

Baldi, Guido; Bremer, Björn; Schlaak, Thore

Research Report

Internationale Investitionen und Leistungsbilanzungleichgewichte: Die Bedeutung von Wertschwankungen

DIW Roundup: Politik im Fokus, No. 117

Provided in Cooperation with:

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

Suggested Citation: Baldi, Guido; Bremer, Björn; Schlaak, Thore (2017) : Internationale Investitionen und Leistungsbilanzungleichgewichte: Die Bedeutung von Wertschwankungen, DIW Roundup: Politik im Fokus, No. 117, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/172801>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

DIW Roundup
Politik im Fokus

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung

2017

Internationale Investitionen und
Leistungsbilanzungleichgewichte:
Die Bedeutung von
Wertschwankungen

Guido Baldi, Björn Bremer and Thore Schlaak

Internationale Investitionen und Leistungsbilanz- ungleichgewichte: Die Bedeutung von Wertschwankungen

Guido Baldi | gbaldi@diw.de | Universität Bern und Abteilung Konjunkturpolitik am DIW Berlin
Björn Bremer | bjoern.bremer@eui.eu | European University Institute
Thore Schlaak | tschlaak@diw.de | Abteilung Konjunkturpolitik am DIW Berlin

7. Dezember 2017

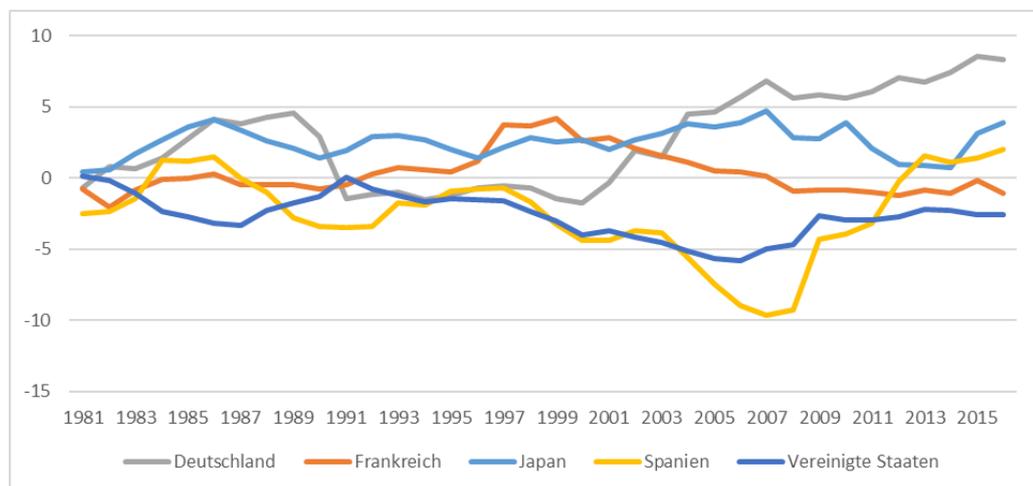
Die weltweiten Kapitalflüsse sind seit den 1980er Jahren bis zum Ausbruch der Finanzkrise stark gestiegen. Im Zuge dessen sind etwa die Auslandsinvestitionen Deutschlands auf rund 250 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, die Investitionen des Auslands in Deutschland auf etwa 200 Prozent gestiegen. Diese positive Differenz ist eine Folge der kontinuierlichen Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands, welche die Nettofinanzflüsse abbilden – also die Differenz zwischen Ab- und Zuflüssen. Kapitalanlagen im Ausland bieten Investoren die Chance, Ersparnisse zu diversifizieren und möglicherweise höhere Renditen zu erwirtschaften als im Inland. Im Gegenzug ergeben sich aus Auslandsinvestitionen aber auch Risiken; so können im Zuge von Preis- und Wechselkursschwankungen hohe Verluste auftreten. Potentielle Wertschwankungen auf das Auslandsvermögen sind für Deutschland relevant. In der wirtschaftspolitischen Diskussion wird kontrovers diskutiert, ob zusätzliche Investitionen in die inländische Infrastruktur oder in die Forschung und Entwicklung gesamtwirtschaftlich höhere und weniger volatile Renditen erzielen könnten als ein Teil der Auslandsinvestitionen.

Deutschland hat in den vergangenen Jahrzehnten meistens einen Leistungsbilanzüberschuss aufgewiesen, ausser in dem von der Wiedervereinigung geprägten Jahrzehnt der 1990er Jahre (Abbildung 1). Seit dem Jahr 2001 wurden für Deutschland im Trend laufend höhere Leistungsbilanzüberschüsse verzeichnet, die vielfach Gegenstand intensiver Diskussionen sind (siehe etwa [Petersen, 2015](#); [Grömling et al., 2016](#); [Südekum und Felbermayr, 2017](#)). Einige Länder im Euroraum wie insbesondere Spanien wiesen vor der Finanzkrise hohe Leistungsbilanzdefizite auf, die sich seitdem aber verringert oder in einen Überschuss umgewandelt haben. Hingegen hatte Frankreich vor Ausbruch der Finanzkrise einen Leistungsbilanzüberschuss, der nun einem geringen Defizit gewichen ist. Das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten hatte sich seit Ausbruch der Finanzkrise zunächst deutlich verringert, scheint sich nun aber nicht mehr weiter

zurückzubilden. Japan hat ähnlich wie Deutschland meist hohe Leistungsbilanzüberschüsse aufgewiesen.

Eine wichtige Ursache für den Anstieg der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse ist die Spezialisierung der deutschen Wirtschaft auf die Produktion von Vorleistungs- und Investitionsgütern, welche in Wachstumsphasen aufstrebender Volkswirtschaften wie China besonders gefragt sind (Sachverständigenrat, 2014). Darüber hinaus führte die lange Phase der Lohnmoderation in den 2000er Jahren zu einer Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen (siehe etwa Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, 2017a). Gleichzeitig hat die schwache Lohnentwicklung den Zuwachs des privaten Konsums und der Importe gedämpft. Auch die demographische Entwicklung fördert seit geraumer Zeit die Zuwächse der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse; aus Gründen der Altersvorsorge besteht in der deutschen Bevölkerung eine hohe Sparquote der Haushalte. Diese Ersparnisse bedeuten einen Konsumverzicht und werden teilweise im Ausland angelegt. Zudem hat in den vergangenen Jahren der Unternehmenssektor – ähnlich wie in anderen entwickelten Volkswirtschaften – über Finanzierungsüberschüsse die gesamtwirtschaftliche Sparquote erhöht und so zu den Leistungsbilanzüberschüssen beigetragen (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, 2017b). Zu beachten ist aber auch, dass in den vergangenen Jahren immer wieder Sondereffekte den Leistungsbilanzüberschuss erhöht haben – wie etwa in den vergangenen Jahren der schwache Wechselkurs des Euros oder dämpfende Effekte der niedrigen Ölpreise auf die nominalen Importe.

Abbildung 1: Leistungsbilanzüberschüsse einiger ausgewählter Länder (1981-2016)



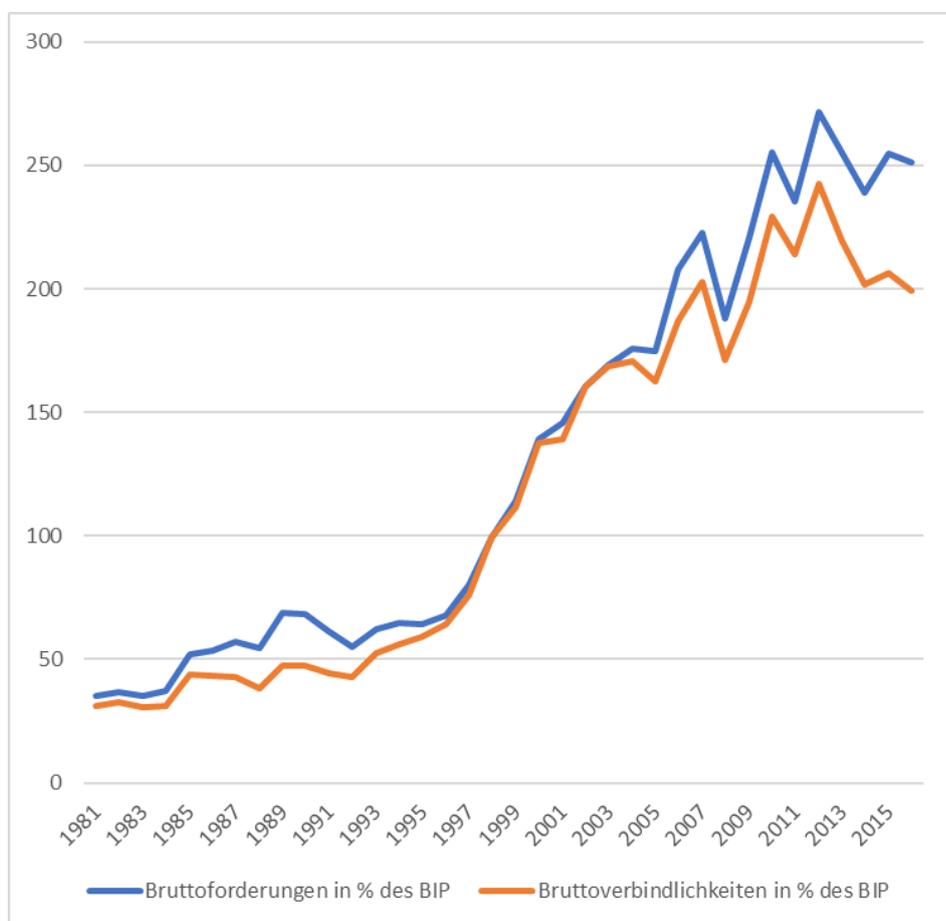
Quelle: IWF

Die wachsende Bedeutung der internationalen Investitionen

Die Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands bedeuten, dass gesamtwirtschaftlich betrachtet deutsche Haushalte und Unternehmen einen Teil ihrer Einkommen nicht für den Konsum oder Investitionen verwenden, sondern im Ausland anlegen. Im Zuge der kontinuierlichen Leistungsbilanzüberschüsse ist das deutsche Auslandsvermögen in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen. Das

Nettoauslandsvermögen – also die Differenz zwischen Auslandsvermögen und -verbindlichkeiten – macht mittlerweile rund 50 Prozent des Bruttoinlandsprodukts aus. Noch deutlicher ist das Wachstum bei den Bruttoforderungen. So sind etwa Deutschlands Bruttoinvestitionen im Ausland seit den 1980er Jahren um rund 200 Prozentpunkte auf ungefähr 250 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung gewachsen (Abbildung 2). Für andere entwickelte Volkswirtschaften kann bei den Bruttoforderungen eine ähnliche Entwicklung beobachtet werden. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise haben sich die globalen Finanzflüsse aber verringert; im Zuge dieser Entwicklung haben sich die Bruttoforderungen vieler Länder stabilisiert oder sind sogar etwas zurückgegangen.

Abbildung 2: Deutsche Bruttoforderungen und –verbindlichkeiten (1981-2016)



(Quelle: IWF)

Die akkumulierten Bruttoauslandsinvestitionen haben hohe internationale Vermögenseinkommen zur Folge – etwa in Form von Dividenden- oder Zinszahlungen. Beispielsweise ist rund ein Fünftel des deutschen Leistungsbilanzüberschusses auf die Vermögenseinkommen zurückzuführen, welche durch das ansteigende Nettoauslandsvermögen generiert werden ([Deutsche Bundesbank, 2017a](#)). Die hohen internationalen Investitionen führen auch dazu, dass bereits geringfügige Bewertungsänderungen auf den Beständen hohe

Wertschwankungen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt verursachen. Die Entwicklung des Nettoauslandsvermögens ist stärker als früher entkoppelt vom Saldo der Leistungsbilanz, welcher nur die Nettofinanzflüsse abbildet. Aus diesen Gründen erscheint es sinnvoll, Diskussionen um Leistungsbilanzungleichgewichte vermehrt im Kontext der gestiegenen Bruttovermögen und -verbindlichkeiten und der damit verbundenen Wertschwankungen zu führen (siehe etwa [Obstfeld, 2012](#); [Lane, 2013](#); [Lane, 2014](#)). So gibt es etwa Hinweise, dass Länder mit kontinuierlichen Leistungsbilanzdefiziten seit der Finanzkrise eher Wertgewinne erzielt haben, während Länder mit durchschnittlichen Leistungsbilanzüberschüssen Verluste aufweisen ([Bergant, 2017](#); [IMF, 2017](#)). Wenn sich diese Ergebnisse in anderen Studien als robust erweisen, müssten Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen wie Deutschland also eher mit Verlusten auf das Nettoauslandsvermögen rechnen.

Über die Wertschwankungen fördern die hohen Bruttositionen den „internationalen Risikoausgleich“; eine positive (negative) wirtschaftliche Entwicklung eines Landes führt wegen der damit verbundenen Wertberichtigungen auf vom Ausland gehaltene Vermögensgegenstände zu Vermögensgewinnen (Vermögenseinbußen) auch in anderen Ländern (siehe etwa [Obstfeld und Rogoff, 1996](#); [Lautenschläger, 2016](#)). Die vorhandene Literatur deutet darauf hin, dass ein Risikoausgleichsmechanismus zumindest bis zu einem gewissen Grad funktioniert; Wertveränderungen auf die Auslandsvermögen und -verbindlichkeiten leisten einen bedeutenden Beitrag zum internationalen Risikoausgleich (siehe etwa [Schmitz, 2010](#); [Bracke und Schmitz, 2011](#); [Balli et al., 2012](#)).

Deutschland bislang ohne exorbitantes Privileg – sollte es mehr im Inland investieren?

Die Literatur weist auf interessante Muster bei der Struktur der deutschen Auslandsverbindlichkeiten hin (siehe etwa [Lane und Milesi-Ferretti, 2007](#); [Lane und Milesi-Ferretti, 2008](#); [Baldi und Bremer, 2013](#); [Gourinchas und Rey, 2014](#)). Ausländische Unternehmen und Sparer halten einen relativ hohen Anteil ihrer Anlagen in Deutschland in Form von festverzinslichen Anlagen. Was die hohe negative Position bei den Anleihen betrifft, gleicht die Struktur des deutschen Auslandsvermögens derjenigen der Vereinigten Staaten und Japans. Deutschland nimmt so die Rolle eines sogenannten „sicheren Hafens“ („Safe Haven“) für Kapital ein; die Verzinsung auf deutsche Anleihen ist im internationalen Vergleich gering.

Die Rolle Deutschlands als sicherer Hafen wirft die Frage auf, ob Deutschland ähnlich wie die Vereinigten Staaten von einem sogenannten «exorbitanten Privileg» profitieren kann. Der Begriff «exorbitantes Privileg» wurde in den 1960er Jahren geprägt, um die einmalige Position der Vereinigten Staaten im System fester Wechselkurse des Bretton Woods Systems zu beschreiben (siehe [Eichengreen, 2011](#); [McCauley, 2015](#); [Rogoff und Tashiro, 2015](#)). Aufgrund der damaligen Stellung des US-Dollars als Leitwährung gab es eine hohe Nachfrage des Auslands nach US-amerikanischen Staatsanleihen. Dies hatte eine relativ geringe Rendite zur Folge. Heutzutage wird der Begriff meist in einem breiteren Sinne verwendet – und zwar um auf die kontinuierlich hohe Nachfrage nach niedrig verzinsten amerikanischen Anleihen hinzuweisen, während die Vereinigten Staaten gleichzeitig auf ihren Auslandsvermögenspositionen – insbesondere Direktinvestitionen – oft höhere

Wertgewinne und Vermögenseinkommen erwirtschaften als auf die Verbindlichkeiten. Dadurch können sich die Vereinigten Staaten ein kontinuierliches Handelsbilanzdefizit leisten. Studien mit Bezug zu den Vereinigten Staaten weisen darauf hin, dass das amerikanische exorbitante Privileg neben der niedrigen Verzinsung auf sichere Anleihen vor allem durch hohe ausgewiesene Erträge auf amerikanischen Direktinvestitionen im Ausland zustande kommt. Allerdings gibt es auch Untersuchungen, welche das Ausmaß des exorbitanten Privilegs relativieren (für eine Übersicht, siehe etwa [McCauley, 2015](#)). In Krisenzeiten kann es zudem vorkommen, dass aufgrund der Struktur der amerikanischen Auslandsforderungen hohe Wertverluste entstehen, weil etwa risikoreiche Anlagen im Ausland an Wert verlieren (siehe etwa [Gourinchas und Rey, 2016](#)).

Auch Deutschland könnte aufgrund seiner Rolle als sicherer Hafen für ausländische Anleger ein exorbitantes Privileg genießen. Die Entwicklungen in der Vergangenheit deuten aber für Deutschland eher auf Verluste als auf bedeutende Gewinne auf das Nettoauslandsvermögen hin. Einige Studien haben für den Zeitraum von 2006 bis 2012 Verluste auf das Nettoauslandsvermögen in der Höhe von mehr als zwanzig Prozent des Bruttoinlandsprodukts ermittelt (siehe [Bach et al., 2013](#); [Baldi und Bremer, 2013](#)). Allerdings weisen [Frey et al., 2014](#) darauf hin, dass die tatsächlichen Verluste nach der Berücksichtigung von Mess- und Abgrenzungsproblemen geringer ausfallen dürften. Für die Jahre ab 2013 sind für Deutschland und andere entwickelte Volkswirtschaften Bewertungsänderungen unterteilt nach Marktpreis- und Wechselkursschwankungen verfügbar (siehe [Deutsche Bundesbank, 2014a](#); [Schipper, 2015](#)). Basierend auf diesen Daten ergeben sich in den einzelnen Jahren entweder geringe Verluste oder leichte Gewinne auf das Nettoauslandsvermögen ([Deutsche Bundesbank, 2014b](#); [Deutsche Bundesbank, 2015](#); [Deutsche Bundesbank, 2016](#); [Deutsche Bundesbank 2017b](#)). [Knetsch und Nagengast \(2017\)](#) finden zwar eine geringe positive Differenz bei Vermögenseinkommen; Wertänderungen wurden aber nicht untersucht.

Alles in allem scheint es keine Evidenz für ein exorbitantes Privileg Deutschlands zu geben. Dies dürfte damit zusammenhängen, dass in der Vergangenheit deutsche Investoren bei der Kapitalanlage im Ausland festverzinsliche Anlagen bevorzugt haben gegenüber risikoreicheren Eigenkapitalbeteiligungen (siehe etwa [Baldi und Bremer, 2013](#); [Gourinchas und Rey, 2014](#)). Dies unterscheidet Deutschland von anderen entwickelten Volkswirtschaften, insbesondere den Vereinigten Staaten aber auch dem Vereinigten Königreich oder Frankreich, welche einen höheren Anteil ihrer gesamten Auslandsinvestitionen in Eigenkapitalanlagen – also ausländischen Direktinvestitionen oder Aktienanlagen – tätigen. Auch Länder wie Japan oder die Schweiz, welche ähnlich wie Deutschland hohe Leistungsbilanzüberschüsse aufweisen, haben in der Vergangenheit einen höheren Teil ihrer Auslandsinvestitionen in Eigenkapital investiert. Allerdings haben sich während der Finanzkrise ein Teil der vermeintlich sicheren deutschen Auslandsinvestitionen als risikoreich entpuppt – etwa weil Verluste auf Anleihen und Bankkredite in die europäischen Peripherieländer entstanden sind (siehe [Gourinchas und Rey, 2016](#)). Deutschland konnte somit in der Phase vor der Finanzkrise nicht von einem exorbitanten Privileg profitieren, hat dann aber in der Krise selbst trotzdem Verluste auf die Auslandsforderungen erlitten – ähnlich wie ein Land, das in guten Zeiten ein exorbitantes Privileg genießt.

In der wirtschaftspolitischen Diskussion in Deutschland wird die Entwicklung der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse und der deutschen Auslandsvermögen und -

verbindlichkeiten kontrovers diskutiert. [Sinn \(2017\)](#) bezweifelt etwa, dass die Bruttoforderungen Deutschlands gut angelegt seien: „Deutschland [...] erhält für den Leistungsbilanzüberschuss zudem Schuldscheine, die man uns eines Tages um die Ohren schlagen wird.“ Auch [Fratzscher \(2017\)](#) und [Hellwig \(2017\)](#) argumentieren, dass die Auslandsvermögen Deutschlands nicht optimal angelegt seien. Andere Ökonomen argumentieren demgegenüber, dass die möglichen Verluste auf das deutsche Auslandsvermögen übertrieben dargestellt würden ([Frey et al., 2014](#); [Sachverständigenrat, 2014](#)). In der Diskussion findet sich häufig das Argument, dass die Leistungsbilanzüberschüsse nicht nur eine hohe Sparneigung widerspiegeln, sondern auch ein niedriges Niveau an privaten und öffentlichen Investitionen in Deutschland (siehe etwa [Bach et al., 2013](#); [BMW, 2015](#); [Hellwig, 2017](#)). Insbesondere wird argumentiert, dass inländische Investitionen zur Erhöhung des Kapitalstocks mit höheren gesamtwirtschaftlichen Renditen als im Ausland verbunden wären. Weitgehender Konsens besteht, dass wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Ausweitung der öffentlichen Investitionen und zur Stimulierung privater Investitionen in Deutschland sinnvoll sind. Allerdings werden das Ausmaß der inländischen Investitionsschwäche und die Wirksamkeit von wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Bekämpfung dieser Schwäche unterschiedlich beurteilt (siehe etwa [Bach et al., 2013](#); [Sachverständigenrat, 2014](#); [Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, 2017a](#)).

Zusammenfassung

Vor dem Hintergrund des kräftigen Anstiegs der Auslandsinvestitionen in den vergangenen vierzig Jahren haben Bewertungsänderungen auf die Bruttoauslandsvermögen und -verbindlichkeiten an Bedeutung gewonnen. Auch wenn sich die globalen Kapitalflüsse seit der Finanzkrise nicht mehr so dynamisch entwickelt haben, dürften die hohen Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten auch in Zukunft bestehen bleiben. Diskussionen um Leistungsbilanzungleichgewichte sollten deshalb vermehrt im Kontext dieser hohen internationalen Investitionen und der damit verbundenen potentiell hohen Wertschwankungen geführt werden. Auch vor dem Hintergrund möglicher hoher Wertschwankungen auf das Auslandsvermögen wird in Deutschland diskutiert, ob zusätzliche Investitionen – etwa in die inländische Infrastruktur oder in die Forschung und Entwicklung – höhere und weniger volatile Renditen erzielen könnten als ein Teil der Auslandsinvestitionen.

Quellen

Bach, S., G. Baldi et al. (2013): Deutschland muss mehr in seine Zukunft investieren, DIW Wochenbericht, 80 (26), 3-5.

https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.423520.de/13-26-1.pdf

Baldi, G. und B. Bremer (2013): Verluste auf das deutschen Nettoauslandsvermögen – wie sind sie entstanden?, DIW Wochenbericht, DIW Berlin, vol. 80(49), 32-40.

http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.469261.de/diw_econ_bull_2014-07-3.pdf

Balli, F. und S. Kalemli-Ozcan (2012): Risk sharing through capital gains, Canadian Journal of Economics, Canadian Economics Association, vol. 45(2), 472-492.

<http://economics.ca/cgi/xms?jab=v45n2/CJEv45n2p0472.pdf>

Bergant, K. (2017): The Role of Stock-Flow Adjustment during the Global Financial Crisis, Trinity Economics Papers tep1317, Trinity College Dublin, Department of Economics.
<https://www.tcd.ie/Economics/TEP/2017/tep1317.pdf>

BMWi (2015): Stärkung von Investitionen in Deutschland, Bericht der Expertenkommission im Auftrag des Bundesministers für Wirtschaft und Energie, Sigmar Gabriel, April 2015.
<http://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/I/investitionskongress-report-gesamtbericht-deutsch-barrierefrei.html>

Bracke, T. und M. Schmitz (2011): Channels of international risk-sharing: capital gains versus income flows, International Economics and Economic Policy, Springer, vol. 8(1), 45-78, April.
<https://ideas.repec.org/a/kap/iecepo/v8y2011i1p45-78.html>

Deutsche Bundesbank (2014a): Änderungen in der Methodik und Systematik der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus, Monatsbericht, Juni 2014, 59–70.
https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsauftaetze/2014/2014_06_methodik_zahlungsbilanz.pdf?_blob=publicationFile

Deutsche Bundesbank (2014b): Das deutsche Auslandsvermögen Ende 2013, Tabellenanhang Pressenotiz, 30. September 2014.
https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2014/2014_09_30_auslandsvermoegen_anlage.pdf?_blob=publicationFile

Deutsche Bundesbank (2015): Das deutsche Auslandsvermögen Ende 2014, Tabellenanhang Pressenotiz, 30. September 2015.
https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2015/2015_09_30_auslandsvermoegen_anlage.pdf?_blob=publicationFile

Deutsche Bundesbank (2016): Das deutsche Auslandsvermögen Ende 2015, Tabellenanhang Pressenotiz, 30. September 2016.
https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2016/2016_09_30_auslandsvermoegen_anlage.pdf?_blob=publicationFile

Deutsche Bundesbank (2017a): Monatsbericht März 2017, Deutsche Bundesbank, 69. Jahrgang (3), S. 17 – 34.
https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichte/2017/2017_03_monatsbericht.pdf?_blob=publicationFile

Deutsche Bundesbank (2017b): Das deutsche Auslandsvermögen Ende 2016, Tabellenanhang Pressenotiz, 30. September 2017.
https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2016/2016_09_30_auslandsvermoegen_anlage.pdf?_blob=publicationFile

Eichengreen, B. (2011): Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar, Oxford University Press.

Fratzscher, M. (2017): Der deutsche Sparirrsinn, Kolumne auf Zeit Online, 17. Februar 2017.
<http://www.zeit.de/wirtschaft/2017-02/investitionen-exportueberschuesse-unternehmen-banken>

Frey, R., U. Grosch, und A. Lipponer (2014): Fallstricke bei der Bestimmung von Vermögensverlusten deutscher Anleger im Ausland, Wirtschaftsdienst.
<https://link.springer.com/article/10.1007/s10273-014-1751-1>

Gourinchas, P.-O. und H. Rey (2014): External Adjustment, Global Imbalances, Valuation Effects, Handbook of International Economics, Elsevier.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B9780444543141000100>

Gourinchas, P.-O. und H. Rey (2016): Real Interest Rates, Imbalances and the Curse of Regional Safe Asset Providers at the Zero Lower Bound, NBER Working Paper No. 22618.
<http://www.nber.org/papers/w22618>

Grömling, M. et al. (2016): Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss – Fluch oder Segen?, Wirtschaftsdienst, 96. Jahrgang, 2016, Heft 11 · S. 787-805.
<https://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2016/11/der-deutsche-leistungsbilanzueberschuss-fluch-oder-segen/>

Hellwig, M. (2017): Bitte nicht großdeutsch, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 20. Mai 2017.
http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/sorge-um-umwandlung-der-eurozone-15014236.html?printPageArticle=true#pageIndex_2

International Monetary Fund (IMF) (2017): 2017 External Sector Report, 23. Juni 2017, IMF, Washington.
<https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/07/27/2017-external-sector-report>

Knetsch, T. und A. Nagengast (im Erscheinen): Penny wise and pound foolish? On the income from Germany's foreign investments, *Review of World Economics*.

<https://link.springer.com/article/10.1007/s10290-017-0283-3>

Lane, P. (2013): Capital Flows in the Euro Area, *European Economy - Economic Papers 497*, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp497_en.pdf

Lane, P. (2014): Cross-border financial linkages: Identifying and measuring vulnerabilities, *CEPR Policy Insight No.77*.

<https://www.imf.org/external/NP/seminars/eng/2014/statsforum/pdf/lane.pdf>

Lane, P. und G.-M. Milesi-Ferretti (2007): The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004, *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 73(2), pages 223-250, November.

<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0022199607000591>

Lane, P. und G.-M. Milesi-Ferretti (2008). *International Investment Patterns*, *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 90(3), 538-549.

<http://www.mitpressjournals.org/doi/pdf/10.1162/rest.90.3.538>

Lautenschläger, S. (2016): The euro - idea and reality, Speech by Sabine Lautenschläger, Member of the Executive Board of the ECB and Vice-Chair of the Supervisory Board of the Single Supervisory Mechanism, at the Europa Forum Luzern, Luzern, 2 May 2016.

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/speaker/vice-chair/html/index.en.html>

McCauley, R. (2015): Does the US dollar confer an exorbitant privilege?, *Journal of International Money and Finance*, 57, 1-14.

<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560615001059>

Obstfeld, M. (2012): Does the Current Account Still Matter?, *NBER Working Papers 17877*, National Bureau of Economic Research.

<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.102.3.1>

Obstfeld, M. und K. Rogoff (1996): *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press Books, The MIT Press, 1. Ausgabe.

Petersen, T. (2015): Deutschlands Exportüberschüsse – Fluch oder Segen?, Bertelsmann Stiftung GED Focus Paper.

https://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/BSt/Publikationen/GrauePublikationen/NW_D_Exportueberschuss_2015.pdf

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2017a): Aufschwung festigt sich trotz weltwirtschaftlicher Risiken: Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2017, *DIW Wochenbericht*, DIW Berlin, vol. 84(16), 275-342.

http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.556417.de/17-16-1.pdf

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2017b): Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2017, *DIW Wochenbericht*, DIW Berlin, vol. 84(40), 809-883.

http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.566059.de/17-40-1.pdf

Rogoff, K. und T. Tashiro (2015): Japan's exorbitant privilege, *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 35, 43-61.

<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0889158314000641>

Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2014):

Mehr Vertrauen in Marktprozesse. Jahresgutachten 2014/15, *Jahresgutachten*, 127.

<https://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/jahresgutachten-2014-20151.html>

Schipper, U. (2015): Transaction and valuation effects on Germany's international investment position (IIP) – new statistical approaches and IIP trends.

https://www.bis.org/ifc/events/sat_semi_rio_jul15/1_schipper_paper.pdf

Schmitz, M. (2010): Financial Markets and International Risk Sharing, *Open Economies Review*, Springer, vol. 21(3), 413-431, July.

<https://ideas.repec.org/a/kap/openec/v21y2010i3p413-431.html>

Sinn, H.-W. (2017): Haben Sie sich geirrt, Herr Sinn?, *Zeit Online*, 4. Juli 2017.

<http://www.zeit.de/wirtschaft/2017-06/konjunktur-hans-werner-sinn-wirtschaft-aufschwung-krise>

Südekum, J. und Felbermayr, G. (2017): Das Yin und das Yang der Leistungsbilanz Frankfurter Allgemeine, 3. April 2017, S. 16.

<http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftswissen/leistungsbilanz-exportiert-deutschland-zu-viel-14954164.html>

Impressum

DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin

Tel. +49 (30) 897 89-0
Fax +49 (30) 897 89-200
<http://www.diw.de>

ISSN 2198-3925

Alle Rechte vorbehalten
© 2017 DIW Berlin

Abdruck oder vergleichbare
Verwendung von Arbeiten
des DIW Berlin ist auch in
Auszügen nur mit vorheriger
schriftlicher Genehmigung
gestattet.