

Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2021

Der Leistungsbilanzüberschuss der deutschen Volkswirtschaft stieg im Jahr 2021 im Verhältnis zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) um ½ Prozentpunkt auf 7 ½ %. Der Überschuss lag nach dem kurzzeitigen Rückgang im Vorjahr ungefähr wieder auf dem Niveau vor Ausbruch der Coronavirus-Pandemie. Dabei stieg vor allem der Primäreinkommensüberschuss, während die Salden im Warenhandel, im Dienstleistungsverkehr und bei den Sekundäreinkommen weitgehend unverändert blieben. Dieses Ergebnis ist nur zu einem Teil auf die Umkehr der Entwicklungen des ersten Pandemiejahres zurückzuführen. Zwar erholte sich der Aktivsaldo der Primäreinkommen aufgrund höherer Erträge aus deutschen Direktinvestitionen im Ausland im Umfeld des Aufschwungs in den meisten Sitzländern. Zudem profitierten die deutschen Exporteure von der wieder höheren Auslandsnachfrage. Jedoch wirkten starke Importpreissteigerungen im Zusammenhang mit pandemiebedingten Lieferengpässen überschussmindernd im Warenhandel. Darüber hinaus kamen im Jahr 2021 von den weiter geringen deutschen Reiseverkehrausgaben sowie außergewöhnlich hohen Einnahmen aus Patenten für Impfstoffe positive Beiträge zur normalerweise defizitären Dienstleistungsbilanz.

Aus dem Blickwinkel von Ersparnis und Investitionen ging der Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses vor allem auf die gestiegene Spartätigkeit zurück, welche die konjunkturbedingte Erholung der Investitionen übertraf. Dabei stieg die Ersparnis bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, wobei auch Vorsichts- und Entschuldungsmotive nach den krisenhaften Belastungen des Vorjahres eine Rolle gespielt haben könnten. Die Ersparnis der privaten Haushalte sank zwar, lag jedoch noch deutlich über dem Vorkrisenniveau. Der staatliche Fehlbetrag blieb in Anbetracht der temporär weiterhin hohen Krisenlasten weitgehend unverändert.

Die anhaltende Coronavirus-Pandemie beeinflusste im Jahr 2021 nicht nur den Leistungsverkehr, sondern auch den internationalen Kapitalverkehr. Nicht zuletzt wirkten sich die pandemiebedingt expansiven fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen in vielen Ländern auf die grenzüberschreitenden Dispositionen aus. Zugleich stiegen im Jahresverlauf vielerorts die Inflationsraten und die Inflationserwartungen. Einige große Zentralbanken schlugen infolgedessen wieder einen etwas restriktiveren Kurs ein: So reduzierte die amerikanische Fed ab November ihre Wertpapierankäufe, die britische Notenbank erhöhte den Leitzins. Andere Zentralbanken wie die Europäische Zentralbank (EZB), die Bank von Kanada oder die Bank von Japan stellten in Aussicht, ihre Wertpapierankaufprogramme zurückzuführen oder ganz einzustellen. Alles in allem fielen die deutschen Netto-Kapitalexporte 2021 mit 314 ½ Mrd € wesentlich höher aus als im Jahr davor (216 ½ Mrd €).

Dabei verzeichneten der Wertpapierverkehr, die Finanzderivate und die Direktinvestitionen Netto-Kapitalexporte. Im übrigen Kapitalverkehr überwogen hingegen die Mittelzuflüsse. Dort stiegen die Auslandsforderungen der Bundesbank aus einem höheren TARGET2-Saldo weniger stark als ihre Auslandsverbindlichkeiten. Neben höheren Einlagen ausländischer Geschäftspartner und der überdurchschnittlichen Emission von Euro-Banknoten kam hier noch ein Sondereffekt durch die Zuteilung von Sonderziehungsrechten des Internationalen Währungsfonds (IWF) zum Tragen. Im Gegenzug stiegen die Währungsreserven der Bundesbank aufgrund der zugeteilten Sonderziehungsrechte.

Leistungverkehr

Grundtendenzen im Leistungverkehr

Leistungsbilanzüberschuss im Jahresdurchschnitt deutlich gestiegen

Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss stieg im Jahr 2021 im Vorjahresvergleich um 26½ Mrd € auf 265½ Mrd €. Relativ zum nominalen BIP entsprach dies einem Anstieg des Saldos um ½ Prozentpunkt auf 7½ %. Im Jahresverlauf ging der Aktivsaldo im deutschen Leistungverkehr indes zurück. Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss betrug im ersten Vierteljahr 8¼ % des BIP und sank im Jahresverlauf in sai-

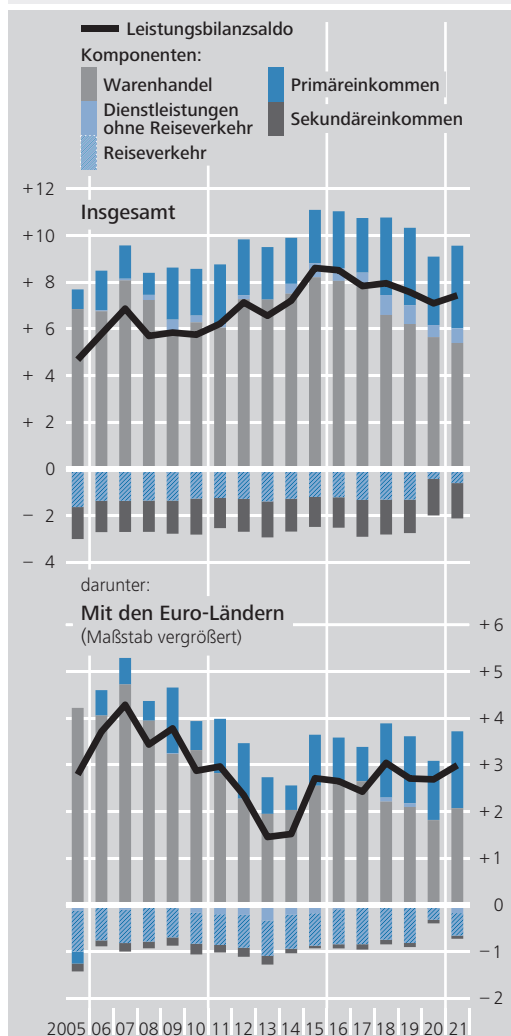
sonbereinigter Betrachtung auf 5½ % im Schlussquartal.

Hinter der Entwicklung des Leistungsbilanzsaldos standen gegenläufige Veränderungen in einzelnen Teilbilanzen. Ausschlaggebend für den Anstieg des Aggregats war die deutliche Zunahme des Saldos der Primäreinkommen insbesondere aufgrund der höheren Erträge aus deutschen Direktinvestitionen im Ausland im Umfeld der konjunkturellen Erholung in den meisten Sitzländern, welche jene in Deutschland übertraf.¹⁾ Der Überschuss im Warenhandel nahm geringfügig zu. Relativ zum BIP hingegen verminderte er sich leicht. Zwar steigerte die wirtschaftliche Erholung der deutschen Handelspartner über Mengeneffekte den Überschuss im Berichtsjahr. Diese Mengeneffekte wurden jedoch von den Auswirkungen der starken Importpreissteigerungen im Zusammenhang mit pandemiebedingten Lieferengpässen übertroffen. Dabei verstärkte sich die Verschlechterung der deutschen Terms of Trade im Jahresverlauf insbesondere aufgrund der gestiegenen Energiepreise. Zudem nahmen die angebotsseitigen Produktionsengpässe im Inland graduell zu. Im Ergebnis ging der Überschuss im Warenhandel und damit auch der Leistungsbilanz im Verlauf des Jahres zurück. Ferner begann sich der Reiseverkehr um die Jahresmitte 2021 etwas zu normalisieren, sodass sich der Überschuss in der Dienstleistungsbilanz tendenziell verringerte. Im Jahresmittel 2021 glichen in der Dienstleistungsbilanz gestiegene Einnahmen aus Gebühren für die Nutzung von geistigem Eigentum im Bereich der Impfstoffentwicklung höhere Fehlbeträge in anderen Unter-

Höhere Primäreinkommen für Anstieg ausschlaggebend; gestiegene Einfuhrpreise im Jahresverlauf überschussdämpfend

Der deutsche Leistungverkehr mit dem Ausland

in % des BIP



¹ Ein weiterer Faktor für den stärker gestiegenen Wert auf der Einnahmenseite ist das höhere Ausgangsniveau der Einnahmen im Vergleich zu den Ausgaben, welche aus dem größeren Bestand der deutschen Direktinvestitionen im Ausland im Vergleich zu den ausländischen Direktinvestitionen im Inland resultieren. Die Entwicklung der Werte für die Vermögenseinkommen der Direktinvestitionen für das Jahr 2021 gegenüber dem Jahr 2020 wurde auf Grundlage von Wachstumsfaktoren der Direktinvestitionerträge anderer OECD-Länder basierend auf Angaben der OECD International Direct Investment Statistics geschätzt. Endgültige Zahlen liegen nach Eingang und Prüfung der zugrunde liegenden Meldungen erst mit einer zeitlichen Verzögerung von zwei Jahren vor, d. h. zurzeit bis einschl. dem Jahr 2018.

positionen, wie dem grenzüberschreitenden Reiseverkehr, aus. Das Defizit in der Bilanz der Sekundäreinkommen blieb weitgehend unverändert.

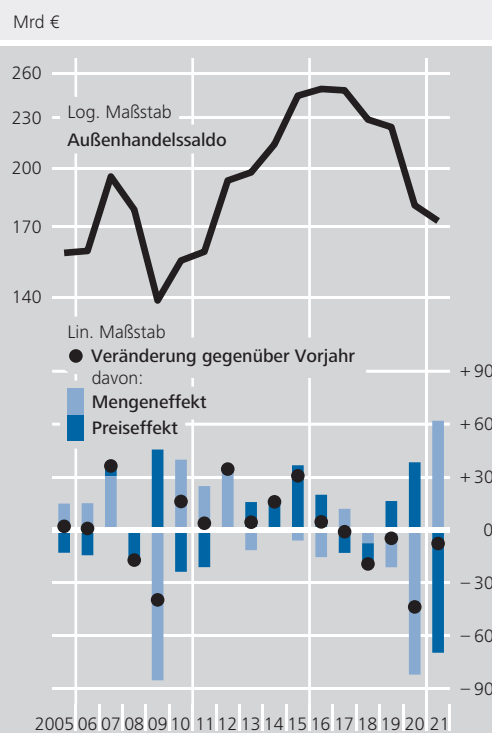
Weltweites Gemenge aus günstigen Nachfragebedingungen, Knappheiten und Preissteigerungen bei Vorprodukten und Energie

Die Erholung der Weltkonjunktur prägte im Jahr 2021 die globalen Rahmenbedingungen. Zum einen profitierten die deutschen Exporteure von der erhöhten Auslandsnachfrage. So nahm das Welthandelsvolumen laut Angaben des World Trade Monitors des Centraal Planbureau (CPB) regional breit gefächert sehr deutlich zu. Die Wirtschaftsleistung einer Reihe von Ländern, unter anderem die Vereinigten Staaten und China, erreichte wieder das Vorkrisenniveau oder übertraf es. Andere Volkswirtschaften, unter anderem im Euroraum, wiesen aufgrund der unterschiedlichen Verläufe der Pandemie und Maßnahmen zu ihrer Bekämpfung indes noch Rückstände bei der Wirtschaftsaktivität auf. Zum anderen führte die globale Nachfrageausweitung angesichts pandemiebedingter Produktions- und Transportprobleme zu Lieferverzögerungen und Knappheiten bei wichtigen Vorprodukten. Daher kam es zu kräftigen Preissteigerungen bei Vorleistungsgütern und Industrierohstoffen. Auch die Preise für fossile Energieträger stiegen in Anbetracht der hohen Nachfrage bei knappem Angebot teils drastisch an. Ein Fass Erdöl der Sorte Brent kostete im Jahr 2021 mit knapp 71 US-\$ etwa zwei Drittel mehr als im Vorjahr. Die Preise für Erdgas und Kohle verdreifachten beziehungsweise verdoppelten sich laut Angaben des Hamburgischen Weltwirtschaftsinstituts.²⁾ Leichter Gegenwind für die deutschen Exporteure kam zudem von der Aufwertung des Euro. So lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen der 42 wichtigsten Handelspartner des Euroraums im Jahresdurchschnitt 2021 rund 1¼ % über dem Vorjahreswert.

Überschussposition gegenüber Euro-Ländern gestiegen

In regionaler Betrachtung stieg der Leistungsbilanzüberschuss gegenüber den Ländern des Euroraums auf 3 % des BIP, wobei Zuwächse bei den Salden im Warenhandel und den Primäreinkommen das größere Defizit in der Dienstleistungsbilanz übertrafen. Der Leistungsbilanz-

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



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

überschuss gegenüber den Drittländern blieb unverändert bei 4½ % des BIP. Hierbei glichen Anstiege in den Salden der Primäreinkommen und der Dienstleistungsbilanz die Abnahme des Warenhandelsüberschusses aus.

Der gesamtwirtschaftliche Finanzierungssaldo stieg im Berichtsjahr relativ zum BIP leicht an.³⁾ Sowohl die Investitionen im Inland als auch die inländischen Ersparnisse erholten sich im Aggregat deutlich, aber nicht vollständig von den niedrigen Vorjahreswerten. Unter anderem dämpften Lieferengpässe Auf- und Nachholeffekte bei den gewerblichen Investitionen. Die privaten Wohnungsbauinvestitionen leg-

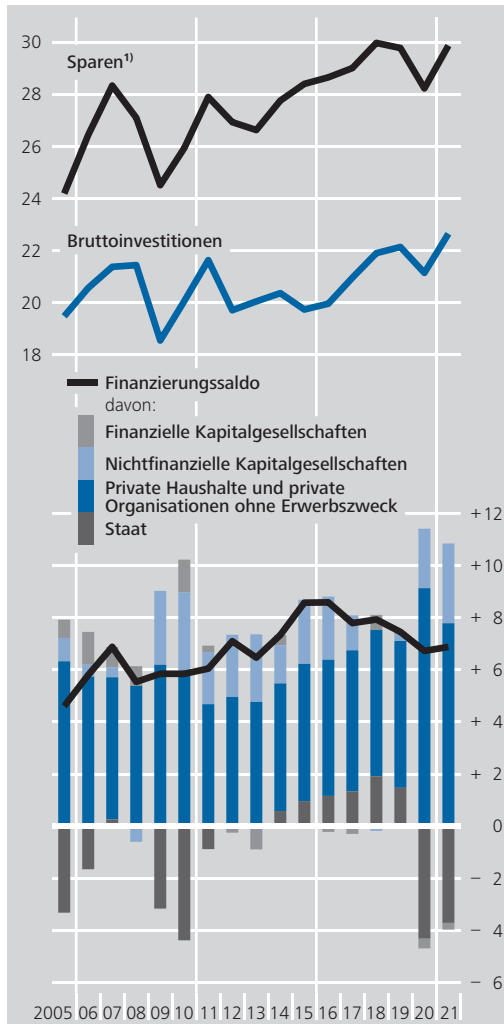
Deutliche Anstiege bei Investitionstätigkeit und gesamtwirtschaftlicher Ersparnis

² Bei Erdgas und Kohle schlugen auch gegenüber dem Jahr 2019 beträchtliche Preisaufschläge zu Buche. Bei Rohöl betrug der entsprechende Preisanstieg lediglich ein Zehntel, was darauf hindeutet, dass die Entwicklung im Jahr 2021 auch gewisse Erholungstendenzen widerspiegelt.

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

Gesamtwirtschaftliche Ersparnisse und Investitionen im Inland

in % des BIP



¹⁾ Einschl. Abschreibungen.
 Deutsche Bundesbank

ten indes kräftig zu. Die Ersparnis der privaten Haushalte sank zwar, lag jedoch noch deutlich über dem Vorkrisenniveau, da bestimmte Konsummöglichkeiten wie beispielsweise Auslandsreisen nur eingeschränkt möglich waren oder nicht in gleichem Maß wie vor Ausbruch der Coronavirus-Pandemie in Anspruch genommen wurden. Der staatliche Fehlbetrag blieb in Anbetracht der temporär weiterhin hohen Krisenlasten weitgehend unverändert. Die Ersparnis der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften stieg indes auch wegen geringerer Ausschüttungen sehr deutlich an. Hierbei könnten Vorsichts- und Entschuldungsmotive nach den krisenhaften Belastungen des Vor-

jahres eine Rolle gespielt haben. Im Ergebnis übertraf der Anstieg des Finanzierungssaldos der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften den Rückgang bei den privaten Haushalten, während der Finanzierungssaldo des Staates unverändert blieb.

Warenströme und Handelsbilanz

Die Warenausfuhren stiegen im Jahr 2021 verglichen mit dem Vorjahr in preisbereinigter Rechnung mit 8 % sehr kräftig. Die Wareneinfuhren nahmen weniger stark um 3 ¼ % zu. Für die relativ große prozentuale Zuwachsrate bei den Exporten spielte auch eine Rolle, dass die Ausfuhren von bestimmten Investitionsgütern wie Maschinen und Kraftfahrzeugen im Vorjahr pandemiebedingt erheblich gedrückt waren. Infolgedessen lag das Volumen der gesamten Exporte im Berichtsjahr noch leicht unter dem Jahresdurchschnitt 2019, den die Importe bereits wieder erreichten. Wertmäßig nahmen die Exporte im Jahr 2021 im Vorjahresvergleich mit 14 % und vor allem die Importe mit 17 ¼ % deutlich stärker zu als preisbereinigt. Im Ergebnis ging der Außenhandelsaldo um 7 ½ Mrd € auf 173 Mrd € zurück.

Außenhandel im Jahresmittel mit starkem Anstieg, ...

Im Jahresverlauf 2021 verlangsamte sich die Erholung der deutschen Außenhandelsaktivitäten von dem pandemiebedingten Einbruch im Jahr 2020. Wesentlich dafür war die über weite Teile des Berichtsjahres kraftlose Industriekonjunktur in Deutschland und den Partnerländern, die insbesondere in der zweiten Jahreshälfte durch Lieferverzögerungen und Materialknappheiten beeinträchtigt war. In realer Betrachtung überschritten im Jahresschlussquartal die gesamten Ausfuhren den Stand des Vorjahres nur um 1 ½ %, und die Einfuhren lagen um 1 ¾ % zurück.

... im Jahresverlauf jedoch durch Angebotsengpässe beeinträchtigt

In regionaler Perspektive verbuchten die deutschen Exporteure in fast jedem Partnerland des Euroraums sehr kräftige Erlöszuwächse. Auch die Lieferungen in die Länder außerhalb des

Sehr kräftige Zunahme der Ausfuhren in den Euroraum und ins Absatzgebiet außerhalb des Euro-Währungsgebiets

Euroraums nahmen stark zu. Besonders deutlich stiegen dabei die Verkäufe in die mittel- und osteuropäischen Länder sowie in die USA. Auch die Lieferungen in rohstoffexportierende Länder wie Russland, Brasilien und Südafrika, denen wohl auch höhere Ausgabenspielräume durch Einnahmen aus ihren Rohstoffverkäufen zugute kamen, legten beträchtlich zu. Die Verkäufe nach China verzeichneten im Einklang mit der stark expandierenden chinesischen Wirtschaft ebenfalls einen deutlichen Zuwachs. Dagegen verminderten sich die Exporte ins Vereinigte Königreich aufgrund der abgelaufenen Übergangszeit, in der gegenseitiger Marktzugang nach EU-Binnenmarktregeln gewährleistet war, spürbar.

Ausfuhren für breite Produktpalette sehr stark gestiegen

Mit Blick auf das Warensortiment kam es bei den Ausfuhren im Berichtsjahr preisbereinigt zu sehr kräftigen Anstiegen in praktisch allen Bereichen. Dabei glichen die Exporte von Vorleistungsgütern ihren Rückgang im Vorjahr mehr als aus. Bei den Investitionsgütern nahmen die Ausfuhren von Kraftwagen und Kraftwagenteilen sowie von Maschinen beträchtlich zu. Die Ausfuhren von Erzeugnissen des sonstigen Fahrzeugbaus wie Flugzeuge waren von den nach wie vor pandemiebedingt weltweit eingetrübten Reiseperspektiven in Mitleidenschaft gezogen und gaben weiter nach. Sehr starke Zunahmen verzeichneten die Exporte von elektrischen Ausrüstungen, chemischen Erzeugnissen und Datenverarbeitungs-, elektronischen sowie optischen Geräten. Auch die Ausfuhren von Konsumgütern verbuchten ein kräftiges Plus. Dazu trug auch die sehr stark gestiegene Nachfrage nach pharmazeutischen Produkten bei, und auch der weltweite Bedarf an in Deutschland hergestellten Impfstoffen gegen das Coronavirus spielte dabei eine wesentliche Rolle.

Einfuhren für breites Warensortiment kräftig ausgeweitet, Kfz-Importe jedoch verhaltener

Bei den Einfuhren stiegen die Importe von Vorleistungsgütern sehr kräftig. Besonders stark erhöhten sich bei den Investitionsgütern die Maschinenlieferungen ausländischer Hersteller. Ihnen kam zugute, dass sich die Unsicherheiten, die auch die Investitionsvorhaben deutscher

Außenhandel nach Regionen

in %

Ländergruppe/Land	Veränderung gegenüber Vorjahr			
	Anteile	Veränderung gegenüber Vorjahr		
	2021	2019	2020	2021
Ausfuhr				
Euroraum	37,7	0,0	- 10,2	17,4
Übrige Länder	62,3	1,3	- 8,5	12,0
darunter:				
Vereinigtes Königreich	4,8	- 3,6	- 15,3	- 2,6
Mittel- und osteuropäische EU-Länder ¹⁾	13,2	2,6	- 6,0	19,0
Schweiz	4,4	4,3	- 0,1	7,7
Russland	1,9	2,6	- 13,0	15,4
USA	8,9	4,7	- 12,8	17,9
Japan	1,3	1,1	- 15,8	4,8
Neue Industrieländer Asiens ²⁾	3,0	- 2,4	- 1,5	8,3
China	7,5	3,2	- 0,1	8,1
Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾	2,2	- 0,7	- 17,4	15,5
OPEC	1,4	- 2,7	- 13,6	2,2
Alle Länder	100,0	0,8	- 9,1	14,0
Einfuhr				
Euroraum	36,5	1,0	- 9,4	18,3
Übrige Länder	63,5	1,7	- 5,6	16,5
darunter:				
Vereinigtes Königreich	2,7	3,7	- 8,8	- 8,4
Mittel- und osteuropäische EU-Länder ¹⁾	14,2	2,7	- 4,2	14,1
Schweiz	4,1	- 0,2	- 0,6	7,2
Russland	2,7	- 13,1	- 31,3	53,9
USA	6,0	10,6	- 5,1	6,4
Japan	2,0	0,8	- 10,4	9,5
Neue Industrieländer Asiens ²⁾	2,5	- 3,0	- 7,4	11,4
China	11,8	3,8	6,7	20,8
Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾	3,9	0,3	- 2,9	15,9
OPEC	0,7	- 4,8	- 48,3	54,0
Alle Länder	100,0	1,4	- 7,0	17,2

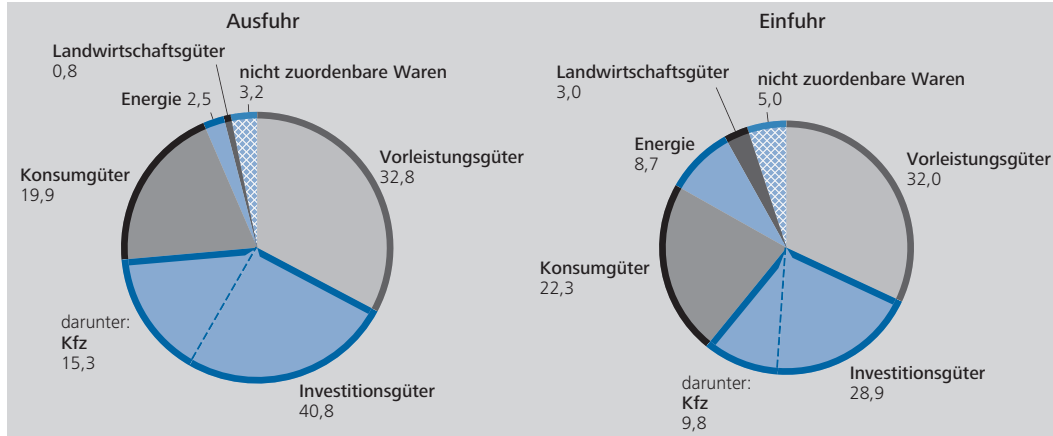
¹ Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Tschechien, Ungarn.

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

Deutsche Bundesbank

Außenhandel nach ausgewählten Warengruppen im Jahr 2021

Anteile in %



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

Unternehmen belasteten, mit Verbesserung der pandemischen Lage verminderten. Die Importe von Kraftwagen und Kraftwagenteilen litten indes erheblich unter den globalen Lieferengpässen und expandierten nur moderat. Die Lieferungen von Konsumgütern stiegen kräftig. Dabei expandierten die Importe von Pharmaprodukten besonders stark, was mit dem Bedarf an Coronavirus-Impfstoffen und -Tests in Verbindung stand.

Lieferungen aus Euroraum und Drittländern kräftig ausgeweitet

Regional aufgegliedert legten die Lieferungen aus dem Euro-Währungsgebiet und den übrigen Ländern in preisbereinigter Rechnung ähnlich stark zu. Dabei verzeichneten die Hersteller in nahezu allen Partnerländern Erlöszuwächse bei ihren Lieferungen nach Deutschland. Unter den bedeutenden Handelspartnern im Euroraum wurden dabei die wertmäßigen Importe aus Belgien außerordentlich stark ausgeweitet, wozu auch die dort produzierten Coronavirus-Impfstoffe erheblich beitrugen. Unter den Drittstaaten steigerten wichtige Energielieferanten wie Russland und die OPEC-Staaten die Erlöse aus ihren Verkäufen nach Deutschland ganz erheblich, wozu die Verteuerung der Energieprodukte beitrug.

Die übrigen Komponenten des Warenhandels, welche die Ergänzungen zum Außenhandel, die Nettoausfuhr von Waren im Transithandel und

den Handel mit Nichtwährungsgold umfassen, glichen den Rückgang des Außenhandelsüberschusses insgesamt mehr als aus. Im Ergebnis stieg der Warenhandelsüberschuss im Jahr 2021 um 2 1/2 Mrd. €.⁴⁾

Warenhandels-saldo trotz Rückgang des Außenhandels-saldos leicht gestiegen

Die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen

Im grenzüberschreitenden Austausch von Dienstleistungen erhöhten sich die Einnahmen und Ausgaben im Jahr 2021 ähnlich wie im Warenhandel nach dem Einbruch im Vorjahr kräftig. Der Zuwachs der Dienstleistungsexporte lag mit 17 1/2 % in der gleichen Größenordnung wie der Zuwachs der Importe in dieser Kategorie (+ 18 1/2 %). Dadurch erzielte die in der Vergangenheit stark defizitäre Bilanz, die im Zuge der Pandemie erstmals seit vielen Jahrzehnten

Dienstleistungs-umsätze massiv gestiegen; starker Einfluss von Sonder-entwicklungen

⁴ Ausschlaggebend dafür waren unter dem Strich die höheren Ergänzungen zum Außenhandel. Hier weiteten sich u. a. die sog. CIF-Kosten der Einfuhr sehr stark aus, welche die Kosten für Transport und Versicherung von der Landesgrenze des Lieferanten bis zur deutschen Staatsgrenze umfassen. Zudem stiegen die Nettoeinkünfte aus dem Transithandel kräftig um 6 1/2 Mrd. €, da die Einnahmen aus Verkäufen insgesamt stärker zulegten als die Ausgaben für Käufe. Dabei spielten im Wesentlichen Transaktionen der Automobilindustrie eine Rolle, auf die generell ein erheblicher Teil solcher Geschäfte entfällt. Dem stand die Ausweitung der Nettoaufwendungen beim Handel mit Nichtwährungsgold um 7 Mrd. € entgegen. Dabei nahmen die Transaktionswerte auf der Ausgabenseite zu und gingen einnahmenseitig zurück.

einen kleinen Überschuss ausgewiesen hatte, mit ½ Mrd € auch im vergangenen Jahr einen geringen Aktivsaldo. Gleichwohl war dies nur zu einem Teil auf Erholungstendenzen, also eine Rückkehr zu den Verhältnissen vor der Pandemie, zurückzuführen. Großen Einfluss übten einige Sonderentwicklungen in Unterbilanzen auf die gesamte Dienstleistungsbilanz aus.

Defizit in Reiseverkehrs-bilanz weiter erheblich kleiner als üblich

Vor Ausbruch der Pandemie sorgten traditionell hohe auswärtige Reiseverkehrsausgaben von in Deutschland Gebietsansässigen für das kräftige Defizit der Dienstleistungsbilanz. Diese Position erholte sich im Berichtsjahr mit + 6½ Mrd € nach ihrem pandemiebedingten Einbruch um nahezu drei Fünftel beziehungsweise fast 50 Mrd € im ersten Pandemiejahr kaum. Besonders Fernreisen, aber auch der alpine Wintertourismus fielen im Jahr 2021 aufgrund der pandemischen Lage und damit einhergehenden Reiseerschwernissen noch schwächer aus als im Jahr zuvor. Die Ausgaben für Sommerreisen in die Mittelmeerländer hingegen stiegen wieder. Bei den von Messe-, Veranstaltungs- und Geschäftsreisen dominierten Reiseverkehrseinnahmen aus deutscher Sicht gab es bislang keine Erholung. Im Ergebnis weitete sich das in der Pandemie bislang stark geschrumpfte Defizit der Reiseverkehrsbilanz wieder um 7 Mrd € aus. Allerdings blieb es mit 22 Mrd € von den gewohnten mächtigen Fehlbeträgen noch recht weit entfernt.

Transportleistungen mit massiven Umsatzsteigerungen bei gestiegenem Defizit

Grenzüberschreitende Transportleistungen spiegeln die güternahe Wirtschaftsaktivität im Dienstleistungsbereich wider und weisen für Deutschland normalerweise ein Defizit auf. Nach dem Rückgang der Einkommen sowie der Aufwendungen in diesem Bereich durch den reduzierten Warenhandel im Jahr 2020 verlängerten sich im Berichtsjahr beide Bilanzseiten weit über ihre Vorkrisenniveaus hinaus. Dies war allerdings nur zum Teil auf das wieder deutlich angestiegene Volumen von Ein- und Ausfuhr zurückzuführen. Durch gestörte Lieferketten und gestiegene Energiepreise erhöhten sich die Frachtraten im internationalen Güterverkehr massiv. In Deutschland ansässige Spe-

ditionen, Reedereien und Luftverkehrsunternehmen profitierten davon mit einem Plus von über 41% gegenüber dem Vorjahr. Aber auch die Ausgaben inländischer Kunden bei ausländischen Transportfirmen erhöhten sich um 39%. Durch diese Entwicklung weitete sich das im Jahr zuvor aufgelaufene Defizit in dieser Unterbilanz nur leicht um 2½ Mrd € aus. Weitere, dem Gütertausch nahestehende Teile der Dienstleistungsbilanz wie die Fertigungs-, Instandhaltungs- und Reparaturdienstleistungen wiesen im Vergleich zum Jahr 2020 nur geringe Veränderungen im Saldo auf.

Zum sehr kräftigen Anstieg der Dienstleistungseinnahmen im Jahr 2021 trug ein Sondereffekt in der Position Gebühren für die Nutzung von geistigem Eigentum erheblich bei. In dieser Kategorie stiegen die Ausgaben um 3 Mrd €, die Einnahmen jedoch um gut 17 Mrd €. Dabei spielten Lizenzgebühren für Impfstoffe eine wesentliche Rolle. Der Überschuss erhöhte sich damit im Jahr 2021 massiv auf 32 Mrd €.

Hoher Sondereffekt bei Einnahmen aus Gebühren für die Nutzung geistigen Eigentums

Die Aufwendungen und Erträge für weitere wissenschaftliche und sonstige unternehmensbezogene Dienstleistungen wuchsen im Berichtsjahr eher unterdurchschnittlich. Dabei blieb das Defizit in der Position grenzüberschreitender Telekommunikations- und Informationsdienstleistungen praktisch unverändert, während die Umsätze in beiden Richtungen deutlich zunahmen. Dabei hatte es im ersten Pandemiejahr nur eine kleine Delle gegenüber der ansonsten sehr dynamischen Entwicklung gegeben. Die Erholung der Einnahmen im Bereich der sonstigen unternehmensbezogenen Dienstleistungen aus dem Ausland war gering. Die Ausgaben für Forschung und Entwicklung, freiberufliche, technische und kaufmännische Dienstleistungen sowie Managementberatungsleistungen erhöhten sich dagegen stärker. Unter dem Strich stieg das Defizit in dieser Kategorie um etwa 4 Mrd €.

Weitere wissenschaftliche und unternehmensbezogene Dienstleistungen mit höherem Defizit

Inländische Unternehmen erzielten im Berichtsjahr einen etwas kleineren Überschuss durch grenzüberschreitende finanzielle Dienstleistun-

Finanzielle Dienstleistungen ausgeweitet

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2019 ¹⁾	2020 ¹⁾	2021 ¹⁾
I. Leistungsbilanz	+ 262,9	+ 238,7	+ 265,3
1. Warenhandel	+ 215,5	+ 190,0	+ 192,4
Einnahmen	1 303,7	1 186,8	1 367,4
Ausgaben	1 088,3	996,9	1 175,0
nachrichtlich:			
Außenhandel ¹⁾	+ 224,0	+ 180,4	+ 172,8
Ausfuhr	1 328,2	1 206,9	1 375,4
Einfuhr	1 104,1	1 026,5	1 202,6
2. Dienstleistungen	- 18,1	+ 2,7	+ 0,3
darunter:			
Reiseverkehr	- 45,9	- 14,7	- 21,9
3. Primäreinkommen	+ 115,4	+ 98,8	+ 126,6
darunter:			
Vermögens-einkommen	+ 115,5	+ 97,0	+ 126,1
4. Sekundäreinkommen	- 49,8	- 52,7	- 54,1
II. Vermögensänderungsbilanz	- 0,9	- 5,8	- 1,4
III. Kapitalbilanz ²⁾	+ 186,3	+ 216,5	+ 314,7
1. Direktinvestitionen	+ 75,6	- 3,5	+ 101,8
2. Wertpapieranlagen	+ 69,7	+ 42,9	+ 255,1
3. Finanzderivate ³⁾	+ 24,5	+ 96,3	+ 61,0
4. Übriger Kapitalverkehr ⁴⁾	+ 17,1	+ 80,9	- 135,0
5. Währungsreserven	- 0,5	- 0,1	+ 31,9
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ⁵⁾	- 75,7	- 16,4	+ 50,9

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

Deutsche Bundesbank

gen als im Jahr 2020. Grund war vor allem der kräftige Anstieg der Ausgaben für Finanzdienstleistungen, der die Zunahme auf der Einnahmenseite noch übertraf. Die Umsätze dieser Dienstleistungen waren auch im Vorjahr durch Standortverlagerungen im Zuge des Brexit weg vom Finanzplatz London gewachsen. Grenzüberschreitende Versicherungs- und Altersvorsorgeleistungen wiesen dagegen im Verhältnis zum Vorjahr nur geringe Veränderungen bei Umsätzen und Saldo auf.

Der Überschuss der Primäreinkommensbilanz erhöhte sich nach dem Rückgang im Jahr 2020 im Berichtsjahr wieder erheblich. Die Einnahmen Deutschlands aus dem Ausland übertrafen die Zahlungen an das Ausland um 126½ Mrd € und waren damit höher als unmittelbar vor Ausbruch der Pandemie. Grenzüberschreitende Arbeitnehmerentgelte und übrige Primäreinkommen wiesen wie im Jahr zuvor zusammen einen nahezu ausgeglichenen Saldo auf. Die dominante Bilanzposition bildeten die Erträge aus Vermögensanlagen. Im zweiten Pandemiejahr erholten sich die Unternehmensgewinne kräftig. Die Nettoerträge der grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen wuchsen gegenüber dem ersten Pandemiejahr um 29 Mrd € und betragen vorläufigen Berechnungen zufolge 126 Mrd €. Dabei stiegen die Erträge der inländischen Investoren und Kapitalgeber aus Vermögensanlagen im Ausland massiv um mehr als ein Sechstel auf 213 Mrd €. Dieser Anstieg ist im Wesentlichen auf den Aufschwung der Erlöse aus Direktinvestitionen zurückzuführen, dem allerdings auch ein sehr starker Rückgang vorausgegangen war. Die Aufwendungen für Geldgeber aus dem Ausland stiegen dagegen kaum an (+ ½ %) und erreichten damit bei Weitem noch nicht das Vorkrisenniveau. Dazu trug bei, dass die Zunahme an Auszahlungen von Inländern an ausländische Kapitalgeber für ihre Direktinvestitionen durch einen entsprechenden Rückgang der Ausgaben für Wertpapieranlagen etwa ausgeglichen wurde.

Überschuss bei Vermögenseinkommen über Vorkrisenniveau gewachsen

Defizit der Sekundäreinkommensbilanz etwas ausgeweitet

In der Bilanz der grenzüberschreitenden Sekundäreinkommen vergrößerte sich das Defizit im abgelaufenen Jahr, ähnlich wie im Jahr zuvor, leicht um 1½ Mrd € auf 54 Mrd €. Die Zahlungen ohne direkte Gegenleistung nahmen aus der Sicht Deutschlands sowohl auf der Einnahmen- als auch auf der Ausgabenseite deutlich zu. Ausschlaggebend waren staatliche Zahlungsströme. Die auf der Wirtschaftsleistung beruhenden Beiträge Deutschlands an den EU-Haushalt stiegen im Jahr 2021 deutlich an. In der Gegenrichtung flossen unter anderem Corona-Sonderhilfen aus dem EU-Haushalt in die Bundesrepublik. Auch die Einnahmen aus Einkommen- und Vermögensteuern von im Ausland ansässigen Personen stiegen wieder etwas an.

■ Kapitalverkehr

Grundtendenzen im Kapitalverkehr

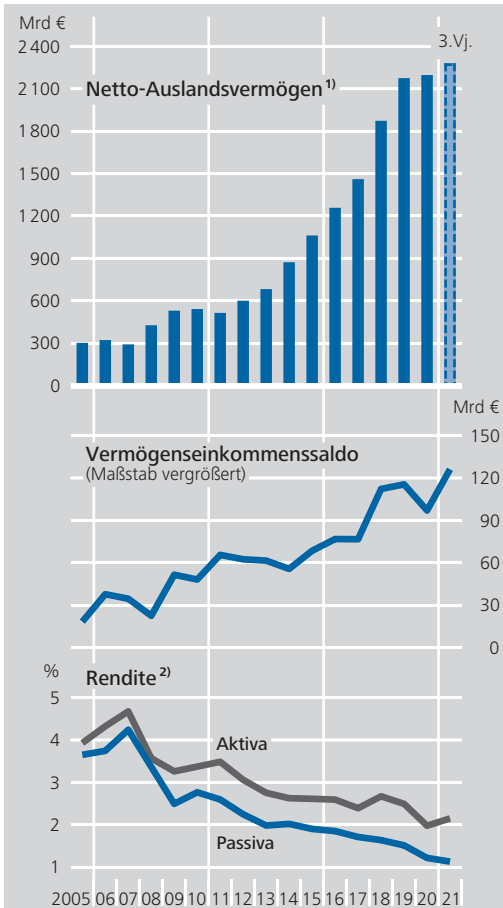
Deutsche Netto-Kapitalexporte erneut höher als im Vorjahr

Dem deutschen Leistungsbilanzüberschuss standen im Jahr 2021 Netto-Kapitalexporte von 314½ Mrd € gegenüber.⁵⁾ Dabei starteten Unternehmen und Finanzakteure nach dem starken Wirtschaftseinbruch im Jahr 2020 mit Zuversicht und der Hoffnung auf einen raschen Aufschwung ins Jahr 2021: So liefen in etlichen Industrieländern über den Jahreswechsel 2020/21 Impfkampagnen an. Auch die fortwährende fiskalische Unterstützung sowie die stark expansive Geldpolitik weckten den Risikoappetit der Anleger.

Finanzmärkte unter Einfluss von Risiken: Coronavirus-Pandemie und Inflationssorgen

Allerdings zeigte sich mit der Verbreitung neuer Virusvarianten, dass die Coronavirus-Pandemie noch längst nicht überwunden war. In der zweiten Jahreshälfte erwiesen sich außerdem unerwartet hohe Preissteigerungsraten und sich ausbreitende Inflationssorgen zunehmend als Belastung. Einige Zentralbanken reagierten, indem sie eine straffere Geldpolitik einleiteten oder zumindest in Aussicht stellten: So reduzierte die Fed in den USA ab November ihre Anleihekäufe, die britische Notenbank erhöhte den

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. 2021.
 Deutsche Bundesbank

Leitzins. Das Eurosystem kündigte eine spürbare Senkung des Gesamtvolumens seiner Ankaufprogramme an: Die Nettoankäufe im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) werden Ende März 2022 eingestellt. Ferner geht der EZB-Rat davon aus, dass er im ersten Quartal 2022 geringere Nettoankäufe im Rahmen des PEPP durchführen wird als im Vorquartal. Gleichzeitig beschloss er, die Käufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Ver-

⁵ Die Differenz zwischen den Salden von Leistungsbilanz und Kapitalverkehr erklärt sich im Wesentlichen durch den statistischen Restposten (51 Mrd €), der die statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen enthält.



Deutschland auswirken können (vgl. die Erläuterungen auf S. 49 ff.).

Insgesamt ergaben sich aus den grenzüberschreitenden Transaktionen hiesiger Marktteilnehmer Netto-Kapitalexporte bei den Wertpapieren, den Finanzderivaten und den Direktinvestitionen. Der Wertpapierverkehr wurde erneut wesentlich von den Ankaufprogrammen des Eurosystems beeinflusst. Da die Bundesbank im Rahmen ihrer Wertpapierankäufe vorwiegend heimische Schuldverschreibungen erwarb, schichteten Inländer ihre Portfolios teilweise zugunsten ausländischer, oft höher rentierlicher Vermögenstitel um. Auch Ausländer trennten sich per saldo von deutschen Papieren. Der übrige Kapitalverkehr verzeichnete Netto-Kapitalimporte. Zwar erreichten die deutschen TARGET2-Forderungen zum Jahresende einen historischen Höchststand; noch stärker als diese Forderungen der Bundesbank an die EZB stiegen aber die Verbindlichkeiten der Bundesbank und des übrigen Bankensystems gegenüber Gebietsfremden.

Wertpapierverkehr Deutschlands von den Ankaufprogrammen des Eurosystems geprägt

mögenswerten (expanded Asset Purchase Programme, APP) begrenzt und vorübergehend auszuweiten. Zu dem schwierigeren wirtschaftlichen Umfeld gesellten sich wachsende politische Risiken in Zusammenhang mit dem sich bereits im Jahr 2021 immer mehr zuspitzenden Russland-Ukraine-Konflikt.

Trotz der teilweise schwierigen Rahmenbedingungen profitierten deutsche Akteure auch 2021 von der Integration Deutschlands in die Weltwirtschaft. Die grenzüberschreitende Verflechtung ist ein wichtiger Bestandteil der wirtschaftlichen Entwicklung hiesiger Firmen.⁶⁾ Der ungehinderte Zugang zu den internationalen Finanzmärkten eröffnet kapitalsuchenden Unternehmen zusätzliche Finanzierungsmöglichkeiten und ermöglicht Anlegern eine diversifizierte Anlage ihres Vermögens. Dabei erleichtert ein freier Kapitalverkehr das grenzüberschreitende Engagement, während sich Kapitalverkehrskontrollen durch das Ausland dämpfend auf die Kapitalströme von und nach

Wertpapierverkehr

Im Wertpapierverkehr ergaben sich 2021 Netto-Kapitalexporte von 255 Mrd €. Sie lagen damit deutlich über den im Jahr zuvor verzeichneten 43 Mrd €. Maßgeblich für die hohen Abflüsse war, dass hiesige Investoren ihre Portfolios an ausländischen Zins- und Dividentiteln deutlich um 221½ Mrd € aufstockten. So zeigten sie erhebliches Interesse an ausländischen Investmentzertifikaten (103½ Mrd €). Auch ausländische Aktien waren stark gefragt (56 Mrd €).

Inländische Anleger erwarben ausländische Investmentzertifikate und Aktien ...

Ein Grund für das gestiegene Auslandsengagement deutscher Anleger könnte Renditestreben in Verbindung mit einer erhöhten Risikobereitschaft gewesen sein: So entwickelten sich beispielsweise die Aktienmärkte in den USA, aber auch in anderen EU-Ländern, besser als in Deutschland. Dementsprechend rangierten

... mit Schwerpunkt auf Aktien von US-amerikanischen Kapitalgesellschaften

⁶ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021a).

Auswirkungen von Kapitalverkehrskontrollen im Ausland auf den deutschen Kapitalverkehr^{*)}

In den vergangenen Jahren setzten zahlreiche Länder verstärkt Kapitalverkehrskontrollen ein, um sich vor unerwünschten außenwirtschaftlichen Störungen zu schützen oder Mittelabflüsse aufgrund interner Ungleichgewichte zu verhindern. Je nach Motiv variierte die administrative Ausgestaltung dieser Eingriffe erheblich im Detail. Internationale Organisationen wie der Internationale Währungsfonds (IWF) oder die OECD diskutieren intensiv, unter welchen Umständen Eingriffe in den Kapitalverkehr gerechtfertigt sein können.¹⁾

Die Wirkung von Kapitalverkehrskontrollen ist in der akademischen Literatur umstritten. Klein (2012) argumentiert, dass temporäre Kapitalverkehrskontrollen das Wachstum von finanziellen Variablen, den realen Wechselkurs oder das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) nicht spürbar beeinflussen. Dagegen schlussfolgern Erten und Ocampo (2016), dass Kapitalverkehrskontrollen dabei helfen können, makroökonomische Instabilitäten zu reduzieren und sich daher als antizyklische Politikinstrumente eignen. Dabei zeigen Erten, Korinek und Ocampo (2021) in einem Literaturüberblick, dass unterschiedliche Messverfahren von Kapitalströmen einen wesentlichen Faktor darstellen, warum empirische Studien zu unterschiedlichen Ergebnissen kommen.

Ein Großteil der Untersuchungen konzentrierte sich bislang auf Schwellenländer. Die vorliegende Analyse untersucht, ob Kapitalverkehrskontrollen im Ausland die grenzüberschreitenden Transaktionen im Kapitalverkehr Deutschlands mit seinen Partnerländern reduzieren. Sie verzichtet dabei ausdrücklich auf eine Bewertung, ob die implementierten Maßnahmen sinnvoll waren

oder nicht. Die Arbeit verwendet Einzelmeldungen der deutschen Zahlungsbilanzstatistik für den Zeitraum von Januar 1999 bis Dezember 2017. Die Transaktionen liegen zwar in monatlicher Frequenz vor, werden für die meisten Teile der Analyse allerdings auf Jahreswerte aggregiert, weil die Maße für Kapitalverkehrskontrollen nur über die Jahre zeitlich variieren. Die Daten ermöglichen eine wesentlich detailliertere Analyse als Untersuchungen mit Makrodaten, die bislang in der einschlägigen Literatur dominieren.

Die Zahlungsbilanzdaten werden um Informationen zu Kapitalverkehrskontrollen ergänzt. Die vorliegende Analyse verwendet hierzu die Datenbank von Fernandez et al. (2016).²⁾ Die Autoren fassen binäre Variablen des „Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions“ (AREAER) des IWF für insgesamt 99 Länder zu komprimierten Indizes zusammen. Dabei konzentrieren sie sich auf die Kategorie Capital Account des AREAER und somit auf direkte Effekte für die Kapitalströme. Das Vorgehen ähnelt der Methode von Chinn und Ito (2008).³⁾ Im Gegensatz zu diesen definieren Fernandez et al. (2016) aber gesonderte Maße für Mittelzuflüsse und Mit-

* Die Analyse basiert auf einem Forschungspapier von Goldbach und Nitsch (2020).

¹ Vgl.: IWF (2012) und OECD (2015).

² Vgl.: Fernandez et al. (2016).

³ Das Maß von Chinn und Ito (2008) wird in der empirischen Literatur sehr häufig verwendet. Allerdings liefert das Maß nur Anhaltspunkte für den gesamten Kapitalverkehr und ist somit weder nach Mittelabflüssen und Mittelzuflüssen noch nach unterschiedlichen Anlagekategorien unterteilt. Außerdem beruht das Maß auf einem breiteren Ansatz: Von den vier Unterkategorien des AREAER werden alle vier Kategorien (FX Regime, Export Proceeds, Capital Account und Current Account) verwendet. Somit berücksichtigt dieser Index auch indirekte Effekte auf den Kapitalverkehr, welche z. B. auf Exportbeschränkungen zurückzuführen sind.

Der Effekt von Kapitalverkehrskontrollen im Ausland auf deutsche grenzüberschreitende Kapitalströme⁹⁾

Ausländische Variablen	Basisspezifikation			Inklusive Kontrollvariablen		
	Gesamte Kapitalströme	Deutsche Mittelabflüsse	Deutsche Mittelzuflüsse	Gesamte Kapitalströme	Deutsche Mittelabflüsse	Deutsche Mittelzuflüsse
Kapitalverkehrskontrollen	-0,386*** (0,107)			-0,300*** (0,110)		
Restriktionen im Ausland auf Mittelzuflüsse		-0,341*** (0,119)			-0,200** (0,086)	
Restriktionen im Ausland auf Mittelabflüsse			-0,264*** (0,086)			-0,226** (0,088)
Log BIP pro Kopf				0,190*** (0,071)	0,325*** (0,064)	0,124 (0,086)
Aktienmarktkapitalisierung				0,001* (0,001)	0,002*** (0,001)	0,001 (0,001)
Reales BIP-Wachstum				0,005* (0,003)	0,007* (0,003)	0,004 (0,003)
Öffentliche Verschuldung relativ zum BIP				-0,001 (0,001)	-0,001 (0,002)	-0,001 (0,002)
Beobachtungen	1 067 969	783 020	719 432	975 559	718 066	653 574
Adjustiertes R ²	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

⁹⁾ Die abhängigen Variablen sind in Logarithmen gemessen. Zeitspezifische und melder vermögensländerspezifische fixe Effekte werden berücksichtigt, aber nicht berichtet. Robuste Standardfehler (über Länder geclustert) in Klammern. *** Signifikanz auf 1 %-Niveau, ** Signifikanz auf 5 %-Niveau, * Signifikanz auf 10 %-Niveau.

Deutsche Bundesbank

telabflüsse, unterteilt nach zehn unterschiedlichen Vermögenskategorien.

Zunächst wird der Frage nachgegangen, ob Kapitalverkehrskontrollen im Allgemeinen die grenzüberschreitenden Kapitalströme Deutschlands reduzieren. Hierfür verwendet die empirische Untersuchung ein Panelmodell mit mehreren fixen Effekten:

$$\begin{aligned} \text{Log}(\text{Kapitalströme})_{dact} &= \alpha \\ &+ \beta \text{Kapitalverkehrskontrollen}_{ct-1} \\ &+ \{\gamma \text{Kontrollvariable}_{ct-1}\} + \pi_{dac} + \sigma_t + \varepsilon_{dact} \end{aligned}$$

wobei $\text{Kapitalströme}_{dact}$ ein Maß für deutsche Kapitalströme (Mittelabflüsse aus Deutschland, Mittelzuflüsse nach Deutschland, Summe aus Mittelabflüssen und Mittelzuflüssen) von Melder d in Vermögenskategorie a mit Land c in Jahr t ist; $\text{Kapitalverkehrskontrollen}_{ct-1}$ ist das (aggregierte) Maß der zeitlich verzögerten Kapitalverkehrskontrollen aus Fernandez et al. (2016) für Land c im Vorjahr $t-1$;⁴⁾ $\text{Kontrollvariable}_{ct-1}$ ist ein Vektor mit zusätzlichen

Kontrollvariablen; π_{dac} steht für kombinierte fixe Effekte (Melder-Vermögensgegenstand-Partnerland), während σ_t zeitspezifische fixe Effekte darstellt. Die Verwendung der zeitlich verzögerten Variablen dient dazu, mögliche Endogenitätsprobleme aufgrund einer umgekehrten Richtung der Kausalität zumindest teilweise zu berücksichtigen. Als weitere Kontrollvariablen für grenzüberschreitende Kapitalströme dienen das reale BIP pro Kopf, die Aktienmarktkapitalisierung, das reale BIP-Wachstum und die öffentliche Verschuldung relativ zum BIP.

Die oben stehende Tabelle verdeutlicht die Schätzergebnisse für drei unterschiedliche Indizes. Die Kontrollvariablen bleiben in der Basisspezifikation (Spalten eins bis drei) un-

⁴⁾ Die Werte der Variable „Kapitalverkehrskontrollen“ variieren zwischen null und eins. Je höher der Wert, umso mehr Kapitalverkehrskontrollen sind im Einsatz, die den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr betreffen. Wenn ein Land Beschränkungen einführt, werden weniger bilaterale Kapitalströme Deutschlands mit diesem Land erwartet.

Extensiver und intensiver Rand^{o)}

Endogene Variable (Basisspezifikation)	Gesamte Kapitalströme	Deutsche Mittelabflüsse	Deutsche Mittelzuflüsse
Log Wert der Kapitalströme	- 1,229*** (0,468)	- 0,730 (0,516)	- 1,178*** (0,396)
Log Durchschnittswert pro Meldung	- 0,908** (0,401)	- 0,578 (0,431)	- 0,864** (0,341)
Log Anzahl Meldungen	- 0,320** (0,124)	- 0,105 (0,145)	- 0,386*** (0,101)
Log Anzahl Melder	- 0,321** (0,127)	- 0,300* (0,157)	- 0,397*** (0,099)
Log Anzahl Vermögensklassen	- 0,140* (0,073)	- 0,061 (0,084)	- 0,178** (0,077)
Log Anzahl Vermögenskategorien	0,011 (0,021)	- 0,007 (0,032)	- 0,024 (0,028)
Log Durchschnittswert pro Vermögensklasse pro Melder	- 0,918** (0,380)	- 0,612 (0,418)	- 0,757** (0,319)
Endogene Variable (Inklusive Kontrollvariablen)	Gesamte Kapitalströme	Deutsche Mittelabflüsse	Deutsche Mittelzuflüsse
Log Wert der Kapitalströme	- 0,952** (0,391)	- 0,569 (0,444)	- 0,861*** (0,316)
Log Durchschnittswert pro Meldung	- 0,737** (0,317)	- 0,474 (0,340)	- 0,634** (0,266)
Log Anzahl Meldungen	- 0,215 (0,149)	- 0,055 (0,169)	- 0,283*** (0,101)
Log Anzahl Melder	- 0,216 (0,154)	- 0,217 (0,198)	- 0,317*** (0,108)
Log Anzahl Vermögensklassen	- 0,097 (0,063)	- 0,056 (0,074)	- 0,097* (0,052)
Log Anzahl Vermögenskategorien	- 0,006 (0,018)	- 0,007 (0,031)	- 0,012 (0,023)
Log Durchschnittswert pro Vermögensklasse pro Melder	- 0,730** (0,306)	- 0,526 (0,338)	- 0,532** (0,245)

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

berücksichtigt; zum Vergleich sind in den Spalten vier bis sechs die Schätzergebnisse einschließlich Kontrollvariablen dargestellt. Diese Tabelle zeigt, dass sowohl der aggregierte Index als auch die gesonderten Indizes für Kontrollen der Mittelabflüsse und der Mittelzuflüsse die bilateralen deutschen Kapitalströme signifikant negativ beeinflussen. Die Ergebnisse der Basisspezifikation und der Variante mit Kontrollvariablen sind einander sehr ähnlich. Die Kontrollvariablen selbst beeinflussen die Kapitalströme teilweise signifikant. Die Reaktion der Kapitalströme auf die Kapitalverkehrskontrollen kann davon abhängen, ob diese Kontrollen temporär oder langfristig implementiert werden. Robustheitsuntersuchungen wei-

sen darauf hin, dass temporäre Kapitalverkehrskontrollen eher unwirksam sind. Der negative Effekt auf die grenzüberschreitenden Kapitalströme ist somit auf strikte und langfristig angelegte Kapitalverkehrskontrollen zurückzuführen.

Die Mikrodaten lassen die Untersuchung von weiteren Mechanismen zu. Beispielsweise kann der Effekt von Kapitalverkehrskontrollen auf Markteintritte („extensiver Rand“) und auf die Veränderung von bereits bestehenden Geschäftsbeziehungen („intensiver Rand“) unabhängig voneinander bewertet werden. Hierzu werden die gesamten deutschen Kapitalströme mit einem Partnerland in mehrere Teile zerlegt wie bei-

Der Effekt von Kapitalverkehrskontrollen innerhalb der Europäischen Union auf deutsche grenzüberschreitende Kapitalströme ⁹⁾

Ausländische Variablen	Basisspezifikation			Inklusive Kontrollvariablen		
	Gesamte Kapitalströme	Deutsche Mittelabflüsse	Deutsche Mittelzuflüsse	Gesamte Kapitalströme	Deutsche Mittelabflüsse	Deutsche Mittelzuflüsse
Kapitalverkehrskontrollen	- 0,393* (0,211)			- 0,636*** (0,074)		
Restriktionen im Ausland auf Mittelzuflüsse		- 0,374** (0,140)			- 0,503*** (0,071)	
Restriktionen im Ausland auf Mittelabflüsse			- 0,374* (0,200)			- 0,617*** (0,075)
Realer effektiver Wechselkurs				- 0,010* (0,006)	- 0,012** (0,005)	- 0,011 (0,007)
Inflation				1,343 (1,414)	1,239 (1,215)	1,042 (1,186)
Währungsreserven				0,083 (0,098)	0,067 (0,091)	0,075 (0,088)
Rendite auf langfristige Staatsanleihen				- 0,024** (0,009)	- 0,023** (0,010)	- 0,022** (0,009)
Rendite auf Aktienmärkten				0,321** (0,125)	0,258** (0,116)	0,173 (0,110)
Beobachtungen	640 224	640 224	640 224	397 176	397 176	397 176
Adjustiertes R ²	0,04	0,03	0,03	0,05	0,04	0,04

⁹⁾ Die abhängigen Variablen sind in Logarithmen gemessen. Zeitspezifische und meldervermögensländerspezifische fixe Effekte werden berücksichtigt, aber nicht berichtet. Robuste Standardfehler (über Länder geclustert) in Klammern. *** Signifikanz auf 1%-Niveau, ** Signifikanz auf 5%-Niveau, * Signifikanz auf 10%-Niveau.

Deutsche Bundesbank

spielsweise die Anzahl der Melder oder das durchschnittliche Volumen einer weiterhin bestehenden Meldung (auf der Ebene Melder-Vermögensgegenstand-Monat).

Die Tabelle auf Seite 51 präsentiert die Schätzergebnisse. Der β -Koeffizient ist wie zuvor negativ. Kapitalverkehrskontrollen scheinen somit sowohl den extensiven (Anzahl) als auch den intensiven (Durchschnittswert) Rand bilateraler Finanzbeziehungen zu beeinflussen. Allerdings ist circa die Hälfte der Koeffizienten statistisch insignifikant. Der stärkste Effekt tritt bei den Mittelzuflüssen nach Deutschland auf. Weitere Kontrollvariablen beeinflussen die Ergebnisse in der Regel nicht.

In einem letzten Schritt werden die Auswirkungen von temporären Kapitalverkehrskontrollen innerhalb der Europäischen Union untersucht. Ab Frühjahr 2010 begannen die Marktteilnehmer zunehmend, an

der Solvenz der griechischen Regierung zu zweifeln. Die steigende Nervosität galt auch Zypern, das wirtschaftlich und finanziell eng mit Griechenland verbunden war. Zypern implementierte im März 2013 aus Sorge um die Stabilität des heimischen Bankensektors Kapitalverkehrskontrollen, die bis April 2015 Anwendung fanden. Die Maßnahmen umfassten unter anderem eine Beschränkung von Geldtransfers in das Ausland. Griechenland selbst verhängte im Juni 2015 Kapitalverkehrskontrollen, die bis September 2019 sukzessive wieder aufgehoben wurden.

Der vorherige Ansatz wird wie folgt modifiziert: Die Studie verwendet monatliche Daten und konstruiert ein ausgeglichenes Panel für Länder der Europäischen Union. Eine binäre Variable nimmt den Wert eins für Griechenland und Zypern an, wenn in dem jeweiligen Land zu diesem Zeitpunkt Kapitalverkehrskontrollen vorliegen. Als Kontrollvariablen dienen der reale effektive

Wechselkurs, die Inflation, Währungsreserven, Renditen auf langfristige Staatsanleihen und die Rendite auf den Aktienmärkten.

Die Tabelle auf Seite 52 illustriert die Schätzergebnisse. Die vorherigen Ergebnisse werden bestätigt. Auch Kapitalverkehrskontrollen innerhalb der Europäischen Union reduzieren die deutschen grenzüberschreitenden Kapitalströme. Da die Kapitalverkehrskontrollen während turbulenter Zeiten in Griechenland und Zypern eingeführt wurden, dienen die Kontrollvariablen als weitere wichtige Faktoren. Der geschätzte Effekt wird sogar stärker, sobald diese Variablen in den Regressionen berücksichtigt werden.

Ziel dieser Studie war es, zu untersuchen, ob Kapitalverkehrskontrollen des Auslands die deutschen bilateralen Kapitalströme reduzieren. Die Ergebnisse stützen diese These. Gerade langfristig angelegte Maßnahmen

erklären diesen Zusammenhang. Außerdem reduzieren im Ausland eingeführte Kapitalverkehrskontrollen sowohl Markteintritte inländischer Akteure, das heißt die Aufnahmen von Finanzbeziehungen mit dem Ausland, (bzw. führen zu Marktaustritten) als auch die Transaktionen von bestehenden Geschäftsbeziehungen. Zudem konnte gezeigt werden, dass auch Kapitalverkehrskontrollen innerhalb der Europäischen Union in dieser Weise wirken.

Aktien US-amerikanischer Unternehmen mit 26 Mrd € bei den Käufen deutscher Investoren mit großem Abstand ganz vorne. Zusätzlich nahmen hiesige Anleger Dividendenpapiere aus den Niederlanden, dem Vereinigten Königreich, Italien und Japan in größerem Umfang in ihre Portfolios. Unter den Emissionsländern der Investmentzertifikate stachen Luxemburg und Irland hervor, zwei Länder, in denen viele Kapitalanlagegesellschaften angesiedelt sind.

Außerdem stießen ausländische Anleihen auf Interesse (68½ Mrd €). Im Vergleich zum Vorjahr verschob sich jedoch der Schwerpunkt – trotz der Aufwertung anderer wichtiger Währungen gegenüber dem Euro – von Fremdwährungsanleihen zu in Euro denominierten Papieren. Auf diese entfielen über zwei Drittel der deutschen Nettokäufe. Unter den auf Euro lautenden öffentlichen Anleihen waren italienische Staatsschuldverschreibungen besonders gefragt. Es folgten Papiere, die von Österreich oder der Europäischen Union begeben wurden.

Bei Letzteren schlugen die Neuemissionen der EU zur Finanzierung der europäischen Arbeitslosenversicherung (Support mitigating Unemployment Risks in Emergency, SURE) und des europäischen Wiederaufbaufonds (Next Generation EU, NGEU) zu Buche.

Die Käufe deutscher Anleger von Fremdwährungsanleihen (23½ Mrd €) verteilten sich auf viele Länder, wobei Emissionen aus den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich die größte Relevanz hatten. Deutsche Investoren trennten sich hingegen per saldo von im Ausland emittierten Geldmarktpapieren (6½ Mrd €).

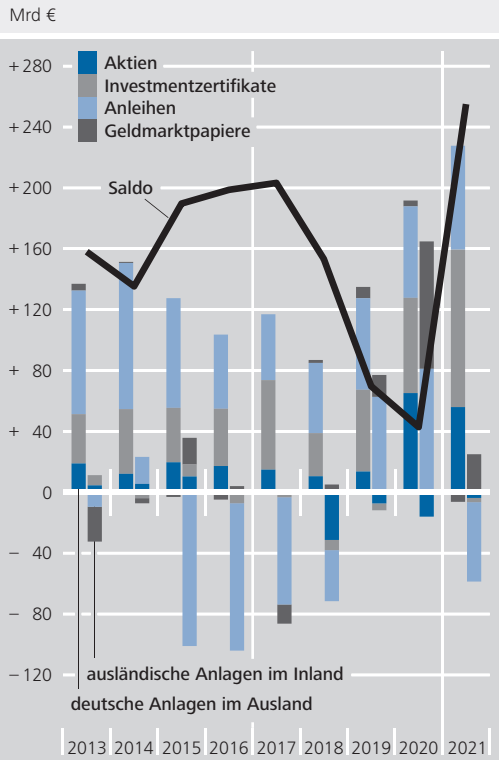
Das Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union hinterließ auch 2021 Spuren im deutschen Wertpapierverkehr. Zu Jahresbeginn hatte das Land endgültig den europäischen Binnenmarkt verlassen. Das Freihandelsabkommen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union klam-

... und Fremdwährungsanleihen

Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der EU schlägt sich in Bruttowerten nieder

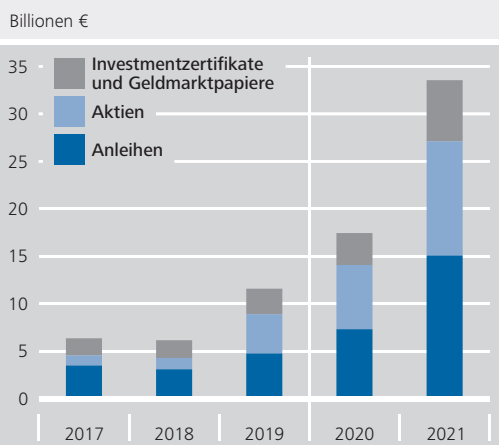
Zusätzlich Nachfrage nach in Euro denominierten ausländischen Anleihen ...

Wertpapierverkehr in der deutschen Zahlungsbilanz



Deutsche Bundesbank

Bruttotransaktionen*) von Inländern mit ausländischen Wertpapieren



* Summe aus Käufen und Verkäufen.
 Deutsche Bundesbank

mert Finanzdienstleistungen weitgehend aus. Um weiterhin Zugang zu den europäischen Finanzmärkten zu haben, verlagerten international tätige Banken in den letzten Jahren Teile ihres Geschäfts aus dem Vereinigten Königreich auf bestehende oder neu gegründete Tochtergesellschaften in Deutschland und

anderen EU-Ländern. Betroffen ist vor allem das Investmentbanking. Dies führte insbesondere zu einem starken Anstieg der Käufe und Verkäufe ausländischer Wertpapiere durch hier angesiedelte Finanzinstitute. So verdoppelten sich die Transaktionsvolumina vom Jahr 2020 auf 2021 annähernd. Diese Zunahme der Bruttostrome schlug sich so allerdings nicht in den oben genannten Nettowerten des deutschen Wertpapierverkehrs nieder, da die deutschen Niederlassungen der internationalen Geschäftsbanken häufig nur als Drehscheibe für internationale Geschäfte fungieren und auch deutsche Institute in erster Linie ihre Handelsaktivitäten rückverlagert haben.

Ausländische Anleger veräußerten im Jahr 2021 per saldo in Deutschland emittierte Wertpapiere für 33 ½ Mrd €. Im Jahr zuvor hatten sie hiesige Papiere noch in großem Umfang in ihre Portfolios aufgenommen (149 Mrd €). Damals hatte der Erwerb strukturierter Schuldverschreibungen inländischer Emissionshäuser eine wichtige Rolle gespielt.⁷⁾ Dieser Effekt war im Berichtsjahr von deutlich geringerer Bedeutung.

Nettoverkäufe deutscher Wertpapiere durch Ausländer ...

Alles in allem reduzierten ausländische Investoren insbesondere ihren Bestand an langfristigen deutschen Schuldverschreibungen (52 Mrd €). Dabei veräußerten sie allein öffentliche Anleihen für netto 75 ½ Mrd €. Hier machten sich die Käufe der Bundesbank im Rahmen des APP und des PEPP bemerkbar. Hingegen nahmen ausländische Investoren private Anleihen aus Deutschland per saldo in ihre Portfolios auf (23 Mrd €), wobei sie Unternehmensanleihen aufstockten und Bankanleihen abgaben. Auch trennten sie sich von hiesigen Aktien (3 ½ Mrd €) und Investmentzertifikaten (3 Mrd €).

... mit Wertpapierankaufprogrammen erklärbar

Diese Entwicklung passt zu dem Bild, dass deutsche Aktienindizes im Vergleich zu den Indizes

⁷ Im Gegenzug erwarben die involvierten inländischen Unternehmenseinheiten Auslandsforderungen in Form von ökonomisch äquivalenten Derivaten oder Festgeldern innerhalb ihres Finanzkonzerns, deren Verbuchung bei den Finanzderivaten bzw. im übrigen Kreditverkehr stattfindet. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021b).

anderer Industrieländer eine unterdurchschnittliche Performance aufwiesen und der Euro gegenüber wichtigen Währungen abwertete. Allerdings parkten Ausländer verstärkt Liquidität in inländischen Geldmarktpapieren (25 Mrd €). Etwa zwei Fünftel davon entfielen auf die bereits angesprochenen strukturierten Wertpapiere. Im ersten Quartal machte sich auch bemerkbar, dass der Bund viele Kurzläufer emittierte.

*Netto-Kapital-
 exporte bei
 Finanzderivaten
 weiter von kon-
 zerninternen
 Transaktionen
 dominiert*

Bei den Finanzderivaten, die in der Zahlungsbilanz nur in einer Position ausgewiesen werden, ergaben sich im Jahr 2021 Netto-Kapitalexporte von 61 Mrd €, und damit deutlich weniger als im Jahr zuvor (96½ Mrd €). Entscheidend für den Rückgang waren geringere konzerninterne Kompensationsgeschäfte in Form außerbörslicher Optionen für die oben genannten Transaktionen mit strukturierten Schuldverschreibungen. Sie zeichnen gleichwohl noch für knapp die Hälfte des Gesamtsaldos der Derivate verantwortlich. Per saldo flossen in geringem Umfang Mittel in Optionen sowie Termingeschäfte. Der grenzüberschreitende Terminhandel mit Strom und Gas verzeichnete per saldo Kapitalimporte, nachdem sich hier im Jahr zuvor noch Netto-Kapitalexporte ergeben hatten.

Direktinvestitionen

*Weltweite
 Direktinvestitionsströme
 im Jahr 2021
 wieder deutlich
 gestiegen*

Trotz des weiterhin schwierigen Umfelds durch die Coronavirus-Pandemie erholten sich die weltweiten Direktinvestitionsströme 2021, nachdem sie im Jahr davor deutlich zurückgegangen waren. Die Konferenz der Vereinten Nationen für Handel und Entwicklung schätzt, dass die weltweiten Direktinvestitionsströme 2021 um 77 % gegenüber dem Vorjahr anstiegen und damit auch höher waren als vor dem Ausbruch der Pandemie.⁸⁾ Die beobachtete Erholung fiel dabei recht unterschiedlich aus, und zwar sowohl in regionaler Hinsicht als auch mit

Kapitalbilanz

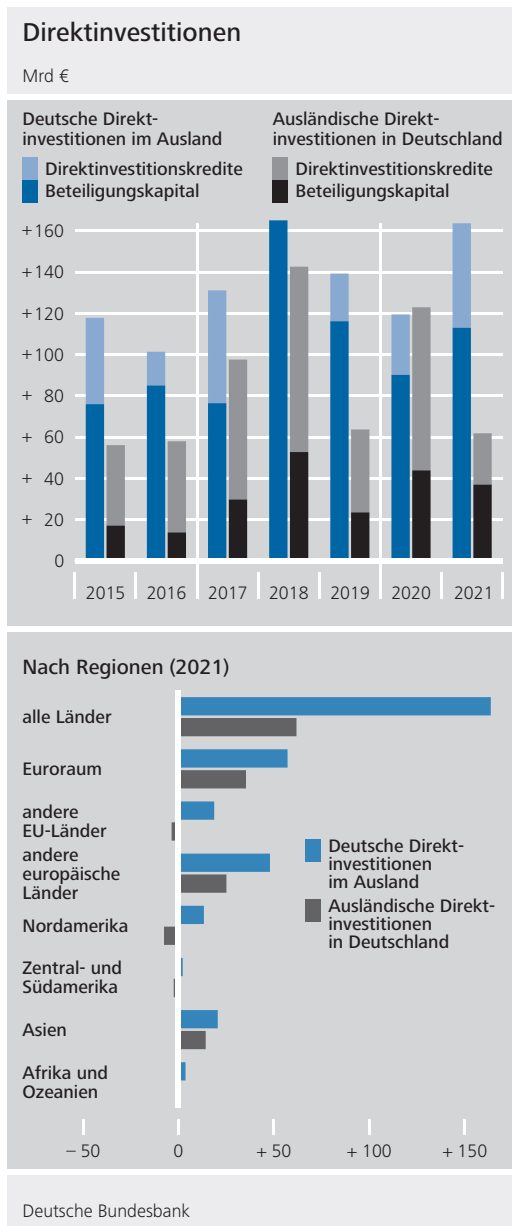
Mrd €

Position	2019 ¹⁾	2020 ¹⁾	2021 ¹⁾
Saldo der Kapitalbilanz ¹⁾	+ 186,3	+ 216,5	+ 314,7
1. Direktinvestitionen	+ 75,6	- 3,5	+ 101,8
Inländische Anlagen im Ausland ²⁾	+ 139,3	+ 119,5	+ 163,7
Ausländische Anlagen im Inland ²⁾	+ 63,7	+ 122,9	+ 61,8
2. Wertpapieranlagen	+ 69,7	+ 42,9	+ 255,1
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten ²⁾	+ 135,0	+ 191,7	+ 221,5
Aktien ³⁾	+ 13,7	+ 65,2	+ 56,0
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 53,7	+ 62,6	+ 103,4
Kurzfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 7,4	+ 3,9	- 6,3
Langfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾	+ 60,2	+ 60,1	+ 68,3
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten ²⁾	+ 65,3	+ 148,9	- 33,6
Aktien ³⁾	- 7,3	- 16,0	- 3,7
Investmentfondsanteile	- 4,5	+ 1,9	- 2,8
Kurzfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 14,4	+ 83,7	+ 25,0
Langfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾	+ 62,7	+ 79,3	- 52,2
3. Finanzderivate ⁷⁾	+ 24,5	+ 96,3	+ 61,0
4. Übriger Kapitalverkehr ⁸⁾	+ 17,1	+ 80,9	- 135,0
Monetäre Finanzinstitute ⁹⁾	+ 19,5	- 112,8	- 46,5
kurzfristig	+ 12,1	- 71,3	- 15,9
langfristig	+ 7,4	- 41,6	- 30,7
Unternehmen und Privatpersonen ¹⁰⁾	- 29,6	+ 51,7	+ 18,7
kurzfristig	- 10,9	+ 27,1	+ 8,6
langfristig	- 18,7	+ 24,6	+ 10,1
Staat	- 1,5	+ 9,9	- 3,8
kurzfristig	+ 1,9	+ 11,1	- 5,3
langfristig	- 3,4	- 1,2	+ 1,5
Bundesbank	+ 28,7	+ 132,2	- 103,4
5. Währungsreserven	- 0,5	- 0,1	+ 31,9

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 Mitarbeiteraktioptionen. **8** Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. **9** Ohne Bundesbank. **10** Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck.

Deutsche Bundesbank

⁸ Vgl.: United Nations Conference on Trade and Development (2022).



Blick auf verschiedene Branchen und die Art des grenzüberschreitenden Direktinvestitionsengagements. So blieb die Neuansiedlung von Unternehmen im Durchschnitt aller Industriebranchen noch deutlich geringer als vor der Pandemie. Demgegenüber flossen in vielen Wirtschaftszweigen grenzüberschreitend mehr Mittel über Projektfinanzierung in die Infrastruktur. Fusionen und Übernahmen legten ebenfalls deutlich zu, insbesondere im Dienstleistungsbereich. Alles in allem nahmen die Direktinvestitionsströme in die Industrieländer deutlich stärker zu als jene in die Entwicklungsländer. In den Industrieländern wurden auch mehr grenz-

überschreitende Fusionen und Übernahmen getätigt als in anderen Ländern.

Deutsche Unternehmen machten hier keine Ausnahme. Sie steigerten ihr grenzüberschreitendes Engagement über Direktinvestitionen 2021 gegenüber dem Vorjahr deutlich. In umgekehrter Richtung tätigten ausländische Gesellschaften ebenfalls zusätzliche Direktinvestitionen in Deutschland, wengleich in geringerem Umfang als im Vorjahr. Insgesamt stellte das zweite Jahr der Pandemie international tätige deutsche Unternehmen aber vor große Herausforderungen.⁹⁾ Neben den Beeinträchtigungen durch die Coronavirus-Pandemie brachten auch geopolitische Spannungen Erschwernisse für im Ausland tätige Unternehmen mit sich. Zudem verließ das Vereinigte Königreich wie erwähnt zum 1. Januar 2021 endgültig den Europäischen Binnenmarkt, wodurch sich für das grenzüberschreitende Engagement neue Rahmenbedingungen ergaben. Bereits im Vorfeld des Austritts hatte es Verlagerungen von Geschäftstätigkeit – unter anderem nach Deutschland – gegeben.

Im Ergebnis wurden 2021 bei den Direktinvestitionen mit deutscher Beteiligung Netto-Kapitalexporte verzeichnet, die mit 102 Mrd € im langfristigen Vergleich einen Höchstwert erreichten. Demgegenüber hatten sich im Jahr zuvor geringe Netto-Kapitalimporte ergeben.

Beachtliche Netto-Kapitalexporte durch deutsches Engagement im Ausland

Unternehmen aus Deutschland investierten 2021 im Ausland 163½ Mrd €, das waren rund 44 Mrd € mehr als im Jahr zuvor. Erneut weiteten sie insbesondere ihr Beteiligungskapital in ausländischen Niederlassungen stark aus (113 Mrd €). Diese Mittel entfielen zu ähnlich großen Teilen auf Beteiligungskapital im engeren Sinne und auf reinvestierte Gewinne. Vergleichsweise hohe grenzüberschreitende Transaktionswerte wurden für Unternehmen verzeichnet, die sich auf freiberufliche und technische Dienstleistun-

Erneut weiteten deutsche Unternehmen ihr Beteiligungskapital aus, ...

⁹ Vgl.: Deutscher Industrie- und Handelskammertag (2021a, 2021b).

gen spezialisiert haben.¹⁰⁾ Grenzüberschreitende Unternehmensübernahmen durch in Deutschland ansässige Firmen spielten dem Volumen nach auch im vergangenen Jahr eine bedeutende Rolle.¹¹⁾

... stellten aber verbundenen Unternehmen auch deutlich mehr Kreditmittel zur Verfügung

Über den konzerninternen Kreditverkehr vergaben in Deutschland ansässige Unternehmen 2021 mit 50½ Mrd € deutlich mehr Mittel an verbundene Unternehmen im Ausland als im Jahr zuvor (29½ Mrd €). Dabei überwogen die Finanzkredite deutlich. Diese wurden zum einen an Tochter- und Schwesterunternehmen im Ausland vergeben. Zum anderen stellten auch in Deutschland ansässige Tochterfirmen ihren Mutterunternehmen im Ausland in größerem Umfang Mittel zur Verfügung.

Europa und die USA wichtige Standorte für deutsche Direktinvestitionen

Deutsche Unternehmen engagieren sich mit Direktinvestitionen in vielen Ländern weltweit. Allein für das vergangene Jahr tätigten sie Investitionen in über 60 Ländern. Ein großer Teil (rund 75 %) der Direktinvestitionen wurde 2021 in europäischen Partnerländern eingesetzt. Gut ein Drittel aller deutschen Direktinvestitionsmittel wurde im Ergebnis in anderen Ländern des Euroraums angelegt. Innerhalb des Euroraums flossen besonders große Beträge nach Luxemburg und die Niederlande, die beide bedeutende Standorte von Holdinggesellschaften sind. Darüber hinaus wurden innerhalb Europas verbundenen Unternehmen im Vereinigten Königreich und in der Schweiz vergleichsweise hohe Beträge zur Verfügung gestellt. Außerhalb Europas waren die USA ein Ziel umfangreicher Direktinvestitionen aus Deutschland.

Mittelzuflüsse aus dem Ausland über Beteiligungskapital und den konzerninternen Kreditverkehr

Ausländische Firmen versorgten inländische Unternehmen im vergangenen Jahr mit Direktinvestitionsmitteln von 62 Mrd €. Damit führten sie verbundenen Unternehmen netto etwa halb so viele Mittel zu wie im Jahr davor, in dem das Mittelaufkommen auch im Vergleich zu früheren Jahren recht hoch gewesen war. Ausländische Unternehmen stockten ihr Beteiligungskapital im Inland um 37 Mrd € auf. Darüber hinaus stellten sie 25 Mrd € verbundenen Unternehmen in Deutschland über Kredite zur

Verfügung, und zwar zu einem großen Teil über Handelskredite.

Besonders hoch waren die Direktinvestitionen von Firmen aus dem Vereinigten Königreich (23 Mrd €). Dabei dominierte der konzerninterne Kreditverkehr, der in den vergangenen Jahren nicht zuletzt durch die Verlagerung von Geschäftstätigkeit nach Deutschland spürbar an Bedeutung gewann. Aus Ländern des Euroraums erhielten Unternehmen in Deutschland im vergangenen Jahr zusammengekommen 35½ Mrd €; auch hier wurden die Mittel überwiegend über konzerninterne Kredite vergeben.

Umfangreiche Mittel aus dem Vereinigten Königreich und Ländern des Euroraums

Übriger Kapitalverkehr

Der übrige Kapitalverkehr, der sowohl Finanz- und Handelskredite (soweit sie nicht den Direktinvestitionen zuzurechnen sind) als auch Bankguthaben und sonstige Anlagen umfasst, verzeichnete im Jahr 2021 Netto-Kapitalimporte von 135 Mrd €. Im Jahr davor hatten sich im übrigen Kapitalverkehr Netto-Kapitalexporte von 81 Mrd € ergeben. Hohe Schwankungen – auch mit Vorzeichenwechsel – zeigen sich im Saldo des übrigen Kapitalverkehrs immer wieder, im vergangenen Jahr war der Umschwung jedoch besonders groß.

Netto-Kapitalimporte im übrigen Kapitalverkehr

Ausschlaggebend waren per saldo umfangreiche Mittelzuflüsse über das Bankensystem. So stiegen die Verbindlichkeiten der Bundesbank aus Bargeld und Einlagen gegenüber dem Ausland 2021 um 196 Mrd € an. Für den größten Teil der gestiegenen Auslandsverbindlichkeiten war die Zunahme der Einlagen von Ansässigen

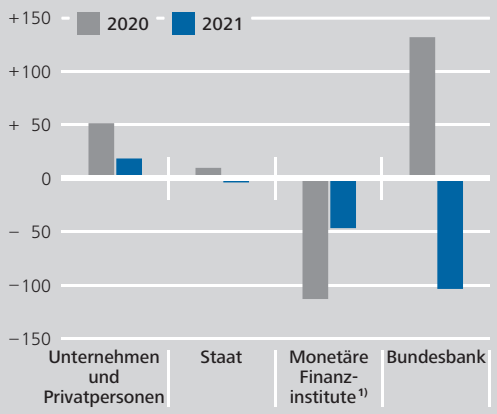
Per saldo Mittelzufluss über die Konten der Bundesbank

¹⁰ Die Angaben beziehen sich nur auf die aufschlüsselbaren Nettozuführungen an Beteiligungskapital.

¹¹ Auf Übernahmen im Ausland ansässiger Firmen mit zuvor ausländischen Eignern – und einem deutschen Anteilsbesitz von mindestens 10 % nach der Transaktion – entfielen nach den Daten von Refinitiv (THOMSON ONE) 2021 rund 50½ Mrd €; das war etwas weniger als 2020, als der Wert der Übernahmen mit 58½ Mrd € angegeben wurde. Die zeitliche Erfassung von Unternehmensübernahmen in der Zahlungsbilanz kann allerdings von der Zuordnung bei Refinitiv abweichen, sodass die ausgewiesenen Werte nicht unmittelbar vergleichbar sind.

Übriger Kapitalverkehr^{*)} nach Sektoren

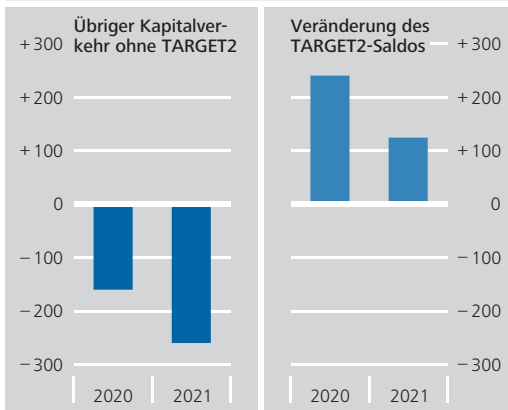
Salden in Mrd €



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

TARGET2 und übriger Kapitalverkehr ohne TARGET2^{*)}

Mrd €



* Netto-Kapitalexport: +. Deutsche Bundesbank

gen außerhalb des Euroraums bei der Bundesbank verantwortlich. Hierzu zählen Guthaben von ausländischen Zentralbanken, Währungsbehörden, internationalen Organisationen und Geschäftsbanken. Diese Einlagen verzeichnen zum Ende eines Jahres oftmals einen deutlichen, vorübergehenden Anstieg – so auch im Jahr 2021.¹²⁾ Die Verbindlichkeiten der Bundesbank aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems nahmen im vergangenen Jahr um 36½ Mrd € zu. Darüber hinaus stieg auch der als Verbindlichkeit verbuchte Ausgleichsposten für zugeteilte Sonderziehungsrechte des IWF stark an (Erläuterungen hierzu im Abschnitt Währungsreserven auf S. 59).

Die Bruttoforderungen der Bundesbank gegenüber dem Ausland legten 2021 ebenfalls zu, und zwar um 123½ Mrd €. Darin spiegelten sich hauptsächlich höhere TARGET2-Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB wider (124½ Mrd €). Ihr neuerlicher Anstieg war Reflex der verstärkten Wertpapierankäufe im Rahmen des APP und des PEPP. Ein enger Zusammenhang zwischen der Entwicklung der TARGET2-Forderungen der Bundesbank und dem Erwerb von Wertpapieren durch die Zentralbanken des Eurosystems war bereits in den zurückliegenden Jahren zu beobachten gewesen.¹³⁾ Im Jahr 2021 fiel der korrespondierende Anstieg der deutschen TARGET2-Forderungen jedoch vergleichsweise gering aus. Dafür sorgten gegenläufige Effekte der Finanzierungs- und Auszahlungsströme aus den europäischen Unterstützungsprogrammen NGEU und SURE.¹⁴⁾ Im Ergebnis übertraf die transaktionsbedingte Zunahme der Verbindlichkeiten den Anstieg der Forderungen der Bundesbank gegenüber dem Ausland 2021 um 103½ Mrd €.

TARGET2-Forderungen stiegen weniger stark als Effekte der Wertpapierankaufprogramme erwarten ließen

Auch bei den Transaktionen über die Konten der anderen Monetären Finanzinstitute (MFI) überwogen 2021 per saldo die Mittelzuflüsse nach Deutschland. Sie beliefen sich auf 46½ Mrd € netto. Dies lag vor allem an höheren Einlagen ausländischer Institute, und zwar insbesondere von gruppenangehörigen Banken. In geringerem Umfang stiegen zudem die Einlagen von Unternehmen und Privatpersonen aus dem Ausland bei inländischen MFI. Im Aktivgeschäft erhöhten in Deutschland ansässige MFI (ohne Bundesbank) ihrerseits die Einlagen bei ausländischen Instituten. Darüber hinaus vergaben sie mehr Mittel an Kreditnehmer im Ausland. Im Ergebnis stiegen ihre Buchforderungen gegenüber ausländischen Banken, und zwar zu einem großen Teil gegenüber gruppen-

Auch die übrigen MFI verzeichneten Netto-Kapitalimporte

¹² Nach dem Jahreswechsel verringerten Ansässige außerhalb des Euroraums im Januar 2022 ihre bei der Bundesbank gehaltenen Einlagen wieder deutlich.

¹³ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2020, 2019, 2017a, 2017b, 2016).

¹⁴ Vgl.: Drott et al. (2022).

angehörigen Banken, stärker als gegenüber Unternehmen und Privatpersonen mit Sitz im Ausland.

*Netto-Kapital-
exporte durch
Transaktionen
von Nichtbanken*

Bei den Nichtbanken flossen im übrigen Kapitalverkehr per saldo Mittel an das Ausland ab; mit 15 Mrd € waren die Netto-Kapitalexporte im vergangenen Jahr jedoch deutlich niedriger als 2020 (damals waren es 61½ Mrd € gewesen). Dabei schlugen die Dispositionen von Unternehmen und Privatpersonen mit Netto-Kapitalexporten von 18½ Mrd € zu Buche. Sie vergaben Finanzkredite an Geschäftspartner im Ausland, und sie erhöhten erneut ihre Einlagen bei ausländischen Geschäftsbanken. Dahinter verbargen sich zum Teil – wie bei den Finanzderivaten – Gegenbuchungen zu den Geschäften mit hierzulande begebenen, strukturierten Wertpapieren. Anders als im Vorjahr stiegen auch ihre Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland kräftig, weil sie in größerem Umfang – vor allem kurzfristige – Kredite im Ausland aufnahmen. Die Dispositionen staatlicher Stellen führten dagegen per saldo zu Netto-Kapitalimporten von rund 4 Mrd €.

Währungsreserven

Die Währungsreserven der Bundesbank stiegen 2021 transaktionsbedingt um 32 Mrd €. Davon

erhielt die Bundesbank rund 31 Mrd € durch ihren Anteil an einer Aufstockung der Sonderziehungsrechte des IWF.¹⁵⁾ Dieser hatte im August 2021 eine hohe Zuteilung von Sonderziehungsrechten an seine Mitgliedstaaten beschlossen und umgesetzt.¹⁶⁾ Die Sonderziehungsrechte stellen in der Bilanz der Bundesbank gleichzeitig eine Forderung und eine Verbindlichkeit dar. Sie werden zum einen als Währungsreserven in der Auslandsposition der Bundesbank verbucht. Zum anderen wird eine entsprechende Gegenbuchung auf der Passivseite als Ausgleichsposten für Sonderziehungsrechte vorgenommen. Die zugeteilten Sonderziehungsrechte verändern damit die Netto-Auslandsposition eines Landes nicht, sondern bewirken eine Bilanzverlängerung.

*Währungs-
reserven stiegen
vor allem durch
hohe Zuteilung
von Sonder-
ziehungsrechten*

Die Bestände an Währungsreserven werden auch durch die gemäß internationaler Standards nicht in der Zahlungsbilanz zu erfassenden bilanziellen Anpassungen beeinflusst. Aus der Neubewertung ergab sich 2021 eine Zunahme um fast 10½ Mrd €. Dies lag insbesondere an dem gestiegenen Goldpreis. Zum Bilanzstichtag am 31. Dezember 2021 betrug der Wert der deutschen Währungsreserven 261½ Mrd €.

*Bilanzwert steigt
durch Markt-
preiseffekte*

¹⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2022).

¹⁶ Vgl.: Internationaler Währungsfonds (2021).

■ Literaturverzeichnis

Chinn, M. D. und H. Ito (2006), What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions, *Journal of Development Economics*, Vol. 81, S. 163–192.

Deutsche Bundesbank (2022), *Geschäftsbericht 2021*, S. 17 f.

Deutsche Bundesbank (2021a), *Grenzüberschreitende Unternehmensübernahmen: Auswirkungen der Internationalisierung auf Unternehmen in Deutschland*, Monatsbericht, Juli 2021, S. 15–31.

Deutsche Bundesbank (2021b), *Die deutsche Zahlungsbilanz 2020*, Monatsbericht, März 2021, S. 32.

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-Forderungen im Jahresverlauf 2018, Geschäftsbericht 2018, S. 16 f.

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

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

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

Deutscher Industrie- und Handelskammertag (2021a), Auslandsinvestitionen 2021, Sonderauswertung der DIHK-Konjunkturumfrage vom Jahresbeginn 2021, März 2021.

Deutscher Industrie- und Handelskammertag (2021b), Going international 2021, März 2021.

Drott, C., S. Mitzlaff und J. Paulick (2022), Warum die Corona-bedingten Fiskalmaßnahmen der Europäischen Union die TARGET2-Salden dämpfen, ifo Schnelldienst, 1/2022, S. 35–41.

Erten, B., A. Korinek und J.A. Ocampo (2021), Capital Controls: Theory and Evidence, Journal of Economic Literature, Vol. 59, No. 1, S. 45–89.

Erten, B. und J.A. Ocampo (2016), Macroeconomic Effects of Capital Account Regulations, IMF Economic Review, Vol. 65, No. 2, S. 193–240.

Fernández, A., M.W. Klein, A. Rebucci, M. Schindler und M. Uribe (2016), Capital Control Measures: A New Dataset, IMF Economic Review, Vol. 64, No. 3, S. 548–574.

Goldbach, S. und V. Nitsch (2020), Capital controls checkup: Cases, customs, consequences, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 47/2020.

Internationaler Währungsfonds (2021), Press Release No. 21/235, August 2021.

Internationaler Währungsfonds (2012), The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View, November 2012.

Klein, M.W. (2012), Capital Controls: Gates versus Walls, Brookings Papers on Economic Activity, S. 317–367.

OECD – Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (2015), The OECD's Approach to Capital Flow Management Measures Used with a Macro-Prudential Intent, Report to G20 Finance Ministers, April 2015.

United Nations Conference on Trade and Development (2022), Global Investment Trends Monitor, No. 40, Januar 2022.