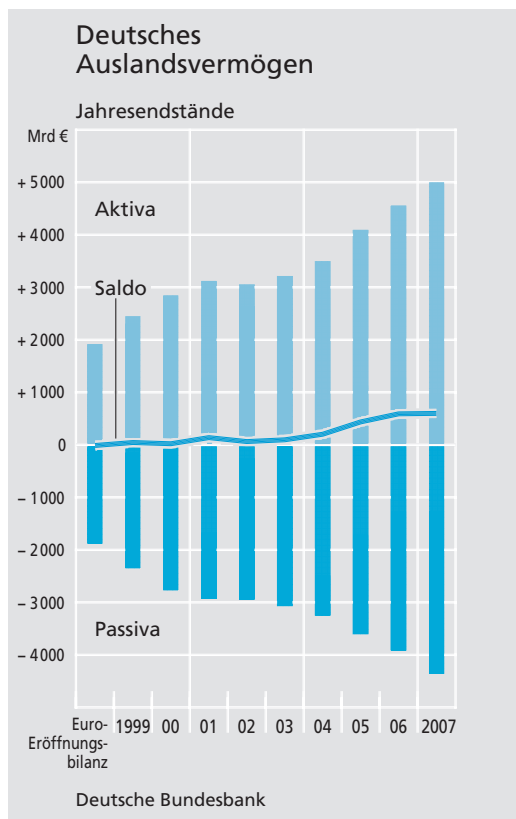


## Das deutsche Auslandsvermögen seit Beginn der Währungsunion: Entwicklung und Struktur

Die finanzielle Verflechtung Deutschlands mit dem Ausland hat in den letzten Jahren stark zugenommen. Ende 2007 beliefen sich die deutschen Auslandsforderungen auf 5 004 Mrd €, die Verbindlichkeiten auf 4 360 Mrd €. Beide Positionen haben sich damit seit Beginn der Währungsunion mehr als verdoppelt. Der Anstieg spiegelt die weltweite Tendenz wider, Vermögensanlagen grenzüberschreitend zu diversifizieren. Hinzu kam, dass mit der Einführung des Euro ein großer Finanzraum entstanden ist, in dem Wechselkursrisiken keine Rolle mehr spielen.

Insgesamt verfügte Deutschland Ende 2007 über ein Netto-Auslandsvermögen von 645 Mrd €. Bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt waren dies 26 ½ %. Der Aufbau wurde im Wesentlichen durch die seit 2001 verzeichneten Leistungsbilanzüberschüsse gespeist. Angesichts der absehbaren Alterung der Bevölkerung kann er auch als Vorsorge für künftigen Finanzierungsbedarf interpretiert werden.

Der folgende Aufsatz analysiert die wichtigsten Entwicklungen der deutschen Auslandsposition seit Beginn der Währungsunion. Er geht dabei auch auf die Auswirkungen der Euro-Einführung auf die regionalen Anlageschwerpunkte ein. In einem Anhang wird die dem Auslandsvermögensstatus zugrunde liegende Methodik näher beschrieben.



### Entwicklung des deutschen Auslandsvermögens im Überblick

*AVS als Informationsquelle*

Die finanziellen Beziehungen Deutschlands zum Ausland werden im Auslandsvermögensstatus (AVS) vergleichsweise breit abgebildet. Er gibt Auskunft über den Umfang und die Struktur der grenzüberschreitenden Forderungen und Verbindlichkeiten inländischer Sektoren. Im AVS spiegeln sich die in der Zahlungsbilanz erfassten Finanzdispositionen der Gebietsansässigen mit dem Ausland ebenso wider wie Marktpreisänderungen bei Vermögenstiteln zwischen den jeweiligen Bilanzstichtagen. Schließlich fließen bei Fremdwährungspositionen wechselkursbedingte Veränderungen ein. Damit ist der AVS – neben der Zahlungsbilanz – eine zweite wichtige Infor-

mationsquelle zur Analyse der außenwirtschaftlichen Beziehungen Deutschlands.

Die nun vorliegenden Jahresergebnisse für 2007 zeigen, dass sich die internationalen Finanzbeziehungen Deutschlands weiter intensiviert haben. Die deutschen Auslandsaktiva lagen Ende 2007 bei 5 004 Mrd € und damit zweieinhalb mal höher als zu Beginn der Währungsunion. Gegenüber dem Jahresanfang 1991 sind sie sogar auf das Sechsfache angewachsen. Während der Aufbau der Auslandsaktiva in den Jahren vor der Währungsunion (1991 bis 1998) mit jahresdurchschnittlich 10 ½ % noch annähernd parallel zur Entwicklung des gesamten deutschen Geldvermögens verlief (+ 9 ½ %), stiegen die im AVS gegenüber dem Ausland verzeichneten Vermögenswerte danach (1999 bis 2007) mit jahresdurchschnittlich 11 ½ % sogar etwas kräftiger als zuvor und damit deutlich schneller als das deutsche Geldvermögen insgesamt (mit jährlich etwa 4 ½ %). Offenbar hat die Präferenz heimischer Investoren für deutsche Anlagen (Home Bias) in den letzten Jahren weiter nachgelassen; die Ausrichtung der Portefeuilles ist damit internationaler geworden, wobei – wie noch näher ausgeführt wird – die Partnerländer in der EWU einen besonderen Anlageschwerpunkt darstellen. Gedämpft wurde die Entwicklung lediglich vorübergehend, als nach dem Platzen der New-Economy-Blase, den Anschlägen vom 11. September 2001 sowie der konjunkturellen Abschwächung der Weltwirtschaft die Unsicherheit an den Finanzmärkten weltweit spürbar zunahm. Dies führte im Jahr 2002 zu einem leichten Rückgang der deutschen Auslandsforderungen.

*Auslandsaktiva*

Danach setzte sich aber, vor allem in Verbindung mit den höheren Überschüssen in der deutschen Leistungsbilanz, der lebhafteste Anstieg der Auslandsaktiva wieder fort.

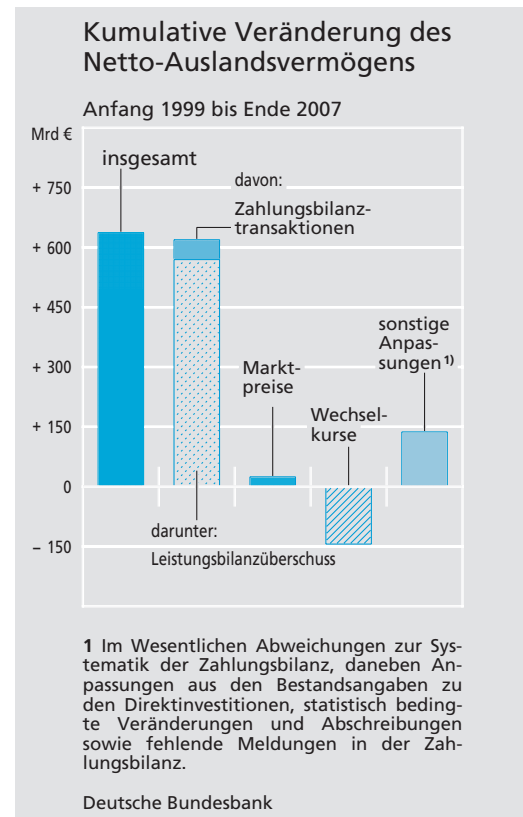
Auslands-  
passiva

Zum Jahresende 2007 lagen die Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland bei 4 360 Mrd € und damit knapp zweieinhalb mal so hoch wie zu Beginn der Währungsunion. Die Auslandspassiva haben über den gesamten Zeitraum hinweg relativ stetig zugenommen, wengleich auch hier zu Beginn der aktuellen Dekade im Zusammenhang mit den oben beschriebenen Ereignissen ein etwas schwächerer Anstieg zu verzeichnen war. Eine wichtige Triebfeder für die Expansion der Auslandsverbindlichkeiten war die hohe Nachfrage des Auslands nach deutschen Wertpapieren. In den letzten Jahren wuchsen die Auslandsverbindlichkeiten indessen deutlich langsamer als die Aktiva, da die Leistungsbilanzüberschüsse der Tendenz nach den Aufbau von Auslandsforderungen begünstigten.

Veränderung  
der Netto-  
Auslands-  
position:

Im Ergebnis verzeichnete die Netto-Auslandsposition Deutschlands damit zum Jahresultimo 2007 mit 645 Mrd € eine neue Rekordmarke. Zu Beginn der Währungsunion hatte das deutsche Netto-Auslandsvermögen lediglich bei 34 Mrd € gelegen. Maßgeblich zu der Zunahme beigetragen haben die seit 1999 erwirtschafteten Leistungsbilanzüberschüsse in Höhe von insgesamt 569 Mrd €. Diese enthalten in gewisser Weise auch ein selbst verstärkendes Element, da sie mit der Akkumulation renditetragender Anlagen verbunden sind und die daraus resultierenden Kapitalerträge wiederum positiv auf die Leistungsbilanz wirken.

Zahlungs-  
bilanztrans-  
aktionen, ...



Für die Entwicklung der Netto-Auslandsposition spielten außerdem Neubewertungen durch die veränderten Devisen- und Börsenkurse eine wichtige Rolle. Diese betrafen Fremdwährungsbestände sowie marktpreisabhängige Vermögenswerte. Die Wechselkursänderungen haben sich in den neun Jahren seit Beginn der Währungsunion per saldo negativ in der Auslandsposition niedergeschlagen (-144 Mrd €). Hierin spiegeln sich – aufgrund der tendenziellen Aufwertung des Euro – kumulierte Kursverluste von in Fremdwährung notierten Positionen wider, die wegen des höheren Fremdwährungsanteils auf der Seite der Forderungen dämpfend auf das Netto-Auslandsvermögen wirken. So lauteten Ende 2007 32 % der Auslandsaktiva und 16 ½ % der Auslandspassiva auf Fremdwäh-

... Wechsel-  
kurse...

rungen; zu Beginn der Währungsunion<sup>1)</sup> be-  
trugen die entsprechenden Anteile 46 % be-  
ziehungsweise 21 %.

... und  
Marktpreise

Die Marktpreise, und hier insbesondere die  
Kursentwicklungen am Aktien- und Renten-  
markt, wirkten sich hingegen – bei großen  
Ausschlägen in einzelnen Jahren – über den  
Beobachtungszeitraum hinweg leicht positiv  
aus (kumuliert 25 Mrd €). Marktpreisbedingte  
Abschläge waren lediglich zu Beginn der De-  
kade und im Jahr 2007 zu verzeichnen. Allein  
im vergangenen Jahr schlugen die Markt-  
preisänderungen mit 67 Mrd € negativ auf  
die Netto-Auslandsposition durch, unter an-  
derem deshalb, weil die Aktienkurse deutscher  
Unternehmen 2007 deutlich stärker gestiegen  
waren als die ausländischer Gesellschaften.

Zunehmender  
finanzieller  
Offenheitsgrad

Die starke Zunahme der deutschen Auslands-  
aktiva und -passiva in den zurückliegenden  
Jahren vollzog sich in einem internationalen  
Umfeld, das generell durch ein fortschreiten-  
des Zusammenwachsen der Finanzmärkte ge-  
kennzeichnet war. Entsprechend ist in vielen  
Ländern der finanzielle Offenheitsgrad – ge-  
messen an der Summe von Auslandsaktiva  
und -passiva im Verhältnis zum Bruttoinlands-  
produkt – deutlich gestiegen.<sup>2)</sup> In den Indus-  
trialländern insgesamt hat sich diese Relation  
seit Anfang 1999 in etwa verdoppelt; sie ist  
damit deutlich stärker gewachsen als der real-  
wirtschaftliche Offenheitsgrad. Die finanzielle  
Integration Deutschlands in die Weltwirt-  
schaft hat sich während dieser Zeit in entspre-  
chendem Tempo vollzogen; Ende 2007 lag  
der finanzielle Offenheitsgrad bei fast 400 %  
und war damit zweimal so hoch wie zu Be-  
ginn der Währungsunion.

## Die deutsche Auslandsposition nach Sektoren

### Monetäre Finanzinstitute

Eine zentrale Rolle bei der zunehmenden  
Finanzverflechtung Deutschlands mit dem  
Ausland spielt der Bankensektor. Mit 2 432  
Mrd € beziehungsweise 2 032 Mrd € entfie-  
len Ende 2007 jeweils fast die Hälfte der ge-  
samten deutschen Auslandsaktiva und -passi-  
va auf Kreditinstitute. Diese weiteten ihr Aus-  
landsgeschäft seit Beginn der Währungs-  
union beträchtlich aus. Von besonderer Be-  
deutung waren dabei sogenannte Finanzkre-  
dite, wozu unter anderem Buchkredite,  
Schuldscheindarlehen, Bankguthaben sowie  
im Wege der Abtretung erworbene Forderun-  
gen gezählt werden. Sie machten Ende 2007  
zwei Drittel der Auslandsforderungen und  
gut die Hälfte der Auslandsverbindlichkeiten  
von Kreditinstituten aus. Geschäftspartner sind  
dabei vor allem ausländische Banken („Inter-  
bankengeschäft“), nicht zuletzt die eigenen  
Niederlassungen im Ausland.

*Zentrale Rolle  
der Kredit-  
institute*

Die Monetären Finanzinstitute (MFIs) hielten  
Ende 2007 mit 735 Mrd € beträchtliche Be-  
stände an Wertpapieren ausländischer Prove-  
nienz. Dabei entfiel mit 685 Mrd € der größte

*Beträchtliche  
Wertpapier-  
forderungen ...*

<sup>1</sup> Die Angaben beziehen sich auf den Stand Ende Juni  
1999, da ein vollständig nach Währungen gegliederter  
AVS für den 1. Januar 1999 nicht vorliegt. Am „Vorabend  
der EWU“, dem 31. Dezember 1998, mit den nationalen  
Währungen der Euro-Länder als Fremdwährungen, lagen  
die Anteile bei 63 ½ % und 27 %.

<sup>2</sup> Vgl.: P.R. Lane und G.M. Milesi-Ferretti (2007), The ex-  
ternal wealth of nations mark II: Revised and extended  
estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004,  
Journal of International Economics, 73(2), S. 223–250,  
sowie P.R. Lane und G.M. Milesi-Ferretti (2008), The  
drivers of financial globalisation, American Economic Re-  
view: Papers & Proceedings, 98(2), S. 327–332.

## Auslandsvermögen Deutschlands nach Sektoren

Position	Aktiva				Passiva			
	Stand Anfang 1999		Stand Ende 2007		Stand Anfang 1999		Stand Ende 2007	
	Mrd €	Anteil in %	Mrd €	Anteil in %	Mrd €	Anteil in %	Mrd €	Anteil in %
I. Monetäre Finanzinstitute 1)	750,0	39,2	2 431,9	48,6	904,3	48,0	2 032,0	46,6
1. Direktinvestitionen	34,5	1,8	95,6	1,9	8,4	0,4	56,3	1,3
Beteiligungskapital	34,3	1,8	94,9	1,9	8,4	0,4	56,3	1,3
Grundbesitz	0,2	0,0	0,8	0,0	–	–	–	–
2. Wertpapieranlagen	148,5	7,8	734,9	14,7	245,5	13,0	927,0	21,3
Aktien	6,6	0,3	23,8	0,5	26,7	1,4	70,6	1,6
Investmentzertifikate	4,4	0,2	25,8	0,5	1,5	0,1	2,8	0,1
Anleihen	130,7	6,8	642,2	12,8	201,8	10,7	780,6	17,9
Geldmarktpapiere	6,8	0,4	43,0	0,9	15,5	0,8	73,0	1,7
3. Kredite aus Finanzbeziehungen 2)	566,1	29,5	1 598,8	31,9	649,6	34,5	1 047,6	24,0
kurzfristig	322,2	16,8	1 001,1	20,0	407,7	21,7	826,8	19,0
langfristig	243,9	12,7	597,8	11,9	241,9	12,9	220,7	5,1
4. Sonstige Anlagen	0,9	0,0	2,6	0,1	0,8	0,0	1,2	0,0
II. Wirtschaftsunternehmen und Privatpersonen	1 017,7	53,1	2 350,9	47,0	544,7	28,9	1 570,1	36,0
1. Direktinvestitionen	277,9	14,5	752,7	15,0	207,6	11,0	624,2	14,3
Beteiligungskapital	201,6	10,5	586,4	11,7	99,5	5,3	356,7	8,2
Direktinvestitionskredite (netto)	42,6	2,2	27,9	0,6	102,7	5,5	249,8	5,7
Kredite von Direktinvestoren	64,8	3,4	143,1	2,9	110,6	5,9	276,1	6,3
Kredite an Direktinvestoren	22,2	1,2	115,2	2,3	7,9	0,4	26,3	0,6
Grundbesitz	33,6	1,8	138,4	2,8	5,4	0,3	17,7	0,4
2. Wertpapieranlagen	470,8	24,6	1 053,5	21,1	227,8	12,1	557,0	12,8
Aktien	226,4	11,8	311,3	6,2	217,8	11,6	457,4	10,5
Investmentzertifikate	79,5	4,2	305,0	6,1	2,1	0,1	38,2	0,9
Anleihen	161,3	8,4	429,1	8,6	6,3	0,3	33,7	0,8
Geldmarktpapiere	3,5	0,2	8,2	0,2	1,7	0,1	27,7	0,6
3. Kredite aus Finanzbeziehungen 2)	175,4	9,2	391,3	7,8	72,1	3,8	289,3	6,6
kurzfristig	163,2	8,5	260,2	5,2	46,2	2,5	130,1	3,0
langfristig	12,2	0,6	131,2	2,6	25,9	1,4	159,2	3,7
4. Handelskredite	72,9	3,8	112,4	2,2	35,8	1,9	96,1	2,2
5. Sonstige Anlagen	20,6	1,1	41,0	0,8	1,4	0,1	3,5	0,1
III. Öffentliche Haushalte	52,7	2,8	42,0	0,8	425,0	22,6	741,6	17,0
1. Beteiligungen an internationalen Organisationen	14,1	0,7	16,5	0,3	–	–	–	–
2. Wertpapieranlagen	–	–	2,9	0,1	401,9	21,4	720,3	16,5
Aktien	–	–	0,2	0,0	–	–	–	–
Investmentzertifikate	–	–	0,5	0,0	–	–	–	–
Anleihen	–	–	2,1	0,0	394,7	21,0	696,0	16,0
Geldmarktpapiere	–	–	0,1	0,0	7,2	0,4	24,3	0,6
3. Kredite aus Finanzbeziehungen 2)	38,0	2,0	22,0	0,4	22,7	1,2	20,1	0,5
kurzfristig	16,0	0,8	13,6	0,3	7,3	0,4	5,5	0,1
langfristig	22,0	1,2	8,4	0,2	15,4	0,8	14,6	0,3
4. Sonstige Anlagen	0,6	0,0	0,7	0,0	0,4	0,0	1,2	0,0
IV. Bundesbank	95,3	5,0	179,5	3,6	8,2	0,4	16,0	0,4
1. Währungsreserven	93,9	4,9	92,5	1,8	–	–	–	–
darunter: Gold	29,3	1,5	62,4	1,2	–	–	–	–
2. Sonstige Anlagen	1,4	0,1	86,9	1,7	8,2	0,4	16,0	0,4
Insgesamt (I. bis IV.)	1 915,8	100,0	5 004,3	100,0	1 882,1	100,0	4 359,7	100,0

1 Ohne Bundesbank. — 2 Buchkredite, Schuldscheindarlehen, Bankguthaben, im Wege der Abtretung erworbene Forderungen u. Ä.

Deutsche Bundesbank

Teil auf Schuldverschreibungen. Investmentzertifikate und Dividendenwerte spielten dagegen in den Bankbilanzen nur eine geringe Rolle. Das hohe Wertpapierengagement der Banken ist im Zusammenhang mit der im Berichtszeitraum unterdurchschnittlichen Kreditentwicklung in Deutschland zu sehen. Die Banken legten große Teile der ihnen zufließenden Mittel in Wertpapieren an, und das in erheblichem Umfang – unter Ausnutzung des Renditegefälles und Hinnahme entsprechender Risiken – im Ausland.<sup>3)</sup>

... und  
-verbindlich-  
keiten

Auch auf der Finanzierungsseite hat das Ausland durch die verstärkte Übernahme von Wertpapieren eine zunehmende Bedeutung für die Kreditinstitute gewonnen. Ende 2007 hielten ausländische Investoren heimische Bankschuldverschreibungen für 854 Mrd €. Damit hat sich der Bestand an Anleihen und Geldmarktpapieren deutscher Banken in ausländischer Hand seit Anfang 1999 vervierfacht. Im Vergleich dazu sind die gesamten verbrieften Verbindlichkeiten deutscher Banken in diesem Zeitraum nur um 516 Mrd € oder knapp die Hälfte auf 1 660 Mrd € gewachsen.

Geringe Rolle  
der Direkt-  
investitionen

Verglichen mit den Finanzkrediten und den Wertpapieren machten Direktinvestitionen mit 96 Mrd € beziehungsweise 56 Mrd € nur einen verhältnismäßig geringen Teil der Auslandsaktiva und -passiva der Banken aus. Das liegt allerdings zum Teil auch darin begründet, dass Kredite zwischen verbundenen Unternehmen bei Beteiligung einer Bank nicht zu den Direktinvestitionen, sondern zu den Finanzkrediten gerechnet werden und daher in diesen Zahlen nicht enthalten sind. Insgesamt belief sich die Netto-Auslandsposition

der Monetären Finanzinstitute Ende 2007 auf 400 Mrd €.

## Unternehmen und Privatpersonen

Mit 781 Mrd € waren die Netto-Auslandsaktiva der Wirtschaftsunternehmen und Privatpersonen fast doppelt so groß wie die der Banken. Der Sektor war damit der größte deutsche Netto-Gläubiger gegenüber dem Ausland. Alles in allem verfügten die Unternehmen und Privatpersonen Ende 2007 über Auslandsforderungen in Höhe von 2 351 Mrd € sowie über Auslandsverbindlichkeiten von 1 570 Mrd €.

Größter  
deutscher  
Netto-  
Gläubiger-  
Sektor

Wertpapiere standen auch bei den Auslandsanlagen dieses Sektors, zu dem auch Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) sowie Versicherungen gehören, im Vordergrund. So betragen die entsprechenden Forderungen Ende 2007 1 053 Mrd €, die Verbindlichkeiten 557 Mrd €. Heimische Wirtschaftsunternehmen und Privatpersonen engagierten sich vor allem in ausländischen Anleihen (429 Mrd €) sowie in ausländischen Aktien (311 Mrd €), wobei jeweils gebietsansässige institutionelle Investoren eine besondere Rolle

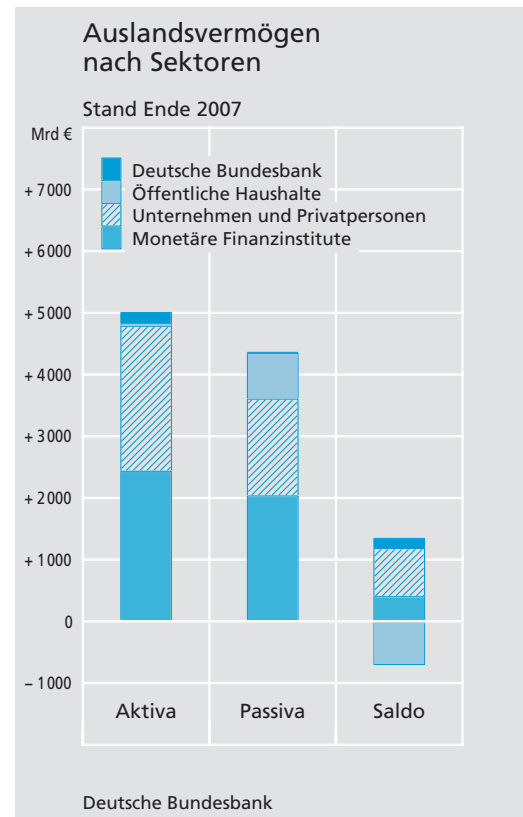
Wertpapiere im  
Vordergrund

<sup>3</sup> Inwieweit die Krise an den internationalen Finanzmärkten das Auslandsvermögen der Banken – beispielsweise durch zusätzliche grenzüberschreitende Kreditvergaben, die Übernahme von Forderungen oder Refinanzierungsoperationen – beeinflusst hat, lässt sich in dem hoch aggregierten Rechenwerk nicht im Detail erkennen, zumal ein Teil der Verwerfungen erst in diesem Jahr und damit nach dem Stichtag für den AVS (31. Dezember 2007) aufgetreten ist. Darüber hinaus gehen bestimmte Finanzbeziehungen wie das Absichern von Risiken mittels Derivaten oder die Vergabe von Kreditzusagen nicht (unmittelbar) in den AVS ein. Dieser bildet vielmehr die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten eines Landes nach einem international einheitlichen Schema stichtagsbezogen ab, und zwar unabhängig davon, ob es auf der einzelwirtschaftlichen Ebene zwischen bestimmten Positionen Kompensationsmöglichkeiten gibt oder etwa Absicherungsinstrumente genutzt werden.

spielten. Ferner hielten sie in einem nicht unerheblichen Umfang ausländische Investmentzertifikate (305 Mrd €), deren Bestand sich damit seit Januar 1999 fast vervierfacht hat. Ausländische Fondsprodukte werden auch von privaten Haushalten stark nachgefragt; die Anbieter sind dabei überwiegend im Ausland ansässige Tochtergesellschaften heimischer Finanzinstitute. Aufseiten der Verbindlichkeiten der Wirtschaftsunternehmen und Privatpersonen kam Aktien eine große Bedeutung zu (457 Mrd €). Auf sie entfielen über 80 % der Wertpapierpassiva dieses Sektors. Ausländische Investoren halten inzwischen einen maßgeblichen Anteil an vielen deutschen Aktiengesellschaften, gemessen an der Marktkapitalisierung – ohne Direktinvestitionen gerechnet – knapp ein Drittel. Anleihen spielen dagegen keine große Rolle, da sich heimische Unternehmen traditionell vor allem über Eigenmittel und Kredite finanzieren. Zudem unterhalten viele kapitalmarkt-aktive Unternehmen Finanzierungstöchter im Ausland, die ihre Anleiheemissionen am internationalen Kapitalmarkt platzieren, sodass diese nicht als Wertpapierverbindlichkeiten des Inlands im AVS erscheinen.

*Lebhafte  
Entwicklung  
bei Direkt-  
investitionen*

Die Direktinvestitionen – sozusagen die klassische Form der grenzüberschreitenden Verflechtung – haben in den letzten Jahren gerade im Unternehmenssektor eine ausgesprochen lebhaft Entwicklung genommen. Ende 2007 verfügten Wirtschaftsunternehmen und Privatpersonen über Direktinvestitionen im Ausland in Höhe von 753 Mrd €, verglichen mit 278 Mrd € Anfang 1999. Umgekehrt hatten sich ausländische Eigner mit 624 Mrd € im Inland engagiert (Januar 1999: 208 Mrd €).



Maßgebliche Ziel- und Herkunftsländer im Bereich der Direktinvestitionen sind die Partnerländer der Europäischen Union sowie die USA. Auf diese Regionen entfallen sowohl bei den deutschen Direktinvestitionen im Ausland als auch bei den ausländischen Direktinvestitionen im Inland mehr als vier Fünftel des unmittelbaren Direktinvestitionsbestands.<sup>4)</sup> Zu den Direktinvestitionen zählen auch grenzüberschreitende Kredite zwischen verbundenen Unternehmen, da diese als Substitut für Beteiligungskapital gelten. Auf der Aktivseite des AVS stehen hier 28 Mrd € zu Buche. Die im Vergleich zur Passivseite mit 250 Mrd € niedrigeren Direktinvestitionskredite an die Niederlassungen im Ausland ge-

<sup>4</sup> Stand Ende 2006. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Bestandserhebung über Direktinvestitionen, Statistische Sonderveröffentlichung 10, April 2008.



hen darauf zurück, dass einerseits den Krediten an die Auslandstöchter (143 Mrd €) die nicht unerheblichen Kredite ausländischer Töchter an ihre hiesigen Mütter (115 Mrd €) gegengerechnet werden; andererseits hat die Kreditfinanzierung gebietsansässiger Tochterunternehmen durch ihre Mütter bei den ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland traditionell einen hohen Stellenwert. Der Grundbesitz, welcher ebenfalls den Direktinvestitionen zugerechnet wird, spielt betragsmäßig vor allem bei den Forderungen eine wichtige Rolle. Hier halten Gebietsansässige Grundstücke und Immobilien im Ausland im Wert von rund 138 Mrd €, während Ausländer in Deutschland Grund und Boden in Höhe von lediglich 18 Mrd € besitzen. Dabei geht die Höhe des Grundbesitzes im Ausland letztlich in starkem Maße auf Wertsteigerungen zurück, die in diesem Umfang für Grundbesitz in Deutschland nicht zu verzeichnen waren. Darüber hinaus könnte der Auslandsbesitz deutscher Eigner überzeichnet sein, da Verkäufe im Ausland an Gebietsfremde möglicherweise nicht vollständig erfasst werden.

Die Finanz- und Handelskredite der Wirtschaftsunternehmen und Privatpersonen an das Ausland beliefen sich Ende 2007 auf 504 Mrd €. Im Gegenzug notierte dieser Sektor entsprechende Kreditverbindlichkeiten in Höhe von 385 Mrd € in seinen Büchern. Die Hälfte der Forderungen und ein Drittel der Verbindlichkeiten entfielen Ende 2007 auf kurzfristige Finanzkredite. Allerdings war hier eine rückläufige Tendenz zu verzeichnen. Dies gilt auch für die Handelskredite, die jeweils einen Anteil von knapp einem Viertel an den grenzüberschreitenden Kreditpositionen

hatten. Zu Beginn der Währungsunion hatte diese Quote noch bei rund 30% gelegen. Demnach hat sich bei den Krediten der Wirtschaftsunternehmen und Privatpersonen trotz der weiterhin dominierenden kurzfristigen Ausrichtung in den letzten zehn Jahren eine leichte Verschiebung hin zu längerfristigen Zinsbindungen ergeben.

### Öffentliche Haushalte

Öffentliche Stellen in Deutschland sind traditionell in einer Netto-Schuldnerposition gegenüber dem Ausland. Ende 2007 lag diese bei 700 Mrd €; sie hat sich damit im Vergleich zu Anfang 1999 (372 Mrd €) fast verdoppelt. Ausschlaggebend hierfür ist die lebhaftere Nachfrage des Auslands nach Bundesanleihen, die im Zuge der seit Sommer 2007 andauernden Finanzkrise aufgrund der von diesen Titeln gebotenen hohen Sicherheit und Liquidität erneut stark gestiegen ist. Insgesamt hielten ausländische Anleger Ende 2007 für 720 Mrd € deutsche Staatsanleihen. Die Auslandsaktiva des Staates fallen dagegen kaum ins Gewicht. Sie beliefen sich auf 42 Mrd € und setzten sich im Wesentlichen aus Beteiligungen an internationalen Organisationen (16 Mrd €) sowie Finanzkrediten (einschl. Bankeinlagen) zusammen (22 Mrd €).

*Traditionell  
Netto-  
Schuldner*

### Bundesbank

Bei der Auslandsposition der Bundesbank spielten dagegen Aktiva die dominierende Rolle. Zum Jahresende 2007 beliefen sich die Auslandsforderungen auf 179 Mrd €. Ihnen standen Verbindlichkeiten in Höhe von 16 Mrd € gegenüber, bei denen es sich haupt-

*Netto-  
Auslands-  
forderungen*

*Hoher Anteil  
kurzfristiger  
Kredite*



sächlich um Einlagen ausländischer Zentralbanken handelte. Zu den Auslandsforderungen der Bundesbank zählen die Währungsreserven (93 Mrd €) sowie sonstige Anlagen (87 Mrd €), in welchen auch die Forderungssalden aus dem Großbetragszahlungsverkehrssystem TARGET<sup>5)</sup> enthalten sind. Diese unterliegen stichtagsbezogen beträchtlichen Schwankungen und sind letztlich rein transitorischer Natur. Die Höhe der Währungsreserven hat sich seit Anfang 1999 dem Betrag nach kaum verändert, da Wertsteigerungen durch Neubewertungen, insbesondere beim Gold, wechselkurs- und transaktionsbedingte Rückgänge ausgeglichen haben.

### Der Einfluss der EWU auf die finanzielle Verflechtung mit dem Ausland

*Euro-Einführung als Zäsur*

Die Einführung des Euro im Jahr 1999 stellte für international ausgerichtete Akteure eine wichtige Zäsur dar. Dies gilt im realwirtschaftlichen Bereich, wo sie den Außenhandel tendenziell stimuliert hat, ebenso wie im finanziellen Bereich. Hier hat der Wegfall von Wechselkursrisiken grenzüberschreitende Anlagen im gemeinsamen Währungsgebiet grundsätzlich erleichtert. Zudem ist Investoren, die an die nationale Währung gebunden sind, nun in weit größerem Umfang ein entsprechendes Engagement im Ausland möglich. Umgekehrt erweiterte sich in dem größeren Währungsraum die Finanzierungsbasis von Schuldnern, die sich seither allerdings auch einer schärferen Konkurrenz um anlage-suchendes Kapital ausgesetzt sehen. Dies hat vielerorts zu einer anlegerfreundlichen Gestaltung von Emissionsbedingungen geführt.

Die mit der Einführung des Euro verbundenen Vorteile für grenzüberschreitende Finanztransaktionen ließen für sich genommen eine Intensivierung der finanziellen Verflechtungen zwischen den EWU-Ländern erwarten. Aus Anlegersicht ist aber ebenfalls zu berücksichtigen, dass die Länder des gemeinsamen Währungsraumes auch stärker gleichlaufenden Schocks ausgesetzt sein könnten. Dies spräche zwar nicht gegen vermehrte Auslandsanlagen, würde aber eine Diversifikation von Risiken – etwa in Bezug auf Währungen – nahelegen und damit Investitionen außerhalb des Euro-Raums begünstigen.<sup>6)</sup> Letztlich kann nur empirisch festgestellt werden, welche Faktoren die Anlage- und Finanzierungsentscheidungen geprägt haben.

*Auswirkungen a priori unklar*

Aus deutscher Sicht sind insbesondere zwei Ergebnisse festzuhalten:

*Neuaustrichtung von Finanzanlagen...*

(1) Die Geldvermögens- und die Finanzierungsdispositionen sind – wie oben bereits näher ausgeführt – internationaler geworden. Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten sind im Beobachtungszeitraum deutlich rascher gewachsen als vergleichbare inländische Finanzbeziehungen. Der Home Bias hat also der Tendenz nach abgenommen.

(2) Innerhalb der deutschen Auslandsvermögensposition ist die Bedeutung der EWU-Län-

<sup>5</sup> Seit 19. November 2007 TARGET2-Bundesbank.

<sup>6</sup> Eine vollständige Übereinstimmung zwischen dem Ziel-land einer Vermögensanlage und der Denominierungswährung ist selbstverständlich nicht gegeben. Insbesondere bei Schuldverschreibungen nutzen viele Länder außerhalb des Euro-Raums den Euro als Emissionswährung.

## Entwicklung des Home Bias bei Wertpapieranlagen

Ein weit verbreitetes Maß für die finanzielle Integration eines Landes in die Weltwirtschaft ist die regionale Diversifikation des von Inländern gehaltenen Wertpapierportfolios. Ohne Transaktionskosten und bei vollständig informierten Marktteilnehmern sollte nach der internationalen Variante des Capital Asset Pricing Model (CAPM) von Solnik (1974) die regionale Struktur der nationalen Wertpapierportfolios in allen Ländern gleich sein und dem Weltportfolio entsprechen.<sup>1)</sup> In der Realität weichen die Wertpapierbestände in nahezu allen Ländern jedoch beträchtlich von diesem Ideal (Benchmark) ab und weisen eine deutliche Ausrichtung zugunsten inländischer Wertpapiere auf. Dieses in der Literatur als Home Bias bezeichnete Phänomen ist im Wesentlichen auf Transaktionskosten im weitesten Sinne sowie unvollständige Information der Anleger, insbesondere mit Blick auf ausländische Wertpapiere zurückzuführen.<sup>2)</sup>

Im Folgenden wird die regionale Zusammensetzung der deutschen Auslandsposition von langfristigen Wertpapieren (Aktien, Investmentzertifikate und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über einem Jahr) näher untersucht. Das Weltportfolio wird durch die Wertpapierbestände der EWU-Länder (in der jeweiligen Zusammensetzung), Großbritanniens, Japans und der USA abgebildet.<sup>3)</sup>

Seit der Einführung des Euro ist es – der Tendenz nach – zu einem Abbau des Home Bias in den Wertpapierportfolios deutscher Anleger gekommen.<sup>4)</sup> Hielten diese zu Beginn der Währungsunion 79 % ihres Wertpapierbestandes in heimischen Titeln, so sank der Anteil bis Ende 2007 auf 58 %. Der Anteil deutscher Wertpapiere am Weltportfolio betrug zu beiden Stichtagen 6 % (siehe Schaubild

auf S. 25). Wertpapiere anderer EWU-Länder waren zu Beginn der Währungsunion in den deutschen Portfolios mit 11 % gemessen an ihrem Weltmarktanteil (12 %) etwas unterrepräsentiert, doch ist ihr Anteil seitdem kontinuierlich gestiegen; er übertrifft die Benchmark inzwischen um 12 Prozentpunkte. Der Rückgang des Home Bias inländischer Anleger ging also mit einer zunehmenden Präferenz für Wertpapiere aus dem übrigen Euro-Raum einher (Euro-Raum-Bias).

Analog lässt sich auch die regionale Struktur der Wertpapierverbindlichkeiten untersuchen. Es zeigt sich, dass in den vergangenen Jahren auch der von Ausländern gehaltene Anteil deutscher Wertpapiere zugenommen hat. Während seit Einführung des Euro – weitgehend unverändert – rund 95 % der weltweit im Umlauf befindlichen Wertpapiere in – aus deutscher Sicht – ausländischen Portfolios liegen, befanden sich zum Jahresanfang 1999 nur 27 % der deutschen Wertpapiere in ausländischem Besitz. Dieser Anteil ist bis Ende 2007 auf 47 % gestiegen. Etwas anders stellt sich die Situation gegenüber den übrigen EWU-Ländern dar. Investoren des Euro-Raums (ohne Deutschland) hielten bereits zum Jahresende 2001 16 % der deutschen Wertpapiere und damit sechs Prozentpunkte mehr als es ihrer Quote am Weltportfolio entsprach.<sup>5)</sup> In den Folgejahren hat sich der Euro-Raum-Bias auf der Passivseite der deutschen Auslandsposition noch verstärkt (auf 26 % im Vergleich zum theoretischen Orientierungswert von 14 %). Dabei ist vor allem ein hoher Prozentsatz der umlaufenden deutschen Schuldverschreibungen aufgrund der von ihnen gebotenen Liquidität und Sicherheit in den Portfolios von Anlegern aus den anderen EWU-Ländern zu finden (31%).

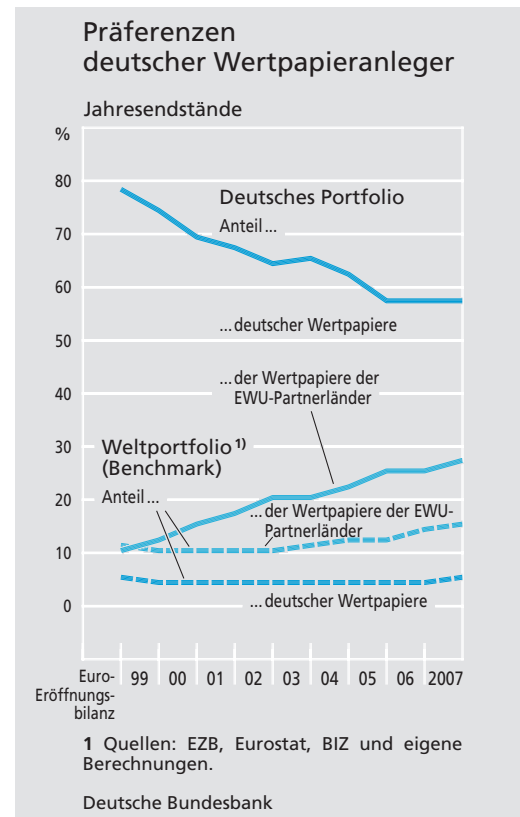
1 B. Solnik (1974), An Equilibrium Model of the International Capital Markets, *Journal of Economic Theory*, 8, S. 500–524. — 2 Aktuelle Untersuchungen zu den Bestimmungsgründen für die regionale Zusammensetzung von Wertpapierportfolios wurden von P. R. Lane (2005), *Global Bond Portfolios and EMU*, ECB Working Paper Series No. 533 sowie P. R. Lane und G. M. Milesi-Ferretti (2004), *International Investment Patterns*, CEPR Discussion Paper No. 4745 durchgeführt. — 3 In der Auslandsvermögensposition sind hingegen Forderungen und Verbindlichkei-

ten gegenüber allen Ländern ausgewiesen. Dies führt zu einer leichten Unterzeichnung des Home Bias, da der deutsche Anteil an dem Weltportfolio etwas überschätzt wird. — 4 Gezeigt werden Jahresendstände. Der für 1998 ausgewiesene Wert entspricht hier der „Eröffnungsbilanz“ zum 1. Januar 1999. — 5 Eine vergleichbare Gliederung der von Ausländern gehaltenen deutschen Wertpapierbestände nach Regionen ist erst seit 2001 möglich, vgl. die Erläuterungen auf S. 26 f.

der stark gestiegen.<sup>7)</sup> Entfielen zu Beginn der Währungsunion rund 39% der deutschen Auslandsforderungen und 36 ½% der Auslandsverbindlichkeiten auf die anderen EWU-Länder, so waren es Ende 2007 50% beziehungsweise 51 ½%.<sup>8)</sup> Damit ist die Finanzintegration Deutschlands innerhalb des Euro-Raums höher als die realwirtschaftliche Integration. Der Anteil der EWU am deutschen Außenhandel betrug im Jahr 2007 – zum Vergleich – 41 ½%, der am grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehr 37%. Die starken Anteilsverschiebungen bedeuteten im Übrigen aber nicht, dass es zwischen den Regionen zu Umschichtungen der im AVS erfassten Positionen gekommen ist. Absolut gesehen sind die hiesigen Aktiva und Passiva gegenüber den Ländern innerhalb und außerhalb des Euro-Raums gestiegen, wenn auch mit unterschiedlicher Dynamik.

... insbesondere  
im Wertpapier-  
bereich

Besonders deutlich wird die regionale Neuausrichtung bei den Portfolioinvestitionen, die wegen der verstärkten Tendenz zur Verbriefung von Kreditbeziehungen ohnehin überproportional stark expandierten. Rund zwei Drittel der heimischen Wertpapierforderungen gegenüber dem Ausland richteten sich Ende 2007 an die Länder der Währungsunion; bei den Wertpapierverbindlichkeiten waren es mehr als die Hälfte. Dabei spielen Schuldverschreibungen jeweils die wichtigste Rolle. Aus der Sicht deutscher Investoren sprachen nach dem Wegfall des Wechselkursrisikos vor allem Renditeüberlegungen für ein Engagement in Euro-Emissionen anderer EWU-Länder. So rentierten diese im Falle von Staatsanleihen in den letzten Jahren durchweg höher als entsprechende Bundesanleihen.<sup>9)</sup> Da



7 Die regionale Gliederung des AVS bezieht sich immer auf die zum jeweiligen Stichtag geltende Zusammensetzung von Ländergruppen und somit der EWU. Regionale Analysen des deutschen Auslandsvermögens verwenden unter anderem Informationen aus dem „Coordinated Portfolio Investment Survey“ des IWF, an dem sich auch die Bundesbank beteiligt. Dies ermöglicht eine regionale Zuordnung der Wertpapierverbindlichkeiten auch dann, wenn ursprünglicher Erwerber und eigentlicher Halter in unterschiedlichen Ländern ansässig sind (siehe Erläuterungen auf S. 26 f.).

8 Die Angaben für den Beginn der Währungsunion beziehen sich auf den Referenzzeitpunkt Ende Juni 1999. Ein vollständiger AVS gegenüber den Ländern der Währungsunion zum 1. Januar 1999 liegt nicht vor.

9 Die Beziehungen zu anderen EWU-Ländern im Wertpapierbereich wurden auch wesentlich durch die Entwicklungen bei Investmentzertifikaten beeinflusst. Inländische Anleger (einschl. MFIs) haben ihren Bestand an ausländischen Fondsanteilen zwischen 1999 und 2007 um 247 Mrd € auf 331 Mrd € (davon 319 Mrd € gegenüber dem Euro-Raum) erhöht. Bei einem Großteil der dahinter stehenden Fondsgesellschaften handelt es sich um in Luxemburg ansässige Tochtergesellschaften heimischer Finanzinstitute. Ein Teil des Fondsvermögens dürfte wieder zurück an die hiesigen Wertpapiermärkte geflossen sein; hierfür spricht der hohe Anteil Luxemburgs bei den deutschen Wertpapierverbindlichkeiten.

## Die Regionalstruktur deutscher Wertpapierverbindlichkeiten nach dem Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)

Die regionale Zuordnung der Wertpapierverbindlichkeiten eines Landes ist üblicherweise mit Schwierigkeiten verbunden. Statistisch erfasst werden kann auf nationaler Ebene in der Regel nur der direkte Erwerber, nicht jedoch der eigentliche Halter eines Wertpapiers.<sup>1)</sup> Dieses Problem tritt auch bei der Erstellung des deutschen Auslandsvermögensstatus auf. So spielt Großbritannien wegen der Bedeutung des Finanzplatzes London eine dominierende Rolle beim unmittelbaren Erwerb deutscher Wertpapiere. Eine seit einigen Jahren durchgeführte Erhebung von Portfoliobeständen in einzelnen Ländern (Coordinated Portfolio Investment Survey: CPIS), die der IWF koordiniert und an der auch Deutschland teilnimmt, bietet inzwischen wesentliche zusätzliche Informationen, die genutzt werden können, um ein verlässlicheres Bild über die ausländischen Halter deutscher Wertpapiere zu zeichnen.<sup>2)</sup>

Insgesamt nehmen an der Erhebung inzwischen 74 Länder teil, die für Ende 2006 – dem letzten verfügbaren Jahr – Portfolioinvestitionen von rund 32400 Mrd US-\$ erfasst haben. Dabei spielen die Vereinigten Staaten und Großbritannien, die beiden Länder mit den größten Wertpapiermärkten, sowohl bei der Mittelbereitstellung als auch bei der Mittelabsorption die wichtigste Rolle. Zudem ist ihre wechselseitige Verflechtung ausgesprochen hoch. Gemeldet wurden Ende 2006 deutsche Wertpapiere in Höhe von 2540 Mrd US-\$ (oder 1929 Mrd €), die von Ausländern gehalten wurden, was weitest-

gehend den damals im AVS erfassten deutschen Wertpapierverbindlichkeiten entsprach (1931 Mrd €).<sup>3)</sup>

Insofern bietet der CPIS grundsätzlich eine brauchbare Datengrundlage für die Analyse der Halterstruktur deutscher Wertpapiere im Ausland. Allerdings ist auch zu sehen, dass ökonomisch wichtige Länder wie China, Indien oder erdölproduzierende Länder im Nahen Osten nicht an der Erhebung teilnehmen. Ein weiterer Nachteil besteht darin, dass die Daten erst mit über einem Jahr Verzögerung vorliegen. Daher sind in der Anwendung am aktuellen Rand Fortschreibungen erforderlich.

Ausgangspunkt der Regionalzuordnung ist der Gesamtbestand der im Ausland gehaltenen deutschen Wertpapiere. Dieser wird im AVS – in diesem Jahr noch – aus den kumulierten Nettoumsätzen in der Zahlungsbilanz ermittelt (siehe Anhang S. 29ff.).<sup>4)</sup> Eine Bewertung der Bestände zu den jeweiligen Marktpreisen erfolgt auf der Basis von Schätzungen, und zwar getrennt für die einzelnen Instrumente. Die Zuordnung des Gesamtbestandes zu den einzelnen Ländern wird in zwei Schritten vorgenommen:

- Für Länder, die am CPIS teilnehmen, werden die dort ermittelten Anteile verwendet.<sup>5)</sup>
- Bei den übrigen Ländern werden – wie bisher – die kumulierten Netto-Transaktionen zugrunde gelegt.

1 Erwerber und Halter weichen voneinander ab, wenn der ursprüngliche Erwerber – häufig eine Bank – den Vermögenstitel weiterverkauft. Sitzen Erwerber und Halter in unterschiedlichen Ländern, lässt sich anhand der Transaktionsdaten die Regionalstruktur der Wertpapier-

passiva nicht mehr verlässlich bestimmen. — 2 Siehe: IWF, Coordinated Portfolio Investment Survey – Guide, zweite Auflage, 2002. — 3 Die beiden Statistiken unterscheiden sich sowohl im Hinblick auf die Erhe-

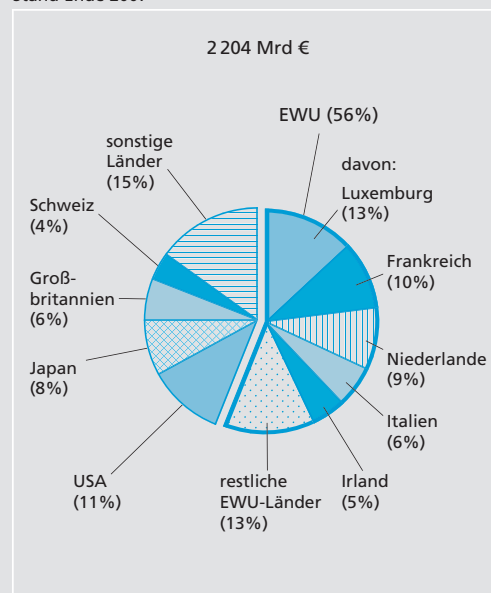
Insgesamt ergibt sich damit für Ende 2007 folgendes Bild von den Haltern deutscher Wertpapiere im Ausland: Rund 56% der deutschen Zins- und Dividendenwerte in den Portefeuilles ausländischer Anleger wurden von Investoren aus den EWU-Ländern gehalten, davon 13% in Luxemburg, einem wichtigen Fondsstandort, und 10% in Frankreich. Dies kann als Indiz für die enge Verflechtung der Kapitalmärkte im Euro-Raum gewertet werden (siehe nebenstehendes Schaubild). Auch die angelsächsischen Länder, die traditionell eine hohe Präferenz für kapitalmarktorientierte Finanzierung haben, waren mit 11% (USA) beziehungsweise 6% (Großbritannien) stark in deutschen Wertpapieren engagiert. Auf Japan, das Land mit dem höchsten Netto-Auslandsvermögen, entfielen 8%. Bemerkenswert ist, dass die ausländischen Zentralbanken der CPIS-Teilnehmerländer mit 265 Mrd € rund 13% der von Gebietsfremden übernommenen deutschen Wertpapiere als Währungsreserven hielten. In erster Linie dürfte es sich dabei um Bundesanleihen gehandelt haben, die sich durch hohe Liquidität und Sicherheit auszeichnen.

Vergleicht man die prozentualen Anteile der einzelnen Halterländer mit den Erstkontrahenten, wie sie sich aus der Zahlungsbilanz ergeben, dann lassen sich daraus Rückschlüsse über die Bedeutung einzelner Länder als Handelszentren deutscher Wertpapiere ziehen. In erster Linie gilt dies für Großbritannien, das wegen des Finanzplatzes London einen Anteil von 55% an den in der

deutschen Zahlungsbilanz erfassten Käufen und Verkäufen hiesiger Wertpapiere hat; hingegen entfallen auf das Land – wie erwähnt – nur 6% der im Ausland gehaltenen deutschen Titel. Offenbar wird der weit überwiegende Teil der erworbenen Papiere an Investoren in anderen Ländern weitergereicht. Auch Frankreich spielt als direkter Kontrahent im deutschen Wertpapierverkehr eine größere Rolle, als dies aus der Regionalstruktur der Wertpapierhalter hervorgeht.

### Regionalstruktur deutscher Wertpapierverbindlichkeiten

Stand Ende 2007



züglich der Portfolioinvestitionen von Inländern berechnet. — 5 Da für 2007 noch keine CPIS-Angaben vorliegen, wurden die Anteile von 2006 verwendet.

bungs- als auch auf die Bewertungsmethodik. — 4 Ab dem nächsten Jahr wird für jede Wertpapierart der Gesamtbestand der im Ausland gehaltenen heimischen Wertpapiere aus dem Marktvolumen ab-

diese ihrerseits aber Bonitäts- und Liquiditätsvorteile boten, erschienen sie ausländischen Anlegern vor allem in Zeiten stärkerer Marktanspannungen als „sicherer Hafen“ attraktiv. Hinzu kamen angebotsseitige Einflüsse, wie eine zeitweilig zunehmende Emissionstätigkeit öffentlicher Anleihen in Deutschland, die mit höheren Haushaltsdefiziten zu Beginn der laufenden Dekade und einer verstärkten direkten Refinanzierung am Kapitalmarkt einherging. Außerdem bemühten sich Bund und Länder, ihre Emissionen für nationale sowie insbesondere für internationale Anleger attraktiv zu gestalten, beispielsweise durch Ausdehnung der Emissionsvolumina, die Veröffentlichung eines Emissionskalenders oder gemeinsame Emissionen von Bundesländern.<sup>10)</sup> Auf die stärkere Refinanzierung der Banken über den internationalen Kapitalmarkt wurde bereits hingewiesen.

*Vom Home Bias  
zum Euro-  
Raum-Bias*

Neuere empirische Untersuchungen bestätigen die beschriebenen Trends auch aus einem anderen Blickwinkel. So lässt sich zeigen, dass heimische Investoren ihre Aktien- und Rentenportfolios im Beobachtungszeitraum in der Tat stärker international ausgerichtet haben, wenngleich die Abweichung von der „theoretischen Benchmark“ des internationa-

len Capital Asset Pricing Model (CAPM) noch immer beträchtlich sind. Dieselbe Tendenz ist bei den ausländischen Portfolioinvestitionen in Deutschland festzustellen. Dabei gehen die finanziellen Beziehungen Deutschlands zu den anderen EWU-Ländern weit über das Maß hinaus, das dem Euro-Raum aufgrund seines ökonomischen Gewichts zukommt (siehe hierzu auch Erläuterungen auf S. 24). Der rückläufige Home Bias scheint demnach mit einem verstärkten EWU-Raum-Bias einherzugehen.

Breiter angelegte ökonometrische Studien, die auch andere Determinanten von Portfolioanlagen, wie die Handelsverflechtung, Informationsunterschiede oder die geografische Entfernung berücksichtigen, stützen diese Hypothese. Die finanzielle Globalisierung scheint – zumindest bei Anleihen – nicht gleichmäßig, sondern mit einer starken wechselseitigen Verflechtung zwischen den EWU-Ländern abzulaufen.<sup>11)</sup>

---

<sup>10</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Strukturveränderungen am deutschen Kapitalmarkt im Vorfeld der Europäischen Währungsunion, Monatsbericht, April 1998, S. 55–70, sowie Deutsche Bundesbank, Der Markt für Anleihen der deutschen Länder, Monatsbericht, Juni 2008, S. 31–47.

<sup>11</sup> Vgl.: P.R. Lane (2005), Global Bond Portfolios and EMU, ECB Working Paper Series No. 533.

## Anhang:

**Methodische Erläuterungen zum Auslandsvermögensstatus***Definition*

Der Auslandsvermögensstatus (AVS) stellt die finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland zu einem bestimmten Stichtag in Form einer marktpreisbewerteten Bestandsrechnung dar. Die im AVS zusammengestellten Bestände, genauer gesagt deren Veränderungen, spiegeln neben finanziellen Transaktionen, die sich auch in der Zahlungsbilanz niederschlagen, Marktpreis- und Wechselkursänderungen wider, die innerhalb einer Periode stattgefunden haben. Grundlage für die Erstellung des AVS sind die Festlegungen des Zahlungsbilanzhandbuchs (Balance of Payments Manual) des IWF (5. Ausgabe).<sup>12)</sup>

*Gliederung nach Sektoren*

Die im AVS dargestellten Aktiv- und Passivpositionen (Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland) werden getrennt nach inländischen Sektoren dargestellt. Diese umfassen Monetäre Finanzinstitute (MFIs), Wirtschaftsunternehmen und Privatpersonen (WuP), Öffentliche Haushalte sowie die Bundesbank als Währungsbehörde. Auf der Aktivseite erfolgt die Gliederung dabei nach inländischen Haltersektoren; hier zeigt der AVS den Marktwert der finanziellen Forderungen eines Sektors gegenüber dem Ausland. Die Positionen der Passivseite hingegen sind nach inländischen Emittentensektoren unterteilt; der AVS zeigt somit den Marktwert der Auslandsverbindlichkeiten eines Sektors.

*MFIs*

Monetäre Finanzinstitute sind alle Institute, die Einlagen oder nahe Substitute von Nicht-MFIs entgegennehmen und Kredite auf eigene Rechnung gewähren und/oder in Wertpapiere investieren. Den

Sektor der Monetären Finanzinstitute bilden somit alle Kreditinstitute, die in Deutschland ansässig sind, sowie die inländischen Geldmarktfonds. Die Bundesbank als nationale Zentralbank wird diesem Sektor im AVS nicht zugeordnet.

Zum Sektor der Wirtschaftsunternehmen und Privatpersonen zählen alle in Deutschland ansässigen Unternehmen und Personen (sowohl wirtschaftlich selbständige als auch unselbständige Personen und sonstige Privatpersonen) sowie Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften und deren Fonds außer den Geldmarktfonds, die den MFIs zugerechnet werden.

Der Sektor der Öffentlichen Haushalte beinhaltet neben den Gebietskörperschaften Bund, Länder und Gemeinden auch die Sozialversicherungen.

Den vierten Sektor bildet die Bundesbank als nationale Zentralbank mit der Angabe über gehaltene Währungsreserven, sonstige Forderungen aus Wertpapieren sowie Forderungen und Verbindlichkeiten aus Krediten und Einlagen.

Darüber hinaus erfolgt im AVS eine Untergliederung nach zugrunde liegenden Instrumenten. Unterschieden werden dabei die Hauptkategorien Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen und die übrigen Kapitalanlagen (in der Hauptsache Kredite und Einlagen) sowie die nur für die Bundesbank relevanten Währungsreserven.

Die Direktinvestitionen umfassen Beteiligungen, zum Beispiel in Form von Aktien und sonstigen Ka-

*Wirtschaftsunternehmen und Privatpersonen**Öffentliche Haushalte**Bundesbank**Gliederung nach Instrumenten**Direktinvestitionen*

<sup>12</sup> Die 6. Ausgabe wird derzeit vorbereitet und voraussichtlich im Jahr 2009 erscheinen.



pitalanteilen, aber auch Kredite an verbundene Unternehmen im Ausland, sofern der Beteiligungsgrad oder der Anteil der Stimmrechte mindestens 10 % beträgt. Daneben zählt der grenzüberschreitende Besitz von Immobilien zu den Direktinvestitionen.

*Wertpapieranlagen*

Zu den Wertpapieranlagen gehören Aktien, soweit diese nicht zu den Direktinvestitionen zählen, sowie Investmentzertifikate, Anleihen und Geldmarktpapiere.

*Kredite und Einlagen*

Die Kredite werden nach Handels- und Finanzkrediten und außerdem nach ihrer Laufzeit unterschieden. Weiterhin werden hier die (Bank-)Einlagen des jeweiligen Sektors betrachtet.

*Währungsreserven*

Die Währungsreserven der Bundesbank setzen sich aus Goldbeständen, Forderungen gegenüber dem IWF (Sonderziehungsrechte und IWF-Reserveposition) sowie Devisenreserven zusammen.

**Datenquellen und Aufbereitung**

*Veröffentlichungs- und Revisionspraxis*

Die Veröffentlichung des AVS erfolgt vierteljährlich jeweils drei Monate nach Ende des Berichtsquartals und jährlich jeweils neun Monate nach Ende des Berichtsjahres. Dabei unterscheidet sich der jährliche vom vierteljährlichen AVS durch eine genauere Datenbasis. Bei Vorliegen des Jahres-AVS werden daher auch die zuvor veröffentlichten Quartale angepasst beziehungsweise revidiert. So werden die Angaben für den vierteljährlichen AVS in einer Vielzahl von Fällen auf Schätzbasis erstellt. Für die im September zu veröffentlichenden Jahresendstände hingegen wird eine grundlegende Neuberechnung aller AVS-Positionen unter Berücksichtigung der dann verfügbaren primärstatistischen Daten vorgenommen. Die Berechnung erstreckt sich dabei nicht nur auf das aktuelle Berichtsjahr,

sondern umfasst die letzten vier Berichtsjahre inklusive der zugehörigen Zwischenquartale. In geographischer Hinsicht sind die Jahresendstände zudem bis auf die Ebene der einzelnen Länder des Länderverzeichnisses untergliedert. Größere methodische Änderungen und/oder Revisionen wurden in der Vergangenheit daher im September eines Jahres durchgeführt und dann im Rahmen einer Pressemitteilung kommuniziert.

Grundsätzlich soll der AVS aus vorliegenden Bestandsdaten ermittelt werden. An dieser Stelle stehen der Bundesbank die Bankenstatistiken in Form der monatlichen Bilanzstatistik und des Auslandsstatus der Banken sowie der Auslandsstatus der Wirtschaftsunternehmen zur Verfügung. Die Bestandserhebung über Direktinvestitionen basiert auf jährlichen Meldungen der Unternehmen<sup>13)</sup> und Privatpersonen über Direktinvestitionen im Ausland beziehungsweise Direktinvestitionen von ausländischen Unternehmen und Personen in Deutschland. Sie ist ebenfalls Grundlage für die Erstellung des AVS. Außerdem geht die Statistik über die Investmentfonds in die Berechnung des AVS ein. Als weitere Datenquelle kam Ende 2005 die Depotstatistik hinzu, welche vierteljährlich den bei inländischen Depotbanken verwahrten Wertpapierbesitz in- und ausländischer Deponenten auf Einzelwertpapierbasis erhebt. Darüber hinaus liefert auch die Bundesbank selbst monatliche Daten aus ihrem Rechnungswesen zur Ermittlung ihrer Auslandsposition.

Die Bestände können sich durch Transaktionen verändern (Käufe und Verkäufe), oder es können Wertänderungen durch Kurs- und Marktpreisbewegungen auftreten. Daher gehen neben den Be-

*Datenquellen: Bestandsangaben, ...*

*... Transaktionen und Schätzungen*

<sup>13</sup> Hierzu gehören neben den Wirtschaftsunternehmen auch die Kreditinstitute.

standsangaben in die Erstellung des AVS auch Transaktionsmeldungen aus der Zahlungsbilanz ein, die von gebietsansässigen MFIs und Wirtschaftsunternehmen gemeldet werden. Diese werden zu Schätzungen herangezogen, sofern keine aktuellen Bestandsangaben vorliegen. In diesem Fall werden die Umsätze kumuliert und einzelne Bestände durch ergänzende Berechnungen und Schätzungen ermittelt.

#### *Direktinvestitionen*

Die jährliche Bestandserhebung über Direktinvestitionen bildet die Grundlage für die Berechnung der entsprechenden AVS-Positionen. Meldepflichtig sind hier alle Unternehmen und Privatpersonen in Deutschland, die Beteiligungen oder Stimmrechte von 10 % oder mehr an Unternehmen im Ausland halten beziehungsweise an denen ausländische Investoren zu 10 % oder mehr beteiligt oder stimmberechtigt sind. Derzeit gilt in Bezug auf die Bilanzsumme eine Meldeschwelle von 3 Mio €.

#### *Beteiligungskapital*

Die Unterposition Beteiligungskapital wird aus den gemeldeten Daten zum Nominalkapital und den anteiligen Rücklagen errechnet. Seit dem Meldejahr 2004 werden die Beteiligungen in börsennotierten Unternehmen zu Marktpreisen bewertet, wobei die per Stichtag festgestellten Börsenkurse maßgeblich sind. Das Beteiligungskapital an nichtbörsennotierten Unternehmen wird zu den jeweiligen Buchwerten aus den Bilanzen der Unternehmen zum Meldestichtag bewertet.

#### *Direktinvestitionskredite*

Direktinvestitionskredite können als Kredite von Direktinvestoren an ihre Niederlassungen oder als Reverse Investments, das heißt als Kredite von Tochterunternehmen an ihre Mütter, auftreten. Hier gilt für die statistische Erfassung das sogenannte Directional Principle (Prinzip der ursprünglichen Investitionsrichtung). Dies bedeutet, dass

auf der Aktivseite des AVS alle Kredittransaktionen erfasst werden, die auf ein deutsches Engagement im Ausland zurückzuführen sind, also sowohl die Forderungen von Muttergesellschaften an ihre ausländischen Töchter, als auch die Verbindlichkeiten der Mütter gegenüber ihren ausländischen Niederlassungen. Dabei werden die Kreditverbindlichkeiten der deutschen Mütter gegenüber ihren ausländischen Töchtern von den Kreditforderungen der Mütter abgezogen. Die Passivseite beschreibt dagegen die finanziellen Verflechtungen zwischen ausländischen Muttergesellschaften und deren inländischen Tochtergesellschaften. Auch hier werden die Kreditverbindlichkeiten der ausländischen Mütter gegenüber ihren hiesigen Töchtern von ihren Kreditforderungen abgezogen. Kredite werden grundsätzlich zu Buchwerten ausgewiesen. Bei Beteiligung eines MFIs an der Kreditbeziehung zwischen verbundenen Unternehmen, sei es als Kreditgeber oder Kreditnehmer, werden die entsprechenden Forderungen oder Verbindlichkeiten nicht zu den Direktinvestitionen, sondern zu den Finanzkrediten gezählt.

In der Position Grundbesitz wird der Bestand an Grundvermögen im In- und Ausland von Banken, Wirtschaftsunternehmen und Privatpersonen erfasst. Sie zählt zu den Direktinvestitionen. Da für diese Position keine Statistiken über Bestandsangaben vorliegen, müssen die Werte durch Zugrundelegen von Zahlungsbilanztransaktionen im Wege der Kumulation geschätzt und im Rahmen gültiger Marktpreise bewertet werden. Für den inländischen Grundbesitz stellt das Statistische Bundesamt einen speziellen Preisindex zur Verfügung, die ausländischen Grundstücke und Immobilien werden mit Hilfe eines Preisindex der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) bewertet.

#### *Grundbesitz*

*Besonderheiten*

Die Ergebnisse der jährlichen Bestandserhebung über Direktinvestitionen liegen erst mit einer zeitlichen Verzögerung von etwa 15 Monaten nach Ende des Berichtsjahres vor. Um trotz dieser Zeitverzögerung aktuelle Angaben machen zu können, werden für das Beteiligungskapital die zwischenzeitlich erfolgten Transaktionen gemäß Zahlungsbilanzstatistik zum letzten verfügbaren Stand der Bestandserhebung addiert. Bei den Direktinvestitionskrediten werden für die Zeiträume, in denen keine Bilanzangaben vorliegen, gleichfalls Schätzungen vorgenommen.

*Wertpapieranlagen*

Mit Veröffentlichung des AVS für das Jahresende 2007 wurden die Wertpapierbestände erstmalig aus echten Bestandsdaten je Wertpapier (Security-by-security) ermittelt. Allerdings wird dieses Verfahren zurzeit nur für die Aktivseite, das heißt für ausländische Wertpapiere in den Händen deutscher Investoren, und für die Berichtsperioden ab Ende 2006 angewendet.

*Erfassung auf Einzelwertpapierbasis*

Gemäß einer Leitlinie der EZB (2004/15) ist die Ermittlung der Wertpapieranlagen für den AVS grundsätzlich aus echten, auf Einzelwertpapierbasis erhobenen Bestandsdaten (Security-by-security) vorzunehmen. Dabei darf der Anteil der nicht auf Einzelwertpapierbasis erhobenen Bestände zum Stichtag 15 % der gesamten Wertpapierforderungen und -verbindlichkeiten nicht übersteigen. Um die Anforderungen der EZB erfüllen zu können, wurde die Depotstatistik der Bundesbank zum Jahresende 2005 entsprechend erweitert. Seither müssen deutsche Depotbanken vierteljährlich ihre eigenen Wertpapierbestände sowie die Bestände ihrer Depotkunden auf Einzelwertpapierbasis melden. Um aus den Einzelwertpapierbeständen AVS-Positionen zu berechnen, wird die vom ESZB errichtete Centralised Securities Database (CSDB) verwendet. Die CSDB ist eine zentrale Wertpapier-

stammdatenbank, die für jedes Wertpapier eine Vielzahl von statistisch relevanten Merkmalen enthält. Durch die Zusammenführung von Einzelwertpapierbeständen und Wertpapierstammdaten in einer Datenbank können die unterschiedlichsten Wertpapieraggregate, wie beispielsweise die Wertpapierforderungen und -verbindlichkeiten für den AVS, vergleichsweise flexibel ermittelt werden.

Wertpapierforderungen für die Berichtsperioden vor Ende 2006 wurden durch die Kumulation der in der Zahlungsbilanz erfassten Wertpapierkäufe und -verkäufe je Wertpapierart ermittelt. Hierbei wurden die zahlungsbilanzstatistischen Transaktionswerte mit Hilfe von durchschnittlichen Börsen- und Wechselkursen oder Indizes einer Periode in Nominalwerte umgerechnet und zum Nominalbestand der vorangegangenen Periode addiert. Der Bestand zu Marktpreisen basierte auf den jeweiligen Nominalbeständen, die mit den entsprechenden Börsen- und Wechselkursen am Stichtag bewertet wurden. Zur Börsenkursbewertung der Nominalbestände standen für die ausländischen Aktien der Morgan Stanley Composite Index und für die Anleihen Informationen von JP Morgan sowie Daten von Merrill Lynch zu Zinssätzen und Renditen nach Anleiheart und Restlaufzeit zur Verfügung.

Ausgenommen von dieser Berechnungsmethode waren allerdings die Wertpapierforderungen der MFIs, da diese Bestände im Rahmen der monatlichen Bilanzstatistik gemeldet wurden, und die ausländischen Geldmarktpapiere, für die auch früher schon Bestandsangaben vorlagen.

Für die öffentlichen Haushalte wurde bislang angenommen, dass diese keine in Wertpapieren verbrieften Auslandsforderungen besitzen. Im AVS wurden mithin für diesen Haltersektor keine Be-

*Bislang  
Kumulation von  
Transaktions-  
daten*

*Ausnahmen*

*Wertpapier-  
forderungen  
der öffentlichen  
Haushalte*

stände ausgewiesen. Da die neue Depotstatistik zeigt, dass öffentliche Haushalte, wenn auch in vergleichsweise geringem Umfang, durchaus in ausländische Wertpapiere investieren, konnten die entsprechenden Angaben mit der Umstellung des Erhebungsverfahrens für die Berichtsperioden ab Ende 2006 in den AVS übernommen werden.

*Geplante  
Umstellung auf  
der Passivseite*

Die Umstellung der Passivseite auf das Erhebungsverfahren gemäß EZB/2004/15 ist für 2009 geplant. Sie soll schrittweise erfolgen und im Herbst 2009 mit der Bereitstellung des Jahres-AVS für 2008 abgeschlossen werden. Zurzeit werden die deutschen Wertpapierverbindlichkeiten noch gänzlich durch Kumulation von Zahlungsbilanztransaktionen ermittelt; das heißt in ähnlicher Weise wie die Wertpapierforderungen für die Berichtsperioden vor Ende 2006. Dabei erfolgt die Marktpreisbewertung der inländischen Aktien unter Verwendung der jeweiligen Kurse des Deutschen Aktienindex (DAX). Die auf der Passivseite ausgewiesenen Anleihen öffentlicher und privater Emittenten werden mit Durchschnittskursen der Emissionsstatistik bewertet.

*Restrechnung  
zur Ermittlung  
der Wertpapier-  
verbindlich-  
keiten*

Hingegen soll die zukünftige Erhebung echter Bestandsdaten es erlauben, auch die Wertpapierverbindlichkeiten besser zu erfassen als bisher. Im Unterschied zu den Wertpapierforderungen besteht allerdings nicht die Möglichkeit, ausländische Investoren unmittelbar über ihre Bestände an deutschen Wertpapieren zu befragen beziehungsweise diese Informationen zuverlässig aus den Angaben der Depotbanken abzuleiten. Diese werden daher indirekt mit Hilfe der sogenannten „Restrechnung“ ermittelt. Für die Durchführung der Restrechnung auf Einzelwertpapierbasis sind grundsätzlich zwei Bestandsgrößen zu erheben: Der Gesamtumlauf pro inländischem Wertpapier (d. h. das

ursprüngliche Emissionsvolumen abzgl. zwischenzeitlicher Tilgungen) und der Gesamtbestand an diesem Wertpapier in den Händen von Inländern (Inländerbestand). Die AVS-Wertpapierverbindlichkeiten, das heißt der Bestand an inländischen Wertpapieren im Besitz von Ausländern, errechnet sich dann als Differenz von Gesamtumlauf und Inländerbestand.

Grundlage für die Aufbereitung der Daten zu den Krediten und Einlagen bilden der Auslandsstatus der Banken und der Auslandsstatus der Wirtschaftsunternehmen, Privatpersonen und öffentlichen Haushalte. Die Aufteilung der Kredite erfolgt nach den Gesichtspunkten der Kreditart (Handelskredit, Finanzkredit) und der Fristigkeit (Laufzeit von bis zu einem oder über einem Jahr).

Die Währungsreserven der Bundesbank umfassen Gold, Forderungen gegenüber dem IWF (Reservepositionen im Internationalen Währungsfonds und Sonderziehungsrechte) sowie Devisenreserven. Devisenreserven sind liquide, sichere und marktgängige Forderungen und Einlagen bei gebietsfremden MFIs und Währungsbehörden in Fremdwährung sowie Fremdwährungsanlagen in Form von Wertpapieren, die von Gebietsfremden emittiert wurden. Als gebietsfremd gelten hier alle Ansässigen außerhalb der Euro-Zone.

Die Bestände der Währungsreserven werden aus dem Rechnungswesen der Bundesbank entnommen. Das Gold wird mit dem Stichtagskurs der Londoner Goldbörse und die Fremdwährungsforderungen zu den geltenden Devisenkursen bewertet; für die Reservepositionen im IWF werden die Kurse für entsprechende Sonderziehungsrechte verwendet.

*Kredite und  
Einlagen*

*Währungs-  
reserven*

*Besonderheiten*