenen Goldpreis. Zum Bilanzstichtag am 31. Dezember 2020 betrug der Wert der deutschen Währungsreserven 219 Mrd €.

Bilanzwert steigt durch Marktpreiseffekte

Literaturverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2021), Staatsfinanzen 2020: starke Wirtschaftsstützung über automatische Stabilisatoren und temporäre Maßnahmen, Monatsbericht, Februar 2021, S. 71–73.

Deutsche Bundesbank (2020a), Zum Sparverhalten privater Haushalte in der Pandemie, Monatsbericht, Dezember 2020, S. 28 f.

Deutsche Bundesbank (2020b), Chinas Außenhandel trotz der weltweiten Wirtschaftskrise, Monatsbericht, August 2020, S. 16 f.

Deutsche Bundesbank (2020c), Was treibt die deutschen TARGET-Salden? Eine BVAR-Analyse zur Unterscheidung globaler und europäischer Ursachen, Monatsbericht, März 2020, S. 31–34.

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

Deutsche Bundesbank (2017a), Zum Anstieg der deutschen TARGET2-Forderungen, 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 (2008), Zertifikate und Optionsscheine in der Zahlungsbilanz, Monatsbericht, März 2008, S. 26 f.

DIHK (2020), AHK World Business Outlook, Sonderumfrage zu den COVID-19 Auswirkungen, Juli 2020.

Europäische Kommission (2021), Länderbericht Deutschland 2021 mit eingehender Überprüfung der Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte, Brüssel.

Europäische Kommission, IWF, OECD, UN, Weltbank (2009), System of National Accounts 2008 (SNA 2008).

Goldbach, S. und V. Nitsch (2021), Covid-19 and Capital Flows: The Responses of Investors to the Responses of Governments, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, im Erscheinen.

Internationaler Währungsfonds (2021), World Economic Outlook Update, Januar 2021.

Internationaler Währungsfonds (2009), Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM 6).

Lane, P. R. (2020), The Macroeconomic Impact of the Pandemic and the Policy Response, ECB blog post, 4. August 2020.

Leitlinie (EU) 2018/1151 der Europäischen Zentralbank (EZB) vom 2. August 2018 zur Änderung der Leitlinie EZB/2011/23 über die statistischen Berichtsansforderungen der EZB im Bereich der außenwirtschaftlichen Statistiken (EZB/2018/19) und Änderungsleitlinien zuletzt Leitlinie (EU) 2018/1151.

UNCTAD (2021), Investment Trends Monitor, Nr. 38, Januar 2021.

Verordnung (EG) Nr. 184/2005 betreffend die gemeinschaftliche Statistik der Zahlungsbilanz, des internationalen Dienstleistungsverkehrs und der Direktinvestitionen und Änderungsverordnungen, zuletzt Verordnung (EU) 2016/1013 vom 8. Juni 2016.

Welthandelsorganisation (2020), Trade Shows Signs of Rebound from COVID-19, Recovery Still Uncertain, WTO press release, 6. Oktober 2020.