

Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2014

Der Leistungsbilanzüberschuss der deutschen Volkswirtschaft hat sich im Jahr 2014 sehr kräftig ausgeweitet. Mit 7 1/2% des Bruttoinlandsprodukts wurde ein neuer Rekordstand in der Nachkriegsgeschichte erreicht. Von überragender Bedeutung war ein deutlich gestiegener Aktivsaldo im Warengeschäft. Die Nettoerträge aus grenzüberschreitenden Vermögensanlagen blieben im Durchschnitt der beiden vergangenen Jahre hinter den hohen Werten der Jahre 2011 und 2012 zurück. Das Netto-Auslandsvermögen ist zwar weiter gestiegen. Den hieraus resultierenden positiven Effekt auf die Vermögenseinkommensbilanz machte aber mehr als wett, dass die durchschnittliche Verzinsung weiter abnahm und sich der Renditevorsprung der Aktivseite verringerte.

Der Auslandsabsatz der Unternehmen hat 2014 nach der Stagnation im Jahr 2013 wieder erkennbar Fahrt aufgenommen, was angesichts der relativ verhaltenen Weltkonjunktur an Regional- und Sortimenteffekten lag. So nahm in Ländern mit vergleichsweise kräftigem Wirtschaftswachstum wie den USA, Großbritannien und China die Nachfrage nach Produkten der deutschen Automobilbranche, der pharmazeutischen Industrie und teilweise auch des Maschinenbaus beträchtlich zu. Ferner erhöhten erneut erhebliche Terms-of-Trade-Effekte den Handelsüberschuss. Im Berichtszeitraum war hierfür die Verbilligung importierter Rohstoffe – am Jahresende allen voran der drastische Preisverfall bei Rohöl – ursächlich. In realer Rechnung haben die Warenimporte angesichts der spürbar aufwärtsgerichteten Binnenkonjunktur sogar stärker als die Exporte zugenommen. Dass der Anstieg des deutschen Leistungsbilanzüberschusses im Jahr 2014 wesentlich auf exogenen Entwicklungen im außenwirtschaftlichen Umfeld beruhte, ist ein Aspekt, der bei der Beurteilung dieser Kennzahl in einem makroökonomischen Gesamtkontext nicht zu kurz kommen sollte.

Mit der Ausweitung des Leistungsbilanzüberschusses ist auch der deutsche Kapitalverkehrssaldo spürbar gestiegen. Hierzu haben höhere Netto-Kapitalexporte durch Direktinvestitionen wesentlich beigetragen. Diese wurden maßgeblich durch das höhere Engagement inländischer Firmen im Ausland getrieben, während ausländische Unternehmen ihre Präsenz in Deutschland nur geringfügig ausgebaut haben. Der Wertpapierverkehr stand 2014 unter dem Einfluss der großzügigen Liquiditätsversorgung durch das Eurosystem und der Erwartung umfangreicher Wertpapierkäufe zu geldpolitischen Zwecken (Quantitative Easing). Dies spiegelte sich in stark gesunkenen Renditen in Deutschland, einem anhaltend hohen Interesse gebietsansässiger Investoren an ausländischen Wertpapieren und einer vergleichsweise schwachen Auslandsnachfrage nach deutschen Schuldverschreibungen wider. Im übrigen Kapitalverkehr glichen sich die grenzüberschreitenden Kapitalströme weitgehend aus. Dabei sind die TARGET2-Forderungen der Bundesbank 2014 per saldo weiter zurückgegangen. Erstmals sind grenzüberschreitende Bargeldtransaktionen in der Zahlungsbilanz ausgewiesen worden; neuere Schätzungen erlauben einen Ausweis rückwirkend seit Einführung des Euro-Bargeldes im Jahr 2002.

Leistungverkehr

Grundtendenzen im Leistungverkehr

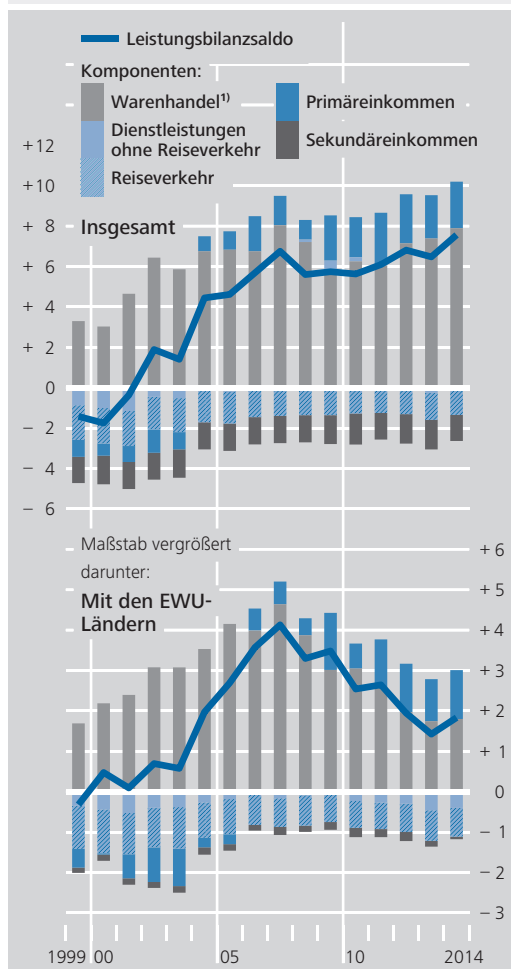
Leistungsbilanzüberschuss auf 7 1/2% des BIP gestiegen

Der Überschuss in der deutschen Leistungsbilanz ist im Jahr 2014 sehr kräftig um 37 1/2 Mrd € auf knapp 220 Mrd € gestiegen. Dies ist nicht nur absolut, sondern auch in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) ein neuer Rekordstand in der deutschen Nachkriegsgeschichte. Mit 7 1/2% des BIP wurde die bisherige Höchstmarke aus dem Jahr 2012 um 3/4 Prozentpunkte überschritten. Zur Ausweitung des Aktivsaldos in der Leistungsbilanz trug rechnerisch zu mehr

als der Hälfte bei, dass sich der Überschuss im Warenhandel erneut beträchtlich vergrößerte. Die Nettoerträge aus den grenzüberschreitenden Vermögensanlagen, die in den vergangenen zehn Jahren zu einem weiteren substanziellen Aktivposten der Leistungsbilanz geworden sind, wirkten den vorläufigen Angaben zufolge im Berichtszeitraum wieder überschusserhöhend, nachdem sie 2013 beträchtlich geschrumpft waren. Über den gesamten Zweijahreszeitraum betrachtet blieben sie allerdings hinter den hohen Werten der Jahre 2011 und 2012 zurück. Die traditionell großen Defizite in der Dienstleistungsbilanz (einschl. des Reiseverkehrs) und bei den Sekundäreinkommen haben sich wahrnehmbar verringert.¹⁾

Der deutsche Leistungverkehr mit dem Ausland

in % des BIP



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

Deutsche Bundesbank

Der Leistungsbilanzüberschuss hat sich im Jahr 2014 wieder deutlich von der mit 6% des BIP angegebenen Obergrenze entfernt, bis zu der positive Salden im Rahmen des EU-Verfahrens zur Überwachung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte grundsätzlich als unbedenklich gelten, nachdem es 2013 zu einer Annäherung gekommen war (6 1/2%). Für die Europäische Kommission ist der anhaltend hohe Leistungsbilanzüberschuss neben der schwachen Investitionstätigkeit der Hauptanhaltspunkt für das Vorliegen makroökonomischer Ungleichgewichte hierzulande. Vor dem Hintergrund der als unzureichend erachteten wirtschaftspolitischen Reaktion hierauf verschärfte die Kommission in ihrer diesjährigen Analyse das Gesamturteil dahingehend, dass es mit Blick auf die makroökonomischen Ungleichgewichte Deutschlands weiterer Beobachtung und unterschiedener politischer Maßnahmen bedürfe (siehe dazu auch die Erläuterungen auf S. 79).

EU-Ungleichgewichtsverfahren verschärft

¹ Das methodische Konzept der Zahlungsbilanz wurde im Juli 2014 auf den überarbeiteten Standard des Internationalen Währungsfonds (IWF) umgestellt, der sechsten Auflage des Handbuchs zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus. Neben detaillierteren Untergliederungen und der Berücksichtigung zuvor nicht erfasster Transaktionen ergaben sich dadurch neue Zuordnungen zu den Teilbilanzen und begriffliche Änderungen. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Änderungen in der Methodik und Systematik der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus, Monatsbericht, Juni 2014, S. 59–70.

Verschärfung des makroökonomischen Ungleichgewichtsverfahrens gegenüber Deutschland durch die Europäische Kommission

Die Europäische Kommission hat das Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte¹⁾ gegenüber Deutschland verschärft. In ihrer am 26. Februar 2015 veröffentlichten Gesamtbeurteilung²⁾ kommt sie zum Ergebnis, dass sich die Trends in den zuvor diagnostizierten Ungleichgewichten nicht greifbar verbessert haben und die wirtschaftspolitische Reaktion bislang unzureichend gewesen sei. Auf der sechsstufigen Skala rangiert Deutschland nicht mehr in der zweiten, sondern in der dritten Kategorie. Derzufolge bedürfen die makroökonomischen Ungleichgewichte der deutschen Volkswirtschaft weiterer Beobachtung und entschiedener politischer Maßnahmen.

Die Kommission wertet in ihrer diesjährigen „vertieften Analyse“³⁾ den Leistungsbilanzüberschuss der deutschen Volkswirtschaft, der gemäß ihrer Prognose im Jahr 2015 auf 8% des Bruttoinlandsprodukts ansteigen könnte, weiterhin als ein Hauptindiz für das Vorliegen makroökonomischer Ungleichgewichte hierzulande. Dieser sei – neben den momentan kräftigen Terms-of-Trade-Gewinnen – Reflex der starken Wettbewerbsfähigkeit der hiesigen Exportindustrie und hoher Einnahmen aus Vermögensanlagen im Ausland, spiegele gleichzeitig aber auch wider, dass die zunehmende Inlandsnachfrage kein ausreichendes Gegengewicht auf die Waage gebracht habe. Während der private Konsum an Stärke gewonnen habe, seien die Investitionen weiterhin enttäuschend ausgefallen. Für die Kommission ist dies der zweite wichtige Anhaltspunkt, der auf makroökonomische Ungleichgewichte hindeutet. Konkret diagnostiziert sie eine fortgesetzte Schwäche der Ausrüstungsinvestitionen, eine Wachstumsverlangsamung bei den Wohnbauinvestitionen und ein Zurückbleiben der öffentlichen Investitionen hinter dem erforderlichen Maß.

Nach Ansicht der Kommission bergen die makroökonomischen Ungleichgewichte Deutschlands systemische Risiken für den

Euro-Raum. So profitierten die EWU-Partnerländer zwar von den Exporterfolgen der deutschen Industrie, die schwachen Inlandsinvestitionen, das zurückgehende Potenzialwachstum und die Abhängigkeit von den externen Rahmenbedingungen seien aber weder für Deutschland selbst noch für den Euro-Raum ohne Gefahr. Gleichwohl wird eingeräumt, dass die Verringerung des deutschen Leistungsbilanzsaldos gegenüber den anderen EWU-Staaten auf ein Viertel des Gesamtüberschusses als Hinweis auf einen fortschreitenden Anpassungsprozess innerhalb des Euro-Raums betrachtet werden kann. Ein zentraler Beitrag Deutschlands zum weiteren Abbau der Ungleichgewichte im Euro-Raum könnte der Kommission zufolge darin bestehen, mit dem erheblichen gesamtwirtschaftlichen Ersparnisüberhang dringend benötigte Investitionen in die Modernisierung und Entwicklung der Infrastruktur zu unterstützen.

Die Verschärfung des Ungleichgewichtsverfahrens ist auch Folge davon, dass die deutsche Wirtschaftspolitik aus Sicht der Kommission den länderspezifischen Empfehlungen des letztjährigen Verfahrens insgesamt zu wenig nachgekommen ist. Lediglich begrenzte Fortschritte werden bei der Umsetzung einer wachstumsfreundlichen Finanzpolitik unter Gewährleistung solider Staatsfinanzen, bei der Beseitigung von Fehlanreizen am Arbeitsmarkt (insb. in Bezug auf Zweitverdiener) und bei der Schaffung besserer Wettbewerbsbedingungen in Dienstleistungsbranchen bescheinigt. Demgegenüber erkennt die Kommission an, dass die Bundesregierung einige Fortschritte dabei erzielt hat, die Energiewende kosteneffizienter zu gestalten.

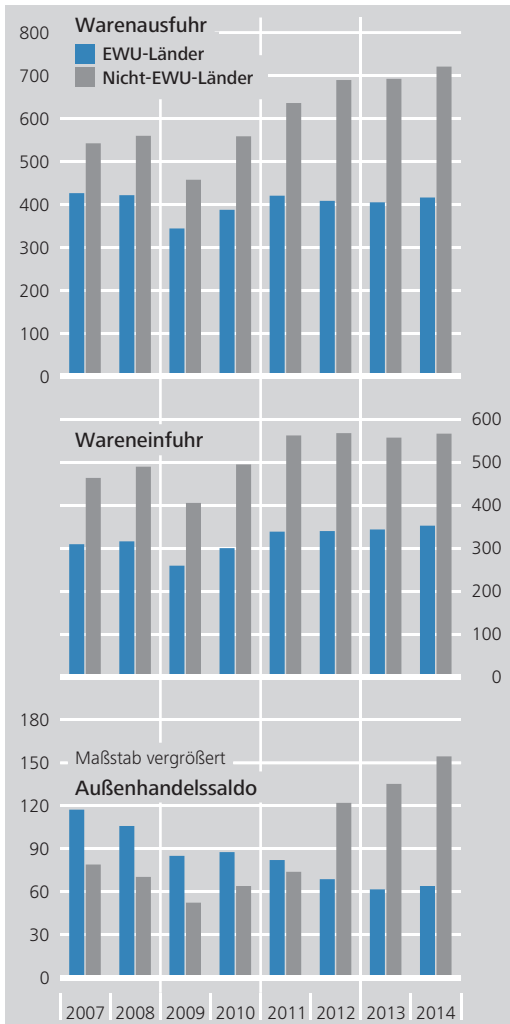
1 Macroeconomic Imbalance Procedure (MIP).

2 Vgl.: Europäische Kommission, 2015 European Semester: Assessment of growth challenges, prevention and correction of macroeconomic imbalances, and results of in-depth reviews under Regulation (EU) No 1176/2011.

3 Vgl.: Europäische Kommission, Country Report Germany 2015 Including an In-Depth Review on the prevention and correction of macroeconomic imbalances.

Der deutsche Außenhandel innerhalb und außerhalb des Euro-Raums

Mrd €



Quelle der Ursprungswerte: Statistisches Bundesamt.
 Deutsche Bundesbank

Exogene Rahmenbedingungen wirken gegenwärtig stark expansiv

Am sehr kräftigen Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses im Jahr 2014 lässt sich gut erkennen, welchen großen Einfluss substantielle Veränderungen in den globalen Rahmenbedingungen auf die außenwirtschaftliche Gesamtbilanz Deutschlands ausüben können. Derzeit begünstigt die Weltkonjunktur die deutschen Exporte weniger durch die Gesamtdynamik als vielmehr durch die regionalen und warespezifischen Nachfragetendenzen. Im Verein mit dem drastisch gefallenem Ölpreis ergeben sich dadurch sehr expansive Effekte auf den Außenhandelsaldo. In den Hintergrund rückt somit unter anderem, dass sich die inländische Verwendung in Deutschland 2014 merklich erholt hat und zu-

sammen mit dem ebenfalls spürbar zunehmenden Vorleistungsbedarf für ein kräftiges reales Importwachstum sorgte. Nicht zuletzt die Europäische Kommission selbst rechnet damit, dass sich das Wachstum der Binnennachfrage in diesem und im kommenden Jahr weiter erhöht. Auch deshalb sind in der aktuellen Situation kurzfristige konjunkturstimulierende Maßnahmen in Deutschland nicht angezeigt. Vielmehr muss es darum gehen, die längerfristigen Wachstumsperspektiven zu verbessern. Dabei gilt es auch zu überprüfen, ob der bestehende institutionelle Rahmen zum gesamtwirtschaftlichen Ersparnisüberhang beigetragen hat und inwieweit es hier Veränderungsbedarf gibt.

Die sehr hohen Gesamtüberschüsse in der deutschen Handels- und Leistungsbilanz überdecken seit einigen Jahren, dass es im Waren- beziehungsweise Leistungsverkehr mit den anderen Ländern des Euro-Raums im Vergleich zum Höchststand 2007 zu einer erheblichen Verringerung der jeweiligen Überschusspositionen gekommen ist. Im Berichtszeitraum wiesen beide Bilanzen zwar einen etwas höheren Positivsaldo als 2013 aus. Dies ist vor dem Hintergrund, dass sich die Wirtschaftsleistung in einigen von der Krise besonders betroffenen Ländern inzwischen vom gedrückten Niveau nach oben abgesetzt hat, aber nicht überraschend. Deutsche Unternehmen sind auf den europäischen Märkten nach wie vor gut positioniert. Mit Blick auf die preisliche Komponente der Wettbewerbsfähigkeit hat der hiezulande etwas höhere Lohn- und Preistrend bislang lediglich eine moderate Korrektur bewirkt. Die in einer Währungsunion üblichen Anpassungsprozesse sind weiterhin in Gang. Ungeachtet dessen deutet allerdings schon jetzt der Anteil des Leistungsbilanzüberschusses, der rechnerisch auf die Transaktionen innerhalb der EWU zurückzuführen ist (1¾% des BIP), nicht mehr auf eine ausgeprägte Unausgewogenheit hin.

Handelsüberschuss gegenüber den anderen EWU-Ländern 2014 nicht weiter verringert ...

Demgegenüber hat der Einnahmenüberschuss Deutschlands im Leistungsverkehr mit den Drittländern mit 5¾% des BIP inzwischen eine beachtliche Größenordnung angenommen. Im

... und gegenüber Drittländern weiter kräftig erhöht

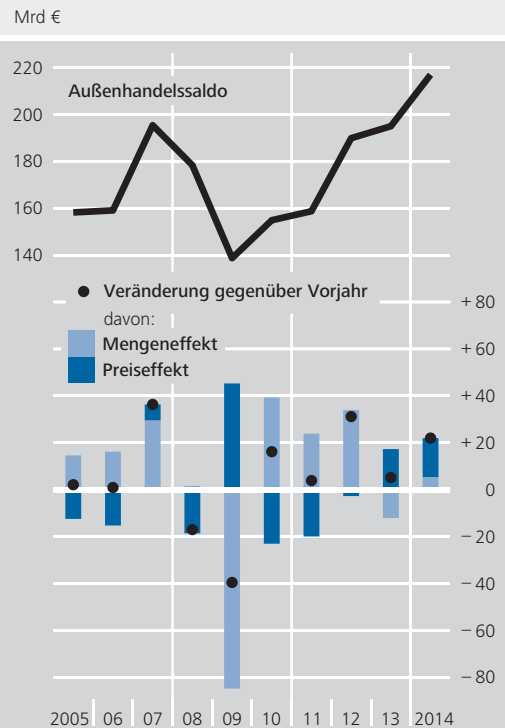
Vergleich zum Jahr 2007 hat sich die Quote mehr als verdoppelt. In den Jahren seit Überwindung der Großen Rezession haben vor allem steigende Außenhandelsüberschüsse zum Aufbau des hohen Aktivsaldos beigetragen. Zwischen 2010 und 2012 hatte die Exportseite vor dem Hintergrund der recht kräftigen Erholung der Weltwirtschaft einen großen Anteil. In den vergangenen beiden Jahren waren es bei vergleichsweise mäßigem Tempo der globalen Konjunktur vor allem die erheblichen Terms-of-Trade-Gewinne, die den Außenhandelssaldo weiter in die Höhe getrieben haben. Die jüngste Euro-Abwertung beeinflusste die Ausfuhrfähigkeit im Berichtszeitraum wohl noch nicht wesentlich. Der schwächere Außenwert ist als Faktor, der die Exportchancen auf den Drittmarkten tendenziell begünstigt, gerade in nächster Zeit für sich genommen als Aufwärtsrisiko für den Außenhandelsüberschuss anzusehen.

Warenströme und Handelsbilanz

Ausweitung des Außenhandels-saldos erneut zum Großteil auf Terms-of-Trade-Effekte zurückzuführen

Der deutsche Außenhandel hat sich im Jahr 2014 deutlich belebt. Im Jahresdurchschnitt 2014 lagen die nominalen Warenausfuhren um 3¾% über dem Wert von 2013, als sie leicht zurückgegangen waren (-¼%). Die Warenimporte legten in nominaler Betrachtung zwar lediglich um 2% zu, nach einem Rückgang von ¾% im Jahr 2013. Wegen der teilweise substanzial nachgebenden Weltmarktpreise für Rohstoffe wirkten Preiseffekte aber stark dämpfend. In realer Rechnung wurden schätzungsweise 4¼% mehr Waren nach Deutschland eingeführt. Im Ergebnis weitete sich der Außenhandelsüberschuss um 22 Mrd € auf einen neuen Rekordwert von 217 Mrd € aus. Der bisher höchste Aktivsaldo von 195 Mrd € aus dem Jahr 2007 wurde beträchtlich übertroffen. Mehr als drei Viertel des Anstiegs im Berichtszeitraum war rein rechnerisch der deutlichen Verbesserung im realen Austauschverhältnis geschuldet, wohingegen lediglich knapp ein Viertel auf die mengenmäßige Steigerung der

Mengen- und Preiswirkungen auf den deutschen Außenhandelssaldo*)



Quelle der Ursprungswerte: Statistisches Bundesamt. * Zerlegung mit Hilfe des Shapley-Siegel Indexes.
 Deutsche Bundesbank

Nettoexporte entfiel. Damit spielten Terms-of-Trade-Effekte das zweite Jahr in Folge eine wichtige Rolle.

Einen vergleichsweise großen Beitrag zum Exportwachstum leisteten im Jahr 2014 die EU-Länder. Besonders kräftig stieg der Warenabsatz in den Staaten, die nicht der EWU angehören. So expandierten die Ausfuhren nach Großbritannien und in die mittel- und osteuropäischen EU-Länder außerhalb der Währungsunion um mehr als ein Zehntel. Gleichwohl haben auch die Ausfuhren in den Euro-Raum wieder deutlich zugenommen (+2¾%). Nach zwei Jahren mit rückläufigen Ausfuhren reflektiert sich darin zum einen die einsetzende konjunkturelle Erholung in den von der Krise besonders betroffenen Staaten. Zum anderen belebte sich die Nachfrage nach deutschen Waren in Frankreich und Italien, nachdem dort 2013 eine Verringerung zu verzeichnen gewesen war. In die Niederlande wurde im Berichtszeitraum erneut mehr exportiert. In anderen Nachbarlän-

Wachstum der Ausfuhren in die EU vor allem von Lieferungen nach Großbritannien und in die mittel- und osteuropäischen Länder getragen

Außenhandel nach Regionen

in %

Ländergruppe/Land	Anteile		Veränderung gegenüber Vorjahr	
	2014	2012	2013	2014
Ausfuhr				
EWU (18)	36,6	- 3,4	- 1,0	2,8
übrige EU	21,4	3,3	2,3	10,2
darunter:				
Großbritannien	7,4	11,8	3,0	11,4
Mittel- und osteuropäische EU-Länder (7) ¹⁾	10,6	0,0	2,0	11,0
Schweiz	4,1	2,2	- 4,1	- 1,4
Russland	2,6	10,6	- 6,0	- 18,1
USA	8,5	17,9	2,7	7,5
Japan	1,5	13,4	- 0,4	- 0,9
Neue Industrieländer Asiens ²⁾	3,1	4,5	1,8	7,6
China	6,6	2,9	0,2	11,3
Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾	2,2	11,7	- 6,6	0,3
OPEC	3,0	18,3	3,0	9,0
Alle Länder	100,0	3,3	- 0,2	3,7
Einfuhr				
EWU (18)	38,3	0,0	1,0	2,6
übrige EU	19,9	- 1,1	3,4	6,5
darunter:				
Großbritannien	4,6	- 4,3	- 0,7	- 0,5
Mittel- und osteuropäische EU-Länder (7) ¹⁾	12,4	1,3	5,7	10,6
Schweiz	4,3	2,1	1,4	2,6
Russland	4,2	4,6	- 3,6	- 6,9
USA	5,3	5,2	- 4,9	0,0
Japan	2,1	- 7,1	- 11,0	- 2,2
Neue Industrieländer Asiens ²⁾	2,4	- 6,0	- 3,4	3,4
China	8,7	- 1,3	- 5,1	6,4
Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾	3,3	- 0,5	1,5	6,2
OPEC	1,4	28,5	- 5,8	- 25,1
Alle Länder	100,0	0,4	- 0,9	2,1

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

Deutsche Bundesbank

dem wie Österreich und Belgien ist der aus Deutschland bezogene Warenwert 2014 hingegen einmal mehr hinter dem im laufenden Zyklus bislang höchsten Stand aus dem Jahr 2011 zurückgeblieben.

Die Zunahme der Ausfuhren in die Länder, die nicht der EU angehören, fiel 2014 mit 1½% moderat aus. Dass die Exporte nach Russland infolge der empfindlich abkühlenden Konjunktur und der Sanktionen beinahe um ein Fünftel nachgaben, fiel dabei rechnerisch durchaus ins Gewicht. Andererseits erhöhten sich die Ausfuhren in die USA und nach China, die gemeinsam mit Großbritannien die Schwergewichte im Drittländergeschäft der deutschen Industrie bilden,²⁾ durchschnittlich um ein Zehntel. Beträchtliche Impulse kamen darüber hinaus aus den neuen Industrieländern Asiens und den Mitgliedsländern der OPEC, während die Ausfuhren in die süd- und ostasiatischen Schwellenländer 2014 gegenüber dem Vorjahr praktisch unverändert geblieben sind. Die Ausfuhren nach Japan hielten das 2012 kräftig erhöhte Niveau das zweite Jahr in Folge nur knapp. Auch aus der Schweiz kamen für den deutschen Außenhandel erneut keine positiven Impulse.

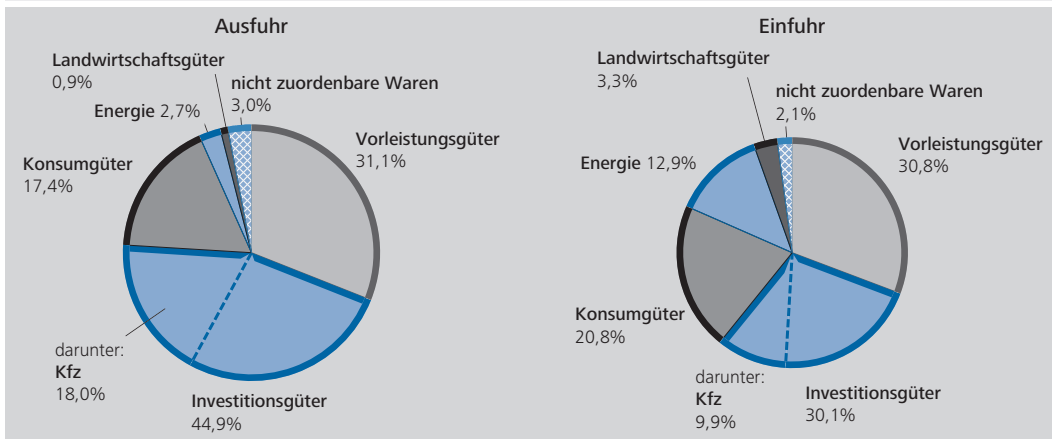
Exportplus im US- und China-Geschäft besonders groß

Die Exporterlöse waren 2014 in allen großen Warengruppen höher als im Jahr davor. Besonders ausgeprägt war die Zunahme bei den Konsumgüterexporten, welche bereits in den vergangenen Jahren für ein robustes Umsatzwachstum bei den deutschen Exportunternehmen gesorgt hatten. Hierbei spielen Produkte der pharmazeutischen Industrie eine große Rolle. Die Ausfuhren von Investitionsgütern verzeichneten nach der Delle 2013 ebenfalls ein deutliches Plus. Besonders kräftig erhöhten sich dabei die Kfz-Exporte, da gerade auf wichtigen Märkten wie China und Großbritannien sehr viel mehr abgesetzt werden konnte. Erstmals seit 2011 legten auch die Kfz-Ausfuhren in den Euro-Raum zu. Darüber hinaus gab es eine

Zuwachs der Exporterlöse über die Warengruppen breit angelegt

² Auf diese drei Länder entfällt mehr als ein Fünftel des gesamten deutschen Warenexports und ein Drittel der Ausfuhren in Länder, die nicht der EWU angehören.

Außenhandel nach ausgewählten Gütergruppen im Jahr 2014



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

sichtbare Steigerung bei der Lieferung von Datenverarbeitungsgeräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen. Demgegenüber fiel das Plus bei den Maschinenexporten trotz eines stark gewachsenen US-Geschäfts unterdurchschnittlich aus.

Vom gestiegenen Importsog der deutschen Volkswirtschaft profitierten die Länder innerhalb und außerhalb des Euro-Raums in realer Betrachtung recht ähnlich. Das gegenüber dem Nicht-Euro-Raum nominal kleinere Plus war unter anderem dem höheren Anteil von Energieimporten mit dieser Ländergruppe geschuldet. Der Rückgang der Energiepreise hinterließ im Handelsergebnis mit den großen Energieexporteuren wie Russland und den Mitgliedsländern der OPEC sehr deutliche Spuren, deren Lieferungen nach Deutschland nominal um 7% beziehungsweise sogar um ein Viertel nachgaben. Die Importe aus den USA, Großbritannien und Japan entwickelten sich weiterhin kraftlos. Einen deutlichen Aufschwung nach zwei eher schwachen Jahren erlebten hingegen die Importe aus den neuen Industrieländern Asiens sowie den süd- und ostasiatischen Schwellenländern. Die chinesischen Warenlieferanten konnten im Jahr 2014 ebenso ihre Einbußen der letzten zwei Jahre auf dem deutschen Absatzmarkt größtenteils wettmachen. Die wieder anziehende Industriekonjunktur mit der Automobilproduktion an der Spitze sorgte angesichts enger Zulieferbeziehungen für steigende

... kam Lieferanten innerhalb und außerhalb des Euro-Raums etwa gleichermaßen zugute

Kräftiges reales Importwachstum ...

Die spürbare und breit angelegte Steigerung der deutschen Wirtschaftsleistung spiegelte sich in der deutlichen Zunahme der realen Warenimporte wider. Im Umfeld einer lebhaften Verbrauchskonjunktur kam es zu einer erheblichen Ausweitung der Einfuhren von Konsumgütern, wobei pharmazeutische Erzeugnisse an der Spitze standen. Angesichts der tiefen Einbettung der deutschen Wirtschaft in die internationale Arbeitsteilung³⁾ sorgte die anziehende Produktionsleistung insbesondere in der Industrie für steigende Einfuhren von Vorleistungsgütern. Die Kfz-Importe legten 2014 nach einer Atempause im Jahr davor sehr kräftig zu. Weniger stark, aber dennoch erkennbar erhöhten sich die Einfuhren von Maschinen. Dies steht im Einklang damit, dass sich die Ausrüstungsinvestitionen im Berichtszeitraum vom gedrückten Niveau der Jahre 2012 und 2013 nach oben abgesetzt haben. Die Energieimporte sind nicht nur nominal stark gefallen, sondern waren auch in realer Betrachtung rückläufig. Ein Grund hierfür war der verringerte Heizbedarf aufgrund des sehr milden Winters zu Jahresbeginn.

³ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die deutsche Wirtschaft in der internationalen Arbeitsteilung: ein Blick auf die Wertschöpfungsströme, Monatsbericht, Oktober 2014, S. 29–44.

Importe aus den mittel- und osteuropäischen EU-Ländern.

Leistungsbilanz-relevanter Beitrag des Warenhandels übersteigt Außenhandels-saldo aus einer Reihe von Gründen; ...

Der Außenhandelssaldo gibt jedoch nicht unmittelbar den Betrag wieder, den der Warenhandel zum Leistungsbilanzüberschuss beisteuert. Dies liegt daran, dass konzeptionell im Außenhandel die Warenströme durch ihren physischen Grenzübergang identifiziert und mit ihrem Wert an der deutschen Außengrenze bewertet werden, während der zahlungsbilanzrelevante Warenhandel grundsätzlich nach dem Prinzip des Eigentumswechsels erfasst wird.⁴⁾ Da hierbei für Aus- und Einfuhren einheitlich die Landesgrenze des Lieferanten als Erfüllungsort der Leistung angesehen wird, ergibt sich bei den Warenimporten eine Bewertungsdifferenz im Vergleich zum Außenhandel. Zum Unterschied zwischen Waren- und Außenhandels-saldo trugen die sogenannten cif-Kosten⁵⁾ der Einfuhr im Berichtszeitraum rechnerisch + 22 Mrd € bei. Den Leistungsbilanzsaldo beeinflussen diese Kosten allerdings nicht, wenn die Transportleistung von ausländischen Frachtführern erbracht wird. Als Ausgaben in der Dienstleistungsbilanz wurden diesbezüglich im Jahr 2014 17 Mrd € gebucht.

... davon insbesondere steigende Nettoerträge aus dem Transithandel von ökonomischer Relevanz

Zur Differenz zwischen Waren- und Außenhandelssaldo tragen ferner die Netto-Transithandelerträge bei, welche dadurch entstehen, dass heimische Unternehmen im Ausland Waren kaufen und wiederveräußern, ohne sie zwischenzeitlich nach Deutschland zu verfrachten. Das Volumen solcher Geschäfte ist in den vergangenen Jahren deutlich angewachsen, wobei sich insbesondere die Automobilindustrie dieser Form der internationalen Arbeitsteilung bedient. Im Jahr 2014 standen per saldo 20½ Mrd € auf der Habenseite des Warenhandels. Unter Berücksichtigung weiterer Zu- und Absetzungen, welche unter anderem Warenströme im Zusammenhang mit Lohnveredelungsprozessen betreffen, ergibt sich für den Warenhandel 2014 ein Positivsaldo in Höhe von 229½ Mrd €, nach 207½ Mrd € im Jahr davor.

Die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen im Einzelnen

Der Fehlbetrag im grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehr belief sich 2014 insgesamt auf 39 Mrd €. Das waren 5½ Mrd € weniger als im Jahr davor. Die Verbesserung stand vor allem im Zusammenhang mit kräftig steigenden Einnahmen für Dienstleistungen, die einen Bezug zur Warenproduktion und -distribution aufweisen, während sich die Ausgaben für die von Gebietsfremden erbrachten Leistungen dieser Art verminderten.

Fehlbetrag in der Dienstleistungsbilanz insgesamt etwas verringert; ...

Die Transportleistungsbilanz wies in den letzten Jahren zunehmend negative Salden aus; im Berichtsjahr vergrößerte sich der Fehlbetrag um 1 Mrd € auf 13 Mrd €. Im internationalen Handel mit EDV-Anwendungen, Telekommunikations- und Informationsdienstleistungen, der in den letzten zehn Jahren kräftig expandiert ist, gab es im Berichtszeitraum einen Überschuss von 2½ Mrd €, nachdem sich davor Einnahmen und Ausgaben häufig die Waage gehalten hatten. Einen deutlich verringerten Fehlbetrag wiesen freiberufliche Dienstleistungen und Managementberatungsleistungen auf, zu denen unter anderem die traditionell defizitären kaufmännischen Dienstleistungen zählen. Der Negativsaldo bei den Instandhaltungs- und Reparaturdienstleistungen schrumpfte 2014 sowohl durch erhöhte Erträge als auch durch verminderte Ausgaben. Die Aufwendungen, welche vor allem deutsche Automobilunternehmen wohl aufgrund von Gewährleistungsverpflichtungen meldeten, verringerten sich 2014 um mehr als 2 Mrd €. ⁶⁾ Für die grenzüberschreitende Nutzung geistigen Eigentums zahlten

... hierfür gewerblicher und unternehmensbezogener Dienstleistungshandel überwiegend verantwortlich

4 Vgl. dazu auch: Deutsche Bundesbank, Änderung in der Methodik und Systematik der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus, Monatsbericht, Juni 2014, 59–70.

5 Die Abkürzung „cif“ steht im internationalen Warenhandel für die Frachtklausel, welche Transport- und Versicherungskosten einschließt (cost, insurance and freight).

6 Der intertemporale Vergleich mit Angaben bis 2012 ist insbesondere auf der Ausgabenseite eingeschränkt, da die Rückrechnung aufgrund der mit den alten Meldebögen erfassten Daten für diese neu in der Dienstleistungsbilanz abgegrenzte Position kaum möglich ist. Inhaltlich dürften sich diese Dienstleistungen bis 2012 in der Position „sonstige unternehmensbezogene Dienstleistungen“ verbergen.

ausländische Unternehmen an deutsche Eigentümer mehr als in umgekehrter Richtung (+ 4½ Mrd €). Während ein Drittel der Einnahmen inzwischen aus Schwellen- und Entwicklungsländern stammt, haben hiesige Firmen bis zuletzt fast ausnahmslos geistiges Eigentum aus Industrieländern genutzt. Einen stabilen Überschuss erwirtschaftet Deutschland aus grenzüberschreitenden Forschungs- und Entwicklungsleistungen; 2014 waren es + 3½ Mrd €, wovon ein Großteil erneut auf die USA entfiel.

Ausgaben für Reisen ins Ausland nur wenig gestiegen

Die Ausgaben der inländischen Wohnbevölkerung für Reisen ins Ausland beliefen sich 2014 auf 69½ Mrd €. Das war 1% mehr als 2013. Im Einklang mit der ausgeprägten Konsumneigung nahmen die Privatreisen mit 1¼% erneut zu, nachdem es in den Jahren von 2011 bis 2013 schon ein klares Plus gegeben hatte. Der Umfang der geschäftlich bedingten Auslandsreisen unterschritt jedoch spürbar das Vorjahresniveau (– 2%). Einnahmenseitig wurden in der Reiseverkehrsbilanz 32½ Mrd € verbucht (+ 5%). Im Ergebnis sank 2014 der Fehlbetrag um 1 Mrd € auf 37 Mrd €.

Vermögenseinkommenssaldo stark von Renditeeffekten beeinflusst

Aus grenzüberschreitenden Primäreinkommen erzielte Deutschland im vergangenen Jahr einen Überschuss von 67 Mrd €. Mit dem Plus von 6½ Mrd € wurde der Rückgang aus dem Jahr 2013 vollständig wettgemacht. Aufgrund der Revisionsanfälligkeit der vorläufigen Daten sollte der kräftige Zuwachs am aktuellen Rand nicht überinterpretiert werden. Ein statistisch belastbarer Befund dürfte allerdings sein, dass der Positivsaldo in den vergangenen beiden Jahren signifikant kleiner als im Zweijahresabschnitt davor ausgefallen ist. Die Primäreinkommensbilanz wird zum allergrößten Teil davon bestimmt, was Inländern aus Vermögensanlagen im Ausland zufließt und hiesige Schuldner dorthin abführen. Dass der Vermögenseinkommenssaldo seit einigen Jahren zu einem beträchtlichen Aktivposten der Leistungsbilanz angewachsen ist, lag zum einen am Aufbau einer hohen Netto-Auslandsvermögensposition. Zum anderen spielte die Verbesserung des Renditedifferenzials zugunsten deutscher Auslandsfor-

derungen eine wichtige Rolle, wohingegen vom allgemeinen Rückgang im Renditeniveau seit Beginn der Finanzkrise ein dämpfender Einfluss auf den Vermögenseinkommenssaldo ausging (siehe dazu auch die Erläuterungen auf S. 86 ff.). In den Jahren 2011 und 2012 war der Renditevorsprung der Aktivseite besonders hoch ausgefallen, da Auslandsanlagen insgesamt noch gut rentiert hatten, während sich die Ausgaben inländischer Debitoren im Zuge fallender Zinsen und niedriger Risikoprämien spürbar ermäßigt hatten. In den vergangenen beiden Jahren fiel die Gesamtrendite auf der Aktivseite nicht zuletzt aufgrund der Beruhigung an den internationalen Finanzmärkten weitaus stärker als auf der Passivseite, sodass trotz eines weiter gestiegenen Netto-Auslandsvermögens per saldo deutlich weniger Vermögenseinkommen erzielt wurden.

Die Sekundäreinkommensbilanz, welche die laufenden Übertragungen zwischen Deutschland und dem Ausland erfasst, schloss 2014 mit einem Fehlbetrag in Höhe von 37½ Mrd € ab. Das sind 3½ Mrd € weniger als 2013. Ausgabenseitig gab es im Berichtszeitraum gegenüber dem Vorjahr eine Ermäßigung um 4% auf 95 Mrd €; davor war es allerdings binnen vier Jahren zu einer erheblichen Steigerung der laufenden Übertragungen ins Ausland um kumuliert zwei Fünftel gekommen. Die privaten Überweisungen blieben 2014 mit 56 Mrd € gegenüber dem Vorjahr weitgehend unverändert,⁷⁾ während sich die öffentlichen um gut 4 Mrd € auf 39 Mrd € reduzierten. Dies lag an verringerten Abführungen an den EU-Haushalt. Die laufenden Übertragungen aus dem Ausland verharrten 2014 insgesamt auf dem Vorjahresniveau.

Fehlbetrag bei den Sekundäreinkommen gesunken

⁷⁾ In der Bilanz der Sekundäreinkommen sind mit der Umstellung auf die neue Systematik der Zahlungsbilanz die privaten Einnahmen und Ausgaben erheblich umfangreicher geworden. Hintergrund der Bilanzverlängerung ist, dass nunmehr Nettoprämien (ohne Versicherungsdienstleistungen) und Schadensauszahlungen der Versicherungen – dies betrifft im Wesentlichen die Rückversicherer – verbucht werden.

Effekte auf den grenzüberschreitenden Vermögenseinkommenssaldo: Vermögensakkumulation, Portfolioumschichtungen und Renditeveränderungen

Der Saldo der grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen belief sich im Jahr 2014 auf 65 Mrd € (bzw. 2¼% des BIP) und ist damit nach dem Warenhandelsüberschuss der zweitgrößte Aktivposten der deutschen Leistungsbilanz. Noch vor zehn Jahren lagen die Vermögenseinnahmen und -ausgaben etwa gleichauf. Die Vermögenseinkommensströme Deutschlands mit der übrigen Welt ergeben sich aus der Höhe und Zusammensetzung der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten sowie der Einkommensrenditen, die auf Aktiva und Passiva gezahlt werden. Das Anwachsen des Vermögenseinkommensüberschusses wird vor allem mit dem beträchtlichen Aufbau des Netto-Auslandsvermögens in Verbindung gebracht. Eine nach Vermögensklassen disaggregierte Betrachtung lässt allerdings darüber hinaus vielfältige und über Teilperioden unterschiedlich stark wirkende Effekte erkennen.

Ausgangspunkt der Analyse ist eine Zerlegung der Änderung des Vermögenseinkommenssaldo in Akkumulations- und Renditeeffekte. Der Akkumulationseffekt misst den isolierten Einfluss von Veränderungen des Netto-Auslandsvermögens (z. B. durch Netto-Kapitalexporte, die mit Leistungsbilanzüberschüssen einhergehen, aber auch Bewertungseffekte) auf den Vermögenseinkommenssaldo. Die Renditeeffekte ergeben sich grundsätzlich aus dem Zusammenspiel der Schwankungen in den Einkommensrenditen auf der Aktiv- und Passivseite der Auslandsvermögensbilanz. Aus analytischer Sicht bietet sich die Unterteilung in einen Renditeniveau-Effekt und einen Differenzialeffekt an. Der Renditeniveau-Effekt erfasst die Wirkungen von Veränderungen im internationalen Renditeniveau, und zwar genau in dem Maße, wie sich diese in der durchschnittlichen Verzinsung deutscher Auslandsanlagen niederschlagen. Verläuft hierzu die durchschnittliche Verzinsung der Verbindlichkeiten gegenüber gebietsfremden Anlegern nicht parallel, entstehen schließlich Differenzialeffekte.

Weiterhin ist zu beachten, dass einzelne Anlageklassen in der Regel unterschiedliche Renditen aufweisen. Portfolioumschichtungen können deshalb die durchschnittlichen Renditen der Aktiva und Passiva verändern. Diesem Phänomen wird durch Verschiebungseffekte sowohl für den Renditeniveau als auch für den Differenzialeffekt Rechnung getragen. Letzterer setzt sich aber nicht allein aus den Wirkungen der Veränderungen des Renditedifferenzials in einzelnen Anlageklassen (reiner Renditedifferenzialeffekt) zusammen. Ein Beitrag zum aggregierten Differenzialeffekt ergibt sich auch dann, wenn sich – vor dem Hintergrund einer unterschiedlichen Zusammensetzung von Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten – die Renditeniveaus einzelner Anlageklassen verschiedenartig entwickeln (Leverage-Effekt).

Die Zerlegung der Veränderung des Vermögenseinkommenssaldo in die beschriebenen Effekte beruht auf den Einnahmen- und Ausgabenströmen sowie den Aktiv- und Passivbeständen von 11 renditetragenden Anlageklassen der deutschen Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus.¹⁾ Für den Ge-

¹ Konkret werden die folgenden Anlageklassen betrachtet: 1) Direktinvestitionen: a) Beteiligungskapital, b) Kredite; 2) Wertpapiere: a) Aktien, b) Investmentfondsanteile, c) kurzfristige Schuldverschreibungen, d) langfristige Schuldverschreibungen; 3) Übrige Kapitalanlagen: a) Monetäre Finanzinstitute, b) Unternehmen und Privatpersonen, c) Staat ohne Bundesbank, d) Bundesbank ohne TARGET2, e) TARGET2. Die verbleibenden Komponenten des Netto-Auslandsvermögens werden in der vorliegenden Analyse nicht berücksichtigt, da sie entweder keine Erträge im Sinne der Zahlungsbilanzstatistik generieren (Finanzderivate und Bargeld) bzw. die entsprechenden Einkommensdaten nicht über den gesamten Analysezeitraum vorhanden sind (Währungsreserven). Die Zerlegung in diskreter Zeit wird mithilfe des Shapley-Siegel-Indexes implementiert. Vgl.: L. Shapley (1953), A value for n-person games, in: H. W. Kuhn und A. W. Tucker (Hrsg.), Contributions to the Theory of Games, Vol 2, Princeton University, S. 307–317; sowie I. H. Siegel (1945), The generalized "ideal" index-number formula, Journal of the American Statistical Association, 40, S. 520–523.

samtzeitraum von 1999 bis 2014²⁾ lässt sich als Hauptergebnis festhalten, dass der Aufbau des Netto-Auslandsvermögens rechnerisch etwas mehr als die Hälfte zur Verbesserung der Vermögenseinkommensbilanz beigetragen hat. Der Rest entfiel auf Renditeeffekte.³⁾ Dabei schlug der Umschwung des Renditedifferenzials zugunsten deutscher Auslandsforderungen mit einem stark positiven Effekt zu Buche. Der Rückgang des allgemeinen Renditeniveaus wirkte der Verbesserung der Vermögenseinkommensbilanz zwar entgegen; über den Gesamtzeitraum betrachtet war die Wirkung jedoch verhältnismäßig gering.

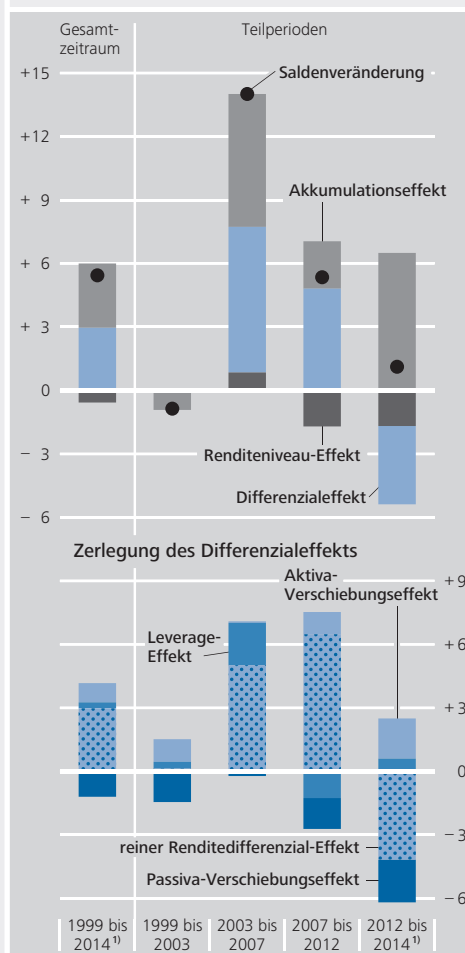
In der Zeit von 1999 bis 2014 lassen sich vier Perioden mit jeweils charakteristischen Entwicklungstendenzen abgrenzen. Der erste Teilabschnitt (1999 bis 2003) erstreckt sich über die Endphase und das Platzen der Dot-comblase, infolgedessen es zu einem deutlichen Rückgang insbesondere von grenzüberschreitenden Direktinvestitionen kam.

² Für das Jahr 2014 wird behelfsweise für die Vermögenseinkommen der Zeitraum vom 4. Vj. 2013 bis zum 3. Vj. 2014 betrachtet, da Bestandsinformationen für den Auslandsvermögensstatus zurzeit lediglich bis zum 3. Vj. 2014 vorliegen.

³ In der hier vorgenommenen Renditeberechnung werden die Vermögenseinkommen auf den Jahresdurchschnittsbestand (d. h. das arithmetische Mittel aus dem Bestandswert am Ende des Berichtsjahres und am Ende des Vorjahres) bezogen. Die Bestände sind zu den Marktpreisen und Wechselkursen am Ultimo der Berichtsperiode bewertet, sodass Bestandsveränderungen grundsätzlich auch Bewertungseffekte einschließen. Der Einfluss von Wechselkursschwankungen dürfte für die Renditeberechnung von untergeordneter Bedeutung sein, da die Einkommenszahlungen in aller Regel in der Währung erfolgen, in der die Vermögensanlagen denominated sind, und in der Vermögenseinkommensbilanz unterjährig periodengerecht verbucht werden. Die Renditeberechnung bleibt aus theoretischer Sicht unter der Annahme, dass die Marktbewertungen der Vermögensanlagen den erwarteten künftigen Einnahmen entsprechen, unverzerrt gegenüber Marktpreiseffekten. Da dies nicht in jedem Fall und für alle Perioden anzunehmen ist, werden in einer Alternativrechnung, die aus Gründen der Datenverfügbarkeit allerdings nur bis ins Jahr 2005 zurückreicht, die Vermögenseinkommensströme auf die um Marktpreiseffekte bereinigten Bestände bezogen. Qualitativ ändert diese Vorgehensweise die Ergebnisse zum Vorzeichen und zur relativen Bedeutung der Akkumulations- und Renditeeffekte nicht. Quantitativ wäre im Zeitraum von 2007 bis 2012 der Akkumulationseffekt etwas größer und der Differenzialeffekt etwas kleiner anzusetzen.

Zerlegung der Veränderung des deutschen Vermögenseinkommenssaldos

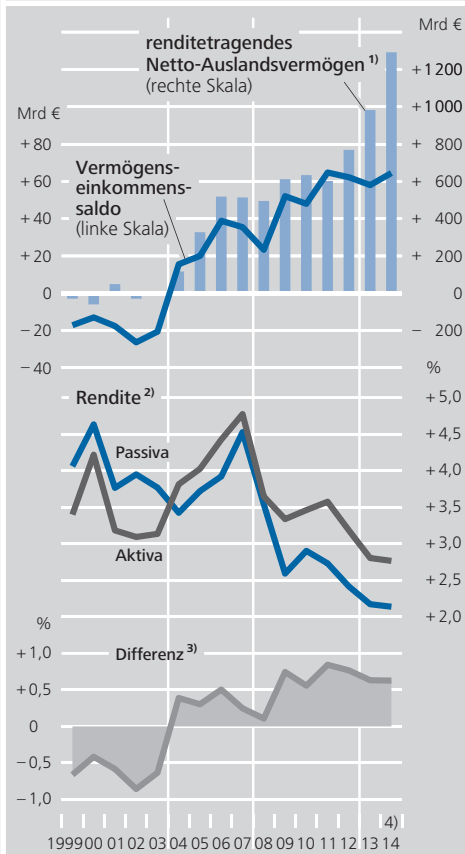
Mrd €, durchschnittliche jährliche Beiträge



¹ Für den Auslandsvermögensstatus Endstand 3. Vj. 2014. Deutsche Bundesbank

Der weltweite konjunkturelle Abschwung nach dem Jahrtausendwechsel mündete in Deutschland angesichts der damaligen strukturellen Schwächen in einer hartnäckigen wirtschaftlichen Stagnation. Der zweite Teilabschnitt (2003 bis 2007) war – global betrachtet – geprägt durch einen recht kräftigen Aufschwung. In diese Zeit fiel in Deutschland die Umsetzung der Struktur-reformen, an deren Ende ein beschäftigungsintensiveres Wachstum stand. Außerdem nahmen in dieser Periode die Aktivitäten hiesiger Unternehmen im Ausland beträchtlich zu. Die Wirkungen der Finanzkrise auf den Vermögenseinkommenssaldo stehen zum einen im Zusammenhang mit den ausgeprägten konjunkturellen Schwankun-

Wichtige Kenngrößen zum deutschen Vermögenseinkommenssaldo



1 Direktinvestitionen, Wertpapiere und übrigen Kapitalanlagen ohne Bargeld, Finanzderivate und Währungsreserven. 2 Renditen entsprechend der Relation der Vermögenseinkommen zum Jahresdurchschnittsbestand des Auslandsvermögensstatus. 3 Aktivrendite abzüglich Passivrendite. 4 Für den Auslandsvermögensstatus Endstand 3. Vj. 2014.
 Deutsche Bundesbank

gen der Jahre 2008 bis 2010, zum anderen mit den Veränderungen im Anlageverhalten internationaler Investoren aufgrund neu eingeschätzter Rendite-Risiko-Profile. Bis Mitte 2012 spitzte sich die europäische Staatsschuldenkrise zu, danach kam es zu einer Beruhigung. Vor diesem Hintergrund wird die Phase von 2007 bis 2012 von den darauffolgenden Jahren getrennt. Diese Abgrenzung scheint auch aus statistischer Sicht geboten, weil das Zahlenmaterial für die Jahre 2013 und 2014 noch vergleichsweise hohe Schätzanteile enthält.

Im Zeitraum von 1999 bis 2003 wies die Vermögenseinkommensbilanz einen jährlichen Fehlbetrag von durchschnittlich 19 Mrd €

auf. Dieser entstand dadurch, dass auf Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden im Durchschnitt eine höhere Rendite gezahlt wurde als deutsche Anleger für ihren praktisch gleich hohen Bestand an Auslandsforderungen erhalten haben. Die verhältnismäßig kleine Veränderung des Vermögenseinkommenssaldo um $-3\frac{1}{2}$ Mrd € war beinahe ausschließlich auf einen leicht negativen Akkumulationseffekt zurückzuführen. Renditeveränderungen hatten keinen nennenswerten Einfluss auf den Saldo.

Zwischen den Jahren 2003 und 2007 erhöhten sich die deutschen Vermögenseinkommen per saldo deutlich um 56 Mrd € auf $+35\frac{1}{2}$ Mrd € im Jahr 2007. Hierzu trugen sowohl der Akkumulations- als auch beide Renditeeffekte positiv bei. Den mit $+27\frac{1}{2}$ Mrd € größten Beitrag leistete die Verbesserung des Renditedifferenzials. Entscheidend war hierbei, dass sich die Rentabilität sowohl von Direktinvestitionen als auch von Investmentfondsanteilen und langfristigen Krediten deutscher Investoren im Vergleich zu jener von Gebietsfremden in Deutschland spürbar verbesserte. Weiterhin war von Bedeutung, dass das Renditeniveau für Anlageklassen, in denen Deutschland gesamtwirtschaftlich eine Netto-Gläubigerposition eingegangen war (wie bspw. beim Beteiligungskapital von Direktinvestitionen), tendenziell stärker stiegen als andere ($+8$ Mrd €). Da sich die zunehmenden deutschen Leistungsbilanzüberschüsse seit dem Jahr 2002 auch in einem stetig wachsenden Netto-Auslandsvermögen niederschlugen (ein Zuwachs von 502 Mrd € zwischen 2003 und 2007), trug der Akkumulationseffekt mit $+25$ Mrd € deutlich zum Anstieg der deutschen Vermögenseinkommen bei. Das leicht höhere Renditeniveau fiel im Vergleich zu den anderen Bestimmungsfaktoren mit einem Beitrag von $+3\frac{1}{2}$ Mrd € kaum ins Gewicht.

Zwischen 2007 und 2012 erhöhten sich die deutschen Netto-Vermögenseinkommen noch einmal deutlich um $26\frac{1}{2}$ Mrd € auf $+62$ Mrd € im Jahr 2012, trotz eines temporären Einbruchs im Jahr 2008. Hierbei kam es teils zu gegenläufigen Beiträgen von

Akkumulations- und Renditeeffekten. Der Akkumulationseffekt leistete mit +11 Mrd € einen merklichen positiven Beitrag. Dieser fiel trotz der größeren Leistungsbilanzüberschüsse im Vergleich zur Periode 2003 bis 2007 nicht mehr so hoch aus, da das deutsche Netto-Auslandsvermögen aufgrund von Bewertungseffekten, anderen Anpassungen und Änderungen in statistischen Konventionen zwischen 2007 und 2012 nicht im Ausmaß der kumulierten Kapitalbilanzsalden expandierte.⁴⁾ Weiterhin bremste der Renditeniveau-Effekt den Anstieg der Vermögenseinkommen deutlich mit einem Minus von 8½ Mrd €, da sich das internationale Zinsniveau im Zuge der expansiven Geldpolitik als Reaktion auf die globale Rezession deutlich ermäßigte. Hierbei war ausschlaggebend, dass alle Anlageklassen, jedoch besonders die übrigen Kapitalanlagen der Monetären Finanzinstitute (MFI), spürbar geringere Erträge erwirtschafteten als zuvor.

Der Differenzialeffekt hingegen begünstigte Deutschlands Vermögenseinkommenssaldo seit Beginn der Krise (+ 24 Mrd €) vor allem aufgrund von „Safe Haven“-Flüssen im Zuge der geänderten Risikowahrnehmung der Investoren. Der größte Posten geht auf die Preiswirkung der „Safe Haven“-Flüsse zurück, welche sich im Anstieg des reinen Renditedifferenzials (+ 32½ Mrd €) äußerten. Dies lag vor allem an Renditeveränderungen auf dem Anleihemarkt, in welchem die Effektivverzinsung zwischen 2007 und 2012 passivseitig von 3¾% auf 2¼% nachgab, während die Ermäßigung auf der Aktivseite mit einem Rückgang von 4¾% auf 4¼% deutlich geringer ausfiel. Abträglich für das Renditedifferenzial wirkte hingegen, dass die Verzinsung von deutschen Netto-Gläubigerpositionen wie den übrigen Kapitalanlagen der MFI sowie Investmentfondanteilen niedriger ausfiel als in der Vorperiode (– 6½ Mrd €).

Die deutlichen Portfolioumschichtungen seit Beginn der Krise hatten keinen negativen Einfluss auf den Vermögenseinkommenssaldo. Aktivseitig gewannen vor allem TARGET2-Forderungen, die übrigen Kapital-

anlagen der öffentlichen Stellen ohne die Bundesbank, langfristige Schuldverschreibungen und Direktinvestitionen insbesondere auf Kosten der übrigen Kapitalanlagen der MFI und von Aktien an Gewicht. Dies ist zum einen auf eine strukturelle Verschiebung zulasten der Bankfinanzierung unter anderem infolge neuer Eigenkapitalvorschriften im Rahmen von Basel III zu werten. In erster Linie sorgten jedoch institutionelle Mechanismen innerhalb der EWU und die Krisenbekämpfung dafür, dass sich der Anteil des privaten Sektors am Auslandsvermögen zugunsten von öffentlichen Stellen – insbesondere der TARGET2-Forderungen der Bundesbank – verschoben hat. Das Anschwellen der TARGET2-Forderungen wurde jedoch in seiner Wirkung auf den Gesamtsaldo durch die Reduzierung niedrig verzinsten Anlageklassen wie den übrigen Kapitalanlagen der MFI zugunsten von solchen mit höherer Rentabilität wie Direktinvestitionen und langfristigen Krediten rechnerisch mehr als ausgeglichen.⁵⁾

Im Zeitraum von 2012 bis 2014 verbesserte sich der deutsche Vermögenseinkommenssaldo dem gegenwärtigen Rechenstand zufolge lediglich leicht um 2 Mrd €. Vor dem Hintergrund, dass das deutsche Netto-Auslandsvermögen auch aufgrund von Bewertungseffekten deutliche Zuwächse verzeichnete (+ 523 Mrd €), fiel der Akkumulationseffekt in diesem Zeitraum erneut beträchtlich aus (+ 13 Mrd €). Allerdings gab es dämpfende Wirkungen durch das weitere

⁴ Vgl. dazu auch: Deutsche Bundesbank, Diskrepanz zwischen der Veränderung des Auslandsvermögens und des kumulierten Saldos der Kapitalbilanz: kein geeigneter Indikator für Vermögensverluste, Monatsbericht, Mai 2014, S. 52–54.

⁵ TARGET2-Forderungen werden im ersten Schritt mit dem Referenzzinssatz des Eurosystems verzinst und generieren Vermögenseinkommen im Sinne der Zahlungsbilanz, welche als Ertrag der Bundesbank verbucht werden. Dieser Aspekt wird im Rahmen der vorliegenden Rechnung ausschließlich berücksichtigt. Da sich TARGET2-Salden über alle Länder der EWU ausgleichen, entsteht dem Eurosystem als Ganzem und somit auch der Bundesbank aus diesen aber letztendlich keine monetären Einkünfte. Die Verrechnung und Verteilung aller monetären Einkünfte des Eurosystems erfolgt nur am Jahresende. Der Ausgleichsbetrag wird statistisch in den Sekundäreinkommen erfasst.

Absinken des Renditeniveaus ($-3\frac{1}{2}$ Mrd €) und des nun weniger günstigen Renditedifferenzials ($-7\frac{1}{2}$ Mrd €). Letzteres war primär auf eine partielle Umkehr der krisenbedingten Entwicklung an den Anleihemärkten zurückzuführen, welche sich in einem negativen reinen Renditedifferenzial-Effekt widerspiegelte ($-8\frac{1}{2}$ Mrd €). Die Wirkung der Portfoliumschichtungen von Forderungen (+ 4 Mrd €) und Verbindlichkeiten (-4 Mrd €) hin zu Aktien und aktivseitig auch zu langfristigen Schuldverschreibungen glich sich hingegen im Hinblick auf den Vermögenseinkommenssaldo aus.

Für die Erklärung des in den vergangenen zehn Jahren gestiegenen Vermögenseinkommensüberschusses reicht es nicht aus, allein den Akkumulationsprozess des Netto-Auslandsvermögens zu betrachten. Die Verbesserung des Renditedifferenzials zwischen Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten – besonders beim Beteiligungskapital der Direktinvestitionen sowie langfristigen Schuldverschreibungen – hat zumindest bis

2012 zusätzlich überschussfördernd gewirkt. Die Umschichtungen innerhalb der deutschen Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten seit Beginn der Finanz- und Staatsschuldenkrise haben sich in ihrer Gesamtwirkung auf den Vermögenseinkommenssaldo größtenteils ausgeglichen. Die Höhe des deutschen Netto-Auslandsvermögens lässt erwarten, dass auch in den kommenden Jahren die grenzüberschreitenden Vermögenseinkommensströme per saldo deutlich positive Beiträge zur Leistungsbilanz beisteuern werden.

■ Kapitalverkehr

Grundtendenzen im Kapitalverkehr

*Netto-Kapitalexporte
gestiegen*

Spiegelbildlich zu dem Leistungsbilanzüberschuss verzeichnete Deutschland auch im Jahr 2014 wieder hohe Netto-Kapitalexporte. Sie beliefen sich auf 244 Mrd € (verglichen mit 208 Mrd € im Jahr davor). Davon entfielen über 50% auf den Wertpapierverkehr. Das aktuelle Niedrigzinsumfeld machte sich in einem gestiegenen Interesse inländischer Anleger an höher rentierlichen ausländischen Titeln bemerkbar. Umgekehrt waren die als besonders sicher geltenden deutschen Staatsanleihen im Ausland nach wie vor gefragt, obwohl deren Rendite angesichts der großzügigen Liquiditätsversorgung durch das Eurosystem und der Erwartung umfangreicher Wertpapierkäufe zu geldpolitischen Zwecken (Quantitative Easing) über sämtliche Laufzeitsegmente hinweg stetig gefallen ist. Die Bedeutung der Direktinvestitionen für den

Kapitalverkehrssaldo ist 2014 deutlich gestiegen. Über das Jahr betrachtet machten sie rund ein Drittel der Netto-Kapitalexporte aus. Zu Kapitalabflüssen kam es auch im übrigen Kapitalverkehr; allerdings waren diese vom Betrag her vergleichsweise gering. Dabei stellten insbesondere hiesige Finanzkonzerne ihren ausländischen Niederlassungen mehr Mittel zur Verfügung. Hingegen sind die TARGET2-Forderungen der Bundesbank im Gesamtjahr nochmals zurückgegangen. Vor dem Hintergrund einer zunehmenden Unsicherheit an den Finanzmärkten wiesen sie zuletzt allerdings wieder eine steigende Tendenz auf.

Wertpapierverkehr

Im Wertpapierverkehr, in dem sich die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten häufig besonders deutlich zeigen, kam es 2014 zu Netto-Kapitalexporten von $127\frac{1}{2}$ Mrd €, verglichen mit $164\frac{1}{2}$ Mrd € im Jahr davor. Der

*Gesunkene
Kapitalexporte
im Wertpapier-
verkehr*

Rückgang ist vor allem auf einen Umschwung in der Auslandsnachfrage nach deutschen Wertpapieren zurückzuführen. Während sich gebietsfremde Investoren 2013 per saldo noch von deutschen Wertpapieren getrennt hatten, wechselten sie im vergangenen Jahr wieder auf die Käuferseite. Vor allem durch den Erwerb von längerfristigen Schuldverschreibungen und Aktien erhöhten ausländische Investoren ihren Bestand an deutschen Wertpapieren 2014 insgesamt um 21½ Mrd €.

Netto-Kapitalimporte bei öffentlichen Anleihen, ...

Die grenzüberschreitenden Umsätze im Handel mit deutschen Anleihen sind 2014 weiter zurückgegangen. Dabei spielten strukturelle Faktoren, wie der rückläufige Umlauf von Bankschuldverschreibungen, eine wesentliche Rolle. Möglicherweise werden Schuldverschreibungen auch in einem höheren Maße von Buy-and-hold-Investoren nachgefragt als früher. Insgesamt erwarben ausländische Investoren im vergangenen Jahr per saldo für 21½ Mrd € hiesige Anleihen. Sie bauten dabei ihre Bestände an öffentlichen Schuldverschreibungen weiter aus. Im Berichtsjahr übertraf der Erwerb von öffentlichen Anleihen die Verkäufe um 30 Mrd €. Dies liegt über dem Wert aus dem Jahr davor, jedoch unter den Netto-Mittelzuflüssen der Jahre 2010 bis 2012 (durchschnittlich 75 Mrd € pro Jahr). Damit ist Deutschland bei internationalen Investoren weiterhin als sicherer Hafen gefragt; aufgrund sinkender Renditen von Bundesanleihen scheint die Bedeutung des Sicherheitsmotivs – verglichen mit den akuten Krisenjahren 2010 bis 2012 – jedoch abgenommen zu haben.

... jedoch Netto-Kapitalexporte bei inländischen privaten Anleihen

Bei privaten Anleihen setzte sich der Trend hoher Tilgungen aus den Vorjahren fort. Der Bestand an diesen langfristigen Schuldverschreibungen in den Händen ausländischer Investoren sank 2014 um 8½ Mrd €. Ein wesentlicher Grund hierfür ist der seit Jahren rückläufige Umlauf von im Inland emittierten Bankschuldverschreibungen. Die Netto-Kapitalexporte spiegeln damit vermutlich primär ein sinkendes Angebot von seiten heimischer Emittenten wider.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

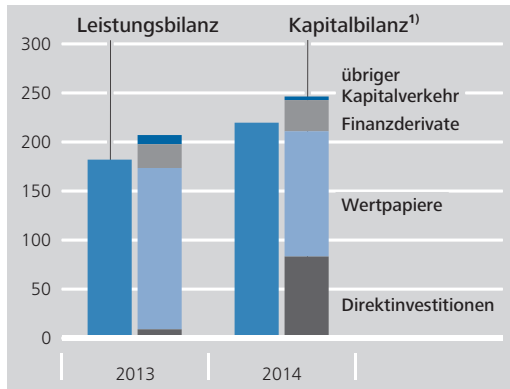
Position	2012 ¹⁾	2013 ¹⁾	2014 ¹⁾
I. Leistungsbilanz (Saldo)	+ 187,3	+ 182,0	+ 219,7
1. Warenhandel ¹⁾	+ 196,6	+ 207,6	+ 229,3
Ausfuhr (fob)	1 074,1	1 083,5	1 123,8
Einfuhr (fob)	877,5	875,9	894,5
nachrichtlich:			
Außenhandel ²⁾	+ 189,8	+ 195,0	+ 216,9
Ausfuhr (fob)	1 095,8	1 093,1	1 133,5
Einfuhr (cif)	905,9	898,2	916,6
2. Dienstleistungen (Saldo) ³⁾	- 35,9	- 44,8	- 39,1
darunter:			
Reiseverkehr (Saldo)	- 35,4	- 37,7	- 36,8
3. Primäreinkommen (Saldo)	+ 66,8	+ 60,2	+ 66,9
darunter:			
Vermögenseinkommen (Saldo)	+ 62,2	+ 58,0	+ 65,0
4. Sekundäreinkommen (Saldo)	- 40,1	- 41,1	- 37,4
II. Saldo der Vermögensänderungsbilanz	+ 1,4	+ 1,1	+ 2,8
III. Saldo der Kapitalbilanz ⁴⁾	+ 157,5	+ 207,9	+ 243,8
1. Direktinvestitionen	+ 35,6	+ 9,0	+ 83,2
2. Wertpapieranlagen	+ 54,8	+ 164,5	+ 127,7
3. Finanzderivate ⁵⁾	+ 24,4	+ 24,3	+ 31,8
4. Übriger Kapitalverkehr ⁶⁾	+ 41,4	+ 9,3	+ 3,7
5. Währungsreserven ⁷⁾	+ 1,3	+ 0,8	- 2,6
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ⁸⁾	- 31,3	+ 24,8	+ 21,3

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

Deutsche Bundesbank

Wichtige Posten in der deutschen Zahlungsbilanz

Salden in Mrd €



¹ Ohne transaktionsbedingte Veränderung der Währungsreserven; Netto-Kapitalexport: +.
 Deutsche Bundesbank

Keine nennenswerten Veränderungen bei inländischen Geldmarktpapieren

Der Bestand an heimischen Geldmarktpapieren in ausländischen Portfolios hat sich 2014 um 2½ Mrd € verringert. Hierbei hielten sich die Netto-Mittelabflüsse durch den Handel mit öffentlichen Emissionen (13½ Mrd €) und die Netto-Mittelzuflüsse bei privaten kurzfristigen Schuldverschreibungen (11 Mrd €) in etwa die Waage. Ausschlaggebend für die Verkäufe und Tilgungen öffentlicher „Kurzläufer“ durch das Ausland dürften die niedrigen (teilweise negativen) Renditen und ein sinkendes Angebot gewesen sein.

Entgegen-gesetzte Entwicklung bei inländischen Aktien und Investment-zertifikaten

Die Nachfrage nach deutschen Aktien ist 2014 weiter angestiegen, sodass es zu einem Netto-Kapitalimport von 8½ Mrd € gekommen ist. Der hiesige Aktienmarkt dürfte im vergangenen Jahr von der zum Jahresende hin anziehenden Konjunktur und der relativ günstigen Kursentwicklung profitiert haben. Bei höheren grenzüberschreitenden Umsätzen haben ausländische Investoren dagegen deutsche Investmentzertifikate per saldo verkauft, sodass sich hierfür ein Netto-Kapitalexport von 5½ Mrd € einstellte.

Steigende Netto-nachfrage nach ausländischen Schuldverschreibungen ...

In umgekehrter Richtung erwarben heimische Investoren 2014 per saldo ausländische Wertpapiere im Wert von 149½ Mrd €, was ungefähr den Mittelabflüssen aus dem Jahr davor entspricht (2013: 143 Mrd €). Die wichtigste

Anlageform sind dabei traditionell langfristige Schuldverschreibungen. Durch deren Erwerb stellten deutsche Investoren dem Ausland per saldo 99 Mrd € zur Verfügung. Hierbei veränderte sich der Saldo gegenüber dem übrigen Euro-Währungsgebiet nicht wesentlich. Heimische Nichtbanken, zu denen auch Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften rechnen, schätzten allerdings die Aussichten der von der Krise besonders betroffenen Länder augenscheinlich wieder etwas besser ein und bauten ihre Bestände an Unternehmensanleihen dieser Länder weiter aus, während deutsche Banken ihre Bestände eher konstant hielten. Vor allem in der zweiten Jahreshälfte erwarben heimische Investoren zudem vermehrt festverzinsliche Wertpapiere aus den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich. Ein Grund hierfür dürfte die unterschiedliche Entwicklung in der Geldpolitik sein. Während die Federal Reserve ihr Anleiheankaufprogramm im Herbst beendete, wurden im Euro-Raum weitere expansive geldpolitische Maßnahmen beschlossen. An den Devisenmärkten schlug sich dies in Wechselkursverschiebungen zulasten des Euro nieder. Im Unterschied zu US-Titeln kam es gegenüber Japan, welches 2014 die Ausweitung der Geldbasis weiter beschleunigte, im Berichtsjahr zu einem Verkauf von japanischen Schuldverschreibungen durch heimische Anleger. Alles in allem belief sich der Nettoerwerb von Fremdwährungsanleihen im vergangenen Jahr auf 17 Mrd € (2013: 23½ Mrd €). Es wurden vor allem in US-Dollar und dänischer Krone denominierte Anleihen nachgefragt.

Inländische Investoren erwarben 2014 mit 10½ Mrd € etwas weniger ausländische Aktien als im Jahr davor (19 Mrd €). Insbesondere in der zweiten Jahreshälfte flaute die Nachfrage spürbar ab. Hierfür dürften die Eintrübung der weltweiten Konjunkturaussichten im Spätsommer sowie die gegen Ende des Jahres wieder wachsende Unsicherheit im Euro-Währungsgebiet über den wirtschaftspolitischen Kurs in Griechenland verantwortlich gewesen sein. In einigen Ländern könnten aber auch Umschich-

... steht sinkender Nachfrage nach ausländischen Aktien gegenüber

tungen von Aktien in Schuldverschreibungen eine Rolle gespielt haben. Solche Portfolioanpassungen hat es möglicherweise bei Anlagen in den USA und Großbritannien gegeben, in denen wie erwähnt die Nachfrage nach festverzinslichen Wertpapieren in der zweiten Jahreshälfte gestiegen ist. Im Übrigen haben deutsche Dividendenwerte im Vergleich zu vielen anderen Aktienmärkten im vergangenen Jahr deutlich besser abgeschnitten.

Gestiegene Netto-Kapitalexporte bei Investmentzertifikaten ...

Deutsche Investoren verstärkten 2014 ihr indirektes Wertpapierengagement über ausländische Investmentgesellschaften. Hierbei kam es im Berichtsjahr per saldo zu Mittelabflüssen von 38½ Mrd € (2013: 32 Mrd €). Deutsche Investoren bauten insbesondere ihre Bestände an Anteilscheinen aus dem übrigen Euro-Währungsgebiet weiter aus. Gegenüber dem Vorjahr stiegen die Kapitalexporte in das übrige Euro-Währungsgebiet in diesem Wertpapiersegment um 35%.

... und Finanzderivaten

Bei den Finanzderivaten, die in der Zahlungsbilanz nur in einer Position ausgewiesen werden, stiegen die Netto-Kapitalexporte 2014 auf 32 Mrd € an. Dies entspricht einem Anstieg gegenüber dem Vorjahr um mehr als 30%. Dabei entfielen knapp drei Viertel der Netto-Kapitalexporte auf Termingeschäfte, während der Rest größtenteils Optionen zuzuschreiben war. Hauptsächlich wurden die Finanzderivate von Kreditinstituten (21 Mrd €) und finanziellen Kapitalgesellschaften (6½ Mrd €) erworben. Der mit der Umstellung auf das neue Zahlungsbilanzhandbuch (BPM6) neu in diese Position aufgenommene Terminhandel mit Strom und Gas war dabei für ein Transaktionsvolumen von 2½ Mrd € verantwortlich.

Direktinvestitionen

Rückgang der weltweiten Direktinvestitionen ...

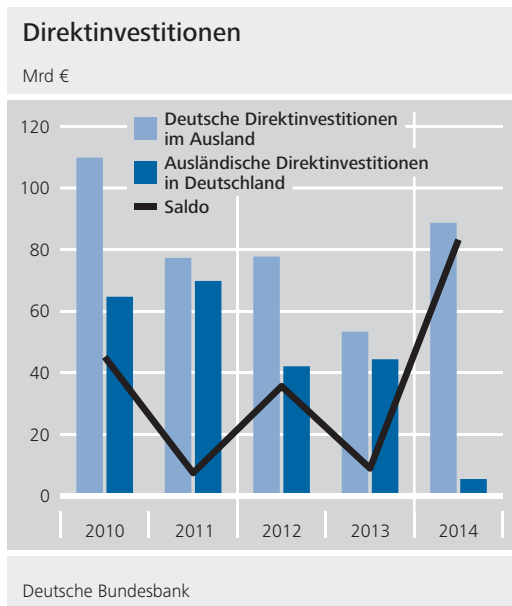
Die schwierige geopolitische Lage führte gerade bei den eher langfristig orientierten Direktinvestitionen global gesehen zu einem etwas verhaltenen Engagement der Unternehmen. So ergaben die Schätzungen der United Nations

Kapitalbilanz

Mrd €

Position	2012 ¹⁾	2013 ¹⁾	2014 ¹⁾
Saldo der Kapitalbilanz ¹⁾	+ 157,5	+ 207,9	+ 243,8
1. Direktinvestitionen	+ 35,6	+ 9,0	+ 83,2
Inländische Anlagen im Ausland ²⁾	+ 77,7	+ 53,4	+ 88,7
Ausländische Anlagen im Inland ²⁾	+ 42,1	+ 44,4	+ 5,5
2. Wertpapieranlagen	+ 54,8	+ 164,5	+ 127,7
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten ²⁾	+ 109,7	+ 143,2	+ 149,4
Aktien ³⁾	+ 11,7	+ 19,0	+ 10,6
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 21,7	+ 31,9	+ 38,3
Langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 75,9	+ 87,8	+ 99,1
Kurzfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾	+ 0,5	+ 4,5	+ 1,4
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten ²⁾	+ 55,0	- 21,3	+ 21,7
Aktien ³⁾	+ 2,3	+ 5,0	+ 8,3
Investmentfondsanteile	- 3,4	+ 6,1	- 5,6
Langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 56,2	- 9,5	+ 21,4
Kurzfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾	- 0,1	- 22,9	- 2,4
3. Finanzderivate ⁷⁾	+ 24,4	+ 24,3	+ 31,8
4. Übriger Kapitalverkehr ⁸⁾	+ 41,4	+ 9,3	+ 3,7
Monetäre Finanzinstitute ⁹⁾	- 117,6	+ 101,6	+ 43,8
langfristig	- 37,7	- 33,8	+ 35,7
kurzfristig	- 79,9	+ 135,4	+ 8,1
Unternehmen und Privatpersonen ¹⁰⁾	- 22,1	+ 18,6	- 18,8
langfristig	+ 0,4	+ 14,7	+ 6,2
kurzfristig	- 22,5	+ 3,9	- 25,0
Staat	+ 80,8	+ 9,0	+ 19,6
langfristig	+ 13,9	+ 5,8	- 1,5
kurzfristig	+ 67,0	+ 3,2	+ 21,1
Bundesbank	+ 100,2	- 119,9	- 41,0
5. Währungsreserven ¹¹⁾	+ 1,3	+ 0,8	- 2,6

1 Zunahme an Netto-Auslandsvermögen: + / Abnahme an Netto-Auslandsvermögen: -. 2 Zunahme: +. 3 Einschl. Genussscheine. 4 Einschl. reinvestierter Erträge. 5 Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. 6 Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit bis zu einem Jahr. 7 Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktioptionen. 8 Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. 9 Ohne Bundesbank. 10 Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck. 11 Ohne Zuteilung von Sonderziehungsrechten und bewertungsbedingte Änderungen.
 Deutsche Bundesbank



Conference on Trade and Development (UNCTAD) einen Rückgang der weltweiten Direktinvestitionen um 8% auf weniger als 1 1/2 Billionen US-\$.⁸⁾ Allerdings war die regionale Entwicklung sehr unterschiedlich. Entwicklungs- und Schwellenländer, die bereits in den Vorjahren die beliebtesten Investitionsziele waren, konnten auch im vergangenen Jahr ihr Investitionsaufkommen steigern, und zwar um 4%, womit ihr Anteil an den weltweiten Investitionszuflüssen 56% erreichte. In den Reformländern kam es hingegen – unter anderem wegen des Russland-Ukraine-Konflikts und der wirtschaftlichen Probleme in einigen anderen Ländern – zu einer Halbierung der Direktinvestitionen (auf 45 Mrd US-\$). Aber auch die Gruppe der Industrieländer verzeichnete mit einem Minus von 14% einen deutlichen Rückgang (auf rd. 700 Mrd US-\$). Hier waren insbesondere die USA betroffen, da eine ausländische Gesellschaft ihre Beteiligung an einem großen amerikanischen Telekommunikationsunternehmen zurückgeführt hat. Angesichts des beträchtlichen Volumens der Transaktion schlug diese auf die ausländischen Direktinvestitionen in den USA insgesamt durch. Hingegen konnte die EU ein um 13% höheres Direktinvestitionsvolumen anziehen.

Aus deutscher Sicht führten die Direktinvestitionen 2014 zu Netto-Kapitalexporten in Höhe

von 83 Mrd €; der Saldo hat sich damit gegenüber dem Vorjahr verneunfacht. Dies lag zum einen daran, dass ausländische Firmen so wenig Kapital nach Deutschland transferierten wie seit 2004 nicht mehr. Hier spielte allerdings eine unternehmensspezifische Entwicklung im konzerninternen Kreditverkehr eine dominierende Rolle. Davon abgesehen bleibt Deutschland als Standort für ausländische Investoren weiterhin attraktiv. Hierfür ist der starke Zufluss an ausländischem Beteiligungskapital Beleg. Zum anderen verstärkten deutsche Unternehmen ihr Auslandsengagement.

... dagegen Anstieg in Deutschland

Die Direktinvestitionen deutscher Unternehmen übertrafen mit 88 1/2 Mrd € den Wert des Vorjahres (53 1/2 Mrd €) deutlich. Sie stockten vor allem das Beteiligungskapital bei ihren Auslandsniederlassungen auf (70 1/2 Mrd €), wobei davon 22 Mrd € auf die Reinvestition von im Ausland erwirtschafteten Gewinnen entfielen.⁹⁾ Zudem flossen im grenzüberschreitenden Kreditverkehr deutscher Unternehmen 18 1/2 Mrd € ins Ausland. Hierbei stellten zum einen hiesige Eigner ihren Niederlassungen im Ausland vor allem Finanzkredite zur Verfügung. Zum anderen vergaben in Deutschland ansässige Tochterunternehmen Kredite an ihre ausländischen Mütter.

Deutsche Direktinvestitionen im Ausland wieder auf hohem Niveau

Mit ihren Direktinvestitionen im Ausland verfolgen deutsche Unternehmen meist strategische Ziele. Laut einer Umfrage des Deutschen Industrie- und Handelskammertags (DIHK)¹⁰⁾ stellten 83% der Firmen die Ausweitung der Produktionskapazitäten und die Stärkung des Vertriebes beziehungsweise des Kundendienstes in den Vordergrund. Ein Viertel der befragten Unternehmen gaben Handelshemmnisse als weiteres Motiv eines verstärkten Auslandsengagements an. Dies galt vor allem für die Absatzmärkte in Südamerika, Russland oder Südost-

Strategische Ziele bei deutschen Direktinvestitionen

⁸⁾ Vgl.: UNCTAD, Global Investment Trends Monitor, Nr. 18, 29. Januar 2015.

⁹⁾ Im Jahr 2014 wurden auch große M&A-Transaktionen angekündigt, die allerdings im Berichtsjahr noch nicht zahlungsbilanzwirksam wurden.

¹⁰⁾ Vgl.: DIHK-Umfrage, Auslandsinvestitionen in der Industrie, Frühjahr 2014.

europa. Kostengründe spielten für 21% der Unternehmen eine Rolle, allen voran die Möglichkeit, Lohn- und Energiekosten zu senken. Laut der Studie nahmen diese Kostenmotive vor dem Hintergrund der aktuellen Energie- und Arbeitsmarktpolitik in Deutschland an Bedeutung zu.

Europa wichtiges Ziel deutscher Direktinvestitionen

Die regionale Verteilung der deutschen Direktinvestitionen spiegelt diese Motive weitgehend wider. Im Jahr 2014 ging mit 71½ Mrd € ein Großteil der Direktinvestitionen in die anderen EU-Länder, die auch Hauptabnehmer deutscher Produkte sind. Laut der DIHK-Studie hat die EU in den präferierten Standorten der Unternehmen das Zielland China, das vier Jahre bei der angestrebten Auslandsexpansion vor ihr rangiert hatte, abgelöst. Deutsche Unternehmen sahen gerade für die Partnerländer in der EU eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit, die sie als Investitionsstandort attraktiv macht. Ferner bauten heimische Firmen 2014 ihr Engagement in China und Südamerika aus. In den USA gab es kein nennenswertes Neuengagement, wofür größere Verluste bei einigen Auslandsunternehmen, die sich in negativen reinvestierten Gewinnen niederschlugen, verantwortlich waren. Als Investoren traten vor allem Holdinggesellschaften und Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes – allen voran die Automobilbranche – auf. Deutsche Kreditinstitute fuhren dagegen ihre Auslandsinvestitionen im vergangenen Jahr zurück.

Rückgang des ausländischen Engagements in Deutschland

Gebietsfremde Investoren erhöhten ihr Engagement in Deutschland 2014 nur leicht, nämlich um 5½ Mrd €. Im Jahr davor war es noch zu ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland in Höhe von 44½ Mrd € gekommen. Verantwortlich für den Rückgang war der konzerninterne Kreditverkehr: Während ausländische Unternehmen deutschen Firmen 2013 per saldo noch 37 Mrd € an Krediten zur Verfügung stellten, zogen sie im vergangenen Jahr 17 Mrd € aus Deutschland ab. Dabei war der Rückgang maßgeblich von den Transaktionen einer ausländischen Gesellschaft beeinflusst. Diesem Umschwung bei den Krediten stand eine relativ

kräftige Aufstockung des Beteiligungskapitals gegenüber, wodurch Deutschland per saldo 22½ Mrd € zugeflossen sind (2013: 7½ Mrd €). Dies deutet darauf hin, dass Deutschland für ausländische Investoren als Unternehmensstandort weiterhin attraktiv ist.

Vor allem Firmen aus Europa haben ihr Engagement in hiesigen verbundenen Unternehmen verringert, während Investoren aus Nordamerika und Asien ihre Auslandsbeteiligungen ausgebaut haben. Maßgeblich für den Rückgang der Direktinvestitionen aus dem europäischen Ausland war die Tilgung konzerninterner Kredite bei einer niederländischen Muttergesellschaft. Mit Blick auf die Ausweitung von Beteiligungskapital in Deutschland zeigten sich Holdinggesellschaften sehr aktiv, während ausländische Investoren aus dem Finanzsektor Kapital abzogen.

Ausländische Holdinggesellschaften in Deutschland aktiv

Übriger Kapitalverkehr

Der übrige Kapitalverkehr, welcher sowohl Finanz- und Handelskredite (soweit sie nicht den Direktinvestitionen zuzurechnen sind) als auch Bankguthaben und sonstige Anlagen umfasst, verzeichnete auch im Jahr 2014 Netto-Kapitalexporte, und zwar in Höhe von 3½ Mrd €. Dabei kam es sowohl bei den Nichtbanken als auch im Bankensystem in geringem Umfang zu Mittelabflüssen.

Netto-Kapitalexporte im übrigen Kapitalverkehr

Gegenläufige Transaktionen der Nichtbanken glichen sich über das Jahr per saldo in etwa aus (Netto-Kapitalexporte von 1 Mrd €). Dabei führten die Dispositionen staatlicher Stellen zu Netto-Kapitalexporten (19½ Mrd €). Diese erhöhten zum einen ihre kurzfristigen Bankguthaben im Ausland (12 Mrd €), zum anderen reduzierten sie insbesondere kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Kreditgebern (6 Mrd €). Ferner werden die Mittelabflüsse der sektorübergreifenden Position „sonstige Anteilsrechte“ (6 Mrd €) maßgeblich vom Staat getrieben; hier findet sich die Kapitalerhöhung des Bundes beim Europäi-

Geringe Mittelabflüsse bei den Nichtbanken ...

Ausweis von Euro-Bargeld in der Zahlungsbilanz und im Auslandsvermögensstatus

Bislang wurde wegen der unzureichenden statistischen Erfassungsmöglichkeiten darauf verzichtet, grenzüberschreitende Bargeldtransaktionen und deren Gegenbuchungen in der Zahlungsbilanz (und im Auslandsvermögensstatus: AVS) auszuweisen. Hierzu zählen beispielsweise Bargeldmitnahmen von Saison- und Gastarbeitern oder Kapitaltransaktionen mit Bargeld. Eine Besonderheit galt für die in bar getätigten Reiseverkehrsausgaben von Gebietsansässigen und die Versendung von Euro-Banknoten durch die Bundesbank oder hiesige Kreditinstitute ins Ausland. Obwohl für beide Größen statistische Informationen vorlagen, erfolgte bislang nur eine einseitige Verbuchung in der Dienstleistungsbilanz beziehungsweise im übrigen Kapitalverkehr bei den Auslands Guthaben des inländischen Bankensystems.¹⁾ Eine Gegenbuchung der korrespondierenden Banknotenabflüsse bei den Verbindlichkeiten der Bundesbank erfolgte hingegen nicht, da diese auf längere Sicht ein verzerrtes Bild über den Gesamteinfluss aller grenzüberschreitenden Bargeldtransaktionen vermittelt hätten. Stattdessen flossen sie in den sogenannten Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten) ein.

Die Bargeldabflüsse durch den Reiseverkehr und die Versendung von Euro-Banknoten sind seit der Einführung des Euro-Bargeldes allerdings beachtlich gewesen. In der Summe sind seither 357½ Mrd € oder gut 70% der gesamten Nettoemissionen der Bundesbank ins Ausland geflossen. Dabei wird der kumulierte Nettoeffekt von grenzüberschreitenden Bargeldtransaktionen im Reiseverkehr auf 201 Mrd € geschätzt. Hinzu kommt die Versendung von Euro-Banknoten, die sich seit Januar 2002 kumuliert auf 156 Mrd € beläuft. Mit knapp 75% dürfte der weit überwiegende Teil unmittelbar in Länder außerhalb der EWU gelangt sein; in andere EWU-Mitgliedsländer floss gut ein Viertel.

Umfang und Nachhaltigkeit der Bargeldabflüsse waren somit auch für die bislang zu beobachtenden, systematisch positiven Restposten in der deutschen Zahlungsbilanz

verantwortlich. Diese beliefen sich für den Zeitraum von Januar 2002 bis Ende 2014 auf – vor Ausweis des Euro-Bargeldes – kumuliert 247½ Mrd €.

Für die nun vorgenommene Umstellung im statistischen Ausweis gibt es mehrere Gründe. Das primäre Ziel besteht darin, die Vergleichbarkeit der Ergebnisse der verschiedenen makrostatistischen Rechenwerke auf nationaler und internationaler Ebene zu verbessern. So haben die deutsche Finanzierungsrechnung, aber teilweise auch die Zahlungsbilanzstatistiken anderer EWU-Länder diese Transaktionen bereits berücksichtigt, weil dies von der EZB gefordert war oder weil es aus nationaler Sicht sinnvoll erschien. Aus deutscher Sicht spielt auch eine Rolle, dass der systematisch positive Restposten zunehmend die Interpretierbarkeit der statistischen Ergebnisse erschwerte. Des Weiteren wurde zwischenzeitlich gezeigt, dass mit den oben genannten Informationsquellen ein für die statistische Datenproduktion geeignetes Verfahren aufgesetzt werden kann, welches auch längerfristig ein belastbares Bild des Abflusses von Euro-Bargeld²⁾ in das Ausland zeichnet.³⁾

¹ Die baren (und gesamten) Reiseverkehrsausgaben der Inländer im Ausland werden sowohl für den restlichen Euro-Raum als auch für die Länder außerhalb der Europäischen Währungsunion (EWU) in einer Haushaltsumfrage der Bundesbank im Rahmen der Zahlungsbilanzstatistik erhoben. Ferner ist die Versendung von Euro-Banknoten durch hiesige Kreditinstitute oder die Bundesbank an ausländische Banken erfassbar. Siehe auch: Deutsche Bundesbank, Zur Darstellung grenzüberschreitender Bargeldtransaktionen in der Zahlungsbilanz, Monatsbericht, März 2005, S. 39.

² Der gesamte Bargeldabfluss würde neben den Banknoten auch das Münzgeld umfassen. Der Auslands-umlauf von in Deutschland ausgegebenen Euro-Münzen ist statistisch allerdings nicht erfassbar und in Relation zum Banknotenumlauf wertmäßig von untergeordneter Bedeutung. Mögliche Auslandsverbindlichkeiten des deutschen Staates als Emittent von Euro-Münzen werden daher nicht separat ausgewiesen.

³ Siehe auch: Deutsche Bundesbank, Der Auslands-umlauf von in Deutschland emittierten Euro-Banknoten, Monatsbericht, Januar 2011, S. 31–43. Zur Erläuterung sei angemerkt, dass der Begriff Umlauf für die ins Ausland geflossenen Nettoemissionen steht; diese laufen dort aber nicht notwendigerweise immer noch um, da sie bspw. zwischenzeitlich von anderen Notenbanken aus dem Verkehr genommen wurden.

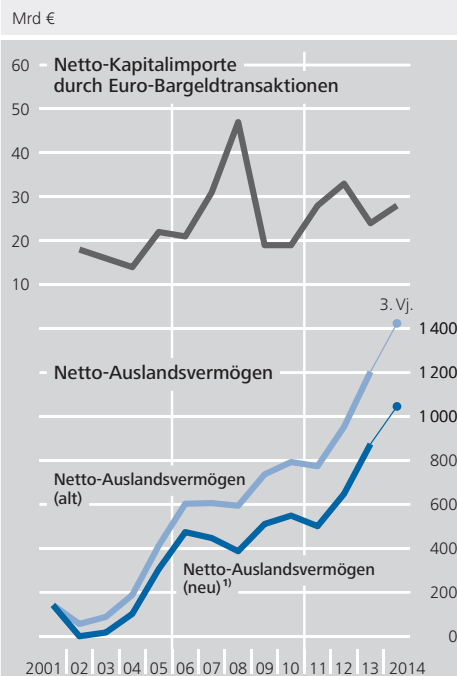
Ausgangspunkt der Schätzung für die grenzüberschreitenden Bargeldgeschäfte sind die oben genannten Statistiken zum Reiseverkehr und zu den Banknotenversendungen. Die Reiseverkehrsumfrage, die im Auftrag der Bundesbank durchgeführt wird, enthält auch Angaben zu den mit Euro-Bargeld getätigten Ausgaben inländischer Geschäfts- und Urlaubsreisender im Ausland. Legt man den mithilfe dieser Daten ermittelten Anteil der Bargeldtransaktionen von Gebietsansässigen auch auf die deutschen Reiseverkehrseinnahmen an, dann lässt sich ein Nettoabfluss an Bargeld durch den Reiseverkehr ermitteln. Die Netto-Banknotenversendungen ergeben sich unmittelbar aus den Erhebungen der Bundesbank. In der Summe ergibt sich der Netto-Bargeldabfluss, der in der entsprechenden Periode in der Zahlungsbilanz erfasst wird.⁴⁾ Kumuliert man diese Ströme über die Zeit, erhält man den Gesamtwert des per saldo seit Anfang 2002 ins Ausland geflossenen Euro-Bargeldes. Insgesamt sind dies die oben genannten 357½ Mrd €; sie werden im AVS als zusätzliche Auslandspassiva der Bundesbank verbucht.⁵⁾

Der statistische Ausweis der grenzüberschreitenden Bargeldgeschäfte steht auch in einer engen Beziehung zu den Abgrenzungen der Positionen zum Banknotenumlauf in der Bilanz der Bundesbank, welche die Besonderheiten der EWU bezüglich der Banknotenemissionen im Eurosystem berücksichtigt.⁶⁾

In der Bilanz wird zwischen dem Banknotenumlauf⁷⁾ – gemäß Banknotenverteilungsschlüssel – und den Verbindlichkeiten aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems unterschieden.⁸⁾ In den Außenwirtschaftsstatistiken für Deutschland sind somit folgende Positionen zu erfassen:

- Für Deutschland fällt der (geschätzte) Banknotenumlauf im Inland geringer aus als der Banknotenumlauf gemäß Verteilungsschlüssel (240½ Mrd €).⁹⁾ Für Ende 2014 ergibt sich damit aus der Differenz ein Auslandsumlauf von hier emittierten Banknoten (89½ Mrd €), der als Verbind-

Euro-Bargeld in der Zahlungsbilanz und im Auslandsvermögensstatus



¹ Unter Berücksichtigung der Auslandsverbindlichkeiten aus der Bargeldemission.
 Deutsche Bundesbank

⁴ Die Buchung erfolgt im übrigen Kapitalverkehr unter Bargeld und Einlagen bei der Bundesbank.

⁵ Der erstmalige Ausweis im AVS erfolgt Ende März 2015 mit der Veröffentlichung der Angaben zum vierten Quartal 2014.

⁶ Grundsätzlich sind Banknoten eine Verbindlichkeit der emittierenden Zentralbank. In der EWU werden Euro-Banknoten vom Eurosystem, d. h. der EZB und den nationalen Zentralbanken, gemeinschaftlich herausgegeben. Die sich daraus ergebenden Verbindlichkeiten werden der EZB und den nationalen Zentralbanken des Eurosystems gemäß Banknotenverteilungsschlüssel zugerechnet.

⁷ Die nationalen Verbindlichkeiten aus dem Banknotenumlauf errechnen sich für jede nationale Zentralbank durch die Multiplikation des Banknotenverteilungsschlüssels mit dem EWU-Gesamtumlauf. Der Banknotenumlauf ist dabei eine rechtlich fixierte Größe, die aber ökonomisch realistische Tatbestände widerspiegeln soll.

⁸ EWU-Länder, deren tatsächliche Nettoemissionen unterhalb des Umlaufs gemäß Verteilungsschlüssel liegen, verzeichnen eine entsprechende Forderungsposition auf der Aktivseite ihrer Bilanz. Die Ausgleichspositionen aller EWU-Länder (inkl. EZB) gleichen sich per Definition im Aggregat aus.

⁹ Die Schätzung des Inlandsumlaufs ergibt sich als Restgröße aus der Nettoemission an Banknoten durch die Bundesbank abzüglich des Auslandsumlaufs, der nach dem oben beschriebenen Verfahren ermittelt wird.

lichkeiten der Bundesbank aus Banknotenemissionen gegenüber dem Ausland erfasst wird.

- Überemission an Banknoten: Sie errechnet sich aus der tatsächlichen deutschen Banknotenemission (508 ½ Mrd € Ende 2014) abzüglich der Banknotenemission gemäß Verteilungsschlüssel. Dem Betrag nach belief sich die Überemission auf 268 Mrd €. Sie wird außenwirtschaftsstatistisch als Auslandsverbindlichkeiten aus Einlagen anderer nationaler Zentralbanken bei der Bundesbank ausgewiesen.

Alles in allem ergibt sich damit für Ende 2014 der oben genannte Auslandsumlauf aus deutschen Banknotenemissionen in Höhe von 357 ½ Mrd € (2013: 329 Mrd €). Für die Zahlungsbilanz resultiert aus dem Zuwachs im Jahr 2014 ein Netto-Kapitalimport in Höhe von 28 Mrd €.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass die Berücksichtigung der grenzüberschreitenden

Bargeldtransaktionen große Auswirkungen auf die Zahlungsbilanz und die Verbindlichkeiten Deutschlands gegenüber dem Ausland hat. So führt sie zu einer zusätzlichen Erfassung von Netto-Kapitalimporten; dies reduziert den Restposten und verbessert den analytischen Gehalt der Zahlungsbilanz. Zudem senkt sie die Netto-Auslandsposition Deutschlands beträchtlich.

Die statistische Verbuchung der grenzüberschreitenden Bargeldtransaktionen führt zweifellos zu einer besseren Konsistenz und internationalen Vergleichbarkeit der Außenwirtschaftsstatistiken. Gleichwohl zeigt sich auch, dass diese in einer Währungsunion zunehmend an ihre Grenzen stoßen. Eigentlich sind die aus der Banknotenemission entstandenen Verbindlichkeiten dem Eurosystem als Ganzes zuzuordnen; ihre Verteilung auf einzelne Länder der EWU erfolgt auf der Basis von einheitlichen Buchungskonventionen innerhalb des Eurosystems, die die Statistik nun soweit wie möglich abbildet.

schen Stabilitätsmechanismus (ESM) wieder. Hingegen sorgten die Transaktionen der Unternehmen und Privatpersonen für Kapitalzuflüsse (19 Mrd €). Sie führten zum einen ihre Guthaben bei ausländischen Banken zurück (11 ½ Mrd €). Dabei stand dem Abbau der kurzfristigen Einlagen insbesondere durch nichtfinanzielle Gesellschaften, eine weniger große Ausweitung der langfristigen Einlagen vor allem durch sonstige Finanzgesellschaften gegenüber. Zum anderen reduzierten sie ihre langfristigen Finanzkredite im Ausland (6 Mrd €).

Im Bankensystem insgesamt beliefen sich die Mittelabflüsse netto auf 3 Mrd €. Die unverbrieften Auslandsgeschäfte hiesiger Kreditinstitute führten zu deutlichen Netto-Kapitalexporten, und zwar im Umfang von 44 Mrd €. Dabei weiteten sie – erstmals seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Jahr 2008 – insbesondere ihre Interbankkredite an das Ausland wieder aus (84 Mrd €). Allerdings handelt es sich dabei nicht um erhöhte Ausleihungen an

konzernfremde Banken, vielmehr wurden die Mittel eigenen Auslandsniederlassungen in Finanzzentren zur Verfügung gestellt. Umgekehrt führten höhere Einlagen des Auslands bei hiesigen Instituten dazu, dass Mittel im Bankensystem aufkamen (32 ½ Mrd €). Den Kapitalabflüssen bei den Kreditinstituten standen Zuflüsse durch den Rückgang der Auslandsposition der Bundesbank (41 Mrd €) gegenüber. Ausschlaggebend waren niedrigere Forderungen im Rahmen des Großbetragszahlungsverkehrsystems TARGET2 (49 ½ Mrd €). Bereits 2013 war es zu einem deutlichen Rückgang dieser Position (145 ½ Mrd €) gekommen, die zuvor in erster Linie krisenbedingt sechs Jahre in Folge angestiegen war. In der Entwicklung des letzten Jahres schlägt sich nieder, dass die Märkte die Situation in den meisten der von der Krise besonders betroffenen Staaten als weiter verbessert einstufen; damit haben diese Länder bei der verstärkten Suche der Investoren nach Rendite offenbar an Attraktivität gewonnen.

Die Auslandsverbindlichkeiten der Bundesbank sind ebenfalls gesunken, was per saldo zu Mittelabflüssen im Kapitalverkehr geführt hat (9 Mrd €). Ausschlaggebend war, dass eine Notenbank außerhalb des Euro-Raums in größerem Umfang Einlagen von Konten bei der Bundesbank abgezogen hat. Dem standen allerdings Mittelzuflüsse in Höhe von 28 Mrd € durch grenzüberschreitende Transaktionen mit Euro-Banknoten gegenüber. Diese Transaktionen waren mangels verlässlicher Datengrundlagen bislang nicht in der Zahlungsbilanz ausgewiesen worden; neuere Schätzungen erlauben nun einen Ausweis rückwirkend bis zur Einführung des Euro-Bargeldes im Jahr 2002.¹¹⁾

Währungsreserven

Währungsreserven sinken durch Transaktionen

Die transaktionsbedingten Veränderungen der Währungsreserven bilden in der Zahlungsbilanz eine eigene Position. Im Jahr 2014 nahmen sie

um 2½ € ab. Dieser Rückgang war einer Abnahme der Reserveposition beim IWF sowie der Devisenreserven geschuldet.

Zudem wurden die Bestände an Währungsreserven durch die gemäß internationaler Standards nicht in der Zahlungsbilanz zu erfassenden bilanziellen Anpassungen beeinflusst. Aus der Neubewertung zu Marktpreisen resultierte 2014 ein Anstieg um 17½ Mrd €. Ausschlaggebend dafür waren Bewertungsgewinne durch die Aufwertung des US-Dollar. Diese schlug sich nicht nur in wechselkursbedingten Gewinnen bei den Devisenreserven nieder, sondern auch in einer deutlichen Höherbewertung des Goldbestandes. Alles in allem ist der Bilanzwert der deutschen Währungsreserven im Jahr 2014 um 15 Mrd € gestiegen; zum Bilanzstichtag am 31. Dezember 2014 lag er damit bei 158½ Mrd €.

Bilanzielle Anpassungen wirkten sich hingegen positiv auf die Währungsreserven aus

¹¹ Siehe dazu Erläuterungen auf S. 96 ff.