

## Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2010

Der Überschuss der deutschen Leistungsbilanz hat sich 2010 leicht erhöht, er blieb jedoch deutlich hinter dem Rekordniveau aus dem Jahr 2007 zurück. Zur Ausweitung hat maßgeblich der Außenhandel beigetragen. Das Exportgeschäft deutscher Unternehmen belebte sich im Zuge des weltwirtschaftlichen Aufschwungs ausgesprochen kräftig. Der Zuwachs der nominalen Wareneinfuhren war prozentual sogar etwas stärker und zudem regional breit gestreut. Die deutsche Wirtschaft überträgt durch ihre vergleichsweise hohe Präsenz in den asiatischen Schwellenländern die konjunkturellen Impulse aus dem gegenwärtigen globalen Wachstumszentrum nach Europa. Der erhöhte Bedarf an importierten Vorleistungen ist zusammen mit den zunehmenden Investitions- und Konsumgüterimporten ein Beitrag dafür, die außenwirtschaftliche Überschussposition Deutschlands gegenüber dem Rest des Euro-Raums der Tendenz nach zu verringern.

Im Gefolge des konjunkturellen Aufschwungs haben 2010 auch grenzüberschreitende unternehmensnahe und finanzielle Dienstleistungen stark zugenommen. Demgegenüber ist die Reisetätigkeit der Inländer noch weit vom Vorkrisenniveau entfernt. Dies betrifft vor allem die Privatreisen ins Ausland, die infolge der Rezession spürbar eingeschränkt worden waren und sich bislang nicht erholt haben. Die Transaktionen von Vermögenseinkommen haben im Berichtszeitraum einnahmenseitig weiter nachgegeben. Ausgabenseitig kam es zu einer Stabilisierung, nach einem scharfen Rückgang in den zwei Jahren davor.

Der Leistungsbilanzüberschuss ging 2010 mit Netto-Kapitalexporten in Höhe von 131½ Mrd € einher. Ausschlaggebend waren hohe Mittelabflüsse bei den Direktinvestitionen und im Wertpapierverkehr. Mit der sich erholenden Weltwirtschaft hat sich das grenzüberschreitende Engagement von Unternehmen global belebt, und auch die deutsche Wirtschaft hat wieder verstärkt im Ausland investiert. Im Wertpapierverkehr waren es dagegen weniger die Portfoliodispositionen der privaten Marktteilnehmer, die zu dem Netto-Kapitalexport geführt haben, als vielmehr die Übertragung von Bilanzpositionen deutscher Banken und ihrer Konzerngesellschaften im Ausland auf sogenannte Abwicklungsanstalten. Die damit verbundenen Transaktionen hatten auch einen verzerrenden Einfluss auf den grenzüberschreitenden unverbrieften Kreditverkehr. Vom Betrag her bedeutender war hier allerdings die erhebliche Zunahme der Forderungen der Bundesbank aus dem Zahlungsverkehrssystem TARGET2 (147½ Mrd €), die in der Zahlungsbilanz als Kapitalexport erscheint. Diese Verrechnungssalden sind aus der Übertragung von Zentralbankgeld innerhalb des Eurosystems entstanden und richten sich an die Europäische Zentralbank. Für die Bundesbank ergibt sich aus dem Anstieg ihrer TARGET2-Forderungen unmittelbar keine Veränderung ihrer Risikolage.

## Leistungsverkehr

---

### Grundtendenzen

*Ausweitung des Aktivsaldos der Leistungsbilanz von Zunahme des Außenhandelsüberschusses getragen*

Der Leistungsbilanzüberschuss hat sich 2010 im Zuge der insgesamt recht schnellen konjunkturellen Erholung im In- wie im Ausland und der damit verbundenen kräftigen Zunahme der internationalen Handelsströme moderat um knapp 8 Mrd € gegenüber 2009 erhöht. Mit 141½ Mrd € erreichte er 5¾ % des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Damit fiel die Quote nicht nennenswert höher aus als im Krisenjahr 2009. Der Höhepunkt von 7½ % des BIP aus dem Jahr 2007 wurde weiter merklich unterschritten. Die Verbesserung der Leistungsbilanz wurde maßgeblich von der Ausweitung des Außenhandelsüberschusses getragen. Den Zuwachs des Aktivsaldos im Leistungsverkehr dämpfte etwas, dass sich 2010 der Überschuss bei den Vermögens- und Erwerbseinkommen verringerte und sich die laufenden Nettoübertragungen an das Ausland erhöhten. Das Gesamtdefizit der Dienstleistungsbilanz reduzierte sich leicht.

*Sichtbarer Konjunkturlauf einfluss auf den Warenverkehr und die unternehmensnahen Dienstleistungen*

Mehr als in der Saldenentwicklung dokumentiert sich die konjunkturelle Bewegungsrichtung in den grenzüberschreitenden Einnahmen- und Ausgabenströmen. Nicht nur im Warenverkehr, sondern auch bei den meisten Dienstleistungen folgte auf die beträchtliche Kontraktion im Rezessionsjahr 2009 im Berichtszeitraum eine mitunter markante Belebung. Eine Ausnahme bildeten die Transfers von Vermögenseinkommen. Die Einnahmen waren angesichts des überwiegenden Einflusses von weiter gesunkenem Zinsniveau und geschrumpften Einkünften aus Wertpapier-

anlagen erneut rückläufig, wenngleich nicht mehr so stark wie im Jahr davor. Die Ausgaben stabilisierten sich auf niedrigem Niveau.

Während im Warenhandel bis dato nur die Importseite den Vorkrisenstand überschritten hat, liegen bei den unternehmensnahen Dienstleistungen,<sup>1)</sup> die im Konjunkturverlauf ebenfalls stark schwanken, auch die Exporte bereits über dieser Referenz. Obwohl die Aktivseite der beiden zyklisch reagiblen Leistungsbilanzkomponenten zusammen genommen in der Rezession den größeren Einbruch erlitten hatte, sind die entsprechenden Importaufwendungen im Berichtsjahr stärker gestiegen als die Ausfuhereinnahmen. Dass sich daraus dennoch eine Ausweitung der Überschussposition ergab, ist rechnerisch auf den Niveauunterschied zugunsten der Aktivseite zurückzuführen. Im Reiseverkehr scheint die Krise indes noch länger nachzuwirken. Jedenfalls unterschritten 2010 die Ausgaben gebietsansässiger Geschäftsreisender und Touristen im Ausland das Vorkrisenniveau noch beträchtlich. Dasselbe gilt für die Aufwendungen ausländischer Reisender in Deutschland.

*Reiseverkehr dagegen unter Vorkrisenniveau*

### Warenströme und Handelsbilanz

Im deutschen Außenhandel der letzten beiden Jahre hat der Einfluss der Weltkonjunktur tiefe Spuren hinterlassen. Nach dem Einbruch der Handelsströme infolge der globalen Rezession im Winterhalbjahr 2008/2009 wirkt

*Kräftige Belebung des Außenhandels ...*

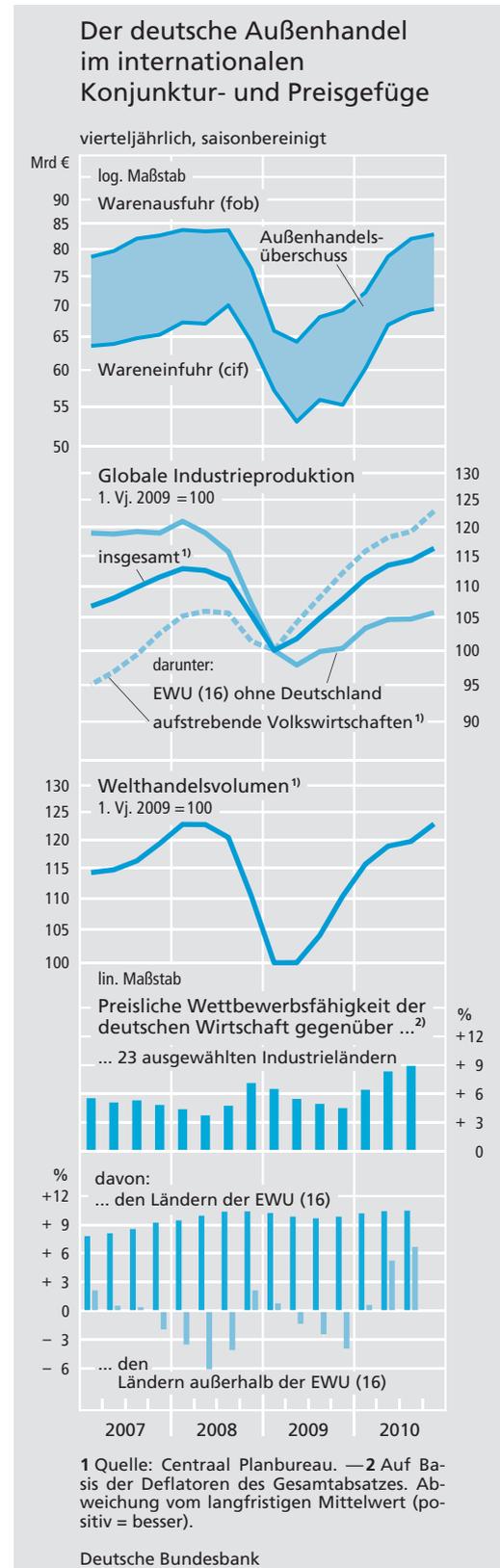
---

<sup>1</sup> Unter den unternehmensnahen Dienstleistungen werden im Folgenden alle Dienstleistungen ausschließlich des Reiseverkehrs, der Dienstleistungen der Finanz- und Versicherungswirtschaft, des Filmgeschäfts und der Regierungsleistungen verstanden.

dieser seither in umgekehrter Richtung. Die Wareneinfuhren schwollen 2010 angesichts der hohen konjunkturellen Dynamik auf vielen Absatzmärkten um 18 ½ % an, nachdem sie im Krisenjahr 2009 mit nahezu derselben Rate gefallen waren. Die Wareneinfuhren expandierten im Berichtszeitraum mit 20 % sogar noch etwas kräftiger. Die Überschussposition im Warenverkehr hat sich im Zuge der kräftigen Belebung zwar wieder erhöht. Der Aktivsaldo lag 2010 mit 154 ½ Mrd € aber fast ein Zehntel unter dem Durchschnittsniveau der Jahre 2004 bis 2008. Dies ist vor allem Ausdruck einer Konjunktorentwicklung, die gegenüber der vorherigen Aufschwungphase etwas stärker von binnenwirtschaftlichen Komponenten unterstützt wird.

... im zweiten  
Halbjahr 2010  
etwas  
abgeschwächt

Die kraftvolle Belebung des grenzüberschreitenden Warenverkehrs war auf die erste Jahreshälfte 2010 konzentriert. Der Wert der ausgeführten Erzeugnisse erhöhte sich saisonbereinigt im Laufe dieses Sechsmonatsabschnitts um rund ein Sechstel, und die nominalen Wareneinfuhren schnellten um ein Viertel in die Höhe. Nach der Jahresmitte expandierten die Exporteinnahmen in der Grundtendenz nur noch verhalten, während sich die Aufwendungen für eingeführte Waren im Großen und Ganzen seitwärts bewegten. Nimmt man mit ins Bild, dass die Importpreise gegen Jahresende 2010 massiv gestiegen sind, könnte das Einfuhrvolumen zuletzt sogar rückläufig gewesen sein. Der beträchtliche Tempoverlust im Exportgeschäft lässt sich teilweise auf die Abschwächung des konjunkturellen Schwungs in den wachstumsstarken Regionen der Weltwirtschaft im Sommer zurückführen. Von untergeordneter



## Außenhandel nach Regionen

in %

| Ländergruppe/Land                                   | Veränderung gegen-<br>über Vorjahr |       |        |      |      |
|---|------------------------------------|-------|--------|------|------|
|   | Anteile                            | 2010  | 2008   | 2009 | 2010 |
| <b>Ausfuhr</b>                                      |                                    |       |        |      |      |
| EWU (16)  | 41,2                               | - 0,5 | - 18,3 | 14,3 |      |
| übrige EU   | 19,6                               | 0,4   | - 22,3 | 18,0 |      |
| darunter:   |                                    |       |        |      |      |
| Großbritannien                                      | 6,2                                | - 8,0 | - 17,0 | 11,7 |      |
| Mittel- und ost-<br>europäische<br>EU-Länder (8) 1) | 9,8                                | 7,5   | - 25,8 | 21,9 |      |
| Schweiz   | 4,4                                | 7,3   | - 9,0  | 17,5 |      |
| USA   | 6,9                                | - 2,6 | - 23,9 | 20,6 |      |
| Japan   | 1,4                                | - 2,2 | - 14,6 | 20,6 |      |
| BRIC  | 10,5                               | 15,2  | - 12,0 | 36,0 |      |
| darunter:   |                                    |       |        |      |      |
| China   | 5,6                                | 13,9  | 9,4    | 43,9 |      |
| Russland  | 2,8                                | 14,7  | - 36,2 | 27,8 |      |
| Süd- und ostasia-<br>tische Länder 2)               | 4,0                                | 0,9   | - 12,2 | 33,0 |      |
| OPEC  | 2,7                                | 19,9  | - 12,6 | 13,9 |      |
| Alle Länder   | 100,0                              | 2,0   | - 18,4 | 18,5 |      |
| <b>Einfuhr</b>                                      |                                    |       |        |      |      |
| EWU (16)  | 38,5                               | 2,6   | - 18,0 | 18,9 |      |
| übrige EU   | 18,6                               | 2,3   | - 16,4 | 21,9 |      |
| darunter:   |                                    |       |        |      |      |
| Großbritannien                                      | 4,8                                | - 0,8 | - 22,1 | 18,9 |      |
| Mittel- und ost-<br>europäische<br>EU-Länder (8) 1) | 10,7                               | 4,0   | - 12,6 | 24,7 |      |
| Schweiz   | 4,1                                | 5,0   | - 10,2 | 15,6 |      |
| USA   | 5,7                                | 1,0   | - 15,5 | 14,7 |      |
| Japan   | 2,8                                | - 5,1 | - 18,1 | 16,5 |      |
| BRIC  | 15,5                               | 14,4  | - 16,4 | 31,6 |      |
| darunter:   |                                    |       |        |      |      |
| China   | 9,6                                | 7,8   | - 6,8  | 35,0 |      |
| Russland  | 4,0                                | 28,4  | - 32,1 | 26,2 |      |
| Süd- und ostasia-<br>tische Länder 2)               | 4,9                                | - 6,2 | - 14,5 | 37,7 |      |
| OPEC  | 1,2                                | 42,0  | - 42,0 | 19,2 |      |
| Alle Länder   | 100,0                              | 4,7   | - 17,5 | 20,0 |      |

1 Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Tschechische Republik, Ungarn. — 2 Brunei Darussalam, Hongkong, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Südkorea, Taiwan, Thailand.

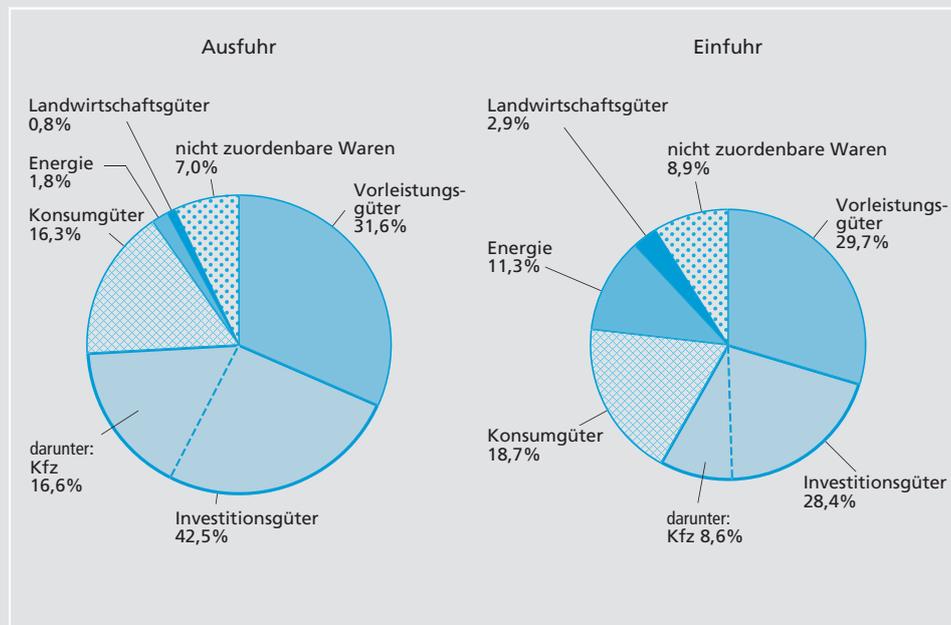
Deutsche Bundesbank

Bedeutung war demnach, dass sich durch die Abwertung des Euro die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Waren im ersten Halbjahr 2010 auf den Märkten außerhalb der EWU substanziell verbesserte. Die gemächlichere Gangart der Auslandsnachfrage war auch ein wesentlicher Grund dafür, dass die Konjunkturerholung im Inland etwas an Dynamik einbüßte – mit entsprechenden Folgen für den Importbedarf.

Der gegenwärtige Wachstumsvorsprung der deutschen Wirtschaft gegenüber einer Reihe anderer Industriestaaten lässt sich unter anderem damit erklären, dass die Aufwärtsbewegung der Weltwirtschaft diesmal noch stärker als im vergangenen Zyklus von den Aufholprozessen in den Schwellenländern getragen wird. Der von dort ausgehende Nachfragesog bezieht sich zu einem großen Teil auf Produkte, bei denen deutsche Firmen im internationalen Wettbewerb häufig sehr gut positioniert sind. Die günstige Marktstellung bei Vorleistungs- und Investitionsgütern wird nicht zuletzt dadurch belegt, dass der Exportzuwachs in diesen beiden Sortimentsgruppen 2010 mit 21% beziehungsweise 18½% gegenüber 2009 ausgesprochen hoch ausfiel. Mit einem Plus von knapp 30% expandierten die Kfz-Ausfuhren besonders kräftig. Dabei spielte eine Rolle, dass in einigen Teilen der Welt gerade die Nachfrage nach hochwertigen Neuwagen florierte. Die Investitionskonjunktur war im vergangenen Jahr aufgrund verbreitet noch unterausgelasteter Kapazitäten weltweit noch nicht ganz so dynamisch, sodass der Maschinenbau nur eine unterdurchschnittliche Exportzunahme aufwies (+11½%). Am unteren Ende rangierten die

*Impulse aus den wachstumsstarken Regionen vor allem für die Vorleistungs- und Investitionsgüterhersteller*

## Außenhandel nach ausgewählten Gütergruppen im Jahr 2010



Abweichungen von 100% sind rundungsbedingt.

Deutsche Bundesbank

Konsumgüterhersteller, deren Ausfuhren um 7 1/2 % zulegen.

*Europäische Absatzmärkte im Hintertreffen*

Vor allem die zunehmende Präsenz auf den Wachstumsmärkten in Asien machte wett, dass sich die Warenlieferungen in die EWU, der mit Abstand wichtigsten Absatzregion deutscher Produkte, 2010 mit 14 1/2 % für sich genommen zwar durchaus kräftig erholten, im Regionalvergleich aber an Boden verloren haben. Im Hinblick auf die Exportdynamik war China erneut Spitzenreiter (+ 44 %). In die süd- und ostasiatischen Länder (ohne China) wurde ein Drittel mehr ausgeführt. In die USA, nach Japan und in den mittel- und osteuropäischen Raum war es jeweils gut ein Fünftel. Dahinter fiel das Plus bei den Exporten in einige große EU-Staaten deutlich zurück. Während im Fall der Lieferungen nach

Frankreich ein Zuwachs von 11 1/2 % immerhin ausreichte, den Vorjahrsverlust fast auszugleichen, unterschritten die Warenausfuhren in das Vereinigte Königreich und nach Spanien, die im Berichtszeitraum in einer ähnlichen Größenordnung expandiert sind, das Vorkrisenniveau noch erheblich.

Beim Importwachstum war das Gefälle zwischen der EWU und den Drittstaaten nicht so ausgeprägt wie im Exportbereich. Aus den Partnerländern des Euro-Raums wurden im Berichtszeitraum 19 % mehr Waren nach Deutschland eingeführt als 2009. Zusammen mit dem etwas kräftigeren Importplus aus den übrigen EU-Staaten (+ 22 %) wurde die über alle Länder gerechnete Durchschnittsrate erreicht. Die deutsche Wirtschaft überträgt damit die globalen Konjunkturimpulse

*Waren-einfuhren regional breit gestreut*

auf das europäische Umfeld, indem sie auf den außereuropäischen Absatzmärkten vergleichsweise erfolgreich operiert und den dadurch induzierten Importbedarf eher gleichmäßig unter seinen Handelspartnern streut. (Zur Übertragung und regionalen Verteilung konjunktureller Impulse der deutschen Wirtschaft in Europa siehe die Erläuterungen auf S. 24f.) Unter den gegenwärtigen weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen mit den asiatischen Schwellenländern als Wachstumszentrum liefert dieser Mechanismus für sich genommen einen Beitrag dafür, den Handelsbilanzüberschuss Deutschlands gegenüber dem restlichen Euro-Raum zu verringern. Tatsächlich hat sich der Aktivalsaldo Deutschlands gegenüber diesem Länderkreis nach der kräftigen Abwärtskorrektur während der Finanz- und Wirtschaftskrise in der anschließenden Erholung bislang nicht vergrößert und lag 2010 mit knapp 85 Mrd € rund ein Viertel unter dem Rekordwert von 2007.

*Bedarf an importierten Vorleistungen besonders hoch*

Die inländische Produktionstätigkeit war 2010 die Hauptantriebskraft der Wareneinfuhren. Dies zeigt sich daran, dass der Zuwachs der Importe von Vorleistungsgütern (29%) das Plus bei den Investitionsgütern (14%) um gut das Doppelte überstieg. Mit Blick auf das Vorkrisenniveau, das am Ende des Berichtsjahres in beiden Warengruppen übertroffen wurde, gibt es hingegen keinen wesentlichen Unterschied, da der krisenbedingte Rückgang bei den Investitionsgütern nicht so deutlich ausgefallen war. Die Importe von Konsumerzeugnissen sind zwar zyklischen Schwankungen weniger stark ausgesetzt. Der vergleichsweise geringe Zuwachs von 6% im Berichtszeitraum bedeutet je-

doch, dass die Verluste aus dem Jahr 2009 noch nicht annähernd wettgemacht wurden.

### Die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen im Einzelnen

Die Dienstleistungsexporte deutscher Firmen stiegen um 8%, nach einem Rückgang um 4½% im Jahr 2009. Für Dienste ausländischer Anbieter wendeten deutsche Unternehmen und Haushalte im Berichtszeitraum gut 6% mehr auf als ein Jahr zuvor, als ein Minus von 5% zu Buche gestanden hatte. Die Dienstleistungsbilanz wies mit 8 Mrd € einen gegenüber dem Vorjahr um 2½ Mrd € reduzierten Fehlbetrag auf.

*Fehlbetrag in der Dienstleistungsbilanz reduziert*

Die globale Konjunkturerholung sorgte dafür, dass sich die unternehmensnahen Dienstleistungen über die Grenzen hinweg kräftig belebten. Vor dem Hintergrund der ausgeprägten Außenhandelsschwankungen ist es aufgrund des engen Produktionsverbundes nicht erstaunlich, dass der Zuwachs bei den Transportleistungen, auf die einnahmen- wie ausgabenseitig knapp ein Drittel des unternehmensnahen Dienstleistungsverkehrs mit dem Ausland entfallen, 2010 ausgesprochen kräftig ausfiel, nach den krisenbedingten Einbrüchen im Jahr davor. Deutsche Frachtführer und Spediteure nahmen 17½% mehr aus Geschäften mit ausländischen Kunden ein als 2009, während die entsprechenden Leistungen gebietsfremder Anbieter hierzulande sogar um gut ein Fünftel zulegten. Dahinter fiel selbst die Expansion der grenzüberschreitenden Geschäfte mit Finanz- und Versicherungsleistungen zurück, obwohl sich die Ein-

*Austausch unternehmensbezogener Dienstleistungen kräftig gestiegen*

nahmen im Berichtsjahr um 7 % und die Ausgaben um 9 % gegenüber 2009 ausweiteten.

*Ausgaben für  
Privatreisen ins  
Ausland noch  
weit unter  
Vorkrisenniveau*

Die Reisetätigkeit der Inländer hat bei Weitem noch nicht den Umfang aus der Zeit vor der Finanz- und Wirtschaftskrise erreicht. Die entsprechenden Ausgaben im Ausland sind 2010 lediglich um  $\frac{3}{4}$  % gestiegen, nachdem sie im Jahr davor um 6 % geschrumpft waren. Der Zuwachs ergab sich rechnerisch allein aus der kräftigen Belebung des Geschäftsverkehrs um ein Zehntel, während die Ausgaben für Privatreisen im Anschluss an das kräftige Minus des Jahres 2009 (– 5 %) nochmals gefallen sind. Mit –  $\frac{3}{4}$  % war der Rückgang allerdings nur noch verhalten. Getrennt nach wichtigen Reisezielen zeigt die Ausgabenentwicklung im vergangenen Zweijahresabschnitt, dass die durch die Krise hervorgerufenen Verschiebungen hin zu günstigeren Urlaubsländern bis dato Bestand haben. Mit Blick auf die in der Zahlungsbilanz ausgewiesenen Reiseausgaben im Ausland fällt beispielsweise auf,<sup>2)</sup> dass die entsprechenden Aufwendungen in den der EWU zugehörigen Mittelmeeranrainerstaaten (ohne Frankreich, aber mit Portugal) im Berichtszeitraum noch fast ein Achtel unter dem Stand des Jahres 2008 gelegen haben, während es bei Türkei-Aufenthalten einen erheblichen Zuwachs gegeben hat. In den Alpenländern ließen die Deutschen 2010 erneut deutlich weniger Geld als 2008. Auch bei Fernreisen in die USA und nach Asien wurde der Rückgang im Krisenjahr trotz einer spürbaren Zunahme im Berichtszeitraum nicht ausgeglichen.

Das Geschäft hiesiger Beherbergungsbetriebe und Gaststätten mit Gebietsfremden, das aufgrund des höheren Anteils gewerblich bedingter Reisetätigkeit auf konjunkturelle Einflüsse generell stärker reagiert als die Reiseausgaben, belebte sich im Berichtszeitraum um  $5\frac{1}{2}$  %, nachdem es im Jahr davor um  $8\frac{1}{2}$  % geschrumpft war.

*Einnahmen aus  
dem Reisever-  
kehr zugenom-  
men*

Die grenzüberschreitenden Transaktionen von Faktoreinkommen, die zum allergrößten Teil Erträge aus investiertem Vermögen darstellen, haben 2010 einnahmenseitig weiter nachgegeben. Hierfür war ausschlaggebend, dass sich die Erlöse aus Kapitalanlagen im Ausland mit 3 % im Berichtszeitraum weiter verringerten – allerdings deutlich weniger stark als 2009 (–  $9\frac{1}{2}$  %). Die entsprechenden Zahlungen an ausländische Investoren fielen hingegen hinter das im Vergleich zu den vorherigen Boomjahren stark gedrückte Ergebnis von 2009 nicht weiter zurück. Den Vermögenseinkommensströmen war gemeinsam, dass die Zinserträge im In- wie im Ausland weiter kräftig schmolzen und auch die Einkünfte aus Wertpapieranlagen nochmals rückläufig waren. Die aus Direktinvestitionen erlösten Mittel stiegen jedoch beidseitig das zweite Jahr in Folge spürbar an. So erhöhten sich gegenüber dem Tiefpunkt im Jahr 2008 die Ausgaben um  $22\frac{1}{2}$  Mrd € und die Einnahmen sogar um 37 Mrd €. Insgesamt ergab sich aufgrund der deutlich positiven Netto-

*Vermögens-  
einkommens-  
ströme nicht  
mehr so stark  
rückläufig wie  
2009*

---

<sup>2)</sup> Der Beherbergungsstatistik lässt sich entnehmen, dass die Deutschen in den letzten zwei Jahren wohl vermehrt Urlaub im eigenen Land gemacht haben. Die Zahl der Übernachtungen von Gästen mit ständiger Wohnsitz im Inland war 2009 trotz Krise (und dem damit einhergehenden Rückgang geschäftlich bedingter Reisen) leicht gestiegen (+  $\frac{1}{4}$  %). Im folgenden Jahr hat sie sich weiter um 2 % erhöht.

## Zur Übertragung und regionalen Verteilung konjunktureller Impulse der deutschen Wirtschaft in Europa

Deutschland hat wegen seiner Größe als Produktionsstandort und Absatzmarkt sowie der hohen Handelsintensität eine wichtige Bedeutung für die Wirtschaftsentwicklung in Europa. Die kräftige Erholung der deutschen Wirtschaft strahlt daher auf die Nachbarländer aus, wobei die Stärke der stimulierenden Wirkung regional unterschiedlich ausfällt. Im Zusammenspiel mit dem Wachstumsprofil spiegeln sich hierin die unterschiedlichen Spezialisierungsmuster der Länder hinsichtlich der Bereitstellung von Waren und Diensten wider.

Die deutsche Wirtschaft kann in diesem Aufschwung im Unterschied zu den beiden vorangegangenen Zyklen die Funktion einer „Konjunkturlokomotive“ für Europa vom Grundsatz her erfüllen, weil die wirtschaftliche Expansion hierzulande so dynamisch verläuft wie in kaum einem Nachbarland. So beläuft sich – auf Jahresrate hochgerechnet – der Wachstumsvorsprung Deutschlands seit der Jahresmitte 2009<sup>1)</sup> auf rund 2½ Prozentpunkte gegenüber dem mittleren BIP-Zuwachs aller EU-Länder ohne Deutschland. Verglichen mit dem Rest des Euro-Raums sind es sogar 2¾ Prozentpunkte. Die deutsche Konjunktur erhält ihre Impulse zum Großteil von den Wachstumsmärkten außerhalb Europas. Daran partizipieren auch die europäischen Handelspartner. Die Weitergabe hat dort zumeist die Wirkung eines zusätzlichen Nachfrageeffekts. Hinzu kommen die Anstöße, welche aus der Entfaltung der Binnenkonjunktur in Deutschland erwachsen.

Die einzelnen Nachfragekomponenten weisen aber markante Unterschiede in Bezug auf ihre Wachstumsdynamik auf. Der Bedarf an Vorleistungen, den die deutsche Wirtschaft – allen voran das Verarbeitende Gewerbe – gewöhnlich durch Importe deckt, hat mit Beginn der konjunkturellen Aufwärtsbewegung kräftig zugelegt. Mit einer gewissen Verzögerung hat die deutsche Wirtschaft die Beschaffung von Ausrüstungsgütern forciert. Der private Verbrauch der in Deutschland ansässigen Bevölkerung, durch den sich Nachfragewirkungen jenseits der Grenze sowohl durch den Erwerb ausländischer Konsumgüter als auch in Form von Reiseausgaben ergeben können, hat sich bislang nur zögerlich belebt, nachdem er sich in der Krisenzeit als stabilisierendes Moment erwiesen hatte.

1 Die Wirtschaftsleistung der EU-Länder insgesamt und auch des Euro-Raums zog erst ab dem dritten Quartal 2009 wieder an, während das reale BIP in Deutschland bereits seit dem Frühjahr 2009

Der direkte Nachfrageeffekt Deutschlands auf die Handelspartner bemisst sich als Anteil der Waren- und Dienstleistungsexporte nach Deutschland am BIP dieser Länder. Diese Kennzahl wird maßgeblich vom Offenheitsgrad der Herkunftsländer und dem Gewicht Deutschlands als Zielland für Exporte bestimmt. Mit Blick auf diese Kriterien lassen sich im europäischen Umfeld mehrere Ländergruppen unterscheiden. Zum einen gibt es die (relativ) großen Volkswirtschaften, deren Offenheitsgrad im europäischen Vergleich eher niedrig ist und die mit Ausnahme von Frankreich überdies einen unterdurchschnittlichen Anteil ihres Auslandsgeschäfts mit deutschen Abnehmern erzielen. Zum anderen gibt es eine Vielzahl kleiner Volkswirtschaften, die strukturell stark vom Export abhängig sind. Dabei fällt auf, dass die Handelsbeziehungen der mittel- und osteuropäischen Nachbarstaaten stärker auf Deutschland konzentriert sind als diejenigen der westlich und nördlich angrenzenden Länder, die seit Jahrzehnten in die internationale Arbeitsteilung eingebettet sind. Auch der Güteraustausch Österreichs und der Schweiz mit Deutschland ist traditionell besonders eng.

Mit Blick auf das Wachstumsprofil der deutschen Wirtschaft kommt der großen Mehrheit der europäischen Handelspartner zugute, dass sie sich relativ stark auf den Export von Vorleistungen einschließlich Energie<sup>2)</sup> stützen. Lediglich mit den Mittelmeerländern ist die Verzahnung der Wertschöpfungsketten nicht so weit vorangekommen. Bei Investitionsgütern ist die Regionalstruktur konzentrierter. Auf die Lieferung von Maschinen, Geräten und sonstigen Ausrüstungen an deutsche Kunden sind die Schweiz und die Tschechische Republik stärker spezialisiert.<sup>3)</sup> Bei Kraftwagen und Kraftwagenteilen weist die Slowakei ein höheres Gewicht auf, mit einigem Abstand gefolgt von weiteren mittel- und osteuropäischen Ländern sowie Spanien.

Die Ausstrahleffekte der deutschen Konjunktur sind tendenziell in den Ländern schwächer, die vermehrt Konsumgüter nach Deutschland liefern und/oder Ziel von Urlaubsreisen sind. In diesem Zusammenhang sind vor allem die Mittelmeeranrainer (ohne Frankreich, aber mit Portugal) zu nennen.<sup>4)</sup> Dabei ist im Fall Italiens – ebenso wie bei der Türkei – der Export von Konsumgütern nach

zunimmt. — 2 Auf Energielieferungen entfallen nur im Fall der Niederlande und Großbritanniens signifikante Anteile. — 3 Das hohe Gewicht Frankreichs in dieser Kategorie ist ganz überwiegend auf den

Deutschland gewichtiger als die Bereitstellung von touristischen Angeboten für deutsche Urlauber. Auch Polen stützt sich vergleichsweise stark auf den Konsumgüterexport. Griechische und zyprische Reeder erbringen Transportleistungen für deutsche Unternehmen in einem Umfang, der den Reiseausgaben deutscher Touristen in diesen Ländern kaum nachsteht. Bei den übrigen Dienstleistungen dominieren die Geschäfte der Finanz- und Versicherungswirtschaft, was die relativ hohen Einnahmeanteile Großbritanniens, Irlands und der Schweiz erklärt.

Die deutsche Wirtschaft löst die relativ stärksten Konjunkturimpulse gegenwärtig in den östlich angrenzenden

Nachbarstaaten sowie Österreich und der Schweiz aus. Über Wertschöpfungsketten sind die dortigen Produktionsstandorte eng mit deutschen Unternehmen verzahnt. Die „alten“ EU-Partner profitieren von den etablierten Handelsbeziehungen, wobei der Offenheitsgrad die Benelux-Länder im Vergleich zu den größeren Volkswirtschaften tendenziell begünstigt. Im Mittelmeerraum sind die Wirkungen der kräftigen Konjunkturerholung hierzulande verhalten geblieben, weil die Exporte nach Deutschland gemessen an der Wirtschaftsleistung dieser Länder kaum ins Gewicht fallen und sich schwerpunktmäßig auf ein konsumnahes Waren- und Dienstleistungsangebot beziehen, das bisher nicht im Zentrum des deutschen Einfuhrwachstums stand.

## Güternachfrage deutscher Unternehmen und Haushalte im europäischen Ausland

Durchschnitt der Jahre 2008 bis 2010

| Land bzw. Ländergruppe                   | Importe der deutschen Wirtschaft |  |                                  | Anteil ausgewählter Waren- und Dienstleistungsgruppen (in %) |                            |                                       |             |              |                     |                         |
|--|----------------------------------|--|----------------------------------|--|----------------------------|---------------------------------------|-------------|--------------|---------------------|-------------------------|
|  | in Mrd €                         | in % der Gesamtexporte des Herkunftslandes | in % des BIP des Herkunftslandes | Vorleistungsgüter und Energie                                | Investitionsgüter ohne Kfz | Kraftwagen und Kraftwagen-teile (Kfz) | Konsumgüter | Reiseverkehr | Transportleistungen | übrige Dienstleistungen |
| EU                                       | 544,5                            | 14,7                                       | 5,6                              | 32   | 14                         | 10                                    | 15          | 7            | 4                   | 9                       |
| EWU (16)                                 | 368,9                            | 14,7                                       | 5,5                              | 32   | 13                         | 9                                     | 15          | 8            | 4                   | 8                       |
| Frankreich                               | 72,5                             | 15,3                                       | 3,8                              | 26   | 26                         | 10                                    | 12          | 5            | 3                   | 10                      |
| Italien                                  | 52,3                             | 13,1                                       | 3,4                              | 29   | 14                         | 10                                    | 19          | 11           | 3                   | 6                       |
| Spanien                                  | 30,4                             | 11,5                                       | 2,9                              | 19   | 7                          | 19                                    | 12          | 22           | 4                   | 7                       |
| Niederlande, Belgien, Luxemburg          | 118,1                            | 15,4                                       | 12,2                             | 47   | 7                          | 5                                     | 14          | 4            | 4                   | 8                       |
| Österreich                               | 43,9                             | 29,1                                       | 15,7                             | 28   | 12                         | 13                                    | 10          | 14           | 4                   | 10                      |
| Griechenland, Portugal, Zypern, Malta    | 12,3                             | 10,9                                       | 2,9                              | 17   | 7                          | 5                                     | 18          | 21           | 18                  | 9                       |
| Irland                                   | 18,6                             | 12,5                                       | 11,3                             | 12   | 12                         | 0                                     | 51          | 2            | 1                   | 19                      |
| Slowakei, Slowenien                      | 13,0                             | 18,3                                       | 13,0                             | 29   | 14                         | 25                                    | 18          | 2            | 3                   | 4                       |
| Finnland                                 | 7,7                              | 10,4                                       | 4,3                              | 54   | 16                         | 4                                     | 3           | 3            | 3                   | 11                      |
| Großbritannien                           | 54,5                             | 11,1                                       | 3,2                              | 32   | 15                         | 9                                     | 8           | 3            | 5                   | 23                      |
| Schweden, Dänemark                       | 29,3                             | 10,4                                       | 5,3                              | 35   | 13                         | 5                                     | 16          | 7            | 5                   | 7                       |
| Mittel- und osteuropäische EU-Länder (8) | 91,9                             | 22,2                                       | 11,4                             | 27   | 16                         | 18                                    | 15          | 6            | 6                   | 4                       |
| Polen                                    | 31,4                             | 23,3                                       | 9,2                              | 27   | 11                         | 13                                    | 21          | 7            | 8                   | 4                       |
| Tschechische Republik                    | 30,9                             | 29,6                                       | 21,5                             | 31   | 18                         | 18                                    | 10          | 6            | 3                   | 3                       |
| Schweiz                                  | 41,9                             | 21,2                                       | 11,7                             | 29   | 18                         | 1                                     | 18          | 6            | 3                   | 18                      |
| Türkei                                   | 14,0                             | 12,2                                       | 2,8                              | 12   | 8                          | 7                                     | 34          | 24           | 5                   | 4                       |

Luft- und Raumfahrzeugbau zurückzuführen. — 4 Der große Konsumgüteranteil bei Irland liegt an den statistisch in dieser Warengruppe erfassten Pharmazeutika, die aber zum allergrößten Teil nicht

dort hergestellt, sondern lediglich an die europäischen Handelspartner durchgereicht werden.

**Wichtige Posten der Zahlungsbilanz**

| Mrd €   |         |         |         |
|---|---------|---------|---------|
| Position  | 2008 r) | 2009 r) | 2010 r) |
| <b>I. Leistungsbilanz</b>   |         |         |         |
| <b>1. Außenhandel 1)</b>  |         |         |         |
| Ausfuhr (fob)   | 984,1   | 803,3   | 951,9   |
| Einfuhr (cif)   | 805,8   | 664,6   | 797,4   |
| Saldo   | + 178,3 | + 138,7 | + 154,5 |
| Ergänzungen zum Außenhandel 2)  | - 14,1  | - 11,6  | - 11,4  |
| <b>2. Dienstleistungen</b>  |         |         |         |
| (Saldo)   | - 11,6  | - 10,4  | - 8,0   |
| darunter:   |         |         |         |
| Reiseverkehr (Saldo)  | - 34,7  | - 33,3  | - 32,4  |
| <b>3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen</b>   |         |         |         |
| (Saldo)   | + 35,6  | + 50,1  | + 44,5  |
| darunter:   |         |         |         |
| Vermögenseinkommen (Saldo)  | + 35,1  | + 50,2  | + 44,8  |
| <b>4. Laufende Übertragungen</b>  |         |         |         |
| (Saldo)   | - 33,4  | - 33,0  | - 38,1  |
| Saldo der Leistungsbilanz   | + 154,8 | + 133,7 | + 141,4 |
| <b>II. Saldo der Vermögensübertragungen 3)</b>                                    |         |         |         |
|   | - 0,2   | + 0,1   | - 0,6   |
| <b>III. Kapitalbilanz 4)</b>  |         |         |         |
| <b>1. Direktinvestitionen</b>   |         |         |         |
| 2. Wertpapiere  | + 51,4  | - 82,7  | - 124,9 |
| 3. Finanzderivate   | - 30,2  | + 12,4  | - 17,6  |
| 4. Übriger Kapitalverkehr 5)  | - 129,6 | - 49,1  | + 57,1  |
| <b>5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 6)</b>  |         |         |         |
|   | - 2,0   | + 3,2   | - 1,6   |
| Saldo der Kapitalbilanz   | - 160,2 | - 145,4 | - 131,4 |
| <b>IV. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)</b> |         |         |         |
|   | + 5,6   | + 11,6  | - 9,4   |

1 Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). Ab Januar 2007 ohne Warenlieferungen zur bzw. nach Reparatur/Wartung, die bis Dezember 2006 über die Ergänzungen zum Außenhandel abgesetzt wurden. — 2 Unter anderem Lagerverkehr auf inländische Rechnung und Absatzung der Rückwaren. — 3 Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. — 4 Netto-Kapitalexport: -. Vgl. zum Kapitalverkehr im Einzelnen die Tabelle auf S. 27 — 5 Enthält Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen. — 6 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

auslandsposition Deutschlands ein substantieller Einnahmeüberschuss von rund 45 Mrd € im Berichtszeitraum, was einer Verringerung um 5 ½ Mrd € gegenüber 2009 entspricht. Mit Blick auf den Gesamtsaldo der Faktoreinkommen fiel die geringfügige Erhöhung des Ausgabenüberhangs bei den grenzüberschreitenden Arbeitsleistungen quantitativ nicht ins Gewicht.

Im vergangenen Jahr nahmen die laufenden Übertragungen an das Ausland wieder spürbar zu (+ 10 %), während Gebietsansässige Transfers aus ausländischen Quellen in nahezu derselben Größenordnung wie 2009 erhielten. Die divergierende Entwicklung führte dazu, dass sich das entsprechende Defizit 2010 um 5 Mrd € auf 38 Mrd € erhöhte, nachdem es 2009 geringfügig gesunken war. Rund die Hälfte dieses Fehlbetrages machten die Nettoüberweisungen an den EU-Haushalt aus.

*Fehlbetrag bei den laufenden Übertragungen wieder zugenommen*

**Kapitalverkehr**

Die Transaktionen im Kapitalverkehr Deutschlands mit dem Ausland spiegeln zum einen den deutschen Leistungsbilanzüberschuss wider; zum anderen wurden sie im vergangenen Jahr stark davon geprägt, dass Abwicklungsanstalten in erheblichem Umfang Risikopositionen hiesiger Kreditinstitute (und ihrer Konzerngesellschaften) übernahmen, was in der Zahlungsbilanz zu entsprechenden Kapitalströmen sowohl im Wertpapierverkehr als auch im sogenannten übrigen Kapitalverkehr führte (siehe Erläuterungen auf S. 28f.). Die Dispositionen der privaten Finanzakteure, die

*Einflussfaktoren auf den Kapitalverkehr*

in dem Spannungsfeld zwischen der kritischen Finanzmarktsituation und den sich im Jahresverlauf aufhellenden Konjunkturaussichten agierten, traten demgegenüber etwas in den Hintergrund. Die Marktteilnehmer trafen ihre Portfolioentscheidungen unter großer Unsicherheit, da sich die Aktien- und Rentenmärkte in den einzelnen Volkswirtschaften sehr heterogen entwickelten. So fächerten sich die Renditeabstände von Staatsanleihen im Euro-Raum zu deutschen Anleihen – die vor Ausbruch der Krise vernachlässigbar schienen – stark auf, als sich die von Griechenland ausgehende Vertrauenskrise im Frühjahr 2010 erheblich zuspitzte. Zugleich mehrten sich im Jahresverlauf weltweit freundliche Konjunktursignale, die an den meisten internationalen Aktienbörsen – gestützt von günstigen Unternehmensergebnissen und verbesserten Gewinnaussichten – deutliche Kursgewinne nach sich zogen. Der Euro verlor im Jahresverlauf unter erheblichen Schwankungen im gewogenen Durchschnitt gegenüber 21 Handelspartnern gut 8 % an Wert und notierte am Jahresende 2010 in etwa auf dem Niveau zu Beginn der Währungsunion. Die genannten Einflüsse spiegeln sich zum Teil auch im deutschen Kapitalverkehr mit dem Ausland wider. Fasst man Portfolio- und Direktinvestitionen zusammen, flossen in diesen Bereichen 2010 mit 169½ Mrd € im Ergebnis mehr Mittel aus Deutschland ab als im Jahr davor (112 Mrd €). Sie übertrafen auch die Zahlungseingänge aus Leistungstransaktionen.

## Kapitalverkehr

Mrd €; Netto-Kapitalexport: –

| Position  | 2008 <sup>1)</sup> | 2009 <sup>1)</sup> | 2010 <sup>1)</sup> |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|
| Direktinvestitionen   | – 49,8             | – 29,2             | – 44,3             |
| Deutsche Anlagen im Ausland   | – 52,7             | – 56,3             | – 79,2             |
| Ausländische Anlagen im Inland  | + 2,9              | + 27,1             | + 34,8             |
| Wertpapiere   | + 51,4             | – 82,7             | – 124,9            |
| Deutsche Anlagen im Ausland   | + 25,1             | – 69,1             | – 171,3            |
| Aktien  | + 39,1             | – 2,8              | + 0,2              |
| Investmentzertifikate   | – 7,6              | + 1,8              | – 21,8             |
| Anleihen <sup>1)</sup>  | – 24,2             | – 81,2             | – 156,1            |
| Geldmarktpapiere  | + 17,7             | + 13,1             | + 6,4              |
| Ausländische Anlagen im Inland  | + 26,3             | – 13,6             | + 46,4             |
| Aktien  | – 34,7             | + 2,3              | – 4,1              |
| Investmentzertifikate   | – 8,7              | + 5,4              | + 2,4              |
| Anleihen <sup>1)</sup>  | + 29,8             | – 71,7             | + 48,3             |
| Geldmarktpapiere  | + 39,9             | + 50,4             | – 0,2              |
| Finanzderivate <sup>2)</sup>  | – 30,2             | + 12,4             | – 17,6             |
| Übriger Kapitalverkehr <sup>3)</sup>  | – 129,6            | – 49,1             | + 57,1             |
| Monetäre Finanzinstitute <sup>4)</sup>  | – 129,2            | + 61,7             | + 214,7            |
| langfristig   | – 129,5            | + 1,9              | + 71,8             |
| kurzfristig   | + 0,3              | + 59,8             | + 142,9            |
| Unternehmen und Privatpersonen  | + 20,7             | – 24,5             | – 47,8             |
| langfristig   | + 3,4              | – 20,5             | – 45,0             |
| kurzfristig   | + 17,3             | – 4,0              | – 2,8              |
| Staat   | + 9,1              | – 3,2              | + 32,3             |
| langfristig   | – 1,4              | – 2,6              | – 53,0             |
| kurzfristig   | + 10,5             | – 0,6              | + 85,3             |
| Bundesbank  | – 30,2             | – 83,0             | – 142,1            |
| Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: –) <sup>5)</sup> | – 2,0              | + 3,2              | – 1,6              |
| Saldo der Kapitalbilanz   | – 160,2            | – 145,4            | – 131,4            |

1 Ursprungslaufzeit über ein Jahr. — 2 Verbriefte und nicht verbrieft Options sowie Finanztermingeschäfte. — 3 Enthält Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen. — 4 Ohne Bundesbank. — 5 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

## Der Einfluss der neu errichteten Abwicklungsanstalten auf die deutsche Zahlungsbilanz 2010

Die grenzüberschreitenden Wertpapieranlagen und der übrige Kapitalverkehr mit dem Ausland wurden im Jahr 2010 in hohem Maße von Transaktionen gebietsansässiger Abwicklungsanstalten beeinflusst. Zwei existenzgefährdete deutsche Finanzinstitute – die WestLB und die HRE-Gruppe – haben auf der Grundlage des Gesetzes zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung Abwicklungsanstalten errichtet und in erheblichem Umfang – vorwiegend grenzüberschreitende – Risikopositionen und strategisch nicht notwendige Geschäftsbereiche auf diese übertragen.

Die Abwicklungsanstalten sind wirtschaftlich selbstständige, teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts unter dem Dach der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA),<sup>1)</sup> die nach einer Entscheidung des Europäischen Statistischen Amtes (Eurostat)<sup>2)</sup> statistisch dem Staatssektor zuzuordnen sind. Damit tritt der Staat über die Abwicklungsanstalten in der Zahlungsbilanz erstmals als bedeutender Erwerber ausländischer Wertpapiere und als Kreditgeber an Gebietsfremde auf.

Im Dezember 2009 übertrug die WestLB ein erstes Portfolio, bestehend aus strukturierten Wertpapieren, mit einem Nominalwert von circa 6 Mrd € auf die Erste Abwicklungsanstalt (EAA); ein zweites, deutlich größeres Portfolio mit einem Nominalwert von circa 71 Mrd € folgte im April 2010.

Die Abwicklungsanstalt der HRE-Gruppe, die FMS Wertmanagement (FMS-WM), nahm im Oktober 2010 ihre Tätigkeit auf. Das an sie übertragene Portfolio (ohne Derivate) hatte zu diesem Zeitpunkt einen Nominalwert von circa 173 Mrd € und umfasste Positionen der HRE Holding AG beziehungsweise ihrer mittel- und unmittelbaren in- und ausländischen Tochtergesellschaften.

Große zahlungsbilanzrelevante Transaktionen fanden vor allem durch die Übertragung von Wertpapieren, Risikopositionen und strategisch nicht notwendigen Geschäftsbereichen von ausländischen Konzerneinheiten

statt. Doch auch nach der eigentlichen Übertragung waren Transaktionen zwischen den Abwicklungsanstalten und gebietsfremden Einheiten in nicht unerheblichem Maße zu verzeichnen.<sup>3)</sup>

Zahlungsbilanzrelevant im Wertpapierverkehr ist eine Übertragung von verbrieften Forderungen dann, wenn diese von gebietsfremden Konzerneinheiten der betreffenden Banken auf die gebietsansässigen Abwicklungsanstalten erfolgt. In Abhängigkeit davon, ob es sich um Wertpapiere inländischer oder ausländischer Emittenten handelt, erhöhen sich dadurch die deutschen Anlagen im Ausland (ausländische Wertpapiere) beziehungsweise reduzieren sich die ausländischen Anlagen im Inland (inländische Wertpapiere). In der Kapitalbilanz schlagen sich beide Fälle in einem Netto-Kapitalexport nieder.

Im vergangenen Jahr wurden vor allem ausländische Schuldverschreibungen grenzüberschreitend auf die Abwicklungsanstalten übertragen. Der Buchwert dieser Papiere machte gut die Hälfte des Erwerbs ausländischer Wertpapiere in Höhe von insgesamt 171 ½ Mrd € aus.

Unverbriefte Finanzströme des Staats- und Bankensektors werden – soweit sie zahlungsbilanzrelevant sind – aus Bestandsveränderungen abgeleitet und entsprechend ihrer Fristigkeit im übrigen Kapitalverkehr erfasst. Dazu zählen:

– Übertragungen von Bilanzpositionen gebietsansässiger Konzerneinheiten der betreffenden Banken auf die ebenfalls gebietsansässigen Abwicklungsanstalten, soweit es sich um Auslandsforderungen oder -verbindlichkeiten handelt. Statistisch kommt es zur Tilgung der ursprünglichen Kreditbeziehungen der Banken und zu neuen Finanzbeziehungen im Sektor Staat. Der Saldo des Kapitalverkehrs insgesamt bleibt hiervon unberührt.

– Unmittelbare Übertragungen von Forderungen und Verbindlichkeiten ausländischer Konzerngesell-

<sup>1</sup> Die Rechtsaufsicht über Abwicklungsanstalten hat die FMSA. In eingeschränktem Umfang werden Abwicklungsanstalten zudem von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

beaufsichtigt. — <sup>2</sup> Siehe [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics/documents/471529\\_let%20WR-BMF\\_EAA.pdf](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/documents/471529_let%20WR-BMF_EAA.pdf). Die konkrete Entscheidung bezieht sich nur auf die

schaften auf Abwicklungsanstalten, soweit sie sich an Gebietsfremde richten. Es kommt zu Kapitalexporten beziehungsweise Kapitalimporten.

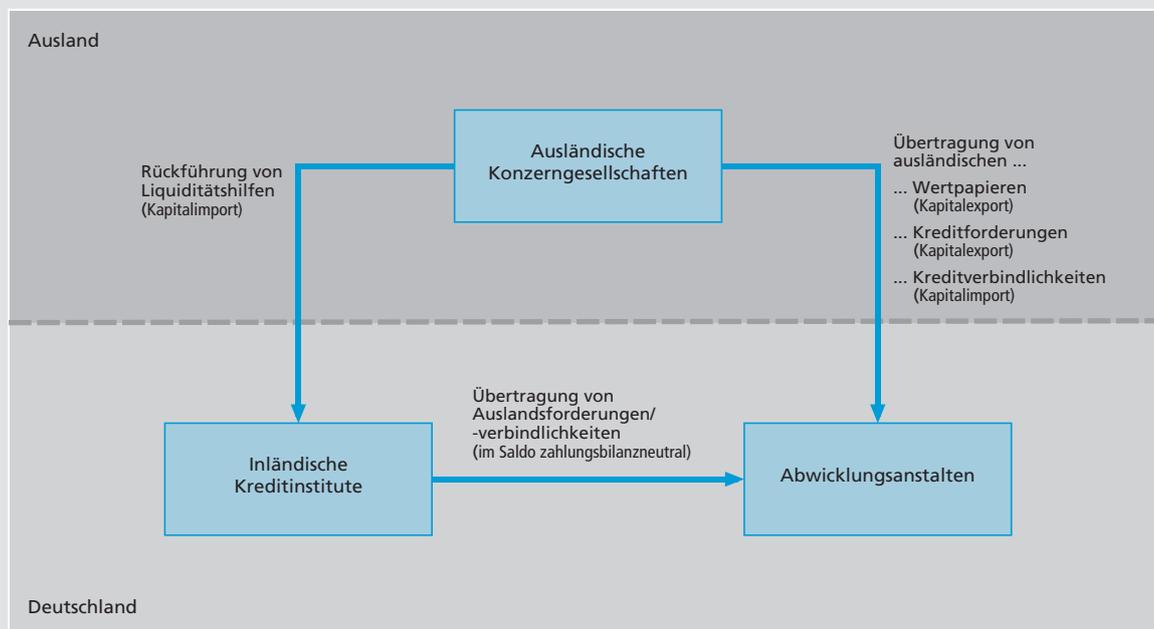
Für den übrigen Kapitalverkehr hatte dies 2010 im Einzelnen folgende Auswirkungen:

- Im langfristigen Kreditverkehr des Staates führte die Übernahme von Kreditportfolios durch die Abwicklungsanstalten statistisch zu einem Netto-Kapitalexport in zweistelliger Milliardenhöhe.
- Im kurzfristigen Kreditverkehr des Staates flossen dagegen in noch größerem Umfang Mittel aus dem Ausland zu. Dabei spielte eine wesentliche Rolle, dass den Abwicklungsanstalten auch Verbindlichkeiten

gegenüber dem Ausland übertragen wurden. Darüber hinaus nahmen die Anstalten nach ihrer Errichtung weitere Finanzmittel bei gebietsfremden Geschäftspartnern auf.

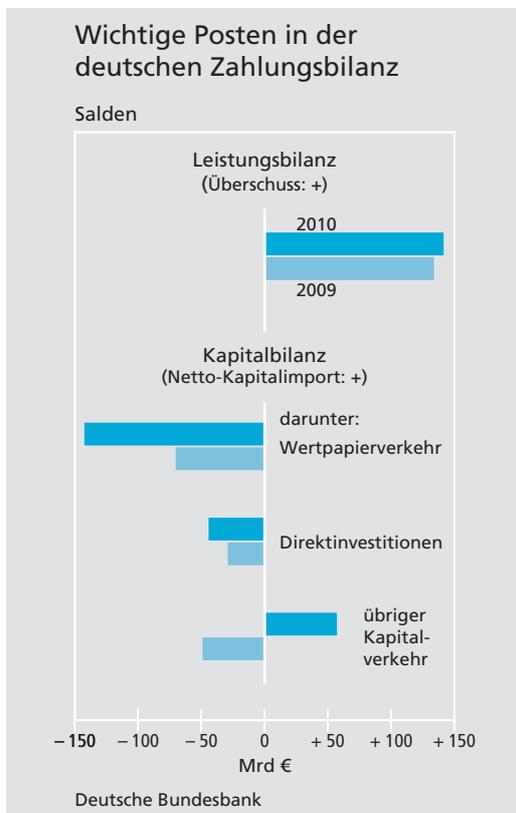
- Die oben genannten Banken haben – wie erwähnt – auch eigene Forderungen gegenüber gebietsfremden Kunden auf die Abwicklungsanstalten transferiert. Hierdurch ist ihre Netto-Auslandsposition deutlich gesunken. Statistisch bedeutete dies – für sich genommen – einen Netto-Kapitalimport, der sich überwiegend im kurzfristigen Kreditverkehr der Banken niedergeschlagen hat. Das Bankensystem verzeichnete darüber hinaus – wie auf Seite 37 ausgeführt – durch das Deleveraging sowie ein verstärktes Mittelaufkommen aus dem Ausland weitere Netto-Kapitalimporte.

#### Wichtige Transaktionen der Abwicklungsanstalten und ihr Niederschlag in der Zahlungsbilanz



EAA. Die Zuordnung der FMS-WM wurde analog vorgenommen. —  
3 Vor allem die Finanzierung der Abwicklungsanstalten, die zum Teil kurzfristig und mit Geschäftspartnern im Ausland erfolgt, führt lau-

fend zu grenzüberschreitenden Transaktionen. Perspektivisch löst die Verwertung oder Tilgung der Aktiva weitere zahlungsbilanzrelevante Finanzflüsse aus.



### Wertpapierverkehr

*Netto-Kapital-  
exporte im  
Wertpapier-  
verkehr*

Im Wertpapierverkehr für sich genommen waren es weniger die Verschiebungen im Ertrags- und Risikogefüge sowie die damit einhergehenden Handelsdispositionen der Marktteilnehmer, die das Jahresergebnis bestimmten. Vielmehr haben vor allem die oben erwähnten Übertragungen von Wertpapieren auf Abwicklungsanstalten deutliche Spuren hinterlassen, sodass es insgesamt zu einem Netto-Kapitalexport im Wertpapierverkehr von 125 Mrd € gekommen ist.

*Inländische  
Anlagen in  
ausländischen  
Schuldverschreibungen, ...*

Insgesamt nahmen deutsche Anleger für 171 ½ Mrd € ausländische Wertpapiere in ihre Portefeuilles. Am stärksten nachgefragt waren einmal mehr Schuldverschreibungen ausländischer Emittenten. Alles in allem übernahm

men in Deutschland ansässige Erwerber länger laufende Zinstitel für 156 Mrd €. Zwei Drittel des Gesamtvolumens der Papiere waren dabei in Euro denominiert, in denen sich per saldo ausschließlich öffentliche Erwerber (einschl. der Abwicklungsanstalten) engagierten. Private Akteure scheuten wohl davor zurück, in der sich zuspitzenden Krise zinstragende Papiere zu erwerben. Dies mag nicht zuletzt an den sich im Krisenverlauf ausweitenden Geld/Brief-Spannen gelegen haben, die auf eine sinkende Liquidität der Papiere hindeuteten und – bei Bilanzierung zu Marktkursen – zu Ertragsbelastungen der Halter hätten führen können.

Fremdwährungsanleihen wechselten für per saldo 53 Mrd € grenzüberschreitend die Eigentümer. Die Emissionen stammten aus den USA (18 ½ Mrd €), dem Vereinigten Königreich (11 Mrd €) und aus Japan (7 ½ Mrd €). Zum ganz überwiegenden Teil handelte es sich um Titel, deren Wert sich in der Krise als nicht nachhaltig erwiesen hatte und die nun von den Abwicklungsanstalten in die Bücher genommen wurden. Unter den Papieren war ein beträchtlicher Anteil an forderungsunterlegten Schuldverschreibungen (ABS), also Verbriefungen, die vor der Krise ein weit genutztes Anlage- und Finanzierungsinstrument gewesen waren. Diversifikationsmotive dürften damit beim Erwerb der Fremdwährungsanleihen eine eher untergeordnete Rolle gespielt haben.

*... ausländischen  
Fremd-  
währungs-  
anleihen, ...*

Ausländische Geldmarktpapiere standen im vergangenen Jahr weiterhin abseits des Investoreninteresses. Dies dürfte unter anderem an den niedrigen kurzfristigen Zinsen gelegen

*... ausländischen  
Geldmarkt-  
papieren, ...*

haben, die sie für heimische Anleger wenig attraktiv machten. Im Schlussquartal dominierten Tilgungen und Verkäufe so deutlich, dass es in diesem Wertpapiersegment per saldo zu weiteren Mittelrückflüssen in das Ausland kam (6 ½ Mrd €).

... ausländischen  
Aktien ...

Inländische Anleger ließen ihre Bestände an ausländischen Aktien trotz der günstigen globalen Konjunkturaussichten nahezu unverändert. Ein Grund für ihre Zurückhaltung mag gewesen sein, dass der heimische Markt, gemessen an dem marktbreiten CDAX, mit einem Wertzuwachs von 15 % den stärksten Anstieg unter den großen Währungsräumen verzeichnet hat, nicht zuletzt deshalb, weil auch die konjunkturelle Erholung in Deutschland sehr kräftig war.

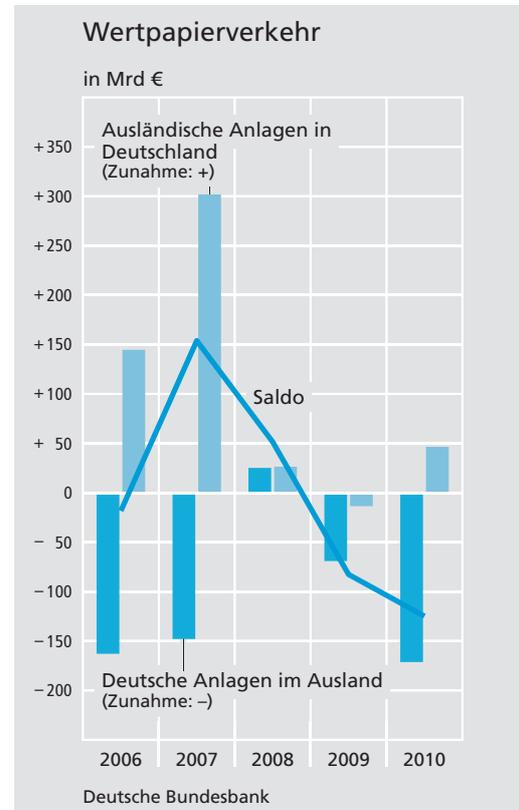
... und aus-  
ländischen  
Investment-  
zertifikaten

Hingegen erwarben heimische Anleger für 22 Mrd € Anteilscheine an Investmentfonds mit Sitz im Ausland. Die Branche, der es gelang, insgesamt wieder mehr Mittel einzuwerben, konnte damit an den Trend vor Ausbruch der Krise anknüpfen. Häufig handelt es sich bei den Fondsgesellschaften um Niederlassungen hiesiger Finanzinstitute im Ausland. So flossen die Mittel vor allem an die Finanzstandorte Luxemburg (8 Mrd €) und Irland (5 Mrd €).

Ausländische  
Anlagen in ...

Ausländische Vermögensbesitzer wechselten zwar 2010 – nach den Verkäufen deutscher Wertpapiere im Jahr davor – wieder auf die Erwerberseite. Mit 46 ½ Mrd € blieb der Betrag aber deutlich unter den Anlagesummen, mit denen sie sich seit Gründung der Währungsunion jahresdurchschnittlich an den deutschen Wertpapiermärkten engagiert

... deutschen  
Anleihen, ...



haben (117 Mrd €). Das größte Interesse zeigten gebietsfremde Investoren im vergangenen Jahr an länger laufenden Schuldverschreibungen, die sie für 48 ½ Mrd € erwarben. Dabei differenzierten sie stark nach Anlageklassen. So stießen Anleihen der öffentlichen Hand, die aufgrund ihrer erstklassigen Bonität und hohen Liquidität in Zeiten starker Unsicherheit als sicherer Hafen für Finanzmittel gelten, auf äußerst großes Interesse. Insgesamt erwarben sie öffentliche Schuldtitel im Rekordbetrag von 71 Mrd €. Dabei übertraf die Nachfrage des Auslands den Nettoumsatz um 20 Mrd €. Der hohe Nachfrage- druck kommt auch darin zum Ausdruck, dass die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen im Jahresverlauf zeitweilig auf einen historischen Tiefstand von knapp über 2 % fielen. Bei den privaten Anleihen mit einer Ursprungslaufzeit

von über einem Jahr überwogen hingegen per saldo erneut die Tilgungen und Verkäufe (22 ½ Mrd €). Gemessen an den außerordentlich hohen Rückflüssen von knapp 99 Mrd € im Jahr 2009, handelte es sich dabei mit Blick auf Bankschuldverschreibungen aber eher um eine leichte Entspannung, denn der Umlauf von öffentlichen Pfandbriefen geht aus strukturellen Gründen seit Jahren zurück – allein im letzten Jahr um 63 Mrd €. Im Übrigen wird ein Großteil der Anleihen hiesiger Unternehmen nicht in Deutschland, sondern über Finanzierungsgesellschaften im Ausland begeben, sodass sich Käufe dieser Wertpapiere durch internationale Investoren nicht in der deutschen Zahlungsbilanz widerspiegeln.

*... deutschen  
Geldmarkt-  
papieren, ...*

Heimische Geldmarktpapiere spielten bei den Dispositionen gebietsfremder Anleger nur eine untergeordnete Rolle. Über das Jahr gesehen kamen keine Mittel über dieses Instrument ins Inland. In der zweiten Jahreshälfte belebte sich der Erwerb allerdings deutlich (25 ½ Mrd €), wobei aber zu beachten ist, dass auch hier Transaktionen der Abwicklungsanstalten mit Geschäftspartnern im Ausland gewichtig zu Buche schlugen.

*... deutschen  
Aktien und  
Investment-  
zertifikaten*

Der Kursanstieg am deutschen Aktienmarkt hat ausländische Anleger nicht zu einem verstärkten Engagement hierzulande veranlasst. Netto betrachtet verkauften sie sogar für 4 Mrd € deutsche Dividentitel. Ein Grund hierfür mag die weiterhin sehr verhaltene Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt gewesen sein. Das indirekte Engagement von gebietsfremden Anlegern über Investmentfonds hat sich dagegen etwas erhöht. Insgesamt

samt flossen der deutschen Fondsbranche 2 ½ Mrd € aus dem Ausland zu; sie hat sich somit von dem Tief des Jahres 2008 weiter erholt.

## Direktinvestitionen

Die globalen Direktinvestitionen stiegen nach dem krisenbedingten rapiden Rückgang 2008 und 2009 im vergangenen Jahr wieder leicht an, und zwar – nach ersten Schätzungen der UNCTAD – um 1% auf 1,12 Billionen US-\$.<sup>3)</sup> Besonders lebhaft waren die Direktinvestitionsströme in die rasch wachsenden Schwellenländer Asiens und Lateinamerikas. Dies führte dazu, dass auf die Schwellen- und Transformationsländer zum ersten Mal überhaupt mehr als die Hälfte der weltweiten Direktinvestitionszuflüsse entfiel. Mit der Erholung der Weltwirtschaft und der verbesserten Ertragslage waren vor allem die gestiegenen reinvestierten Gewinne die treibende Kraft hinter den verstärkten grenzüberschreitenden Engagements der Unternehmen.

*Direkt-  
investitionen  
weltweit ...*

Die globale Belebung spiegelte sich auch in den Direktinvestitionen mit deutscher Beteiligung wider. Alles in allem kam es 2010 in diesem Bereich des Kapitalverkehrs zu Netto-Kapitalexporten in Höhe von 44 ½ Mrd €, womit sich der Wert gegenüber dem Vorjahr um mehr als die Hälfte erhöht hat.

*... und in  
Deutschland*

Ausschlaggebend für diesen Anstieg waren die kräftig zunehmenden Auslandsengagements hiesiger Unternehmen (79 Mrd €, verglichen mit 56 ½ Mrd € im Jahr 2009). Bele-

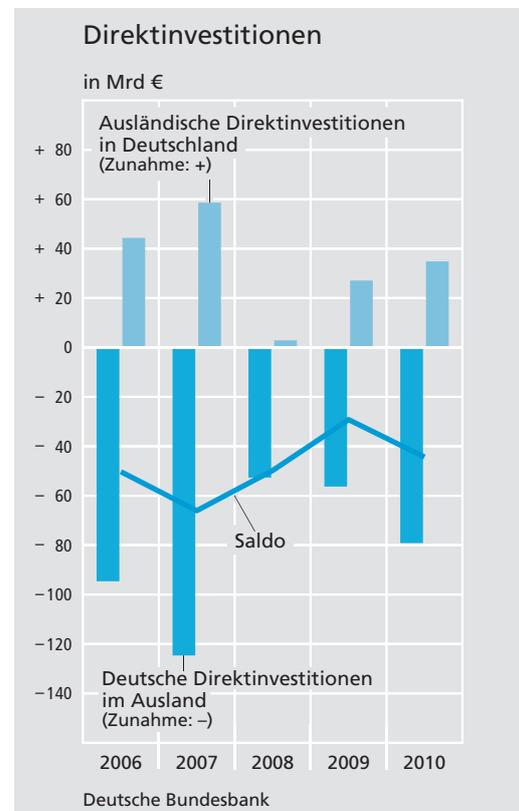
*Deutsche  
Direkt-  
investitionen im  
Ausland*

<sup>3</sup> Vgl.: UNCTAD, Global Investment Trends Monitor, Nr. 5, 17. Januar 2011.

bend wirkten hierbei die anziehende Weltkonjunktur, die stark wachsenden Exporte und die wieder verbesserte Gewinnsituation der inländischen Unternehmen. Deutsche Eigentümer stellten ihren Niederlassungen im Ausland vor allem zusätzliches Beteiligungskapital zur Verfügung (42 Mrd €, nach 51½ Mrd € im Jahr zuvor). In dem Rückgang gegenüber 2009 spiegelt sich wider, dass die abgeschlossenen Firmenübernahmen und Fusionen durch deutsche Unternehmen, die sich in dieser Position niederschlagen, gemäß den Zahlen von Thomson Reuters um knapp 25 % gesunken sind.<sup>4)</sup> Ferner wurden die deutschen Direktinvestitionen im Ausland vor dem Hintergrund der besseren Ertragslage von etwas höheren reinvestierten Gewinnen gespeist (23½ Mrd €, nach 22½ Mrd € im Jahr 2009).<sup>5)</sup> Weitere 13½ Mrd € ließen inländische Eigentümer ihren Niederlassungen im Ausland als Kredite zukommen, während sie im Jahr zuvor noch Gelder über konzerninterne Kredite abgezogen hatten (18 Mrd €).

*Regionale und sektorale Struktur*

Eine herausragende Bedeutung aufseiten der Investoren hatte 2010 das Verarbeitende Gewerbe (20½ Mrd €), wo in erster Linie der Fahrzeugbau (13 Mrd €) – vorrangig über den konzerninternen Kreditverkehr – aber auch die Chemische Industrie (6½ Mrd €) Direktinvestitionsmittel ins Ausland transferierten. Beides sind exportstarke Sektoren, die eng in die internationale Arbeitsteilung eingebunden sind. Wie in den Vorjahren war auch das hiesige Kredit- und Versicherungsgewerbe (17½ Mrd €) als Investor besonders aktiv. Dabei hat allerdings erneut ein Verlustausgleich bei den Auslandstöchtern deutscher Banken die Direktinvestitionsströme erhöht.



Mit 40 Mrd € flossen über die Hälfte der deutschen Direktinvestitionen in die anderen EWU-Staaten. Die wichtigsten Zielländer waren dabei die Niederlande (10 Mrd €), Frankreich (8½ Mrd €) und Belgien (7 Mrd €). Außerhalb Europas erschienen noch die USA als Zielland sehr attraktiv (11 Mrd €); die Schwellen- und Entwicklungsländer zusammen genommen kamen auf 11½ Mrd € der deutschen Direktinvestitionen.

<sup>4</sup> Quelle: Thomson ONE Banker, Thomson Reuters. Abgeschlossene M&A-Deals, bei denen der Erwerber nach der Transaktion 10 % und mehr Anteile des Zielunternehmens besitzt.

<sup>5</sup> Der konjunkturbedingte Gewinnanstieg bei den Tochterunternehmen deutscher Gesellschaften im Ausland war stärker, als dies die Zahlen für die reinvestierten Gewinne zum Ausdruck bringen, sodass es auch zu beträchtlichen Gewinnausschüttungen an die hiesigen Eigentümer kam. Die gesamten Gewinne von Direktinvestitionsunternehmen werden im Leistungsverkehr als Kapitalerträge verbucht.

## Die Entwicklung des TARGET2-Saldos der Bundesbank

Im vergangenen Jahr sind die grenzüberschreitenden Forderungen der Bundesbank, zu denen statistisch auch die Forderungen an die EZB rechnen, transaktionsbedingt um netto 163 Mrd € gestiegen. Ein wesentlicher Teil davon, nämlich 147½ Mrd €, ging auf eine Ausweitung des TARGET2-Saldos zurück. Ende 2010 belief sich der Forderungsbestand der Bundesbank aus TARGET2 auf 325½ Mrd €. Dieser besteht ausschließlich gegenüber der EZB.

Auffällig ist, dass ein systematischer und außerordentlich starker Anstieg der TARGET2-Forderungen bei der Bundesbank erst 2007 eingesetzt hat. In den Jahren davor wiesen die deutschen TARGET2-Positionen im Verlauf wechselnde Vorzeichen auf und hielten sich überwiegend in einem überschaubaren Rahmen.

Im Folgenden wird erläutert, welche Transaktionen sich im TARGET2-Saldo im Wesentlichen niederschlagen und wie es zu dem beobachteten Anstieg gekommen ist. Abschließend wird auf die damit verbundenen Risiken eingegangen.

### Das Individualzahlungsverkehrssystem TARGET2

Grenzüberschreitende Zahlungen, die beispielsweise durch Außenhandelstransaktionen, Wertpapier- oder Kreditgeschäfte mit Gebietsfremden ausgelöst werden können, werden normalerweise über das Bankensystem geleistet. Sie schlagen sich in entsprechenden (Veränderungen der) Interbankenforderungen beziehungsweise -verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland nieder. Über TARGET2 können solche Zahlungen von Geschäftsbanken im Europäischen Wirtschaftsraum und Zentralbanken

des Eurosystems verrechnet werden. Neben Zahlungen zwischen Kreditinstituten und aus anderen Settlementssystemen (z.B. Wertpapierverrechnungssystemen) werden Zahlungen im Rahmen von Offenmarktgeschäften des Eurosystems über TARGET2 abgewickelt.<sup>1)</sup>

### Entstehung von TARGET2-Salden

Fließen beispielsweise einer über die Bundesbank an TARGET2 teilnehmenden Bank Gelder aus dem Ausland zu, führt dies bei der Bundesbank zu Verbindlichkeiten gegenüber dieser Bank (etwa durch Gutschrift des Betrages auf deren Girokonto). Im Gegenzug entsteht eine Forderung der Bundesbank in gleicher Höhe gegenüber der sendenden nationalen Zentralbank. Diese wiederum belastet das Konto der sendenden Geschäftsbank. Dies erfordert ein ausreichendes Guthaben an Zentralbankgeld der sendenden Bank. Zentralbankguthaben werden primär durch die geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems bereitgestellt.

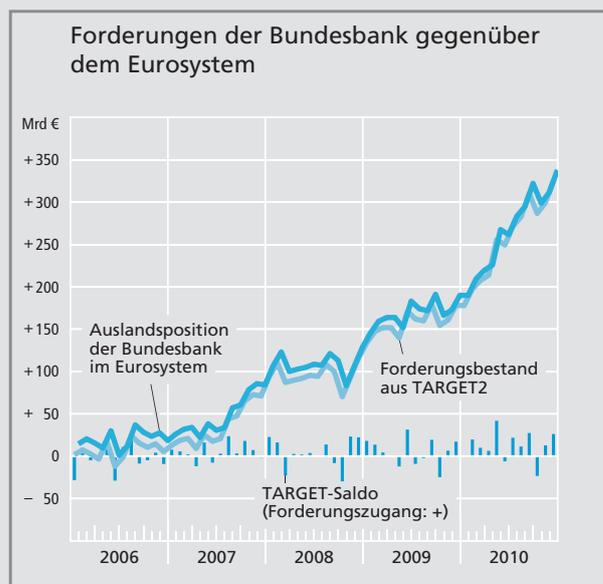
Die bei den nationalen Zentralbanken entstehenden Forderungen und Verbindlichkeiten aus einer über den Tag anfallenden Vielzahl solcher Transaktionen gleichen sich normalerweise nicht vollständig aus. Am Ende des Geschäftstages verbleibende Forderungen und Verbindlichkeiten aller an TARGET2 teilnehmenden nationalen Zentralbanken werden gemäß einem Abkommen im Eurosystem an die EZB übertragen und dort saldiert. Die so entstehenden TARGET2-(Netto)-Salden sind demnach das Ergebnis der grenzüberschreitenden Verteilung von Zentralbankgeld innerhalb der dezentralen Struktur des Eurosystems.

### Auswirkungen auf die Statistik

Der TARGET2-Saldo in der Bundesbankbilanz geht also im Wesentlichen auf grenzüberschreitende Transaktionen zurück, die Banken betreffen, welche über die Bundesbank an TARGET2 teilnehmen.<sup>2)</sup> Er wird einerseits von den Geschäften der Kreditinstitute am Geld- und Kapitalmarkt beeinflusst, beruht andererseits aber auch auf Transaktionen des Nicht-Banken-Sektors, der Zahlungen über das Bankensystem leistet. Da der TARGET2-Saldo einen Verrechnungssaldo gegenüber der EZB darstellt, gilt er als „grenzüberschreitend“ und geht statistisch in den Auslandsvermögensstatus ein; die (transaktionsbedingte) Veränderung wird in der Zahlungsbilanz im übrigen Kapitalverkehr unter den kurzfristigen ausländischen Bankguthaben der Bundesbank verbucht. Eine Zunahme der TARGET2-Forderungen ist in der Betrachtung der Zahlungsbilanz ein Netto-Kapitalexport. Von den seit Anfang 2007 verzeichneten Netto-Kapitalexporten Deutschlands entfallen etwa die Hälfte auf TARGET2.

In einer Euro-Raum-Betrachtung verschwinden die TARGET2-Salden weitgehend, ähnlich wie die nationalen Leistungsbilanzsalden innerhalb der EWU. Den Forderungen der Bundesbank

S. 133. — 2 Über die Bundesbank nehmen auch einige Banken aus anderen EU-Ländern an TARGET2 teil, deren nationale Zentralbanken selbst nicht an TARGET2 beteiligt sind.



1 Vgl. hierzu im Einzelnen auch: Deutsche Bundesbank, TARGET2 - das neue Zahlungsverkehrssystem für Europa, Monatsbericht, Oktober 2007, S. 69–83; sowie Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2010,

(und weiterer nationaler Zentralbanken) an die EZB stehen Verbindlichkeiten anderer nationaler Zentralbanken gegenüber (siehe unten stehendes Schaubild). Die verbleibende Passivposition der EZB entstand im Wesentlichen im Rahmen des Ankaufprogramms für Wertpapiere und Covered Bonds und zu einem geringen Teil durch Seigniorage-Verbindlichkeiten der EZB gegenüber den nationalen Zentralbanken des Eurosystems.

#### Ursache für den Anstieg

Der steile Anstieg des TARGET2-Saldos der Bundesbank seit 2007 ist maßgeblich auf die Anspannungen am Geldmarkt und die Probleme im Bankensektor innerhalb des Euro-Raums zurückzuführen. In den Jahren vor der Finanzkrise haben sich die grenzüberschreitenden Zahlungen Deutschlands weitgehend ausgeglichen. In der Zahlungsbilanz fungierte insbesondere die (kurzfristige) Netto-Auslandsposition der Kreditinstitute als eine Art „Ausgleichsventil“. Da wegen der Überschüsse in der Leistungsbilanz und häufigen Netto-Kapitalimporten im Wertpapierverkehr regelmäßig die Zahlungseingänge überwogen, waren im kurzfristigen Kreditverkehr der Banken in den meisten Jahren Mittelabflüsse (Netto-Kapitalexporte) zu verzeichnen. Kurzfristig auftretende TARGET2-Positionen bauten sich somit durch private Kapitalflüsse rasch wieder ab.

Dies änderte sich in der Finanzkrise. Während deutschen Banken durch den Zahlungsverkehr der Nichtbanken und eigene Geschäfte der Tendenz nach weiter Gelder aus dem Ausland zuflossen, waren sie krisenbedingt weniger bereit und teilweise auch nicht in der Lage, diese am Interbankenmarkt an ausländische Institute auszuleihen. Statt dessen führten sie – jedenfalls im Aggregat – nach und nach ihre Refinanzierungsgeschäfte bei der Bundesbank zurück. Lag beispielsweise das auf deutsche Institute entfallende Refinanzierungsvolumen Anfang 2007 noch bei 250 Mrd €, so ist diese Position bis Ende 2010 auf 103 Mrd € zurückgegangen. Umgekehrt erhalten Banken in einer Reihe anderer EWU-Länder seitdem verstärkt Zentralbankgeld über das Eurosystem.

Die bei den nationalen Zentralbanken aufgelaufenen TARGET2-Salden spiegeln demnach auch die seit dem Beginn der Finanzkrise veränderte Verteilung der Refinanzierungsgeschäfte im Euro-Raum wider. Erleichtert wurde dies durch die reichliche Liquiditätsbereitstellung des Eurosystems infolge der Vollzuteilung aller Gebote in den Refinanzierungsgeschäften seit Oktober 2008, die zum Ziel hatte, den Verwerfungen am Geldmarkt entgegenzuwirken. Eine darüber hinausgehende Liquiditätsschaffung durch TARGET2 ist aber nicht möglich, da das in sich geschlossene System lediglich der Übertragung von Liquidität dient.

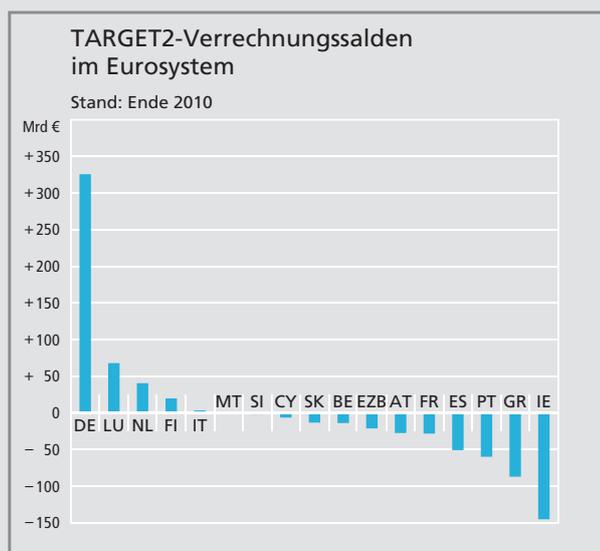
Die Salden werden sich in dem Maße wieder abbauen, in dem die Anspannungen an den Geldmärkten abklingen und sich die Lage in den nationalen Bankensystemen entspannt. Allerdings

ist die Unsicherheit insbesondere in den Peripherieländern der EWU immer noch groß, sodass eine rasche Rückführung derzeit nicht zu erwarten ist.

#### Risiken aus der TARGET2-Forderung

Für die Bundesbank ergibt sich aus dem Anstieg ihrer TARGET2-Verrechnungssalden unmittelbar keine Veränderung ihrer Risikolage. Diese ist unabhängig von den TARGET2-Positionen und ergibt sich durch die in der Liquiditätsbereitstellung des Eurosystems enthaltenen Risiken. Durch die Ausweitung der Refinanzierungsgeschäfte und die Anpassungen im Sicherheitenrahmen während der Finanzkrise ist das Eurosystem insgesamt gesehen zwar durchaus zusätzliche finanzielle Risiken eingegangen; dies geschah jedoch durch eine bewusste Entscheidung des EZB-Rats, um die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems unter erschwerten Bedingungen zu erhalten.

Ein Verlustfall tritt nur dann ein, wenn ein Geschäftspartner des Eurosystems ausfällt und die von ihm hinterlegten Sicherheiten bei ihrer Verwertung trotz der vom Eurosystem angewandten Risikokontrollmaßnahmen nicht den vollen Wert der damit abgesicherten Refinanzierungsgeschäfte einbringen. Er trifft immer das Eurosystem als Ganzes, unabhängig davon, bei welcher nationalen Zentralbank er sich materialisiert. Die Lasten eines solchen Ausfalls würden entsprechend dem Kapitalschlüssel auf die nationalen Zentralbanken verteilt. Mit anderen Worten: Die Risikoposition der Bundesbank wäre unverändert, wenn der ausgewiesene positive Verrechnungssaldo aus TARGET2 nicht bei der Bundesbank, sondern in gleicher Höhe bei einer anderen Notenbank des Eurosystems anfiel.



*Ausländische  
Direkt-  
investitionen in  
Deutschland*

Die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland verzeichneten ebenfalls einen Anstieg, wenngleich dieser mit 7 ½ Mrd € auf 35 Mrd € im Jahr 2010 dem Betrag nach geringer ausfiel als bei den deutschen Direktinvestitionen im Ausland. Dabei führten ausländische Eigner ihren in Deutschland ansässigen Niederlassungen 23 Mrd € in Form von – insbesondere langfristigen – konzerninternen Krediten und 8 Mrd € als zusätzliches Beteiligungskapital zu. Auch wenn die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland – wie auch umgekehrt die deutschen Direktinvestitionen im Ausland – noch nicht wieder das Vorkrisenniveau erreicht haben, so ist eine Belebung des Interesses am Standort Deutschland doch unverkennbar. Anders als vor der Krise spielen großvolumige „Mergers and Acquisitions“ derzeit allerdings keine nennenswerte Rolle. Auch im Rahmen der reinvestierten Gewinne (5 ½ Mrd €, nach 1 ½ Mrd € im Jahr 2009) kam es zu einem Anstieg des Mittelzustroms bei den in Deutschland ansässigen Töchtern ausländischer Gesellschaften. Dies reflektiert nicht zuletzt die verbesserte Ertragslage der Unternehmen in Deutschland, die im Auslandsbesitz stehen.

*Regionale und  
sektorale  
Struktur*

Die Mittelzufuhr durch ausländische Eigner kam insbesondere ihren hiesigen Niederlassungen im Verarbeitenden Gewerbe zugute (13 ½ Mrd €), und hier vor allem der Chemischen Industrie (5 ½ Mrd €). Zudem engagierten sich Auslandsinvestoren recht stark im Kredit- und Versicherungsgewerbe (10 Mrd €) und in Holdinggesellschaften (9 ½ Mrd €). Dabei floss Deutschland vor allem Kapital aus Belgien (9 Mrd €), den USA (5 ½ Mrd €) und

aus – hier spielen Offshorezentren eine wichtige Rolle – Mittelamerika (5 ½ Mrd €) zu.

**Übriger Kapitalverkehr**

Während der Wertpapierverkehr und die Direktinvestitionen Netto-Kapitalexporte aufwiesen, schloss der übrige Kapitalverkehr, der sowohl Finanz- und Handelskredite (soweit sie nicht den Direktinvestitionen zuzurechnen sind) als auch Bankguthaben und sonstige Anlagen umfasst, im Jahr 2010 mit Netto-Kapitalimporten. Der Mittelzufluss betrug dabei 57 Mrd €, und dies, nachdem im Jahr 2009 noch netto 49 Mrd € abgeflossen waren.

*Netto-Kapital-  
importe im  
übrigen Kapital-  
verkehr*

Bei den Nichtbanken traten – entgegen der Gesamttendenz – Netto-Kapitalexporte in Höhe von 15 ½ Mrd € auf. Ausschlaggebend waren hohe Mittelabflüsse im Rahmen unverbriefteter Kredittransaktionen der Unternehmen und Privatpersonen (netto 48 Mrd €). Dabei weiteten diese in erster Linie ihre kurzfristigen Bankguthaben im Ausland aus. Umgekehrt führten die grenzüberschreitenden Finanzdispositionen öffentlicher Stellen – rein rechnerisch – zu Kapitalimporten (netto 32 ½ Mrd €). Ausschlaggebend waren Transaktionen im Zusammenhang mit der erwähnten Bildung von Abwicklungsanstalten, die statistisch dem Sektor Staat zugeordnet werden. Diese haben nicht nur Kreditforderungen gegenüber dem Ausland übernommen, sondern es wurden ihnen von den betreffenden Kreditinstituten (und ihren Konzerngesellschaften) auch in besonders großem Umfang Kreditverbindlichkeiten gegenüber gebietsfremden Geschäftspartnern übertragen. Zudem griffen die Abwicklungsanstalten bei ihren laufenden Finan-

*Nichtbanken*

zierungsentscheidungen auch auf ausländische Kreditgeber zurück.

*Bankensystem*

Die Auslagerung von Finanzpositionen fand zum Teil ihren Niederschlag in entgegengesetzten grenzüberschreitenden Kreditströmen des Bankensektors. Sie wurden allerdings überlagert durch die übrigen unverbrieften Auslandsgeschäfte der Kreditinstitute. So haben diese ihre Kredite an das Ausland weiter zurückgeführt (Deleveraging); betroffen waren auch Liquiditätshilfen, die zuvor an Konzerngesellschaften im Ausland gegeben worden waren. Zugleich nahmen Kreditinstitute erstmals seit zwei Jahren per saldo wieder Finanzkredite im Ausland auf. Alles in allem kamen bei den deutschen Kreditinstituten Gelder aus dem Ausland in Höhe von 214 ½ Mrd € auf. Währenddessen verzeichnete die Bundesbank 2010 „Mittelabflüsse“ im Umfang von netto 142 Mrd €. Ausschlaggebend dafür war ein Verrechnungssaldo innerhalb des Großbetragszahlungssystem TARGET2 gegenüber der Europäischen Zentralbank, der in der Zahlungsbilanz wie ein Kapitalexport behandelt wird (147 ½ Mrd €, siehe dazu auch die Erläuterungen auf S. 34f.). Zugleich stiegen die Einlagen ausländischer Notenbanken bei der Bundesbank um 5 ½ Mrd €.

**Währungsreserven**

Die transaktionsbedingten Veränderungen der von der Bundesbank gehaltenen Währungsreserven sind in der Zahlungsbilanz in einer eigenen Position ausgewiesen. Im Jahr 2010 betrug ihr Anstieg 1 ½ Mrd €. Verantwortlich hierfür war in erster Linie eine Erhöhung der Reserveposition beim Internationalen Währungsfonds (IWF).

Größer als die in der Zahlungsbilanz erfassten transaktionsbedingten Veränderungen waren im Jahr 2010 bilanzielle Anpassungen der Währungsreserven, die gemäß internationalen Standards in der Zahlungsbilanz unberücksichtigt bleiben. So kam es wie in den Vorjahren zu einem beträchtlichen Wertzuwachs durch die übliche Neubewertung der Währungsreserven zu Marktpreisen (35 Mrd €). Der größte Teil der Bewertungsgewinne entfiel auf Gold (31 ½ Mrd €). Kleinere Zuschreibungen verzeichneten außerdem die Devisenreserven (2 ½ Mrd €) und die Reserveposition beim IWF (1 Mrd €). Alles in allem stiegen die Währungsreserven in der bilanziellen Betrachtung um 36 ½ Mrd €; sie betragen damit zum Jahresende 2010 rund 162 Mrd €.

*Transaktionen ...**... und bilanzielle Anpassungen*