

## Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2022

*Der Leistungsbilanzüberschuss der deutschen Volkswirtschaft ging 2022 im Verhältnis zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 3½ Prozentpunkte auf 4¼ % zurück. Dies ist der größte Rückgang seit der deutschen Wiedervereinigung und der niedrigste Wert des Saldos seit 2003. Ausschlaggebend war der deutlich gesunkene Überschuss im Warenhandel. Dahinter stand die massive Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Tauschverhältnisses (Terms of Trade). Verursacht wurde sie von den stark gestiegenen Preisen für Energie und andere importierte Rohstoffe. Die deutsche Dienstleistungsbilanz verschlechterte sich ebenfalls. Hierzu trugen die grenzüberschreitenden Reiseausgaben bei, die sich auf das Niveau vor der Coronavirus-Pandemie ausweiteten. Der Saldo der Primär- und Sekundäreinkommen blieb mehr oder weniger unverändert. Der gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo sank relativ zum BIP, da sich die gesamtwirtschaftliche Ersparnis stark verminderte. Ursächlich war der Rückgang der in der Pandemie gestiegenen Sparquoten der Haushalte und nichtfinanziellen Unternehmen. Das Defizit im Staatshaushalt ging etwas zurück. Viele fiskalische Maßnahmen im Zusammenhang mit der Coronavirus-Pandemie liefen zwar aus. Dafür kamen aber umfangreiche neue Unterstützungsmaßnahmen als Reaktion auf die Energiekrise und die hohe Inflation hinzu.*

*Der Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine, die hohe Inflation sowie die geldpolitische Reaktion darauf schlugen sich auch im deutschen Kapitalverkehr mit dem Ausland nieder. Das schwierigere Umfeld führte an den Finanzmärkten zu niedrigeren Umsätzen und einem höheren Sicherheitsbedürfnis der Investoren. Alles in allem stiegen die deutschen Nettoforderungen gegenüber dem Ausland im vergangenen Jahr transaktionsbedingt um 220 Mrd €.*

*Deutliche Veränderungen waren vor allem im deutschen Wertpapierverkehr zu beobachten. Die grenzüberschreitende Nachfrage nach Aktien und Investmentzertifikaten ging in beide Richtungen merklich zurück. Deutsche Anleger veräußerten im Ergebnis ausländische Aktien, und auch Ausländer trennten sich unter dem Strich von deutschen Aktien. Dagegen stießen Anleihen wieder auf erhöhtes wechselseitiges Interesse. Hier dürften neben dem geringeren Risiko auch gestiegene Renditen eine Rolle gespielt haben. Die straffere Geldpolitik zu beiden Seiten des Atlantiks beeinflusste diese Entwicklung maßgeblich. So beendete das Eurosystem seine Nettoankäufe im Rahmen seiner Wertpapierankaufprogramme, was sich unmittelbar auf den deutschen Wertpapierverkehr auswirkte.*

*Einmal mehr bestätigte sich im vergangenen Jahr, dass Direktinvestitionen nicht so schnell auf Belastungen reagieren wie Portfolioanlagen. Das grenzüberschreitende Engagement mit deutscher Beteiligung war in diesem Segment bemerkenswert robust. Dagegen spiegelte der übrige Kapitalverkehr zum Teil die erheblichen Veränderungen bei den Wertpapieren wider: Die deutlich gesunkenen Neuanlagen in Wertpapieren wurden zu einem nicht unerheblichen Teil durch höhere Netto-Buchforderungen gegenüber dem Ausland kompensiert.*

## Leistungsbilanz

### Grundtendenzen im Leistungsverkehr

*Leistungsbilanzüberschuss erheblich zurückgegangen ...*

Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss ging 2022 erheblich zurück. Er sank um 116½ Mrd € auf 162 Mrd €. Auch in Relation zum nominalen BIP war dies mit 3½ Prozentpunkten der größte Rückgang seit der deutschen Wiedervereinigung. Im Ergebnis lag der Saldo mit 4¼ % des BIP auf dem niedrigsten Wert seit 2003. Im Jahresverlauf führten die Energiepreisänderungen vor dem Hintergrund des Krieges gegen die Ukraine zu außergewöhnlich starken Schwan-

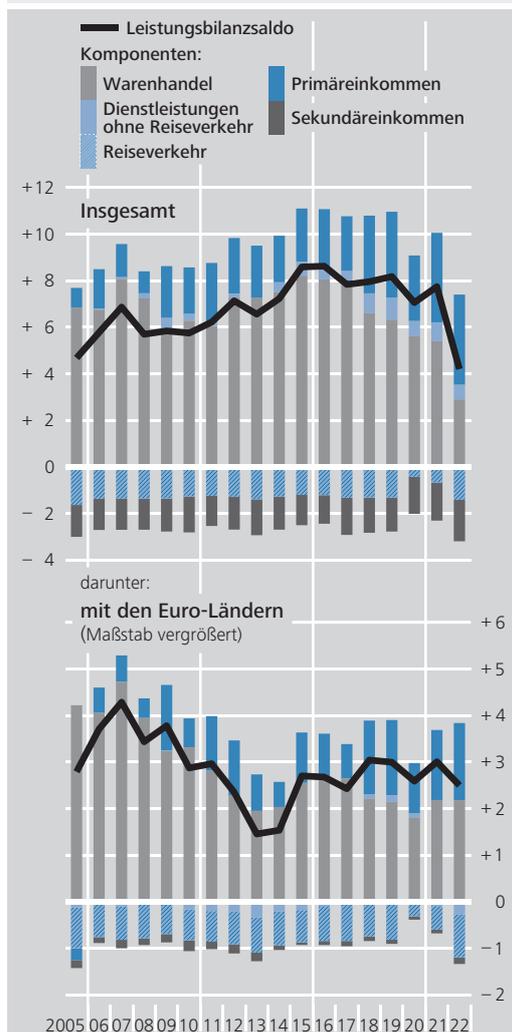
kungen im deutschen Leistungsverkehr. Im dritten Vierteljahr brach der Leistungsbilanzüberschuss aufgrund des Energiepreisschocks auf saisonbereinigt 2¼ % des BIP ein, während er zum Vorjahresende noch bei 6½ % gelegen hatte. Im vierten Vierteljahr stieg der Saldo indes rasch wieder auf über 4¾ % des BIP an.

Ausschlaggebend für die Entwicklung der deutschen Leistungsbilanz 2022 war der deutliche Rückgang des Warenhandelsaldos. Dahinter stand die massive Verschlechterung der Terms of Trade aufgrund der stark gestiegenen Preise für Energie und andere importierte Rohstoffe. Die Dienstleistungsbilanz verschlechterte sich ebenfalls. Dies ging darauf zurück, dass sich die grenzüberschreitende Reisetätigkeit der Bevölkerung in Deutschland nach zwei Jahren mit pandemiebedingt geringer Aktivität normalisierte. Der Saldo der Primär- und Sekundäreinkommen blieb zusammen mehr oder weniger unverändert.

*... wegen energiepreisbedingtem Rückgang des Warenhandelsaldos und normalisierter Dienstleistungsbilanz*

#### Der deutsche Leistungsverkehr mit dem Ausland

in % des BIP



Deutsche Bundesbank

Die deutschen Unternehmen waren 2022 einem turbulenten globalen Umfeld ausgesetzt. Die hohe Inflation und restriktivere Geldpolitik in vielen Regionen, der russische Angriffskrieg gegen die Ukraine und die zum Teil noch anhaltenden Auswirkungen der Coronavirus-Pandemie lasteten auf der weltwirtschaftlichen Entwicklung. Der Welthandel entwickelte sich insbesondere wegen des schwachen Beitrags der Schwellenländer eher verhalten. Zudem war der Energiepreisanstieg in Deutschland vergleichsweise stark. Insbesondere aufgrund der relativ kräftigen Euro-Abwertung verteuerten sich die Einfuhren nach Deutschland.<sup>1)</sup> Zwar verbesserte die Abwertung die deutsche preisliche Wettbewerbsfähigkeit aus gesamtwirtschaftlicher Sicht etwas. Für energieintensive Unternehmen dürfte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit allerdings deutlich verschlechtert haben, da

*Ungünstige globale Rahmenbedingungen angesichts verhaltener Nachfrage und hoher Energiekostenanstiege*

<sup>1</sup> Der nominale effektive Wechselkurs gegenüber den Währungen der 41 wichtigsten Handelspartner des Euroraums lag im Jahresdurchschnitt 2022 3½ % unter dem Wert des Vorjahres. Zu Abwertungen kam es insbesondere gegenüber dem US-Dollar, dem Renminbi und dem Schweizer Franken, während der Euro gegenüber dem Yen aufwertete.

diese dem Energiepreisschock in höherem Maße ausgesetzt sind.

*Preiseffekte mindern deutschen Außenhandelsüberschuss erheblich*

Der deutsche Außenhandelsüberschuss ging erheblich zurück. Ausschlaggebend waren starke, negative Preiseffekte, die nur geringfügig durch positive Mengeneffekte kompensiert wurden. Der geringere Außenhandelsaldo entsprang also aus stark verteuerten Importen. Mengemäßig gingen die Importe etwas stärker zurück als die Exporte. Die deutschen Terms of Trade sanken im Vorjahresvergleich um rund 9 ¼ %, da die Importpreise deutlich stärker als die Exportpreise (+ 26 % versus + 14 ½ %) anstiegen.

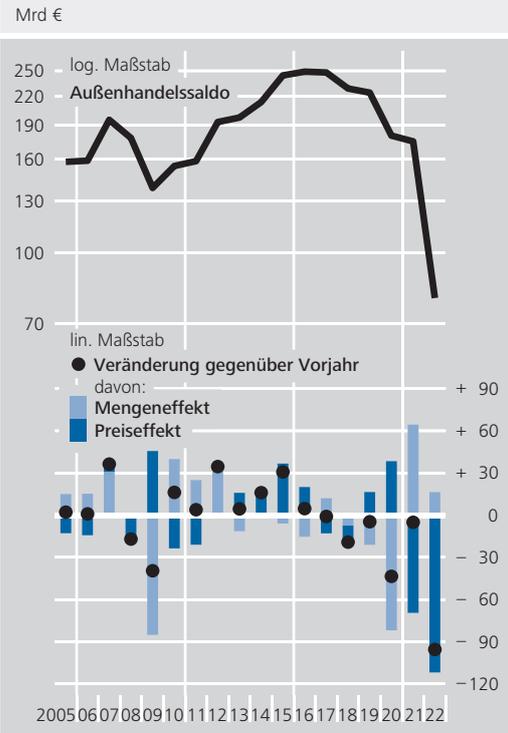
*Überschussposition insbesondere gegenüber Drittstaaten rückläufig*

In regionaler Betrachtung ging der Leistungsbilanzüberschuss insbesondere gegenüber den Drittländern außerhalb des Euroraums um 3 Prozentpunkte auf 1 ¾ % des BIP zurück. Ausschlaggebend hierfür war der geringere Überschuss im Warenhandel. Hier fielen die hohen Importpreise für Energie stark ins Gewicht. Darüber hinaus trug der Saldenrückgang in der Dienstleistungsbilanz zu diesem Ergebnis bei. Hierin drückt sich die starke Zunahme der Reisetätigkeit sowohl gegenüber dem restlichen Euroraum als auch den übrigen Ländern aus.

*Deutliche Rückgänge der Ersparnis bei Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften*

Unter dem Blickwinkel von Ersparnis und Investitionen verringerte sich der gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo im Einklang mit dem Leistungsbilanzsaldo erheblich. Dabei nahmen die Nettoinvestitionen relativ zum BIP lediglich geringfügig zu. Die Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen wuchsen wegen Aufholeffekten 2022 weiter robust. Die Wohnungsbauinvestitionen stiegen in nominaler Betrachtung infolge der stark gestiegenen Baukosten ebenfalls kräftig. Bedeutsamer für den rückläufigen Finanzierungssaldo war die stark gesunkene inländische Ersparnis. Die Sparquote der Haushalte ging angesichts der zu kompensierenden Kaufkraftverluste und der Normalisierung des zuvor gedämpften Konsums in etwa auf ihr Vorpandemieniveau zurück. Auch die Unternehmensersparnis ging zurück. Dies lag teils an erhöhten Ausschüttungen, teils an niedrigeren empfangenen Transfers. Der Staat begann 2022,

### Mengen- und Preiswirkungen auf den deutschen Außenhandelssaldo\*)

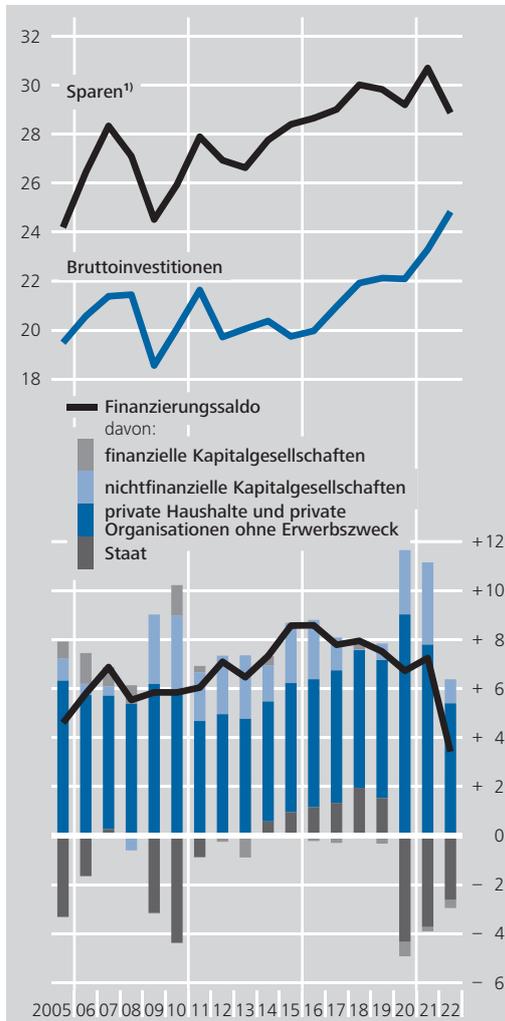


Quelle der Ursprungswerte: Statistisches Bundesamt. \* Zerlegung mithilfe des Shapley-Siegel-Index.  
 Deutsche Bundesbank

seine Hilfsmaßnahmen im Zusammenhang mit der Coronavirus-Pandemie zu reduzieren. Im Jahresverlauf wurden zwar graduell umfangreiche neue Unterstützungsmaßnahmen als Reaktion auf die Energiekrise und die hohe Inflation eingeführt. Insgesamt lag der Umfang der Maßnahmen jedoch unter jenem der Vorjahre. Im Ergebnis verminderten sich die Finanzierungssalden der privaten Haushalte und der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften recht stark, während der defizitäre Finanzierungssaldo des Staates abnahm. Im Vergleich zu vor der Coronavirus-Pandemie war der gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo relativ zum BIP 2022 geringer. Dies ist im Wesentlichen auf die defizitäre Position des Staates zurückzuführen, während der Beitrag der Haushalte und der Unternehmen grob seinem Wert von 2019 entsprach.

## Gesamtwirtschaftliche Ersparnisse und Investitionen im Inland

in % des BIP



<sup>1</sup> Einschl. Abschreibungen.  
 Deutsche Bundesbank

## Warenströme und Handelsbilanz

*Außenhandelsaktivitäten im Jahresmittel real verhalten, wegen Preiserhöhungen aber nominal massiv gestiegen*

Die Exporte nahmen 2022 im Vorjahresvergleich dem Wert nach sehr kräftig zu, die Importe erhöhten sich aber noch erheblich stärker. Vor allem bei den Importen spielte eine Rolle, dass sich Energieprodukte massiv verteuerten. Im Ergebnis verminderte sich der Außenhandelsüberschuss um 95½ Mrd € auf 79½ Mrd €. In preisbereinigter Rechnung unterschritten die Ausfuhren dagegen ihren Vorjahresstand um ½ % und die Einfuhren noch etwas stärker um 1¾ %.<sup>2)</sup>

Regional aufgefächert wuchsen die nominalen Ausfuhren in die Euro-Länder praktisch ebenso stark wie diejenigen in Drittländer. Ganz erheblich wurden die Verkäufe in die USA ausgeweitet. Rückenwind kam hier von der Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar. Sehr kräftige Erlösanstiege verbuchten die deutschen Exporteure zudem in wichtigen Absatzgebieten Süd- und Ostasiens wie auch Europas. Die Geschäfte mit China, die in vielen Jahren zuvor besonders floriert hatten, expandierten allerdings unterdurchschnittlich. Dahinter stand das relativ moderate Wachstum der chinesischen Wirtschaft, bei dem auch die rigiden Maßnahmen zur Eindämmung der Coronavirus-Pandemie Spuren hinterlassen hatten. Die Lieferungen nach Russland brachen unter anderem infolge der EU-Sanktionen und Verhaltensanpassungen als Reaktion auf dessen Krieg gegen die Ukraine ein. Auch die Ausfuhren in die Ukraine gingen deutlich zurück. Dem wirkten die im Zusammenhang mit dem Krieg gelieferten Waren teilweise entgegen.<sup>3)</sup> Allerdings war die Bedeutung der Ausfuhren in die Ukraine für die deutsche Exportwirtschaft 2022 mit einem Anteil von nur 0,3 % sehr gering.

*Erlöse der Ausfuhren in Euro-Länder ebenso kräftig gestiegen wie in Absatzgebiete außerhalb des Euro-raums*

Über die Produktpalette entwickelten sich die Ausfuhren sehr unterschiedlich. In preisbereinigter Rechnung expandierten die Lieferungen von Konsumgütern erheblich. Dabei wurden die Exporte von pharmazeutischen Erzeugnissen besonders stark ausgeweitet. Sehr kräftig stiegen auch die Ausfuhren von Kraftwagen und Kraftwagenteilen. Die Automobilproduktion in Deutschland geriet zwar im März nach Beginn des russischen Krieges gegen die Ukraine pha-

*Exporte von Konsumgütern und Kfz gestiegen, aber von Vorleistungsgütern und Energie gesunken*

<sup>2</sup> Anders als laut Angaben der Außenhandelsstatistik stiegen die realen Warenausfuhren nach VGR-Konzept um 1½ % und die VGR-Wareneinfuhren um 2¾ %. Ein Grund für die unterschiedliche Entwicklung liegt darin, dass in den Außenhandelspreisindizes die Waren mit ihren Anteilen im Basisjahr 2015 gewichtet werden. In den VGR sind die Preisveränderungen der ein- und ausgeführten Waren dagegen mit den aktuellen Anteilen der Waren gewichtet. In Perioden mit stark unterschiedlichen Preissteigerungen bei den einzelnen Waren, wie 2022, können sich deren Anteile in den beiden Rechenwerken spürbar unterscheiden.

<sup>3</sup> Diese Warenlieferungen enthielten militärische Güter, Dual-Use-Güter und Hilfsgüter im Umfang von 2 Mrd €, vgl.: Bundesregierung (2023).

senweise ins Stocken, da Lieferungen von Kfz-Teilen aus der Ukraine ausblieben. Mit dem Abflauen dieser und bereits zuvor bestehender anderer globaler Lieferengpässe nahmen die heimische Kfz-Produktion und daraufhin die Exporte deutlich Fahrt auf. Spürbar sanken die Ausfuhren von chemischen Erzeugnissen wie auch von Metallen und Metallerzeugnissen. Auf deren energieintensiver Produktion lasteten die heftigen Energiepreissteigerungen. Dazu verminderten sich die Exporte von Energieprodukten erheblich. Dahinter standen rückläufige Ausfuhren von Gas, auch weil die Gasnachfrage im Ausland sank.<sup>4)</sup> Demgegenüber wurden die Lieferungen von Mineralölprodukten und Strom ausgeweitet.<sup>5)</sup>

*Einfuhren umfangreicher Produktpalette stark gestiegen, ...*

Die Erlöse ausländischer Hersteller aus Warenlieferungen nach Deutschland erhöhten sich für eine breite Produktpalette sehr kräftig. Die Einfuhren von Kraftwagen und Kraftwagenteilen nahmen in preisbereinigter Rechnung beträchtlich zu. Dazu trugen Vorziehkäufe bei, da Ende 2022 die staatlichen Förderungen für den Erwerb von Elektroautos eingeschränkt wurden. Die Lieferungen von Maschinen expandierten ebenfalls kräftig. Die stark erhöhte Einfuhr von Vorleistungsgütern profitierte von sich lösenden Lieferengpässen. Das betraf auch elektronische und elektrische Ausrüstungen. Die Einfuhren von chemischen Erzeugnissen, die im Vorjahr noch stockten, wurden massiv ausgeweitet. Sie dienten wohl auch als Ersatz für die energiepreisbedingt gedrosselte Produktion im Inland. Auch die Lieferungen von Konsumgütern stiegen erheblich.

*... aber preisbereinigt Energieimporte gesunken*

Die Einfuhren von Energie gaben preisbereinigt hingegen wegen ganz erheblich gesunkener Gasimporte sehr stark nach. Dahinter stand der Rückgang des Energieverbrauchs in Deutsch-

4 Vgl.: Bundesnetzagentur (2023). Bei den Gasexporten handelt es sich überwiegend um durchgeleitete Gasimporte.

5 Dabei spielten auch gestiegene Stromlieferungen nach Frankreich eine Rolle, da dort die zur Stromerzeugung benötigten Kernkraftwerke ihre Leistung wegen Reparaturen und niedriger Stände der zur Kühlung benötigten Binnengewässer herunterfahren.

## Außenhandel nach Regionen

in %

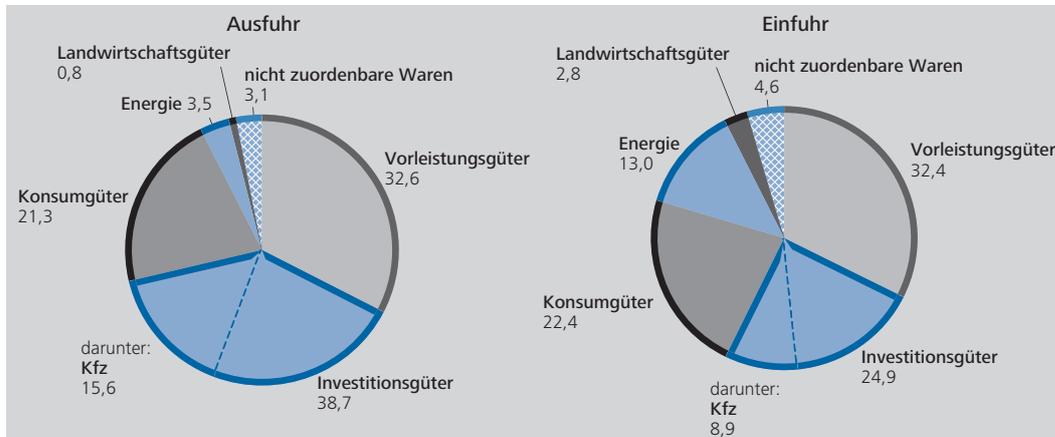
Ländergruppe/Land	Anteile		Veränderung gegenüber Vorjahr	
	2022	2020	2021	2022
<b>Ausfuhr</b>				
Euroraum <sup>1)</sup>	38,1	- 10,2	18,1	15,0
Übrige Länder	61,9	- 8,5	12,1	13,7
darunter:				
Vereinigtes Königreich	4,7	- 15,3	- 3,1	13,0
Mittel- und osteuropäische EU-Länder <sup>2)</sup>	13,2	- 6,0	19,5	13,9
Schweiz	4,5	- 0,1	7,8	16,4
Russland	0,9	- 13,0	15,3	- 45,2
USA	9,9	- 12,8	17,9	27,9
Japan	1,3	- 15,8	4,9	12,4
Neue Industrieländer Asiens <sup>3)</sup>	3,0	- 1,5	8,4	14,1
China	6,8	- 0,1	8,1	3,1
Süd- und ostasiatische Schwellenländer <sup>4)</sup>	2,2	- 17,4	15,5	14,1
OPEC	1,4	- 13,6	2,2	10,4
Alle Länder	100,0	- 9,1	14,3	14,2
<b>Einfuhr</b>				
Euroraum <sup>1)</sup>	34,0	- 9,4	18,1	16,1
Übrige Länder	66,0	- 5,6	16,9	28,8
darunter:				
Vereinigtes Königreich	2,5	- 8,8	- 7,9	16,4
Mittel- und osteuropäische EU-Länder <sup>2)</sup>	13,1	- 4,2	13,8	15,0
Schweiz	3,7	- 0,6	8,1	12,1
Russland	2,4	- 31,3	54,2	6,5
USA	6,1	- 5,1	6,8	26,8
Japan	1,7	- 10,4	9,6	7,4
Neue Industrieländer Asiens <sup>3)</sup>	2,6	- 7,4	11,6	25,6
China	12,8	6,7	21,8	33,6
Süd- und ostasiatische Schwellenländer <sup>4)</sup>	4,1	- 2,9	15,8	31,9
OPEC	1,0	- 48,3	58,3	73,6
Alle Länder	100,0	- 7,0	17,3	24,2

1 Ohne Kroatien. 2 Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Tschechien, Ungarn. 3 Hongkong, Singapur, Südkorea, Taiwan.

4 Indien, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand, Vietnam.

## Außenhandel nach ausgewählten Warengruppen im Jahr 2022

Anteile in %



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

land infolge der massiv gestiegenen Energiepreise. Er hing mit Energieeinsparungen, aber auch mit Produktionseinschränkungen in einzelnen Branchen zusammen.<sup>6)</sup> Die Importe von Steinkohle wurden hingegen ausgeweitet, auch um in Kraftwerken eingesetzt zu werden. Zudem wurde mehr Rohöl nach Deutschland geliefert. Die zusätzlichen Importe dieser Energieträger wirkten den rückläufigen Gasmengen jedoch nur ansatzweise entgegen.

*Lieferungen aus Drittländern nominal sehr viel stärker als aus dem Euroraum ausgeweitet*

In regionaler Betrachtung verzeichneten fast alle bedeutenden Handelspartner sehr kräftige Erlöszuwächse aus ihren Lieferungen nach Deutschland. Dabei nahmen die wertmäßigen Importe aus den Staaten außerhalb des Euroraums fast doppelt so stark zu wie diejenigen aus den Euro-Ländern. Die Drittländer profitierten zum einen vom gestiegenen Bedarf an ihrem spezifischen Warensortiment. Sie bieten relativ viel elektronische und elektrische Ausrüstungen sowie Bekleidung an. Zum anderen verteuerten sich die darin zum größeren Teil enthaltenen Energieprodukte besonders kräftig. Die Preissteigerung bei Energieprodukten war auch ausschlaggebend dafür, dass Russland einen Erlöszuwachs in Deutschland erzielte. Das Volumen der Energieimporte aus Russland brach hingegen ein.

Die übrigen Komponenten des Warenhandels, zu denen die Ergänzungen zum Außenhandel,

die Nettoausfuhr von Waren im Transithandel und der Handel mit Nicht-Währungsgold gehören, dämpften insgesamt den Rückgang des Außenhandelsaldos.<sup>7)</sup> Im Ergebnis sank der Warenhandelsüberschuss 2022 um 82 ½ Mrd € und damit deutlich weniger als der Außenhandelsüberschuss.

*Transithandel und Warenergänzungen zum Außenhandel stützten Warenhandel per saldo*

## Die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen

Der Saldo in der Bilanz grenzüberschreitender Dienstleistungen war 2022 stark negativ. Nachdem der Saldo in den beiden vorangegangenen Pandemie-jahren jeweils positiv gewesen war, erreichte er im Berichtsjahr ein Defizit von 31 Mrd €. Zwar erhöhten sich 2022 einerseits die

*Sehr hohes Defizit in der Bilanz grenzüberschreitender Dienstleistungen ...*

<sup>6</sup> Zudem drückte die vergleichsweise milde Witterung den Verbrauch. Vgl.: Arbeitsgemeinschaft Energiebilanzen e. V. (2022).

<sup>7</sup> Dahinter stand vor allem die kräftige Zunahme der Nettoeinkünfte aus dem Transithandel um 8 Mrd €, da die Verkäufe insgesamt stärker zulegen als die Käufe. Dazu trugen Transaktionen der Automobilindustrie erheblich bei, die im Allgemeinen einen großen Teil solcher Geschäfte ausmachen. Zudem erhöhten sich unter dem Strich die Ergänzungen zum Außenhandel um 5 Mrd €. Dabei spielte auch die starke Ausweitung der Importe zum Zweck der Lohnveredelung in Deutschland eine Rolle. Hinzu kamen u. a. kräftig gestiegene cif-Kosten der Einfuhr, welche die Kosten für Transport und Versicherung von der Landesgrenze des Lieferanten bis zur deutschen Staatsgrenze umfassen. Demgegenüber blieben die Nettoaufwendungen beim Handel mit Nichtwährungsgold nahezu unverändert.

Einnahmen gegenüber dem Vorjahr um 18 % auf nahezu 408 Mrd €, wobei Umsatzsteigerungen im Transportwesen eine wichtige Rolle spielten. Andererseits wuchsen die Ausgaben mit einem Plus von knapp 29 % erheblich stärker. Hier machten sich vor allem die gestiegenen Reiseverkehrsausgaben bemerkbar, die das Vorpandemieniveau wieder erreichten. Dazu kamen auch hier die erheblich höheren Transportausgaben.

*... aufgrund wieder massiv gestiegener Reiseverkehrsausgaben*

Mit 55 Mrd € erreichte die Teilbilanz zum grenzüberschreitenden Reiseverkehr den höchsten nominalen Fehlbetrag seit ihrem Bestehen. Dabei unterschritten die Reiseverkehrseinnahmen – Deutschland erwirtschaftet diese vor allem mit Messe-, Veranstaltungs- und Geschäftsreisen – weiterhin deutlich das Vorpandemieniveau. Dagegen reisten in Deutschland gebietsansässige Personen mit dem Wegfall vieler pandemiebedingter Einschränkungen wieder verstärkt ins Ausland. Die Reiseverkehrsausgaben verdoppelten sich gegenüber dem Vorjahr. Hauptprofiteure waren die Mittelmeer- und die Alpenländer. Erheblich hinter dem vorpandemischen Stand blieben jedoch die Ausgaben für Fernreisen. Insbesondere Reisen nach Asien wurden erst im Jahresverlauf 2022 wieder in größerem Maß möglich.

*Erhebliche Umsatzsteigerungen bei den Transportleistungen, Defizit nur leicht erhöht*

Bereits 2021 hatte sich die Teilbilanz der grenzüberschreitenden Transportleistungen vor allem wegen der durch die gestiegenen Energiepreise erhöhten Frachtraten im internationalen Güterverkehr um etwa 40 % verlängert. Im Berichtsjahr kam es von diesem erhöhten Niveau aus noch mal zu Umsatzsteigerungen von mehr als einem Drittel auf beiden Bilanzseiten für Gebühren aus See-, Luft- und Landtransport, Pipeline- und Stromweiterleitung. Unter dem Strich erhöhte sich das Defizit dieser Teilbilanz aus Sicht Deutschlands moderat um 2 Mrd € auf 8 ½ Mrd €. Weitere, dem Gütertausch nahestehende Teile der Dienstleistungsbilanz, wie die Fertigungs-, Instandhaltungs- und Reparaturdienstleistungen, wiesen im Vergleich zu 2021 nur geringe Veränderungen im Saldo auf.

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2020 <sup>1)</sup>	2021 <sup>1)</sup>	2022 <sup>1)</sup>
<b>I. Leistungsbilanz</b>	+ 240,2	+ 278,7	+ 162,3
1. Warenhandel	+ 191,0	+ 194,4	+ 111,9
Einnahmen	1 189,3	1 365,2	1 550,8
Ausgaben	998,2	1 170,8	1 438,9
nachrichtlich:			
Außenhandel <sup>1)</sup>	+ 180,4	+ 175,3	+ 79,7
Ausfuhr	1 206,9	1 379,3	1 574,5
Einfuhr	1 026,5	1 204,0	1 494,8
2. Dienstleistungen	+ 7,4	+ 4,8	- 30,8
darunter:			
Reiseverkehr	- 14,7	- 24,3	- 55,0
3. Primäreinkommen	+ 96,0	+ 138,5	+ 150,0
darunter:			
Vermögenseinkommen	+ 94,2	+ 137,9	+ 152,9
4. Sekundäreinkommen	- 54,2	- 59,0	- 68,8
<b>II. Vermögensänderungsbilanz</b>	- 9,1	- 1,2	- 18,6
<b>III. Kapitalbilanz <sup>2)</sup></b>	+ 191,5	+ 248,6	+ 219,8
1. Direktinvestitionen	- 4,9	+ 100,4	+ 125,3
2. Wertpapieranlagen	+ 16,4	+ 203,5	+ 24,3
3. Finanzderivate <sup>3)</sup>	+ 94,6	+ 60,2	+ 42,7
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>4)</sup>	+ 85,4	- 147,4	+ 23,1
5. Währungsreserven	- 0,1	+ 31,9	+ 4,4
<b>IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>5)</sup></b>	- 39,6	- 29,0	+ 76,2

**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 Mitarbeiteraktienoptionen. **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 Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

*Sondereffekt bei Einnahmen aus Gebühren für die Nutzung geistigen Eigentums kaum verringert*

Auch im Berichtsjahr gab es einen Sondereffekt auf der Einnahmenseite in der Position Gebühren für die Nutzung von geistigem Eigentum. Dieser stand wie im Vorjahr im Zusammenhang mit Lizenzvergaben nach Entwicklung von Impfstoffen. Dieser Effekt trat in nur wenig verringertem Umfang wieder auf, sodass der Überschuss in der Teilbilanz mit 31½ Mrd € nur unwesentlich niedriger ausfiel als im Jahr zuvor.

*Weitere wissensbasierte und unternehmensbezogene Dienstleistungen mit höherem Defizit*

Die Aufwendungen und Erträge für weitere wissensbasierte und sonstige unternehmensbezogene Dienstleistungen erhöhten sich im Berichtsjahr recht stark. Der resultierende Fehlbetrag von 21½ Mrd € war jeweils etwa zur Hälfte – und mit größerem Anstieg – den grenzüberschreitenden Telekommunikations- und Informationsdienstleistungen sowie den sonstigen unternehmensbezogenen Dienstleistungen zuzuschreiben. Letztere umfassen Forschung und Entwicklung, freiberufliche, technische und kaufmännische Dienstleistungen sowie Managementberatungsleistungen. Die weiteren Bereiche der Dienstleistungsbilanz veränderten sich sowohl bei den Umsätzen als auch den Salden kaum.

*Netto-Primäreinkommen mit größtem Beitrag zum Leistungsbilanzüberschuss 2022, ...*

Der Aktivsaldo der Primäreinkommensbilanz erhöhte sich nach dem massiven Anstieg 2021 auch im Berichtsjahr deutlich. Angesichts des Einbruchs im Warenhandelsüberschuss bildete der Nettoertrag aus Primäreinkommen mit knapp 4% des BIP 2022 (150 Mrd €) ungewöhnlicherweise den größten Anteil am Leistungsbilanzüberschuss. Dabei wiesen grenzüberschreitende Arbeitnehmerentgelte und übrige Primäreinkommen zusammen ein kleines Defizit aus.

*... wobei der erhöhte Überschuss bei den Vermögenseinkommen anfiel*

Der Überschuss bei den Primäreinkommen ergab sich vor allem aus den Nettoerträgen aus Vermögensanlagen. Die Erträge inländischer Investoren und Kapitalgeber aus grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen wuchsen den vorläufigen Berechnungen der Bundesbank zufolge um ein Sechstel. Dieser Anstieg ist stark auf den Aufschwung der Erlöse aus Direktinvestitionen zurückzuführen, die auch reinvestierte Gewinne beinhalten. Dabei stiegen die Erträge

aus Vermögensanlagen außerhalb des Euro-raums nicht nur aufgrund der hohen Unternehmensgewinne im Ausland, auch der schwächere Euro-Wechselkurs trug zu diesem Ergebnis bei. Zusätzlich machte sich die Zinswende bei den Einnahmen der Banken bemerkbar. Die Zinserträge verdoppelten sich – allerdings von niedrigem Niveau aus. Die Zahlungen inländischer Akteure an ausländische Kapitalgeber kletterten 2022 um ein Viertel über den Wert des Vorjahres. Insbesondere die Dividendenzahlungen aus Wertpapieranlagen und die übrigen Vermögensaufwendungen aus dem Finanzsektor wegen gestiegener Zinsen trugen dazu bei. Aufgrund des erheblichen Netto-Auslandsvermögens von Gebietsansässigen in Deutschland erhöhten sich – trotz der ungewöhnlich kräftigen Steigerung der Aufwendungen – in absoluten Größen die Nettoerträge aus der Sicht Deutschlands gegenüber 2021 um 15 Mrd € auf 153 Mrd €.

In der traditionell defizitären Bilanz der grenzüberschreitenden Sekundäreinkommen vergrößerte sich der Fehlbetrag im abgelaufenen Jahr deutlich. Der Anstieg um 10 Mrd € auf nunmehr 69 Mrd € war in erster Linie auf gestiegene Ausgaben zurückzuführen. Die Hälfte der Bilanzverschlechterung war dabei den nicht-staatlichen grenzüberschreitenden Zahlungen ohne direkte Gegenleistung zuzuschreiben. Zunehmende Überweisungen von Zugezogenen in ihre Herkunftsländer spielten in diesem Zusammenhang eine gewisse Rolle. Darüber hinaus schlugen aber auch Geld- und Sachspenden von Privaten an die Ukraine zu Buche. Die staatlichen Zahlungen an das Ausland stiegen spürbar an, während die Einnahmen weitgehend unverändert blieben. Auf der Einnahmenseite gingen 2022 die EU-Corona-Hilfen erheblich zurück. Diese Lücke füllten steigende Erträge aus Einkommen- und Vermögensteuern von im Ausland ansässigen Personen teilweise. Dagegen erhöhten sich die staatlichen Ausgaben zum Beispiel durch die auf der Wirtschaftsleistung beruhenden Beiträge Deutschlands an den EU-Haushalt oder durch staatliche Hilfe an die Ukraine.

*Defizit der Sekundäreinkommensbilanz deutlich ausgeweitet*

## ■ Kapitalverkehr

### Grundtendenzen im Kapitalverkehr

Spiegelbildlich zu dem gesunkenen Leistungs- bilanzüberschuss wies auch die Kapitalbilanz mit 220 Mrd € einen deutlich niedrigeren Saldo aus als im Jahr zuvor (248½ Mrd €).<sup>8)</sup> Der Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine, die hohe Inflation sowie die weltweite Straffung der Geldpolitik führten im Jahr 2022 an den internationalen Finanzmärkten zu fallenden Preisen an den Aktien- und Rentenmärkten. Gleichzeitig dämpfte die hohe Unsicherheit den Risikoappetit der Anleger, sodass trotz der Kursverluste auf den Anleihemärkten heimische festverzinsliche Papiere stärker als Dividendenwerte nachgefragt wurden.

*Krieg gegen die Ukraine sowie Straffung der Geldpolitik prägen den deutschen Kapitalverkehr*

Schon zu Jahresbeginn standen die internationalen Finanzmärkte unter dem Eindruck zunehmender Inflationsrisiken, die wesentlich darauf zurückzuführen waren, dass sich das globale Wachstum verstärkte, es gleichzeitig aber noch angebotsseitige Hemmnisse gab. Der Überfall Russlands auf die Ukraine Ende Februar führte dann zu massiv steigenden Rohstoff- und Nahrungsmittelpreisen und verschärfte sprunghaft den Preisdruck, der auch auf die Inflationserwartungen in der mittleren Frist durchschlug. In der Folge beschleunigten wichtige Notenbanken ihren geldpolitischen Normalisierungskurs. So beschloss das Eurosystem im März 2022, die Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) im Verlauf des zweiten Quartals schneller zu reduzieren, als es im Dezember 2021 beschlossen hatte. Zudem schleuste der EZB-Rat auf seinen Sitzungen seit Juli 2022 die Leitzinsen bis Ende des Jahres um insgesamt 250 Basispunkte nach oben und stellte in seiner letzten Sitzung im Jahr 2022 klar, dass er die Zinsen weiter anheben würde.

*Niedrige Risikobereitschaft führt zu Umschichtungen*

Die genannten Faktoren schlugen sich auch in dem Verhalten international ausgerichteter Portfolioinvestoren nieder. Der Risikoappetit,

#### Wichtige Kenngrößen zum grenzüberschreitenden Vermögenseinkommenssaldo



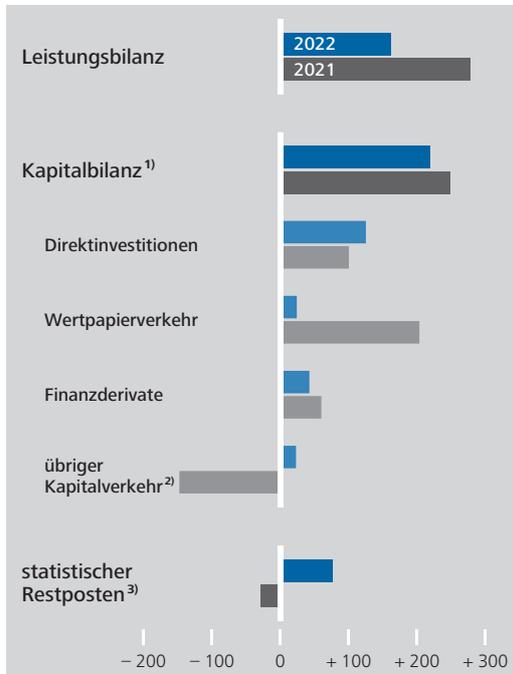
**1** Direktinvestitionen, Wertpapiere, übrige Kapitalanlagen und Währungsreserven. Ohne Finanzderivate. **2** Renditen entsprechend der Relation der Vermögenseinkommen bzw. -ausgaben zum Jahresdurchschnittsbestand der Aktiva bzw. Passiva. Für den Auslandsvermögensstatus Endstand 3. Vj. 2022. Deutsche Bundesbank

also die Bereitschaft, in vergleichsweise riskante Vermögenswerte wie Investmentzertifikate oder Aktien zu investieren, ging merklich zurück. Stattdessen waren heimische und US-amerikanische Anleihen recht stark gefragt, deren Rendite-Risikoprofil sich im Jahresverlauf relativ zu einem Engagement in Aktien verbesserte. Direktinvestitionen folgen eher langfristigen Erwägungen, sodass aktuelle Belastungsfaktoren insgesamt langsamer durchwirken. Hier lag das grenzüberschreitende Engagement deutscher

**8** Die Differenz zwischen den Salden von Leistungsbilanz und Kapitalverkehr erklärt sich im Wesentlichen durch den statistischen Restposten (86 Mrd €), der die statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen enthält.

## Wichtige Posten in der deutschen Zahlungsbilanz

Salden in Mrd €



**1** Netto-Kapitalexport: +. **2** Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. **3** Statistisch nicht aufliegbare Transaktionen.

Deutsche Bundesbank

Unternehmen im Ausland nur leicht unter dem Vorjahresniveau. Auch ausländische Unternehmen weiteten ihre Direktinvestitionen in Deutschland aus, aber weniger stark als im vergangenen Jahr. Der übrige Kapitalverkehr spiegelte zum Teil die Entwicklung im Wertpapierverkehr wider: Da deutsche Anleger im Ergebnis deutlich weniger ausländische Portfoliotitel nachfragten, schlugen sich die deutschen Ersparnisüberschüsse verstärkt in Nettoexporten beim übrigen Kapitalverkehr nieder.

Die TARGET2-Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB übertrafen den Vorjahreswert um 8½ Mrd € und markierten damit einen neuen Höchstwert. Transaktionen im Zahlungsinstrument TARGET2 beruhen auf Einzelentscheidungen unterschiedlichster Akteure. Die Einzelentscheidungen ihrerseits sind bedingt durch das allgemeine makroökonomische Umfeld aber möglicherweise auch durch spezifische Merkmale einzelner, an TARGET2 teilnehmender Banken. Eine auf den Seiten 36 ff.

*Laut interner Studie reagieren TARGET2-Salden wenig auf einzelwirtschaftliche Faktoren*

vorgestellte Studie der Bundesbank untersucht, inwieweit die aus den Einzelentscheidungen resultierenden Salden der nationalen Zentralbanken durch die spezifischen Merkmale einzelner Banken bestimmt werden. Sie kommt zu dem Schluss, dass diese individuellen Faktoren für den Anstieg der deutschen TARGET2-Forderungen in den vergangenen Jahren nur eine untergeordnete Rolle gespielt hatten.

## Wertpapierverkehr

Im Wertpapierverkehr kam es im Jahr 2022 zu vergleichsweise geringen Netto-Kapitalexporten von 24½ Mrd € (Vorjahr: 203½ Mrd €) bei deutlich fallenden Umsatzvolumen. Eine bedeutende Ursache für diesen Rückgang dürfte die hohe Unsicherheit an den Märkten infolge der hohen Inflation und des Angriffskrieges Russlands gegen die Ukraine gewesen sein. Die Unsicherheit schlug sich in einem gesunkenen Risikoappetit nieder, sodass sich die Anleger insgesamt bei ihren Anlageentscheidungen für Wertpapiere zurückhielten. Ähnlich starke Rückgänge waren in den Jahren 2020 (Coronavirus-Pandemie) und 2011 (europäische Staatsschuldenkrise) aufgetreten.

*Gesunkene Umsätze im Wertpapierverkehr*

Vor diesem Hintergrund stiegen die Portfolioinvestitionen hiesiger Investoren im Ausland im Ergebnis nur um 16½ Mrd €. Dabei handelt es sich um den niedrigsten Wert seit dem Jahr 2008. Im Jahr 2021 hatten deutsche Anleger noch ausländische Wertpapiere für 175 Mrd € in ihre Portfolios aufgenommen. Im Berichtsjahr sank insbesondere das Interesse an ausländischen Investmentzertifikaten. Die Nettoankäufe bei diesem Instrument lagen im Jahr 2022 per saldo bei 33½ Mrd €, und damit deutlich unter dem Vorjahreswert (116½ Mrd €). Anleger hielten sich offenbar angesichts der deutlichen Kursverluste bei ihrem Engagement in diesem Instrument zurück.

*Inländische Anleger erwarben netto weniger Investmentzertifikate*

Bei ausländischen Schuldverschreibungen hielten sich die Käufe mit Verkäufen und Tilgungen die Waage. Deutsche Anleger veräußerten zwar

*Bei Schuldverschreibungen hielten sich Käufe mit Verkäufen und Tilgungen die Waage*

per saldo Anleihen für 12½ Mrd €, erwarben aber in gleicher Höhe Geldmarktpapiere. Auf Jahressicht nahmen deutsche Anleger unter anderem US-amerikanische Anleihen in ihre Portfolios auf. Hierfür dürfte neben dem Zinsvorsprung dieser Schuldverschreibungen auch ein „Safe haven“-Motiv im Zusammenhang mit dem Angriffskrieg gegen die Ukraine eine Rolle gespielt haben. Zudem bestand eine hohe Nachfrage nach Zinspapieren aus Kanada und Irland.

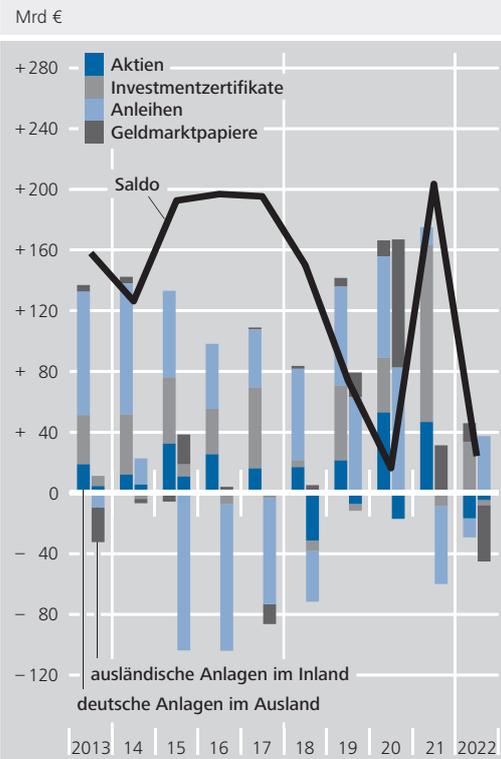
*Aktien wurden verkauft*

Noch deutlicher zeigt sich der gesunkene Risikoappetit und die Vorsicht der Anleger im Segment der Dividendenwerte. Im Ergebnis verkauften gebietsansässige Anleger Aktien ausländischer Unternehmen, und zwar für per saldo 16½ Mrd €. Im Jahr zuvor hatten sie ihre Portfolios noch um 47 Mrd € aufgestockt. Im ersten Quartal trennten sich deutsche Investoren insbesondere von europäischen Aktien. Das Verhalten passt zu dem Bild, dass europäische Aktienindizes nach dem russischen Angriff auf die Ukraine besonders stark gefallen sind.<sup>9)</sup> Dieses Muster löste sich im weiteren Jahresverlauf jedoch wieder auf. Auf Jahressicht veräußerten hiesige Anleger insbesondere Aktien aus Frankreich, der Schweiz und dem Vereinigten Königreich. Hingegen erwarben sie in größerem Umfang Dividendenwerte aus den Vereinigten Staaten, Kanada und Australien.

*Ausländische Investoren verkauften Aktien und Investmentzertifikate ...*

Bei den ausländischen Portfolioinvestitionen in Deutschland ergaben sich 2022 Netto-Kapitalexporte von per saldo 7½ Mrd € (Vorjahr: 28½ Mrd €). Ausländische Investoren trennten sich über das Jahr gesehen von Aktien deutscher Unternehmen (4½ Mrd €) sowie von Investmentzertifikaten (3 Mrd €). Dies stand im Einklang mit den Kursverlusten am deutschen Aktienmarkt, vor allem in der ersten Jahreshälfte. Gegen Mitte des Jahres ebnete der Verkaufsdruck ab, und Anleger kehrten an den deutschen Markt zurück. Dividendenwerte profitierten von einer sich aufhellenden Stimmung im Euroraum und von Meldungen über erste Flüssiggas-Lieferungen und hohe Gasspeicherstände, die Sorgen über eine Energiekrise in den

### Wertpapierverkehr in der deutschen Zahlungsbilanz



Deutsche Bundesbank

Hintergrund rückten. Die Verkäufer stammten insbesondere aus den Niederlanden, Luxemburg und den USA. Anleger aus dem Vereinigten Königreich, Spanien und der Schweiz zählten im Ergebnis hingegen zu den wichtigsten Käufern deutscher Aktien.

Gebietsfremde Investoren erwarben Schuldverschreibungen im Umfang von ½ Mrd €. Dabei trennten sie sich von Geldmarktpapieren (37 Mrd €). Dazu dürfte beigetragen haben, dass der Umlauf deutscher Schuldverschreibungen mit kurzer Laufzeit rückläufig war. Angesichts steigender Zinsen wurde es für hiesige Marktteilnehmer attraktiver, sich über besicherte Kredite (Repogeschäfte) zu refinanzieren. Gleichzeitig fragten ausländische Anleger Anleihen von Unternehmen, der öffentlichen Hand und Banken nach – zusammen für 37½ Mrd €. Die beiden zuerst genannten Instrumente kaufte das Eurosystem im Rahmen des Pandemie-Notfall-

*... und schichteten Geldmarktpapiere in Anleihen um*

<sup>9</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2022a).

## Kapitalbilanz

Mrd €

Position	2020 <sup>1)</sup>	2021 <sup>1)</sup>	2022 <sup>1)</sup>
Saldo der Kapitalbilanz <sup>1)</sup>	+ 191,5	+ 248,6	+ 219,8
1. Direktinvestitionen	- 4,9	+ 100,4	+ 125,3
Inländische Anlagen im Ausland <sup>2)</sup>	+ 134,0	+ 180,9	+ 169,0
Ausländische Anlagen im Inland <sup>2)</sup>	+ 138,9	+ 80,5	+ 43,7
2. Wertpapieranlagen	+ 16,4	+ 203,5	+ 24,3
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten <sup>2)</sup>	+ 166,4	+ 175,0	+ 16,7
Aktien <sup>3)</sup>	+ 53,1	+ 46,8	- 16,7
Investmentfondsanteile <sup>4)</sup>	+ 35,9	+ 116,4	+ 33,6
Kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 10,5	- 0,1	+ 12,3
Langfristige Schuldverschreibungen <sup>6)</sup>	+ 66,9	+ 11,9	- 12,6
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten <sup>2)</sup>	+ 150,0	- 28,6	- 7,6
Aktien <sup>3)</sup>	- 17,0	+ 2,1	- 4,7
Investmentfondsanteile	+ 1,0	- 8,4	- 3,2
Kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 84,5	+ 29,3	- 37,2
Langfristige Schuldverschreibungen <sup>6)</sup>	+ 81,6	- 51,6	+ 37,5
3. Finanzderivate <sup>7)</sup>	+ 94,6	+ 60,2	+ 42,7
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>8)</sup>	+ 85,4	- 147,4	+ 23,1
Monetäre Finanzinstitute <sup>9)</sup>	- 112,7	- 48,4	- 93,5
kurzfristig	- 71,2	- 15,9	- 125,9
langfristig	- 41,6	- 32,8	+ 32,4
Unternehmen und Privatpersonen <sup>10)</sup>	+ 56,1	+ 7,7	+ 31,8
kurzfristig	+ 29,2	+ 13,4	+ 25,2
langfristig	+ 8,8	- 26,3	- 16,5
Staat	+ 9,9	- 3,4	- 20,0
kurzfristig	+ 11,0	- 5,1	- 21,0
langfristig	- 2,2	+ 0,3	- 0,4
Bundesbank	+ 132,2	- 103,4	+ 104,9
5. Währungsreserven	- 0,1	+ 31,9	+ 4,4

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

ankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) bis März 2022 und im Rahmen des APP bis Juni 2022 netto an. In der Vergangenheit hatten die geldpolitischen Nettoankäufe einen wesentlichen Anteil daran, dass ausländische Anleger per saldo hiesige Schuldverschreibungen veräußerten. Mit dem Auslaufen der Ankaufprogramme tritt nun ein dominanter inländischer Erwerber aus dem Markt.

Bei den Finanzderivaten, die in der Zahlungsbilanz nur in einer Position ausgewiesen werden, ergaben sich im Jahr 2022 Netto-Kapitalexporte von 42½ Mrd €, und damit deutlich weniger als im Jahr zuvor (60 Mrd €). Der Terminhandel mit Strom und Gas wich von diesem generellen Muster allerdings ab. Vor dem Hintergrund der Turbulenzen auf den Energiemärkten kam es zu Netto-Kapitalexporten. Im Vorjahr hatte der Handel in diesem Segment noch deutsche Netto-Kapitalimporte ergeben.

*Mittelabflüsse bei Finanzderivaten*

## Direktinvestitionen

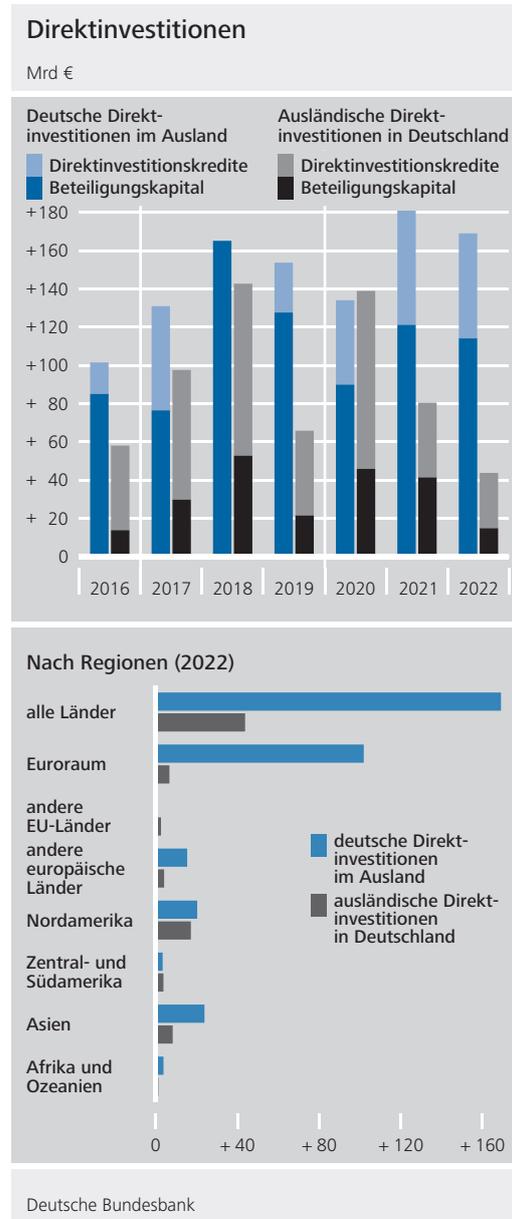
Die Vielzahl von Ereignissen und Entwicklungen, die 2022 für Unsicherheit auf globaler Ebene sorgten, beeinflusste auch die weltweiten Direktinvestitionen. Die Konferenz der Vereinten Nationen für Handel und Entwicklung (United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD) beobachtete nach dem ersten Quartal 2022 und dem Beginn des Angriffskrieges Russlands gegen die Ukraine einen deutlichen Rückgang der neuen Investitionsprojekte. Dies betraf die Ankündigung von Investitionen in die Neuansiedlung von Unternehmen ebenso wie die internationale Projektfinanzierung sowie grenzüberschreitende Unternehmenszusammenschlüsse und -übernahmen (Mergers and Acquisitions, M&A). Dennoch war die Zahl der angekündigten Projekte zur Neuansiedlung von Unternehmen nach Schätzung der UNCTAD im Gesamtjahr rund 6 % höher als im Vorjahr. Demgegenüber unterschritten die grenzüberschreitenden M&A-Transaktionen den Vorjahreswert mutmaßlich um rund 6 %. Hinter

*Weltweite Direktinvestitionsströme im Zeichen großer Unsicherheit*

den über alle Länder und Regionen aggregierten Werten standen teils recht unterschiedliche Entwicklungen im Einzelnen.<sup>10)</sup>

*Netto-Kapital-  
 exporte durch  
 deutsches  
 Engagement im  
 Ausland*

Auch international tätige deutsche Unternehmen stellte das Jahr 2022 vor besondere Herausforderungen. Die Coronavirus-Pandemie und der Ukrainekrieg sowie die daraus resultierenden weitreichenden wirtschaftlichen Folgen erschwerten das grenzüberschreitende Geschäft für viele Unternehmen erheblich und beeinflussten auch ihre Investitionsentscheidungen.<sup>11)</sup> Ein Umfeld mit mehr Risiken und höherer Unsicherheit – auch für die Rahmenbedingungen der Geschäftstätigkeit – erschwert die Kalkulation des grenzüberschreitenden Engagements. Direktinvestitionen sind in der Regel jedoch eher längerfristig ausgerichtet. Sie werden von akuten Vorkommnissen weniger schnell beeinflusst als andere Investitionsformen, die eher kurzfristige Renditeziele verfolgen.<sup>12)</sup> Die Direktinvestitionen mit deutscher Beteiligung erwiesen sich daher trotz des besonders schwierigen wirtschaftlichen Umfelds 2022 als recht robust. Sie verzeichneten Netto-Kapitalexporte von 125½ Mrd € – ein Höchstwert im langfristigen Vergleich, der den besonders hohen Wert im Jahr davor von 100½ Mrd € noch übertraf. Dazu trug bei, dass sich die deutschen Investitionen im Ausland erneut sehr kräftig entwickelten, während die ausländi-



<sup>10</sup> Vgl.: United Nations Conference on Trade and Development (2023). Erste Schätzungen für die weltweiten Direktinvestitionsströme des zurückliegenden Jahres veröffentlicht die UNCATD üblicherweise im Januar eines Jahres im Rahmen des Investment Trends Monitor. Für 2022 wird sie diese Daten im Rahmen des World Investment Report 2023 veröffentlichen.

<sup>11</sup> Vgl.: Deutscher Industrie- und Handelskammertag (2022a, 2022b, 2022c, 2022d).

<sup>12</sup> Direktinvestitionen sind üblicherweise eher langfristig ausgerichtet, auch Anpassungen erfolgen eher in der längeren Frist. Gleichwohl beeinflussen auch kurzfristigere Dispositionen zwischen verbundenen Unternehmen die grenzüberschreitenden Direktinvestitionsströme. Dies kann z. B. 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 Europäischen Union in den vergangenen Jahren zu beobachten. Dies schlägt sich auch immer wieder in den Direktinvestitionsströmen von und nach Deutschland nieder.

schen Investitionen in Deutschland merklich schwächer ausfielen als im Vorjahr. Von Vorteil für das deutsche Direktinvestitionsengagement dürfte es gewesen sein, dass die direkte deutsche Kapitalverflechtung mit Russland – trotz der starken Abhängigkeit in einigen sensiblen Bereichen – schon vor dessen Angriff auf die Ukraine begrenzt war. So machten die Direktinvestitionsbestände Ende 2021 nur rund 1% der gesamten deutschen Direktinvestitionsbestände im Ausland aus. Als Ausgleich für den weitgehenden Rückzug einiger deutscher Unternehmen aus dem Russlandgeschäft gewannen zudem Zukunftsprojekte mit anderen Partnerländern an Bedeutung.

*Erneut weiteten deutsche Unternehmen sowohl ihr Beteiligungskapital ...*

Unternehmen mit Sitz in Deutschland investierten 2022 im Ausland 169 Mrd € und damit nur etwas weniger als im Jahr davor (181 Mrd €). Erneut weiteten sie insbesondere ihr Beteiligungskapital in ausländischen Niederlassungen stark aus (114 Mrd €). Mehr als die Hälfte dieser Mittel entfiel auf reinvestierte Gewinne. Diese spielten damit im vergangenen Jahr eine größere Rolle als das Beteiligungskapital im engeren Sinne, das sich als Saldo von Neuanlage und Liquidation bei den Direktinvestitionen ergibt. Vergleichsweise hohe grenzüberschreitende Transaktionswerte wurden für Unternehmen verzeichnet, die sich auf Finanz- und Versicherungsdienstleistungen spezialisiert haben.<sup>13)</sup> Grenzüberschreitende Unternehmensübernahmen durch in Deutschland ansässige Firmen spielten dem Volumen nach auch im vergangenen Jahr eine gewisse Rolle, entsprechend der weltweit verhaltenen Entwicklung aber in deutlich geringerem Umfang als in den Jahren davor.<sup>14)</sup>

*... als auch ihr Kreditvolumen an verbundene Unternehmen aus*

Auch über den konzerninternen Kreditverkehr vergaben in Deutschland ansässige Unternehmen 2022 mit 55 Mrd € beträchtliche Mittel an verbundene Unternehmen im Ausland und nur etwas weniger als im Jahr zuvor (59½ Mrd €). Deutsche Unternehmen gewährten vor allem kurzfristige Finanz- und Handelskredite an Tochter- und Schwestergesellschaften im Ausland. Vergleichsweise günstigere Finanzierungsbedingungen dürften dabei eine Rolle spielen. Dagegen überwogen bei in Deutschland ansässigen Tochterfirmen die Tilgungen zuvor an ihre Mutterunternehmen im Ausland vergebener Kredite.

*Europa und die USA wichtige Ziele für deutsche Direktinvestitionen*

Deutsche Unternehmen engagieren sich mit Direktinvestitionen in vielen Ländern weltweit. Ein großer Teil (rund 70 %) der Direktinvestitionen entfiel 2022 auf europäische Länder. Rund 60 % aller deutschen Direktinvestitionsmittel wurden im Ergebnis in den übrigen Ländern des Euroraums angelegt. Hier flossen besonders große Beträge nach Luxemburg (29½ Mrd €) und in die Niederlande (19 Mrd €); beide Länder sind seit Jahren bedeutende Standorte von

Holdinggesellschaften. Auch in Frankreich (15 Mrd €) und Spanien (13 Mrd €) investierten deutsche Unternehmen per saldo in größerem Umfang. Im übrigen Europa zog insbesondere das Vereinigte Königreich Mittel von verbundenen Unternehmen an (10½ Mrd €). Außerhalb Europas waren die USA (19 Mrd €) und China (11½ Mrd €) Ziele umfangreicher Direktinvestitionen aus Deutschland. Aus Schweden ergaben sich 2022 hingegen per saldo größere Mittelrückflüsse nach Deutschland (16 Mrd €).

Ausländische Firmen versorgten inländische Unternehmen im vergangenen Jahr mit Direktinvestitionsmitteln von 43½ Mrd €. Dies war deutlich weniger als im Jahr davor (80½ Mrd €). Ganz überwiegend stellten ausländische Unternehmen diese Mittel über den konzerninternen Kreditverkehr bereit (29 Mrd €), und zwar zu mehr als zwei Dritteln über Finanzkredite. Dominierend schlugen die von ausländischen Tochtergesellschaften an ihre Mutterunternehmen in Deutschland vergebenen Finanzkredite zu Buche. Bei diesen Reverse Flows tilgten im vergangenen Jahr Mutterunternehmen im Inland langfristige Kredite, die ihnen zuvor im Ausland ansässige Töchter gewährt hatten. Im Gegenzug erhielten sie deutlich mehr kurzfristige Kreditmittel. Ihr Beteiligungskapital an verbundenen Unternehmen im Inland stockten ausländische Investoren im Ergebnis um 15 Mrd € auf.

Besonders hoch waren im Jahr 2022 die Direktinvestitionen von Firmen aus den Vereinigten Staaten (17½ Mrd €), Irland (13½ Mrd €) und Frankreich (11 Mrd €) in Deutschland. Dabei dominierte der konzerninterne Kreditverkehr.

*Mittelzuflüsse aus dem Ausland über den konzerninternen Kreditverkehr und durch Beteiligungskapital*

*Umfangreiche Mittel aus den USA und Europa*

<sup>13</sup> Die Angaben beziehen sich nur auf die aufschlüsselbaren Nettozuführungen an Beteiligungskapital.

<sup>14</sup> Auf Übernahmen im Ausland ansässiger Firmen mit zuvor ausländischen Eignern – und einem deutschen Anteilsbesitz von mindestens 10 % nach der Transaktion – entfielen 2022 rund 12 Mrd €; das war spürbar weniger als 2021, als der Wert der Übernahmen mit rund 53 Mrd € angegeben wurde (Angaben auf der Grundlage von Refinitiv Eikon). Die zeitliche Erfassung von Unternehmensübernahmen in der Zahlungsbilanz kann allerdings von der Zuordnung bei Refinitiv abweichen, sodass die ausgewiesenen Werte nicht unmittelbar vergleichbar sind.

Größere Mittelrückflüsse ergaben sich hingegen nach Luxemburg (25 Mrd €).

## Übriger Kapitalverkehr

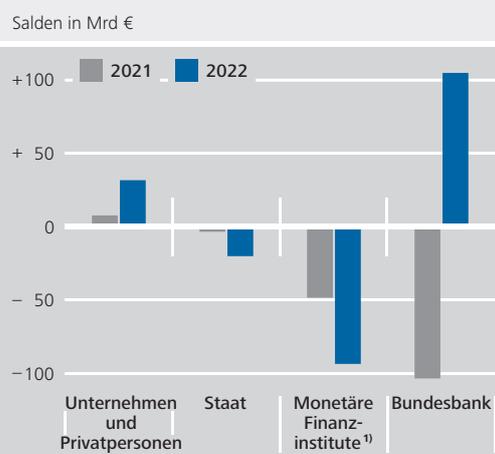
*Netto-Kapital-  
 exporte im  
 übrigen Kapital-  
 verkehr*

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 2022 Netto-Kapitalexporte von 23 Mrd €. Im Jahr davor hatten sich im übrigen Kapitalverkehr Netto-Kapitalimporte von 147 ½ Mrd € ergeben. Schwankungen – auch mit Vorzeichenwechsel – zeigen sich im Saldo des übrigen Kapitalverkehrs immer wieder; im vergangenen Jahr war der Umschwung jedoch besonders groß. Ausschlaggebend waren Netto-Kapitalexporte von 11 ½ Mrd € im Bankensystem, das im Jahr davor Netto-Kapitalimporte von 152 Mrd € verzeichnet hatte. Insgesamt nahmen 2022 per saldo sowohl die Forderungen als auch die Verbindlichkeiten im übrigen Kapitalverkehr deutlich weniger zu als im Jahr davor.

*Netto-Kapital-  
 exporte über  
 die Konten der  
 Bundesbank*

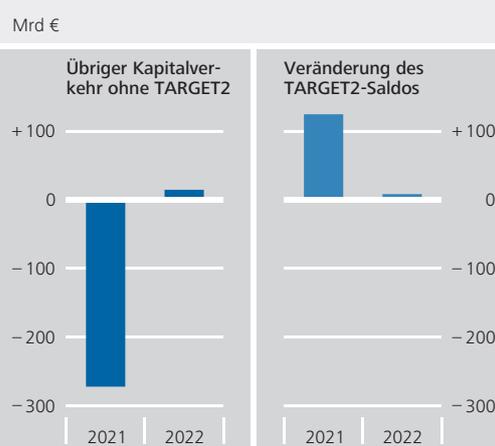
Über die Konten der Bundesbank ergaben sich Netto-Kapitalexporte von 105 Mrd €, nach Netto-Kapitalimporten in annähernd gleicher Größenordnung 2021. Die Forderungen der Bundesbank aus Bargeld und Einlagen stiegen für sich genommen um 14 Mrd €. Davon entfielen 8 ½ Mrd € auf den Anstieg des TARGET2-Saldos der Bundesbank gegenüber dem Vorjahr; 2021 war die Zunahme mit 125 Mrd € deutlich höher gewesen. Die Verbindlichkeiten der Bundesbank aus Bargeld und Einlagen gegenüber dem Ausland fielen hingegen 2022 um 90 ½ Mrd €. Für den größten Teil des Rückgangs waren geringere Einlagen von Ansässigen außerhalb des Euroraums – verglichen mit Ende Dezember 2021 – verantwortlich. Damals hatten Geschäftspartner der Bundesbank aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets ihre Einlagen vorübergehend zum Jahresende besonders stark erhöht.<sup>15)</sup> Die Verbindlichkeiten der Bundesbank aus der Verteilung des Euro-

### Übriger Kapitalverkehr<sup>\*)</sup> nach Sektoren



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

### TARGET2 und übriger Kapitalverkehr ohne TARGET2<sup>\*)</sup>



\* Netto-Kapitalexport: +.  
 Deutsche Bundesbank

Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems nahmen im vergangenen Jahr um 9 Mrd € zu.

Aus den Transaktionen über die Konten der Monetären Finanzinstitute (MFI) ohne Bundesbank ergaben sich 2022 Netto-Kapitalimporte. Sie beliefen sich auf 93 ½ Mrd € und waren damit fast doppelt so hoch wie im Jahr zuvor. Dies lag zu einem großen Teil an höheren Einlagen ausländischer Institute, und zwar fast zur Hälfte von gruppenangehörigen Banken. Aber auch die Einlagen von Unternehmen und Privatpersonen aus dem Ausland stiegen deutlich. Im

*Die übrigen MFI  
 verzeichneten  
 Netto-Kapital-  
 importe*

<sup>15</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2022b).

## Beeinflussen bankspezifische Faktoren die grenzüberschreitenden Nettotransaktionen in TARGET2?\*)

Mit Beginn der globalen Finanzkrise bauten sich in der Bilanz der Bundesbank TARGET2-Forderungen gegenüber der EZB auf. In den folgenden Jahren wechselten sich Phasen steigender Salden mit Episoden zwischenzeitlicher Rückgänge ab. Die Bundesbank kommentiert die Entwicklung der TARGET2-Salden im Eurosystem in Monatsberichten und im Geschäftsbericht fortlaufend.<sup>1)</sup> Diese Analysen stützen sich auf makroökonomische Zusammenhänge und seit 2015 auch auf die Auswertung der Wertpapierankäufe durch das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP).

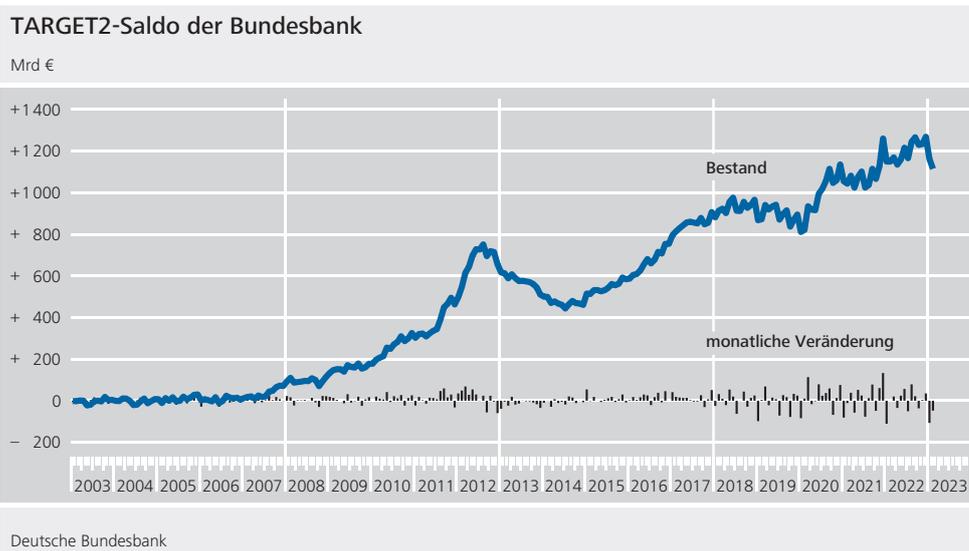
Demgegenüber konzentriert sich die vorliegende Untersuchung auf mikroökonomische Faktoren und betrachtet bilaterale Zahlungen einzelner Banken in TARGET2. Die Analyse unterscheidet zwischen Kundenzahlungen, Interbankenzahlungen, konzerninternen Zahlungen der ans System angeschlossenen Banken, Transaktionen im Zusammenhang mit der Abwicklung von Nebensystemen und Transaktionen mit mindestens

einer (in- oder ausländischen) Zentralbank. Die Studie stützt sich auf Transaktionsdaten aus der deutschen TARGET2-Komponente des Eurosystems (TARGET2-Bundesbank) von Januar 2009 bis Dezember 2021. Die Mikrodaten ermöglichen es, Zusammenhänge nicht nur auf Länderebene, sondern auch für einzelne Kreditinstitute zu identifizieren. Diese Mikrodaten werden mit den jährlich verfügbaren Daten zur Bilanz und zur Gewinn- und Verlustrechnung inländischer sowie ausländischer Banken aus BankFocus (Bureau van Dijk) verknüpft. Diese dienen in der empirischen Analyse als erklärende Variablen für die TARGET2-Transaktionen.

Das unten stehende Schaubild zeigt Monatsendwerte des deutschen TARGET2-Saldos zwischen Januar 2003 und Februar 2023. Die TARGET2-Forderungen stiegen während drei Zeiträumen stark an: zwischen dem

\* Die Analyse basiert auf einem Forschungspapier von Drott et al. (2022).

<sup>1</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2017, 2019, 2020).



Ausbruch der globalen Finanzmarktkrise 2008 und dem Höhepunkt der europäischen Staatsschuldenkrise Mitte 2012; mit dem Start des Programms zum Ankauf von Staatsanleihen (Public Sector Purchase Programme, PSPP) Anfang 2015; mit dem Beginn der Coronavirus-Pandemie und der Implementierung des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) 2020.

In der hier vorgestellten Analyse gehen wir der Frage nach, inwieweit neben den bereits früher untersuchten makroökonomischen Zusammenhängen auch individuelle Eigenschaften der an TARGET2 teilnehmenden Geschäftsbanken die Entwicklung der TARGET2-Salden beeinflussen. Um diesen Aspekt zu untersuchen, verwenden wir Transaktionsdaten aus der deutschen TARGET2-Komponente auf Basis einzelner Bankkonten. Die Rohdaten umfassen bilaterale Paare: einen Sender und einen Empfän-

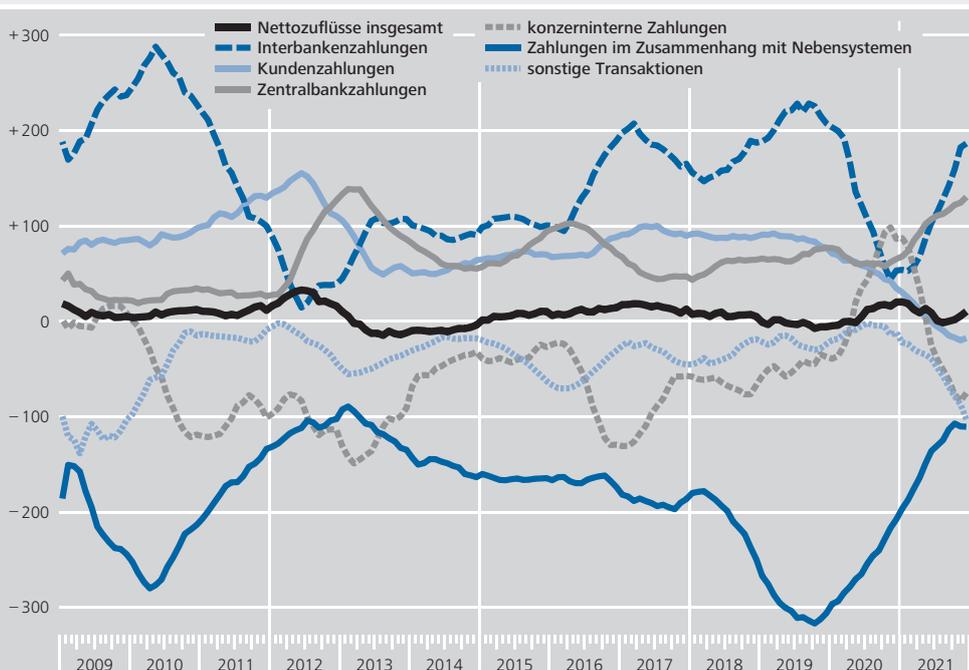
ger von Euro-Zahlungen. Entweder der Absender oder der Empfänger muss eine Bank sein, die ein Konto in TARGET2-Bundesbank hält. Die Partnerbank dagegen muss im Ausland an TARGET2 angeschlossen sein, da in-nerdeutsche Transaktionen den deutschen TARGET2-Saldo nicht beeinflussen. Die Analyse weist einer Bank ein bestimmtes Land gemäß der TARGET2-Komponente zu, in der das Konto geführt wird.

Die TARGET2-Transaktionsdaten enthalten Informationen über die Art der Zahlung. Diese ergibt sich aus dem entsprechenden Textfeld der verwendeten SWIFT-Kommunikation.<sup>2)</sup> Das unten stehende Schaubild zeigt

<sup>2</sup> SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) ist eine von Banken gegründete genossenschaftliche Institution, die ein Netzwerk für den Austausch von elektronischen Nachrichten, insbesondere Zahlungsnachrichten, betreibt. Eine SWIFT-Zahlungsnachricht ist lediglich ein Zahlungsauftrag, die Abwicklung der Zahlung erfolgt über ein Zahlungssystem oder Korrespondenzbankenbeziehungen.

**Gesamter grenzüberschreitender Nettozufluss an deutsche Banken nach verschiedenen Transaktionskategorien über TARGET2**

Mrd €, gleitende Zwölfmonatsdurchschnitte



den gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitt der gesamten grenzüberschreitenden Nettoströme zu deutschen Banken und vergleicht die Gesamtentwicklung der deutschen Banken zufließenden Nettoströme mit der Entwicklung der verschiedenen nachfolgend aufgelisteten Transaktionskategorien für den Zeitraum von Januar 2009 bis Dezember 2021: Kundenzahlungen, Interbankenzahlungen, konzerninterne Zahlungen der angeschlossenen Banken, Zentralbankzahlungen, Zahlungen im Zusammenhang mit Nebensystemen und sonstige Transaktionen (Rest). Grundsätzlich ist die kategorispezifische Entwicklung je nach Transaktionsart sehr verschieden. Insbesondere Kundenzahlungen, Interbankenzahlungen und Zentralbankzahlungen erhöhen tendenziell die gesamten deutschen TARGET2-Forderungen.<sup>3)</sup>

Der positive Saldo (Zuflüsse minus Abflüsse) der Kundenzahlungen korrespondiert mit den deutschen Leistungsbilanzüberschüssen im Betrachtungszeitraum. Einzelne Kundenzahlungen sind jedoch nicht zwangsläufig mit Leistungsbilanzgeschäften verknüpft, da sie auch Transaktionen im Auftrag von Kunden, wie Wertpapierkäufe oder andere Anlageformen, widerspiegeln können. Die positiven Nettoströme bei den Interbankenzahlungen könnten unterschiedliche Finanzierungsbedingungen der Geschäftsbanken im Euroraum widerspiegeln. So erhalten deutsche Banken in der Regel unproblematisch Liquidität aus dem Privatsektor. Banken in anderen Ländern sind zum Teil stärker auf geldpolitische Geschäfte mit der Zentralbank angewiesen. Dies dürfte Zahlungsströme in Richtung Deutschland begünstigen. Schließlich erhöhten auch die Zentralbankzahlungen durchgängig den deutschen TARGET2-Saldo.

Andere Transaktionsarten beeinflussen die deutschen TARGET2-Forderungen negativ: konzerninterne Zahlungen und Transaktio-

nen im Zusammenhang mit der Abwicklung von Nebensystemen.<sup>4)</sup> Eine mögliche Interpretation des negativen konzerninternen Saldos ist, dass deutsche Banken, bei denen ein Großteil der Überschussliquidität des Eurosystems gehalten wird, die Mittel in Form von Krediten an ihre ausländischen Niederlassungen und Tochtergesellschaften vergeben. Der negative Saldo der Transaktionen von Nebensystemen ist groß, aber ökonomisch schwierig zu interpretieren, da Informationen über das zugrunde liegende Geschäft nicht verfügbar sind.<sup>5)</sup> Dies gilt auch für die Kategorie „Rest“, da sie aufgrund der Ausgestaltung von TARGET2 überwiegend Transaktionen mit eher technischem Charakter enthält. Hier spielen unter anderem Liquiditätstransfers von und zu TARGET2-Securities (T2S) eine wichtige Rolle.<sup>6)</sup>

Die vorliegende Analyse untersucht mögliche Determinanten deutscher und ausländischer Banken, welche die Entwicklung des deutschen TARGET2-Saldos erklären können. Geschätzt wird die folgende Gleichung mittels einer Kleinstquadrateschätzung und verschiedenen fixen Effekten:

---

**3** Der einzige Zeitraum, in dem die Kundenzahlungen geringer ausfielen als die Gesamtentwicklung, war während der Coronavirus-Pandemie. In dieser Zeit traf ein negativer globaler Schock die gesamte Weltwirtschaft.

**4** Zahlungen mit Nebensystemen umfassen Transaktionen, die zunächst über alternative private Zahlungssysteme wie Euro1 abgewickelt werden. Die Existenz unabhängiger Nebensysteme führt zu grenzüberschreitenden Transaktionen, die nicht nur auf den Geschäftsentscheidungen von TARGET2-Teilnehmern beruhen. Sie resultieren teilweise aus technischen Umständen angesichts der rechtlichen und technischen Ausgestaltung von TARGET2.

**5** In TARGET2 können Nebensysteme standardisierte Zugangsverfahren und Verrechnungsverfahren nutzen und direkt in Zentralbankgeld verrechnen. Grundsätzlich kann dabei die geldliche Verrechnung auf jedem beliebigen Konto in einem Echtzeit-Bruttoabwicklungssystem (RTGS) erfolgen. Zu den Nebensystemen zählen bspw. Wertpapierabwicklungs-, Individual- und Massenzahlungssysteme.

**6** Diese Liquiditätstransfers können verschiedenen Zwecken dienen, bspw. dazu, auf der Wertpapierplattform T2S Transaktionen durchzuführen.

$$\begin{aligned} \text{Nettoströme}_{gft} = & \beta \text{Faktoren}_{gt-1} \\ & + \gamma \text{Faktoren}_{ft-1} \\ & + \pi_{gf} + \sigma_{ct} + \varepsilon_{gft}, \end{aligned}$$

wobei  $\text{Nettoströme}_{gft}$  die Zahlungsströme, definiert als Zuflüsse minus Abflüsse, nach Deutschland in TARGET2 zur deutschen Bank  $g$  von der ausländischen Bank  $f$  im Jahr  $t$  sind. Diese Ströme werden durch die Bilanzsumme der deutschen Bank im Vorjahr  $t-1$  dividiert, um sie zu normieren.  $\text{Faktoren}_{gt-1}$  ( $\text{Faktoren}_{ft-1}$ ) beinhalten die einzelnen Faktoren der deutschen (ausländischen) Bank  $g$  ( $f$ ) aus dem Vorjahr  $t-1$ . Sie umfassen folgende Variablen: Gewinne, Forderungen gegenüber Zentralbanken,<sup>7)</sup>t-1 geteilt werden.  $\pi_{gf}$  umfasst bilaterale fixe Effekte deutscher und ausländischer Banken, die spezifische, zeitunabhängige Beziehungen zwischen den Instituten abbilden. Da deutsche Banken mit mehreren Banken eines Landes Geschäftsbeziehungen pflegen, kontrolliert die Schätzung zudem für alle Länder-Zeit-fixen Effekte  $\sigma_{ct}$ . Sie absorbieren vollständig die gesamtwirtschaftlichen länderspezifischen Einflüsse auf den deutschen TARGET2-Saldo.  $\varepsilon_{gft}$  ist der statistische Fehlerterm.<sup>8)</sup> Zudem sind die Parametervektoren  $\beta$  und  $\gamma$  von Interesse, die angeben, ob und in welchem Ausmaß einzelne Faktoren deutscher oder ausländischer Banken sich auf die (relativen) Nettoströme nach Deutschland in TARGET2 auswirken. Die Schätzungen werden sowohl für alle Transaktionsarten als auch getrennt für die einzelnen Transaktionsarten durchgeführt.

Die Tabelle auf Seite 40 präsentiert die Schätzergebnisse.<sup>9)</sup> Spalte (1) stellt die Schätzun-

gen für die deutschen Nettozuflüsse im Aggregat aller Transaktionskategorien dar. Ein Anstieg der Liquiditätsquote deutscher Banken in der Vorperiode um 1 Prozentpunkt führt zu einem statistisch signifikanten Anstieg der Zuflüsse über TARGET2 um 0,14 Prozentpunkte. Alle anderen deutschen und ausländischen Determinanten sind insignifikant. Dieses Ergebnis widerspricht auf den ersten Blick der ökonomischen Intuition, dass deutsche Banken mit hoher Liquidität einen Anreiz hätten, diese unter anderem im Ausland anzulegen. Offenbar ist dies aber nicht ausschlaggebend. Vielmehr scheinen solche Banken für ausländische Geschäftspartner besonders attraktiv zu sein, sodass diese ihnen zusätzliche Liquidität zuführen. Spalte (2) stellt die Schätzungen für die deutschen Nettozuflüsse über Kundenzahlungen dar. Es zeigt sich, dass ausschließlich deutsche Bankfaktoren einen signifikanten Beitrag leisten: Forderungen gegenüber Zentralbanken verringern schwach die Nettoströme nach Deutschland. Kundeneinlagen, Bankeinlagen und die allgemeine Liquiditätsquote erhöhen die Zentralbankliquidität deutscher Geschäftsbanken. Kundenzahlungen von nichtfinanziellen Unternehmen gehen vor allem an Kreditinstitute, die stark im Privatkundengeschäft und am Interbankenmarkt tätig sind. Dadurch erhalten diese Banken in der Kategorie Kundenzah-

<sup>7</sup> Der Großteil der Forderungen der jeweiligen Bank dürfte wahrscheinlich gegenüber der nationalen Zentralbank bestehen. In der Bilanzposition können aber auch Forderungen gegenüber Zentralbanken aus anderen Ländern enthalten sein.

<sup>8</sup> Die Standardfehler werden in Gruppen, sog. Clustern, gebündelt. Hier werden zwei Gruppen gebildet. Die Gruppe der deutschen Banken und die Gruppe der ausländischen Banken berücksichtigen, dass die Daten innerhalb der Gruppen nicht unabhängig sind. Die Untersuchung clustert alle Standardfehler über diese beiden Gruppen.

<sup>9</sup> Der Datensatz schließt alle Beobachtungen aus, wenn einer der deutschen oder ausländischen Faktoren einen fehlenden Wert aufweist. Einige Faktoren sind in den Schätzungen nicht enthalten, weil aufgrund des Clusterings über deutsche und ausländische Banken teilweise keine Standardfehler berechnet werden.

### Der Einfluss von Bankfaktoren auf die deutschen TARGET2-Nettoströme

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Insgesamt	Kunden	Interbanken	Konzernintern	Zentralbank	Nebensysteme
<b>Faktoren deutscher Banken</b>						
Gewinne <sub>gt-1</sub>	4,046 (3,860)	-0,045 (0,071)	0,584* (0,334)	-1,174 (1,866)	0,081 (0,099)	237,4 (188,0)
Forderungen gegenüber Zentralbanken <sub>gt-1</sub>	-0,368 (0,236)	-0,065* (0,034)	-0,076 (0,119)	-0,129 (0,226)	-0,055** (0,022)	-3,322 (3,171)
Kundeneinlagen <sub>gt-1</sub>	.	0,054** (0,024)	0,090 (0,104)	.	.	-5,807* (3,451)
Bankeinlagen <sub>gt-1</sub>	0,032 (0,052)	0,048** (0,021)	0,112 (0,105)	-0,461 (0,627)	.	1,973 (4,115)
Eigenkapital <sub>gt-1</sub>	0,422 (0,447)	0,029 (0,024)	0,274 (0,194)	-1,537 (1,244)	0,037 (0,057)	-18,77** (9,386)
Liquidität <sub>gt-1</sub>	0,141** (0,068)	0,034** (0,015)	0,039 (0,057)	-0,186 (0,303)	0,065** (0,033)	12,79 (10,99)
<b>Faktoren ausländischer Banken</b>						
Gewinne <sub>ft-1</sub>	-0,383 (0,286)	0,016 (0,037)	-0,092 (0,185)	-3,453 (2,136)	-0,068* (0,041)	-14,93 (24,48)
Forderungen gegenüber Zentralbanken <sub>ft-1</sub>	0,063 (0,115)	-0,001 (0,012)	0,019 (0,031)	0,692 (0,776)	-0,017 (0,012)	-3,156 (3,324)
Kundeneinlagen <sub>ft-1</sub>	.	0,027 (0,024)	0,027 (0,045)	.	.	.
Bankeinlagen <sub>ft-1</sub>	0,012 (0,054)	-0,009 (0,008)	-0,002 (0,031)	0,287 (0,175)	.	-1,696 (2,518)
Eigenkapital <sub>ft-1</sub>	0,001 (0,167)	-0,086 (0,078)	0,067 (0,065)	3,573** (1,559)	0,011 (0,019)	-14,98 (14,13)
Liquidität <sub>ft-1</sub>	0,057 (0,066)	0,009 (0,006)	-0,073 (0,055)	0,776 (0,593)	0,007*** (0,002)	-0,533 (2,037)
Anzahl deutsche Banken	279	231	201	161	143	97
Anzahl ausländische Banken	740	636	605	552	397	173
Anzahl Beobachtungen	246 411	226 732	108 986	23 705	6 694	2 851
Korrigiertes Bestimmtheitsmaß $R^2$	0,585	0,442	0,421	0,020	0,239	0,594

\*\*\* Signifikanz auf 1%-Niveau, \*\* Signifikanz auf 5%-Niveau, \* Signifikanz auf 10%-Niveau. Die abhängige Variable ist der deutsche TARGET2-Nettozufluss im Verhältnis zur Bilanzsumme. Der Zeitraum umfasst 2009 bis 2021 auf jährlicher Frequenz. Bank-Bank-spezifische und Länder-Zeit-spezifische fixe Effekte werden berücksichtigt, aber nicht berichtet. Robuste Standardfehler (über deutsche Bank und ausländische Bank geclustert) in Klammern.

Deutsche Bundesbank

lungen über TARGET2 mehr Liquidität. Quantitativ sind die Effekte allerdings eher unbedeutend. Spalte (3) präsentiert die Schätzergebnisse für die deutschen Nettozuflüsse über den Interbankenmarkt. Demnach weisen nur Gewinne der deutschen Banken einen (schwach) positiven Effekt auf. Alle anderen Koeffizienten sind insignifikant. Spalte (4) stellt die Ergebnisse für die deutschen Nettozuflüsse über konzerninterne Zahlungen dar. Deutsche Bankfaktoren spielen hierbei keine Rolle. Ein höheres Eigenkapital ausländischer Banken erhöht die

Nettoströme nach Deutschland. Spalte (5) illustriert die Schätzergebnisse für die deutschen Nettozuflüsse über Zentralbankzahlungen. Sie liefern gemischte Ergebnisse. Deutsche Banken, die höhere Forderungen gegenüber Zentralbanken aufweisen, erhalten geringere zusätzliche Nettoströme aus dem Ausland. Diese Banken benötigen offensichtlich keine zusätzliche Liquidität. Die Nettoströme aus dem Ausland sind höher, wenn sowohl die deutsche als auch die ausländische Bank liquider ist. Ähnlich wie in anderen Transaktionskategorien wir-

ken die Gesamtliquidität und Forderungen gegenüber Zentralbanken in die entgegengesetzte Richtung. Lediglich die vorhandene Zentralbankliquidität reduziert laut den Schätzungen zusätzliche Finanzzuflüsse. Darüber hinaus gehen höhere Gewinne bei den ausländischen Banken mit niedrigeren Nettoströmen nach Deutschland einher.<sup>10)</sup> Spalte (6) präsentiert die Schätzergebnisse für die deutschen Nettozuflüsse über Transaktionen in Nebensystemen. Einige Koeffizienten sind statistisch signifikant. Aufgrund unterschiedlicher Arten von Nebensystemen und fehlender Informationen der zugrunde liegenden Geschäfte können die Ergebnisse jedoch nicht ökonomisch interpretiert werden.

Ziel dieser Studie ist es, zu untersuchen, ob individuelle Eigenschaften von deutschen und ausländischen Banken den deutschen TARGET2-Saldo erklären können. Die individuellen Bankcharakteristika bieten nur einen begrenzten zusätzlichen Erklärungsgehalt. Offenbar sind im Ergebnis überwiegend makroökonomische Effekte und zeitunabhängige Beziehungen zwischen deutschen und ausländischen Banken für die Entwicklung der grenzüberschreitenden Ströme von Zentralbankliquidität in TARGET2 verantwortlich. Auf mikroökonomischer Ebene haben deutsche Bankcharakteristika eine größere Bedeutung als die Eigenschaften ausländischer Banken. Eine deutsche Bank mit relativ hohen Forderungen gegenüber Zentralbanken erhält laut den Schätzungen weniger zusätzliche Zentralbankliquidität aus dem Ausland als eine deutsche Bank mit vergleichsweise geringeren Zentralbankforderungen. Eine höhere Gesamtliquidität eines deutschen Kreditinstituts führt jedoch zu stärkeren Nettozuflüssen. Ausländische Bankcharakteristika sind nur für Zentralbankzahlungen und bankinterne Zahlungen von Bedeutung.

Zudem zeigen sich bei deskriptiven Untersuchungen Unterschiede zwischen verschiedenen Transaktionsarten in TARGET2. Während Kundenzahlungen, Interbankenzahlungen und Zahlungen von Zentralbanken insgesamt die Netto-Kapitalströme nach Deutschland erhöht haben, haben konzerninterne Transaktionen und Transaktionen im Zusammenhang mit der Abwicklung von Nebensystemen zu Nettoabflüssen geführt.

---

**10** Dabei ist zu beachten, dass nur länderübergreifende Transaktionen zwischen einem deutschen und einem ausländischen Institut untersucht werden. Hiervon ausgenommen sind Transaktionen zwischen einer Zentralbank und einer Geschäftsbank vor Ort, sodass der Großteil der vom Eurosystem durchgeführten Standardgeschäfte auf dem offenen Markt nicht in unsere Regressionen eingeht.

Aktivgeschäft erhöhten in Deutschland ansässige MFI (ohne Bundesbank) ihrerseits die Einlagen bei ausländischen Instituten. Darüber hinaus vergaben sie mehr Kredite an Nichtbanken im Ausland. Im Ergebnis nahmen ihre Buchforderungen gegenüber Unternehmen und Privatpersonen mit Sitz im Ausland stärker zu als gegenüber Banken im Ausland.

*Netto-Kapital-  
exporte durch  
Transaktionen  
von Nichtbanken*

Die grenzüberschreitenden Aktivitäten der Nichtbanken führten im übrigen Kapitalverkehr zu Netto-Kapitalexporten von 11½ Mrd € und waren damit höher als 2021 (damals waren es 4½ Mrd € gewesen). Dabei schlugen die Dispositionen von Unternehmen und Privatpersonen mit Netto-Kapitalexporten von 32 Mrd € zu Buche. Sie vergaben vor allem kurzfristige Finanzkredite an Geschäftspartner im Ausland und tilgten ihrerseits – ebenfalls überwiegend kurzfristige – zuvor im Ausland aufgenommene Kredite. Demgegenüber reduzierten sich ihre grenzüberschreitenden Forderungen aus Bargeld und Einlagen. Die Dispositionen staatlicher

Stellen führten dagegen im Ergebnis 2022 zu Netto-Kapitalimporten von 20 Mrd €.

## Währungsreserven

Die Währungsreserven der Bundesbank stiegen 2022 transaktionsbedingt um 4½ Mrd €. Dahinter stand eine Zunahme der übrigen Währungsreserven, der Sonderziehungsrechte und der Reserveposition im Internationalen Währungsfonds.

*Währungs-  
reserven trans-  
aktionsbedingt  
gestiegen*

Die Bestände an Währungsreserven werden auch durch die gemäß internationalen Standards nicht in der Zahlungsbilanz zu erfassenden bilanziellen Anpassungen beeinflusst. Aus der Neubewertung ergab sich 2022 eine Zunahme um gut 10½ Mrd €. Dies lag insbesondere an einem gegenüber dem Vorjahr gestiegenen Goldpreis. Zum Bilanzstichtag am 31. Dezember 2022 betrug der Wert der deutschen Währungsreserven 276½ Mrd €.

*Bilanzwert steigt  
zusätzlich durch  
Marktpreis-  
effekte*

## ■ Literaturverzeichnis

Arbeitsgemeinschaft Energiebilanzen e. V. (2022), Energieverbrauch fällt 2022 auf niedrigsten Stand seit der Wiedervereinigung, Pressedienst, 20. Dezember 2022.

Bundesnetzagentur (2023), Bundesnetzagentur veröffentlicht Zahlen zur Gasversorgung 2022, Pressemitteilung, 6. Januar 2023.

Bundesregierung (2023), Liste der militärischen Unterstützungsleistungen, <https://www.bundesregierung.de/breg-de/themen/krieg-in-der-ukraine/lieferungen-ukraine-2054514>, abgerufen am 15. März 2023.

Deutsche Bundesbank (2022a), Die Wirtschaftslage in Deutschland im Frühjahr 2022 – Finanzmärkte, Monatsbericht, Mai 2022, S. 48 f.

Deutsche Bundesbank (2022b), Die Deutsche Zahlungsbilanz 2021, Monatsbericht, März 2022, S. 57 f.

Deutsche Bundesbank (2020), 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-Salden im Jahresverlauf 2018, Geschäftsbericht 2018, S. 16 f.

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

Deutscher Industrie- und Handelskammertag (2022a), Going International – Erfahrungen und Perspektiven der deutschen Wirtschaft im Auslandsgeschäft, März 2022.

Deutscher Industrie- und Handelskammertag (2022b), Auswirkungen der russischen Invasion in der Ukraine auf die deutsche Wirtschaft, März 2022.

Deutscher Industrie- und Handelskammertag (2022c), World Business Outlook Frühjahr 2022, Mai 2022.

Deutscher Industrie- und Handelskammertag (2022d), World Business Outlook Herbst 2022, November 2022.

Drott, C., S. Goldbach und A. Jochem (2022), Determinants of TARGET2 transactions of European banks based on micro-data, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 40/2022.

United Nations Conference on Trade and Development (2023), Global Investment Trends Monitor, No. 44, Januar 2023.