

Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2011

Der Leistungsbilanzüberschuss hat 2011 gegenüber dem Vorjahr leicht abgenommen und belief sich mit 148 Mrd € auf 5¾% des Bruttoinlandsprodukts. Der Aktivsaldo der Handelsbilanz veränderte sich trotz des aus realer Sicht erneuten Wachstumsvorsprungs der Ausfuhren gegenüber den Einfuhren nur unwesentlich. Dies lag an der markanten Verschlechterung der Terms of Trade. Infolge des kräftigen Anstiegs der Einfuhrpreise kam es bei anhaltend moderater Teuerung im Ausfuhrgeschäft zu einem erheblichen Einkommensabfluss ins Ausland. Zudem konnte die Expansion des Warenhandels 2011 die hohe Dynamik des Jahres 2010 nicht halten. Das Asiengeschäft deutscher Unternehmen war davon besonders betroffen. Im Exportwachstum behauptete diese Region gleichwohl ihren Vorsprung gegenüber dem Euro-Raum, während die Importe aus dem süd- und ostasiatischen Raum nach dem ausgesprochen kräftigen Plus im Jahr zuvor nicht nennenswert gestiegen sind. In Richtung der europäischen Staaten blieb der Importsog der deutschen Wirtschaft – mit Blick auf das Gesamtjahr – auf einem recht robusten Aufwärtstrend. Infolgedessen setzte sich der Abbau des deutschen Leistungsbilanzüberschusses gegenüber den übrigen Euro-Ländern erkennbar fort. Vom Höchststand im Jahr 2007 aus hat er sich nahezu halbiert.

Dem Leistungsbilanzüberschuss standen in der Zahlungsbilanz Netto-Kapitalexporte in Höhe von 162 Mrd € gegenüber. Dabei ist es aufgrund eines starken Zustroms von Zentralbankgeld aus dem Ausland erneut zu einem erheblichen Forderungsaufbau der Bundesbank innerhalb des Zahlungsverkehrssystems TARGET2 gekommen. Dieser spiegelt die anhaltenden Spannungen an den Finanzmärkten der Währungsunion sowie die Zahlungsbilanzungleichgewichte innerhalb des Euro-Raums wider. Daneben haben die Direktinvestitionen, die in der Regel von längerfristigen, strategischen Überlegungen abhängen, sowie Transaktionen mit Finanzderivaten zu den Netto-Kapitalexporten beigetragen. Im Wertpapierverkehr kam es – anders als in den Jahren 2009 und 2010 – dagegen per saldo zu Mittelzuflüssen. Hierin drückt sich vor allem die im Zuge der sich verschärfenden Staatsschuldenkrise zu beobachtende „Flucht in die Qualität“ aus, von der deutsche Titel besonders profitierten.

■ Leistungsverkehr

Grundtendenzen

Leistungsbilanzüberschuss 2011 gegenüber dem Vorjahr moderat abgenommen

Der Leistungsbilanzüberschuss hat 2011 gegenüber dem Vorjahr moderat um 3 Mrd € abgenommen. Mit knapp 148 Mrd € erzielte die deutsche Wirtschaft im Berichtsjahr per saldo ein Einkommen von 5¾% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) aus dem grenzüberschreitenden Güterverkehr sowie aus Transfers von Faktoreinkommen und Übertragungen. Damit fiel die Quote etwas niedriger aus als im Vorjahr (6%). Der Abbau des deutschen Leistungsbilanzüberschusses, der seinen letzten Spitzenwert unmittelbar vor Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise erreicht hatte, setzte sich graduell fort.

Handelsbilanz von gegenläufigen Mengen- und Preiseffekten beeinflusst

Die Handelsbilanz wies im Umfeld des kräftigen konjunkturellen Aufschwungs keine substanzielle Verbesserung auf. Die Ausfuhren wuchsen 2011 in realer Rechnung zwar erneut stärker als die Einfuhren. Gleichzeitig kam es jedoch zu einer markanten Verschlechterung des realen Austauschverhältnisses (Terms of Trade). Bezogen auf den Warenhandel belief sich der dadurch hervorgerufene Einkommensverlust auf annähernd 32 Mrd €. Die erhebliche Größenordnung des Effekts ist beispielsweise daran zu erkennen, dass er ziemlich genau dem in letzter Zeit verzeichneten jährlichen Fehlbetrag aus dem grenzüberschreitenden Reiseverkehr entspricht. In den Salden der Dienstleistungs-, Faktoreinkommens- und Übertragungsbilanz gab es gegenüber 2010 ebenfalls nur wenig Bewegung.

Überschussposition gegenüber den EWU-Ländern erneut gesunken

Der Aktivsaldo der Leistungsbilanz gegenüber dem restlichen Euro-Raum nahm 2011 wie in den beiden Vorjahren substanziell ab. Im Vergleich zum Höchststand im Jahr 2007 betrug er im Berichtsjahr mit fast 57 Mrd € nur noch gut die Hälfte davon. Dies lag im Wesentlichen daran, dass den EWU-Partnerländern der Import- und Export der deutschen Wirtschaft nach wie vor zuzugute kam. Gleichzeitig konnten die hiesigen Unternehmen aufgrund der schleppenden Kon-

junkturerholung in großen Teilen des Euro-Raums ihre Exporte dorthin vergleichsweise wenig steigern (zur längerfristigen Entwicklung des Leistungsverkehrs gegenüber den EWU-Partnerländern siehe die Erläuterungen auf den Seiten 18 ff.).

Warenströme und Handelsbilanz

Der Außenhandel der deutschen Wirtschaft hat 2011 nicht an das ausgesprochen hohe Expansionstempo des Vorjahres angeknüpft, als Aus- und Einfuhren jeweils um knapp ein Fünftel zugelegt hatten. Gleichwohl wuchsen die Warenexporte dem Wert nach mit 11½% kräftig gegenüber dem Vorjahr. Der Anstieg der Einfuhren fiel mit 13½% nominal sogar etwas höher aus. Davon dürfte allerdings mehr als die Hälfte preisbedingt gewesen sein, während bei den Ausfuhren lediglich ein Drittel des Wertzuwachses auf Preiseffekte zurückzuführen war. Trotz des Wachstumsvorsprungs der wertmäßigen Importe nahm der Aktivsaldo der Handelsbilanz als rechnerische Konsequenz davon, dass die Erlöse aus dem Warenexport die Gesamtausgaben für Importerzeugnisse erheblich übersteigen, im Berichtszeitraum um gut 3 Mrd € auf 158 Mrd € zu. Damit blieb er aber weiterhin deutlich unter dem Durchschnitt der Jahre 2006 bis 2008 (+177½ Mrd €).

Plus im Warenhandel nicht mehr so kräftig wie 2010

Das Verlaufsprofil des grenzüberschreitenden Warenverkehrs war nicht nur export-, sondern auch importseitig weitgehend von der globalen Konjunktur bestimmt, die in der zweiten Jahreshälfte 2011 erheblich an Schwung einbüßte. Im Welthandelsvolumen schlug sich der konjunkturelle Tempoverlust, der mit der starken Straffung der Geldpolitik in Schwellenländern und den realwirtschaftlichen Effekten erhöhter Unsicherheit wegen der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum zusammenhängt, deutlich nieder. Das Wachstum der wertmäßigen Warenexporte verlangsamte sich nach der Jahresmitte saisonbereinigt auf 2½% gegenüber der ersten Jahreshälfte, als es mit 5¾% noch mehr

Verlangsamung der Weltkonjunktur hierfür ursächlich

als doppelt so hoch ausgefallen war. Bei den Wareneinfuhren war die Abstufung zwischen der ersten und der zweiten Jahreshälfte mit 8¼% gegenüber 11½% noch ausgeprägter. In realer Rechnung dürften die Einfuhren zuletzt sogar leicht geschrumpft sein.

Vorleistungen und Investitionsgüter von Wachstumsabschwächung betroffen

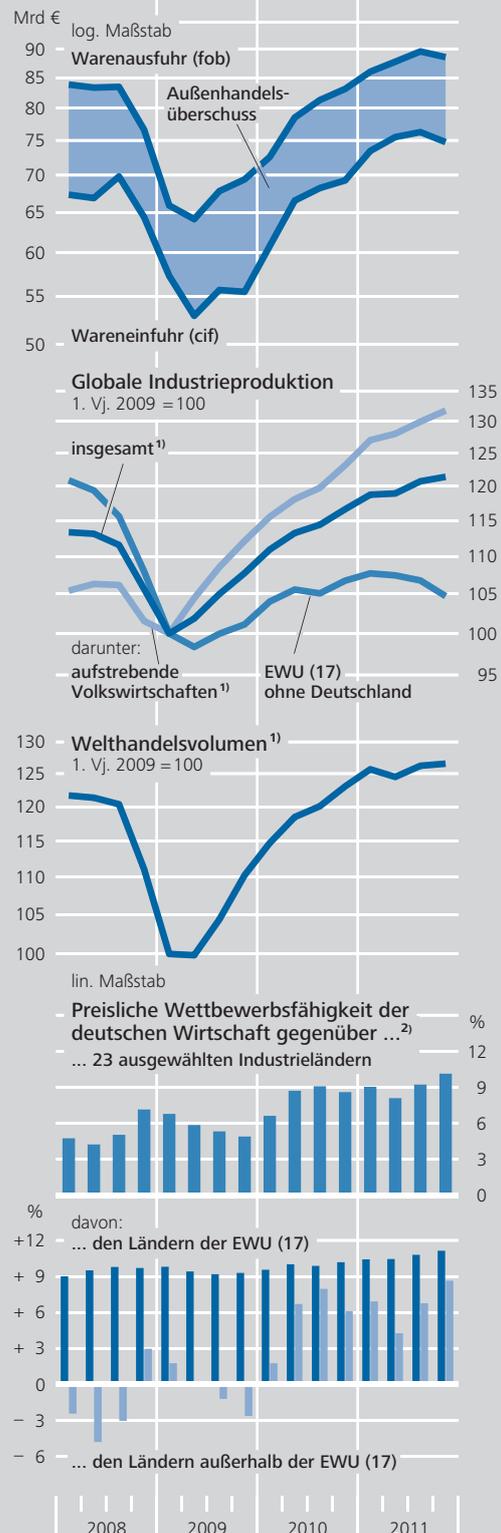
Die Abschwächung des globalen Wachstumstempos betraf die Exporteure von Vorleistungen und Investitionsgütern gleichermaßen. Mit einem Plus von rund einem Achtel wurden 2011 in beiden Sortimentsgruppen zwar erneut Absatzerfolge erzielt. An den außergewöhnlich hohen Zuwachs von jeweils einem Fünftel im Jahr zuvor reichte die Expansion aber nicht heran. Der Gesamtwert der Konsumgüterausfuhren stieg mit rund einem Zehntel dagegen etwas stärker als 2010. Auf der Einfuhrseite war die Wachstumsabstufung bei den Vorleistungen deutlich ausgeprägter als bei den Investitionsgütern. Die Steigerung des Gesamtwerts an eingeführten Rohmaterialien sowie Vor- und Zwischenprodukten halbierte sich im Berichtsjahr im Vergleich zu dem ausgesprochen kräftigen Plus von rund einem Drittel im Jahr 2010. Gleichwohl war sie noch höher als der Zuwachs bei den Investitionsgütern, der dem Wert nach gut ein Zehntel erreichte, nach einem Plus von einem Sechstel im Jahr davor. In realer Rechnung dürfte die Reihenfolge angesichts der beträchtlichen Teuerung von Vorleistungsgütern umgekehrt gewesen sein. Mit der weiteren allmählichen Entfaltung des privaten Verbrauchs hierzulande stand im Einklang, dass ausländische Hersteller von Konsumgütern 2011 ihren Umsatz in Deutschland mit einem Plus von einem Achtel stärker steigerten als 2010.

Tempoverlust bei Warenausfuhren in die asiatischen Märkte besonders markant

Im Regionalprofil des Außenhandels spiegelte sich recht markant wider, dass es ganz wesentlich die konjunkturelle Abschwächung in Asien, dem bisherigen Wachstumszentrum der Weltwirtschaft, gewesen ist, die dazu beitrug, dass das Auslandsgeschäft deutscher Unternehmen 2011 erheblich an Dynamik verlor. So kam es bei den Warenexporten nach China, in die neuen Industrieländer der Region ebenso wie in die süd- und ostasiatischen Schwellenländer

Der deutsche Außenhandel im internationalen Konjunktur- und Preisgefüge

vierteljährlich, saisonbereinigt



1 Quelle: Centraal Planbureau. 2 Auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes. Abweichung vom langfristigen Mittelwert (positiv = besser).
 Deutsche Bundesbank

Zum ausgedehnten Auf und Ab des Leistungsbilanzüberschusses Deutschlands gegenüber den EWU-Partnerländern zwischen 1999 und 2011

Der Leistungsbilanzsaldo gehört zum Indikatorenkatalog des makroökonomischen Überwachungsverfahrens der EU, das im vergangenen Jahr eingeführt wurde, um das Entstehen von Ungleichgewichten innerhalb und zwischen den europäischen Volkswirtschaften frühzeitig identifizieren zu können.¹⁾ Eine hohe Aktiv- oder Passivposition gegenüber den Partnerländern im Euro-Raum hat wirtschaftspolitisch einen besonderen Stellenwert, weil der Wechselkurs als Anpassungsinstrument nicht zur Verfügung steht. Vor diesem Hintergrund ist es erwähnenswert, dass sich der Leistungsbilanzüberschuss der deutschen Volkswirtschaft gegenüber den übrigen EWU-Ländern seit dem Höhepunkt von nahezu 108 Mrd € im Jahr 2007 erheblich verringert hat und 2011 knapp 57 Mrd € betrug.²⁾ Damit hat sich seit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise der Leistungsbilanzüberschuss, der in den Jahren davor – ausgehend von einer praktisch ausgeglichenen Position 1999 – aufgebaut wurde, fast zur Hälfte zurückgebildet.

In der Aufbauperiode von 1999 bis 2007 nahm der Leistungsbilanzsaldo Deutschlands gegenüber dem übrigen Euro-Raum im Durchschnitt um 12½ Mrd € pro Jahr zu. Davon entfielen rund drei Viertel auf den Zuwachs der Nettoeinnahmen aus dem grenzüberschreitenden Warenverkehr. Daneben war lediglich die Verbesserung der Einnahmen aus Vermögensanlagen im EWU-Ausland relativ zu den Ausgaben für entsprechende Engagements von EWU-Ausländern hierzulande quantitativ bedeutsam. Es ist bemerkenswert, dass die durchschnittliche jährliche Verringerung des Leistungsbilanzüberschusses seit 2008 nicht nur in derselben Größenordnung gelegen hat, sondern sich auch die Aufteilung der rechnerischen Beiträge der Handels- und Vermögenseinkommensbilanz praktisch nicht verschoben hat.³⁾

Der Aufbau der Überschussposition in der Leistungsbilanz zwischen 1999 und 2007 lässt

sich mit Blick auf den Warenverkehr gut mit den Unterschieden im Wachstumstempo und -profil innerhalb des Euro-Raums erklären. Angesichts der damaligen Schwäche der deutschen Binnenkonjunktur richteten hiesige Unternehmen den Fokus auf die Auslandsmärkte. Der übrige Euro-Raum versprach dabei ebenso wie zahlreiche andere Regionen häufig bessere Absatzchancen. Umgekehrt war für ausländische Firmen der deutsche Markt eher unattraktiv. Die jährliche Zunahme des Einnahmenüberschusses aus dem grenzüberschreitenden Warenverkehr wäre sogar um rund ein Fünftel höher ausgefallen, hätten sich die Einfuhrpreise im Durchschnitt nicht doppelt so stark erhöht wie die Ausfuhrpreise.

Der Zeitraum war überdies davon geprägt, dass deutsche Unternehmen ihre Ertragskraft auf das international von Investoren geforderte Niveau anhoben. Dies gelang unter anderem über Produktionsverlagerungen ins europäische Ausland mittels Direktinvestitionen und Beteiligungserwerb. Bis 2003 rentierte das im Euro-Raum insgesamt angelegte Vermögen der deutschen Volkswirtschaft aber nicht so gut wie ausländische Anlagen hierzulande. Für den Aufbau der Aktivposition in der Leistungsbilanz war von Bedeutung, dass sich die Verluste der Vermögenseinkommensbilanz – bei nur wenig veränderter Nettovermögens-

¹ Vgl. dazu z. B.: Deutsche Bundesbank, Die außenwirtschaftliche Position Deutschlands vor dem Hintergrund zunehmender wirtschaftspolitischer Überwachung, Monatsbericht, Oktober 2011, S. 41 ff.

² Die Untersuchung basiert einheitlich auf Zahlen für den Euro-Raum in seiner derzeitigen Abgrenzung, d. h. EWU (17).

³ Die mehrjährige Durchschnittsbildung legt die Grundtendenzen in den Teilbilanzen und ihren strukturellen Einfluss auf die Bewegung des Gesamtsaldos im Leistungsverkehr offen. Die Betrachtung lässt allerdings außer Acht, dass der Beitrag der Nettovermögenserträge von Jahr zu Jahr nicht nur beachtlich schwankte, sondern häufig auch Vorzeichenwechseln unterlag. In abgestufter Form gilt dies auch für die anderen Komponenten des unsichtbaren Leistungsverkehrs, während die Saldenbewegungen im Warenverkehr recht stetig waren.

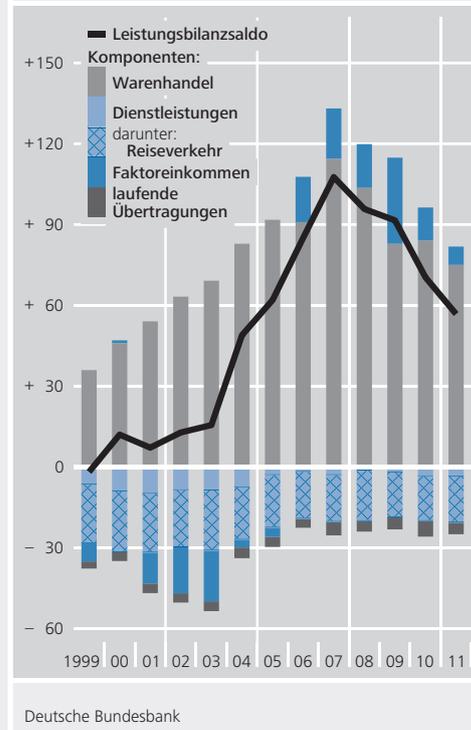
position – ab 2004 kontinuierlich verringerten und 2006/2007 bereits ein Plus zu Buche stand.

Die Abbauphase seit 2008 erstreckt sich nicht nur über eine sehr ausgeprägte zyklische Ab- und Aufwärtsbewegung, sondern schließt auch den Zeitpunkt ein, in dem die deutsche Volkswirtschaft zum konjunkturellen Impulsgeber des gesamten Euro-Raums wurde. Nach dem Ende des letzten Aufschwungs im ersten Quartal 2008 kam es zunächst zu einer starken Saldenkorrektur im Warenverkehr. Bis Mitte 2009 verringerte sich der Handelsüberschuss der deutschen Wirtschaft gegenüber dem restlichen Euro-Raum um rund ein Drittel. Zusätzlich zum Einbruch des Welthandels infolge des Lehman-Schocks, welcher Deutschland unter den EWU-Staaten am härtesten traf, spielten dabei Maßnahmen der Konjunkturstabilisierung, die über die hiesige Binnennachfrage auch auf die Partnerländer ausstrahlten, eine Rolle.⁴⁾ Dass sich die Terms of Trade in der Rezessionsperiode vorübergehend substantiell verbesserten, bremste 2009 die Rückführung des Handelsbilanzüberschusses, die sich aus der mengenmäßigen Entwicklung ergeben hätte, um drei Zehntel ab.

Mit der kräftigen Belebung der weltweiten Handelsaktivitäten nach der Jahresmitte 2009 erholte sich auch der Warenverkehr deutscher Unternehmen mit Kunden aus dem EWU-Ausland. Ein Teil der rezessionsbedingten Verluste im Einnahmenüberschuss aus dem Handel mit den Partnerländern wurde recht schnell wettgemacht. Im weiteren Verlauf wirkte sich dämpfend auf den Saldo aus, dass die deutsche Wirtschaft ein deutlich höheres Erholungstempo anschlug als der Rest des Euro-Raums. Ein Importsog ging vor allem davon aus, dass europäische Zulieferfirmen an den erneuten deutschen Absatzerfolgen insbesondere auf den stark expandierenden asiatischen Märkten partizipierten. Hinzu kam, dass hierzulande die Nachfrage nach Investitionsgütern einschließlich Kfz, die ebenfalls einen hohen Importgehalt aufweisen, deutlich angesprungen ist. Einen eher kleinen Beitrag leisteten demgegenüber konsumnahe Waren- und Dienstleistungsimporte. Insgesamt könnte seit

Der Saldo im Leistungsverkehr mit den anderen EWU-Ländern

in Mrd €



Beginn der Erholung Mitte 2009 der Wachstumsvorsprung Deutschlands, der auf das Jahr hochgerechnet im Durchschnitt immerhin 2¼ Prozentpunkte betrug, den anderen EWU-Ländern schätzungsweise ein zusätzliches Exportvolumen von etwa 12 Mrd € pro Jahr eingebracht haben.⁵⁾ Umgekehrt konnte die deutsche Wirtschaft in großen Teilen des Euro-Raums aufgrund der dort schleppenden Konjunktorentwicklung nicht mehr an die Ex-

⁴ Einen wahrnehmbaren Einfluss hatte z. B. die Abwrackprämie, die in der ersten Jahreshälfte 2009 den Import von Klein- und Mittelklassewagen stimulierte.

⁵ Grundlage der Berechnungen ist ein hypothetisches Alternativszenario, in dem die deutsche Wirtschaft seit Mitte 2009 im gleichen Tempo gewachsen wäre wie der Euro-Raum ohne Deutschland. Dabei ist berücksichtigt, dass ein flacherer BIP-Pfad sowohl den Vorleistungsbedarf als auch das Wachstumsprofil der inländischen Verwendung verändert hätte. Mit Blick auf die Handelswirkungen ist dies wegen der Unterschiede im Importgehalt der Nachfragekomponenten quantitativ bedeutsam. Vgl. dazu: Deutsche Bundesbank, Zur Übertragung und regionalen Verteilung konjunktureller Impulse der deutschen Wirtschaft in Europa, Monatsbericht, März 2011, S. 24 f.

porterfolge im letzten Aufschwung anschließen.

Das im EWU-Ausland angelegte Vermögen der deutschen Wirtschaft hat seit 2008 um mehr als ein Viertel zugenommen, während es in der entsprechenden Passivposition lediglich ein geringfügiges Plus gegeben hat. Trotz der beträchtlichen Verschiebung des Anlagevolumens hat der substanzielle Renditeabfall auf Auslandsengagements dazu geführt, dass sich der Überschuss der Vermögenseinkommensbilanz wieder deutlich reduzierte.⁶⁾ Im Unterschied dazu sind die Ausgaben für Verbindlichkeiten gegenüber EWU-Ausländern mit Ausnahme des Jahres 2009 recht stabil geblieben.

Alles in allem zeigt sich, dass die ausgeprägten Bewegungen in der Leistungsbilanzposition Deutschlands gegenüber den EWU-Partnern auf eine Vielzahl wirtschaftlicher Prozesse und Mechanismen zurückzuführen sind, die in ihrem komplexen Zusammenspiel nicht

nur Konjunktur und Außenhandel berühren, sondern über grenzüberschreitende Anlageentscheidungen und deren Erträge auch Wechselwirkungen mit der finanziellen Sphäre beinhalten. Der Saldo im Leistungsverkehr wird mittel- bis langfristig von den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen beeinflusst, einer direkten und zudem zeitnah wirkenden politischen Steuerung ist er hingegen weitgehend entzogen.

⁶ Der Renditerückgang erstreckte sich auf alle Anlageformen. So kam es bei der Verzinsung von Krediten fast zu einer Halbierung zwischen 2007 und 2011. Außerdem erbrachte im Ausland investiertes Beteiligungskapital, das sich 2006 und 2007 ausgesprochen gut rentiert hatte, in den vergangenen beiden Jahren weitaus weniger Ertrag.

dazu, dass sich die Zuwachsrate im Vergleich zu 2010 mehr als halbierte.¹⁾ Das China-Geschäft nahm bezüglich der Dynamik erstmals seit Jahren nicht mehr die Spitzenposition ein. Die höchste Steigerung verbuchte diesmal der Absatz auf dem russischen Markt. Während die Ausfuhren nach Japan und Indien wie 2010 einen überdurchschnittlichen Zuwachs aufwiesen, lag das Plus bei den Lieferungen in die übrigen süd- und ostasiatischen Industrie- und Schwellenländer etwa gleichauf mit dem Exportwachstum in die EWU-Partnerländer. Ein recht hohes Wachstumstempo hielten trotz gewisser Abschwächung die Exporte in die mittel- und osteuropäischen EU-Nachbarstaaten, die der Tendenz nach seit Jahren als Absatzmärkte an Bedeutung gewinnen, sowie die Ausfuhren in die traditionellen EU-Handelspartner im Norden und Westen Europas und in die Schweiz. Überdurchschnittlich entwickelte sich auch die Zunahme der Exporte in die USA. Zum Teil kam in diesen Ländern die Konjunktur wieder besser

in Tritt beziehungsweise gingen belebende Effekte von der Abwertung des Euro aus.

Bei den Einfuhren gewannen die europäischen Handelspartner etwas an Gewicht. Während die EU-Staaten, die nicht dem Euro-Raum angehören, bezüglich der Importzunahme im Berichtszeitraum besser als der Länderdurchschnitt abschnitten, erreichten die EWU-Partnerländer insgesamt gerade diese Referenz. Dies galt auch für die Schweiz, deren Exporteure im Deutschland-Geschäft offensichtlich erhebliche Margenverluste in Kauf nahmen, um die etablierten Handelsbeziehungen aufrecht

Importsog der deutschen Wirtschaft etwas mehr nach Europa verlagert

¹ Mit Blick auf die Handelsbeziehungen der deutschen Wirtschaft mit den Ländern Süd- und Ostasiens werden neben China und Japan zwei Ländergruppen betrachtet. Es handelt sich zum einen um die neuen Industrieländer Asiens (Hongkong, Singapur, Südkorea, Taiwan) und zum anderen um die süd- und ostasiatischen Schwellenländer. Dies kommt der vom IWF vorgenommenen Sortierung der Länder dieser Region sehr nahe. Ein Unterschied besteht lediglich darin, dass Indien zusammen mit den ASEAN5-Ländern Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand und Vietnam eine Gruppe bildet.

zu erhalten. Die Einfuhren aus Übersee verloren hingegen erheblich an Schwung. Im Fall der USA reduzierte sich das Plus um mehr als die Hälfte. Aus dem asiatischen Raum wurden im Berichtszeitraum nur wenig mehr Güter eingeführt als 2010. Der fulminante Erholungsprozess, der weit über die krisenbedingten Rückgänge hinausgegangen war, stoppte mit Blick auf die Einfuhren aus China und die neuen Industrieländer Asiens 2011 recht abrupt. Nicht ganz so ausgeprägt war die Bremsbewegung bei den Importen aus süd- und ostasiatischen Schwellenländern. Dass die Lieferungen der japanischen Wirtschaft nach Deutschland im Berichtszeitraum ebenfalls deutlich weniger stark gestiegen sind als ein Jahr davor, hat wohl auch an den erheblichen Produktionsausfällen gelegen, welche die dortigen Unternehmen im Anschluss an die Naturkatastrophen im vorigen März hinnehmen mussten.

Die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen im Einzelnen

Fehlbetrag in der Dienstleistungsbilanz kaum reduziert

Die Expansion des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs büßte 2011 an Schwung ein. So sind die Einnahmen mit 3½% im Berichtszeitraum nur noch knapp halb so stark gestiegen wie 2010, während die Ausgaben mit 4¾% nur wenig langsamer wuchsen als im Vorjahr. Wie im Warenhandel war hierfür die Verlangsamung der Weltkonjunktur ausschlaggebend, die den Austausch unternehmensnaher Dienstleistungen dämpfte. Demgegenüber wurde 2011 die ohnehin schon hohe Dynamik bei den grenzüberschreitenden Finanz- und Versicherungsdienstleistungen nochmals übertroffen, während der Reiseverkehr den Niveauverlust infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise nun allmählich überwindet. Die Dienstleistungsbilanz wies 2011 insgesamt einen Fehlbetrag von 6½ Mrd € auf, nach einem Passivsaldo von 4¼ Mrd € im Jahr zuvor. Damit hat sich im Berichtsjahr der seit zehn Jahren anhaltende Rückgang des Defizits – 2001 lag es noch bei 50 Mrd € – nicht weiter fortgesetzt.

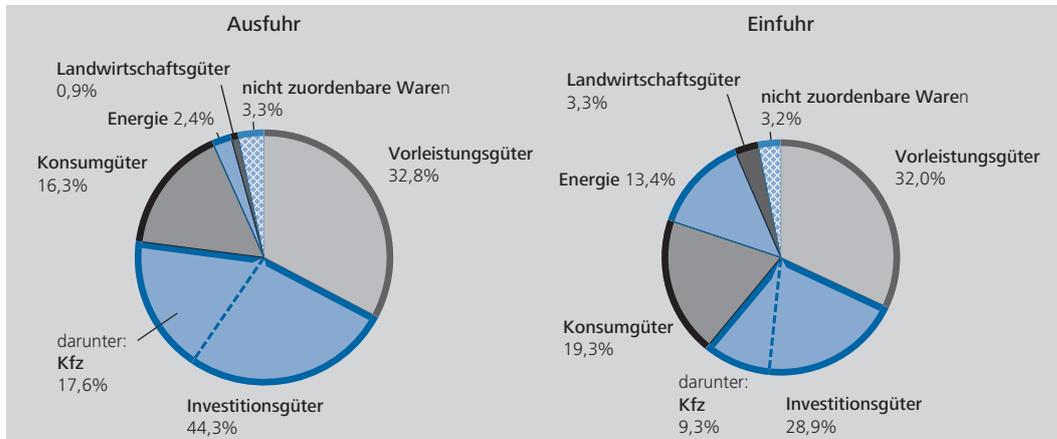
Außenhandel nach Regionen

in %

Ländergruppe/Land	Anteile		Veränderung gegenüber Vorjahr	
	2011	2009	2010	2011
Ausfuhr				
EWU (17)	39,7	- 18,4	12,9	8,4
übrige EU	19,5	- 22,1	16,5	13,0
darunter:				
Großbritannien	6,2	- 17,0	10,2	11,4
Mittel- und osteuropäische EU-Länder (7) ¹⁾	9,9	- 25,6	20,3	15,2
Schweiz	4,5	- 9,0	17,3	14,5
Russland	3,2	- 36,2	27,8	30,5
USA	7,0	- 23,9	20,6	12,4
Japan	1,4	- 14,6	20,9	15,0
Neue Industrieländer Asiens ²⁾	2,9	- 10,7	33,4	8,6
China	6,1	9,4	44,3	20,4
Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾	2,2	- 7,8	24,0	12,5
OPEC	2,4	- 12,6	13,7	- 2,2
Alle Länder	100,0	- 18,4	18,5	11,4
Einfuhr				
EWU (17)	37,7	- 18,0	16,0	13,4
übrige EU	18,6	- 16,4	18,6	16,3
darunter:				
Großbritannien	5,0	- 22,1	16,9	18,4
Mittel- und osteuropäische EU-Länder (7) ¹⁾	10,7	- 12,6	21,2	16,4
Schweiz	4,1	- 10,2	15,7	13,4
Russland	4,5	- 32,1	26,4	27,4
USA	5,4	- 15,5	15,2	6,7
Japan	2,6	- 18,1	18,6	4,8
Neue Industrieländer Asiens ²⁾	2,5	- 16,4	41,3	- 5,9
China	8,8	- 6,8	36,3	2,5
Süd- und ostasiatische Schwellenländer ³⁾	3,1	- 8,6	31,9	12,8
OPEC	1,4	- 42,0	19,4	33,2
Alle Länder	100,0	- 17,5	19,9	13,2

¹ Bulgarien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Tschechische Republik, Ungarn. ² Hongkong, Singapur, Südkorea, Taiwan. ³ Indien, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand, Vietnam.
 Deutsche Bundesbank

Außenhandel nach ausgewählten Gütergruppen im Jahr 2011



Abweichungen von 100% sind rundungsbedingt.
 Deutsche Bundesbank

Geringe Verschiebungen in den industriellen Positionen der Dienstleistungsbilanz

Die Einnahmen und Ausgaben aus dem internationalen Warentransport verblieben 2011 auf dem Niveau des Vorjahres, nachdem sie sich 2010 von dem krisenbedingten Einbruch ausgesprochen zügig erholt hatten. Hierin spiegelt sich wider, dass die Industriekonjunktur als Schrittmacher einer Vielzahl unternehmensnaher Dienstleistungen im Berichtszeitraum an den Schwung des Vorjahres nicht mehr anknüpfen konnte. Der Effekt des grenzüberschreitenden Fracht- und Speditionsgeschäfts auf die Dienstleistungsbilanz war aufgrund der recht gleichförmigen Entwicklung der Zahlungsströme unbedeutend. Dies galt allerdings nicht für den Saldo der Transiterträge, der sich 2011 um 2 1/2 Mrd € verbesserte, nach einem Plus von 3 1/4 Mrd € im Jahr zuvor. Hierbei handelt es sich um Nettoeinkommen aus Handelsgeschäften hiesiger Unternehmen, deren Waren nicht über deutsches Zollgebiet transferiert worden sind.

Neue Tendenzen bei den Auslandsaktivitäten deutscher Bauunternehmen ...

Die kräftige Zunahme der inländischen Bau nachfrage führte dazu, dass die hiesigen Bauunternehmen ihre Produktionskapazitäten wieder vermehrt im Inland einsetzten. So nahmen die Einnahmen deutscher Firmen für Bauleistungen, Montagen und Ausbesserungen aus dem Auslandsgeschäft in den vergangenen Jahren auf 8 3/4 Mrd € ab, nachdem sie bis 2008 auf 10 3/4 Mrd € angeschwollen waren. Spiegel-

bildlich dazu entwickelten sich in den vergangenen Jahren die Ausgaben für entsprechende Leistungen ausländischer Firmen. Allerdings fielen sie mit 1 Mrd € weiterhin kaum ins Gewicht, was belegt, dass sich das Engagement ausländischer Baufirmen in Deutschland nach wie vor in Grenzen hält. Offensichtlich mangelt es diesen an einem Netz ortsansässiger Lieferanten und Subunternehmen, die für die Umsetzung von Bauvorhaben von wesentlicher Bedeutung sind.²⁾

Beim Blick auf die grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungen fällt zum einen die sehr kräftige Belebung der Einnahmen (+ 10 1/4%) und besonders der Ausgaben (+ 27%) im Berichtsjahr auf. Zum anderen ist bemerkenswert, dass der Überschuss aus internationalen Finanzgeschäften 2011 mit 3 3/4 Mrd € das in den drei Vorjahren erreichte hohe Niveau nahezu gehalten hat. Seit Ausbruch der Finanzkrise haben

... und beim grenzüberschreitenden Bankgeschäft

² In der Dienstleistungsbilanz werden den Einnahmen deutscher Firmen aus Bauleistungen im Ausland auch die Ausgaben für Wareneinkäufe und Leistungen von Subunternehmen vor Ort in einer eigenen Kategorie gegenübergestellt. Diese gingen von 2008 bis 2011 fast im Gleichschritt von 7 Mrd € auf 4 3/4 Mrd € zurück, sodass sich an den Nettoeinnahmen deutscher Bauunternehmen kaum etwas änderte. Umgekehrt werden den Ausgaben für Leistungen ausländischer Baufirmen in Deutschland die Einnahmen deutscher Lieferanten und Unterauftragnehmer gegenübergestellt, die jedoch eine kaum wahrnehmbare Größenordnung aufweisen.

Bankprovisionen per saldo durchschnittlich 4 Mrd € pro Jahr zum Leistungsbilanzüberschuss beigesteuert, während sich der Beitrag zwischen 1999 und 2007 im Mittel lediglich auf jährlich 1½ Mrd € belaufen hatte.

*Reiseverkehrs-
ausgaben ins-
gesamt noch
weit unter Vor-
krisenniveau ...*

Die Reisetätigkeit der inländischen Wohnbevölkerung ins Ausland, die 2010 als Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise insgesamt noch sehr verhalten gewesen war, hat im Berichtsjahr spürbar zugenommen (+ 2¾%). Dabei blieb die Ausgabensteigerung bei Geschäftsreisen mit 1¾% allerdings unterdurchschnittlich, nachdem es 2010 einen Zuwachs um gut ein Zehntel gegeben hatte. Im Privatreiseverkehr nahmen die Ausgaben 2011 um rund 3% zu. Dies ist vor dem Hintergrund, dass es nach dem fünfprozentigen Rückgang 2009 im Folgejahr keine Verbesserung gegeben hatte, als eine deutliche Hinwendung zu Urlaubsreisen im Ausland zu werten.³⁾

*... bei allerdings
differenziertem
Regionalprofil*

Von den höheren Ausgaben deutscher Touristen haben die meisten Reiseziele profitiert, wengleich es in Einzelfällen aufgrund politischer Ereignisse sowie markanter Wechselkursbewegungen erhebliche Verschiebungen gab. So haben sich die Reiseausgaben deutscher Urlauber in Nordafrika um mehr als ein Viertel verringert, wovon insbesondere Ägypten betroffen war. In den Mittelmeeranrainern der EU (ohne Frankreich, inklusive Portugal) haben Inländer im Berichtsjahr zwar 6% mehr Geld als 2010 gelassen; das Vorkrisenniveau wurde dort jedoch bei Weitem noch nicht erreicht. Griechenland nahm in dieser Ländergruppe mit einem Plus von mehr als einem Fünftel beim Jahreszuwachs eine herausgehobene Stellung ein. Dabei ist allerdings in Rechnung zu stellen, dass sich die Ausgaben der Touristen aus Deutschland seit Beitritt des Landes zur Währungsunion erheblich verringert hatten. Die Aufwendungen bei Aufenthalten in südosteuropäischen Urlaubszielen wie Kroatien, Bulgarien und der Türkei haben bereits wieder ein recht hohes Niveau erreicht. Dass die Reiseausgaben der hiesigen Wohnbevölkerung in der Schweiz 2011 um 9% sanken, dürfte im

Wesentlichen darauf zurückzuführen sein, dass durch die starke Aufwertung des Schweizer Franken der Urlauberstrom dorthin abebbte. Hiervon profitierten wohl entsprechende Reiseziele in Österreich (+ 4¾%). Fernreisen nach Amerika und Asien waren 2011 ebenfalls beliebter als im Jahr davor.

Das Geschäft hiesiger Beherbergungsbetriebe und Gaststätten mit Gebietsfremden, das aufgrund des höheren Anteils gewerblich bedingter Reisetätigkeit auf konjunkturelle Einflüsse generell stärker reagiert als der umgekehrte Strom der Reiseverkehrsbilanz, belebte sich im Berichtszeitraum mit 6¾% etwas stärker als ein Jahr zuvor. Der bisherige Spitzenwert aus dem Jahr 2008 wurde übertroffen. Insgesamt veränderte sich das Defizit im Reiseverkehr nicht und verblieb 2011 bei knapp 33 Mrd €.

*Reiseverkehrs-
einnahmen
deutlich belebt*

Die grenzüberschreitenden Faktoreinkommensströme haben aufgrund erheblich gestiegener Transfers von Vermögenserträgen sowohl auf der Einnahmen- wie auf der Ausgabenseite kräftig zugenommen. Die Erträge aus dem deutschen Auslandsvermögen haben 2011 erstmals seit drei Jahren wieder deutlich zugelegt (+ 8¾%). Dieser Zuwachs entstand aus stark gestiegenen Einnahmen der Direktinvestitionen wie auch dem grenzüberschreitenden Kreditgeschäft (nähere Erläuterungen zu den Kapitalerträgen und Bewertungseffekten grenzüberschreitender Direktinvestitionen finden sich auf den Seiten 24 ff.). Die Erträge aus Wertpapieranlagen erhöhten sich dagegen nicht. Die entsprechenden Zahlungen inländischer Akteure an ausländische Investoren nahmen mit + 13½% noch kräftiger zu als die Ströme in umgekehrter Richtung, wobei die Zunahme über alle Anlagekategorien breit angelegt war. Als Konsequenz des hohen Nettoauslandsvermögens der deutschen Volkswirtschaft ergibt sich in der Position der Vermögenseinkommen

*Vermögensein-
kommensströme
stark gestiegen*

³ Gleichwohl profitiert auch Deutschland von einer Tendenz zum Urlaub im eigenen Land bereits seit Mitte des letzten Jahrzehnts, wie sich der Beherbergungsstatistik entnehmen lässt. Nach einem Plus von 2% im Jahr 2010 erhöhten sich die Übernachtungszahlen 2011 um 3¼%.

Kapitalerträge und Bewertungseffekte grenzüberschreitender Direktinvestitionen

Den nationalen Außenwirtschaftsstatistiken kommt innerhalb der EU eine wachsende Bedeutung zu. Als wichtige Indikatoren wurden der Leistungsbilanzsaldo und das Nettoauslandsvermögen in das kürzlich beschlossene makroökonomische Überwachungsverfahren einbezogen.¹⁾ Die damit einhergehenden erhöhten Anforderungen an die Analyse ihrer Bestimmungsfaktoren sowie die Qualität der statistischen Ergebnisse sollen exemplarisch im Rahmen einer Renditeanalyse für grenzüberschreitende Direktinvestitionen dargestellt werden. Diese haben im Zuge der Globalisierung einen besonderen Stellenwert erlangt und ihre Messung ist von hoher Komplexität.

Messkonzept und Datenbasis

Für die Berechnung der Renditen auf Direktinvestitionen werden erzielte Erträge zu den entsprechenden Vermögensbeständen der Vorperiode ins Verhältnis gesetzt. Der methodischen Untergliederung des Auslandsvermögensstatus und der Zahlungsbilanz folgend, kann die laufende Kapitalrendite aus Vermögenseinkommen (Cashflow-Rendite) unterschieden werden von einer Bewertungs- (Preis-) Rendite. Die Bewertungsrendite enthält eine Marktpreiskomponente, die den Effekt von Veränderungen der Aktien- und Anleihekurse aufnimmt. Bei Forderungen beziehungsweise Verbindlichkeiten in Fremdwährung fällt überdies ein Wechselkurseffekt an. Die so ermittelten Renditesätze liefern Anhaltspunkte für die Erklärung von Leistungsbilanzsalden und die Dynamik von Nettoauslandspositionen. Gleichzeitig ermöglichen sie Aussagen über die interne Konsistenz der Außenwirtschaftsstatistiken.

Die laufenden Kapitalerträge grenzüberschreitender Direktinvestitionen²⁾ werden darüber hinaus in Gewinne aus Beteiligungskapital und Zinsen für Direktinvesti-

tionskredite unterschieden. Während sich die Erträge des Beteiligungskapitals ihrerseits aus ausgeschütteten und reinvestierten Gewinnanteilen zusammensetzen, lassen sich die Zinserträge zwischen solchen auf normale Kredite und jenen auf sogenannte reverse Kredite differenzieren. Normale Direktinvestitionskredite bestehen in der Bereitstellung finanzieller Mittel durch den Investor an das Direktinvestitionsobjekt. Bei reversen Direktinvestitionskrediten erfolgt die Kreditvergabe in die entgegengesetzte Richtung – zumeist auf dem Wege der Verschuldung der Muttergesellschaft bei eigens für diesen Zweck gegründeten Finanzierungstöchtern. Die Renditen auf Direktinvestitionen werden – aufgegliedert nach ihren verschiedenen Komponenten – für beide Anlagerichtungen getrennt berechnet (Bruttomethode). Damit sind Vergleiche zwischen den Renditen (laufende Kapitalerträge und Preisrendite) deutscher Direktinvestitionen im Ausland und ausländischer Direktinvestitionen in Deutschland möglich.

Empirische Befunde zu den Renditen aus Direktinvestitionen

Im Untersuchungszeitraum von 2000 bis 2010³⁾ erwirtschafteten deutsche Direktinvestoren auf ihr in Form von Beteiligungskapital gehaltenes Auslandsvermögen eine durchschnittliche laufende Rendite in Höhe von 5½%. Die Ausschüttungsrendite be-

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die außenwirtschaftliche Position Deutschlands vor dem Hintergrund zunehmender wirtschaftspolitischer Überwachung, Monatsbericht, Oktober 2011, S. 41 ff.

2 Zur Definition der statistischen Konzepte der Direktinvestitionen einschl. resultierender Kapitalerträge vgl.: OECD (2008), Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, 4th edition sowie die methodischen Erläuterungen in: Deutsche Bundesbank, Direktinvestitionen laut Zahlungsbilanzstatistik, April 2011.

3 Die Daten entsprechen: Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanzstatistik, Statistisches Beiheft 3 zum Monatsbericht, Februar 2012.

wegte sich in einer engen Bandbreite und entsprach mit einem relativ konstanten Ausschüttungsvolumen einer mittleren Ausschüttungsquote von rund 80%. Deutlich stärker schwankte dementsprechend die Reinvestitionsrendite; hier waren – bedingt durch die sich verschlechternde Ertragslage bei unverändert hohen Ausschüttungen – zeitweise auch Vermögensverluste zu verzeichnen.

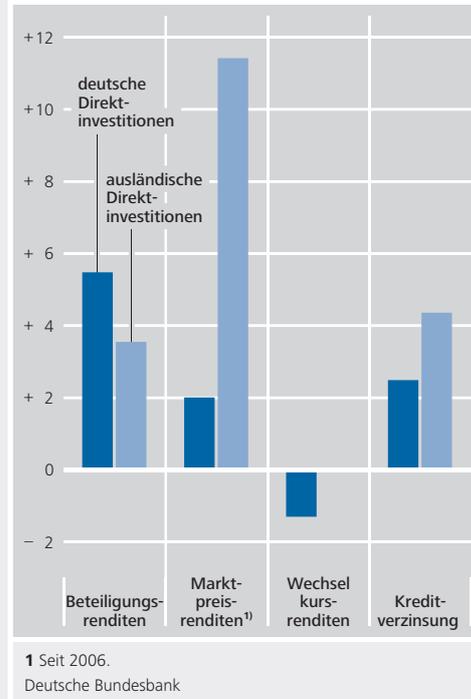
Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland erzielten seit 2000 eine mittlere Beteiligungsrendite von 3½%. Dabei überschritten die Ausschüttungen gelegentlich die Beteiligungserträge und so ergab sich – bei einem insgesamt volatilen Verlauf – eine im Mittel leicht negative Reinvestitionsrendite. Insbesondere in den Rezessionsjahren 2001/2002 sowie 2008 kam es im Aggregat zu ungedeckten Verlusten, die eine Form der Rückführung von Beteiligungskapital darstellen. In sektoraler Betrachtung wird erkennbar, dass im Jahr 2008 hiervon besonders monetäre Finanzinstitute aufgrund ihres hohen Liquiditätsbedarfs bei steigender Risikoaversion Gebrauch machten.

Der Marktpreiseffekt auf die Bestände des börsennotierten Beteiligungskapitals ausländischer Direktinvestitionen im Inland wirkte sich seit dem ersten Erhebungsjahr 2006 mit Ausnahme des Jahres 2008 wertschöpfend aus. Hierin spiegelt sich im Wesentlichen die Kursentwicklung des DAX im betrachteten Zeitraum wider. Demgegenüber entwickelten sich die deutschen Aktivbestände im Großen und Ganzen wertmäßig schlechter. Die im internationalen Vergleich günstigere Entwicklung des DAX wirkte sich damit – isoliert betrachtet – dämpfend auf das deutsche Nettoauslandsvermögen aus.

Der wechselkursbestimmte Teil der Rendite des deutschen Beteiligungskapitals wurde weitgehend von der Kursentwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar und dem britischen Pfund Sterling beeinflusst, da der

Kapitalerträge und Bewertungseffekte grenzüberschreitender Direktinvestitionen

Durchschnittliche Rendite 2000 bis 2010 in %



Großteil der deutschen Beteiligungen außerhalb der EWU auf die Vereinigten Staaten sowie Großbritannien entfällt. Ein insgesamt negativer Wechselkurseffekt lässt sich dementsprechend in Phasen der Euro-Aufwertung gegenüber dem US-Dollar beziehungsweise britischem Pfund Sterling (2002 bis 2004, 2006 bis 2008) beobachten, während in Phasen der Euro-Abwertung gegenüber diesen Währungen (2005, 2010; mit Abstrichen auch 2001 und 2009) ein positiver Wechselkurseffekt zu Buche schlug. Von einem Jahr auf das andere führten Wechselkursbewegungen mitunter zu sehr deutlichen Bewertungseffekten, die von -7% des deutschen Beteiligungskapitals im Jahr 2002 bis +9¼% im Jahr 2005 reichten. Im Einklang mit dem vergleichsweise hohen Globalisierungsgrad der deutschen Banken über Auslandsstöchter an den großen Finanzplätzen New York und London, waren monetäre Finanzinstitute hiervon in der Regel etwas stärker betroffen als Wirtschaftsunternehmen.

Für die Verzinsung deutscher Kreditforderungen gegenüber verbundenen Unternehmen im Ausland ergibt die Auswertung der Jahresdaten seit 2000 einen ungewichteten Mittelwert von 2½%. Der implizite Zinssatz variierte dabei auf niedrigem Niveau zwischen 1% und 4½%. Auf die im Direktinvestitionsverbund bestehenden ausländischen Forderungen gegenüber Deutschland zahlten hiesige Unternehmen in den vergangenen zehn Jahren einen durchschnittlichen Zinssatz von 4¼%. Dieser bewegte sich in einer Bandbreite von 3½% bis 5¾%. Auffällig ist, dass deutsche Schuldner auf konzerninterne Kreditpositionen kontinuierlich einen signifikant höheren Zinssatz zahlten als ausländische Schuldner an deutsche konzerninterne Gläubiger.⁴⁾

Die Verzinsung normaler Kredite im Direktinvestitionsverbund lag im Beobachtungszeitraum bei durchschnittlich rund 2½% und wies keine nennenswerten Unterschiede zwischen deutschen und ausländischen Direktinvestitionen auf. Eine deutlichere Spreizung zeigte sich hingegen bei der Verzinsung reverser Kreditpositionen. Forderungsbestände deutscher Tochterunternehmen gegenüber ihren ausländischen Eignern wurden im Mittel seit 2002 mit weniger als 2% verzinst. Demgegenüber leisteten deutsche Direktinvestoren an ihre ausländischen Investitionsobjekte auf reverse Kreditverbindlichkeiten Zinszahlungen von durchschnittlich 6½%. Dieser reverse Zinssatz deutscher Direktinvestoren lag in den vergangenen Jahren durchweg über 5% und bei bis zu 8¼%. Ausschlaggebend hierfür waren die Beziehungen deutscher Konzernzentralen zu ausländischen Finanzierungstöchtern, die überwiegend in EWU-Ländern mit besonderen Steuerregelungen ansässig sind⁵⁾. Zwischen 2000 und 2010 wurden drei Viertel aller deutschen Zinsausgaben auf reverse Direktinvestitionskredite an solche speziellen Einheiten gezahlt. So lag im Jahr 2010 der implizite Zinssatz auf reverse Kreditverbindlichkeiten deutscher Direktinvestoren gegen-

über ihren (mehrheitlich Finanzierungs-) Töchtern in den Niederlanden bei 9¾%.

Die vorangegangene Analyse verdeutlicht die heterogene Entwicklung in der Rentabilität der verschiedenen Komponenten der Direktinvestitionen. Konzeptionell spielen Bewertungseffekte und die damit verbundenen Vermögensrisiken, die aus den international engen finanziellen Verflechtungen der deutschen Volkswirtschaft erwachsen, eine wichtige Rolle. Besonders groß ist der Einfluss von Effekten, in denen sich auch das Finanzierungsverhalten der Direktinvestoren widerspiegelt. So lässt sich für deutsche Beteiligungen im Ausland eine höhere laufende Beteiligungsrendite beobachten als für ausländische Direktinvestitionen in Deutschland, wobei ausländische Direktinvestoren deutlich höhere Ausschüttungsquoten präferieren. Im Gegensatz dazu werden deutsche Kreditforderungen im Direktinvestitionsverbund niedriger verzinst als entsprechende Verbindlichkeiten. Insbesondere für die Verschuldung deutscher Direktinvestoren bei ihren Finanzierungstöchtern in einzelnen Ländern der EWU wird dieses – für eine intensiverte wirtschafts- und fiskalpolitische Koordination potenziell relevante – Zinsgefälle sichtbar.

⁴ Für diese Berechnung wurden die normalen und die reversen Bestände an grenzüberschreitenden Forderungen (Verbindlichkeiten) inländischer verbundener Unternehmen jeweils zusammen betrachtet (Asset-Liability-Principle). Die dargestellten Zinssätze ergeben sich als ungewichtete Durchschnitte aus den Zinssätzen auf normale und reverse Kredite.

⁵ Zu den steuerlichen Gründen der Konzernfinanzierung über in einzelnen Ländern der EWU ansässige Finanzierungstöchter vgl.: Deutsche Bundesbank, Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2007, Monatsbericht, Januar 2009, S. 33 ff. Zur These des konzerninternen Kreditverkehrs als Medium zur Minimierung der globalen Steueraufwendungen (Verrechnungspreissetzung) in multinationalen Unternehmen vgl.: OECD (2007), Tax Effects on Foreign Direct Investment; und OECD (2010), Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations.

seit Jahren ein Einnahmeüberschuss, der im Berichtszeitraum mit fast 47 Mrd € allerdings um rund 1¾ Mrd € geringer ausfiel als ein Jahr zuvor. Bei den grenzüberschreitenden Erwerbseinkommen, die im Vergleich zu den Vermögenseinkommenstransfers eine untergeordnete Rolle spielen, gab es demgegenüber nur geringe Veränderungen gegenüber dem Vorjahr.

Fehlbetrag bei den laufenden Übertragungen reduziert

Die laufenden Übertragungen an das Ausland blieben 2011 mit rund 53½ Mrd € etwas unterhalb des Vorjahrsniveaus, nach einer Zunahme um ein Zehntel im Jahr 2010. Die entsprechenden Transfers aus ausländischen Quellen an inländische Adressaten nahmen um ein Sechstel auf 20 Mrd € zu, nachdem sie ein Jahr zuvor quasi unverändert geblieben waren. Der Zuwachs entfiel ganz überwiegend auf höhere Nettoeinnahmen aus Steuertransfers, die damit den Vorkrisenstand übertrafen. Infolgedessen reduzierte sich das entsprechende Defizit 2011 um 4¾ Mrd € auf 33½ Mrd €, nachdem es 2010 um etwa diesen Betrag gestiegen war. Ungefähr drei Fünftel des Fehlbetrags wurden von den öffentlichen Haushalten getragen. Dahinter stehen vor allem Nettoüberweisungen an den EU-Haushalt, die im Berichtsjahr geringfügig gefallen sind.

■ Kapitalverkehr

Kapitalverkehr

Der Leistungsbilanzüberschuss spiegelt sich in Netto-Kapitalexporten in Höhe von 162 Mrd € wider. Ausschlaggebend war ein starker Zustrom an Zentralbankgeld aus dem Ausland, der sich in einem erheblichen Forderungsaufbau (Kapitalexport) der Bundesbank innerhalb des Zahlungsverkehrssystems TARGET2 niedergeschlagen hat. Darin kommen die anhaltenden Spannungen an den Finanzmärkten sowie die Zahlungsbilanzungleichgewichte innerhalb des Euro-Raums zum Ausdruck. Daneben haben die Direktinvestitionen (10 Mrd €) sowie Transaktionen mit Finanzderivaten (28½ Mrd €) zu den Mittelabflüssen beigetragen. Im Wertpapierverkehr kam es – anders als in den Jah-

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2009 ¹⁾	2010 ¹⁾	2011 ¹⁾
I. Leistungsbilanz			
1. Außenhandel ¹⁾			
Ausfuhr (fob)	803,3	952,0	1 060,0
Einfuhr (cif)	664,6	797,1	901,9
Saldo	+ 138,7	+ 154,9	+ 158,1
Ergänzungen zum Außenhandel ²⁾	- 15,1	- 11,6	- 18,9
2. Dienstleistungen (Saldo)	- 8,0	- 4,3	- 6,5
darunter:			
Reiseverkehr (Saldo)	- 33,3	- 32,8	- 32,7
3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Saldo)	+ 58,1	+ 49,9	+ 48,4
darunter:			
Vermögenseinkommen (Saldo)	+ 57,4	+ 48,5	+ 46,8
4. Laufende Übertragungen (Saldo)	- 33,2	- 38,2	- 33,5
Saldo der Leistungsbilanz	+ 140,6	+ 150,7	+ 147,7
II. Saldo der Vermögensübertragungen ³⁾	+ 0,0	- 0,6	+ 0,6
III. Kapitalbilanz ⁴⁾			
1. Direktinvestitionen	- 36,9	- 47,2	- 10,0
2. Wertpapiere	- 81,1	- 127,7	+ 37,0
3. Finanzderivate	+ 11,3	- 17,9	- 28,7
4. Übriger Kapitalverkehr ⁵⁾	- 52,0	+ 47,0	- 157,4
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) ⁶⁾	+ 3,2	- 1,6	- 2,8
Saldo der Kapitalbilanz	- 155,4	- 147,4	- 161,9
IV. Saldo der statistisch nicht aufliegenderbaren Transaktionen (Restposten)	+ 14,9	- 2,6	+ 13,6

¹ Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). ² Unter anderem Lagerverkehr auf inländische Rechnung und Absetzung der Rückwaren. ³ Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. ⁴ Netto-Kapitalexport: -. Vgl. zum Kapitalverkehr im Einzelnen Tabelle auf S. 29. ⁵ Enthält Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen. ⁶ Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

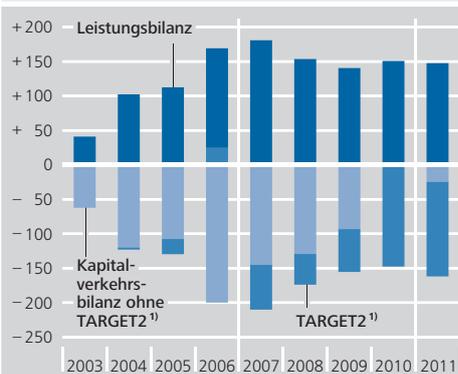
Leistungsverkehr, Kapitalverkehr und TARGET2

Deutschland verzeichnet – nach Leistungsbilanzdefiziten im Gefolge der Wiedervereinigung – seit 2002 kontinuierlich Leistungsbilanzüberschüsse. Diese sind bis zum Beginn der Finanzkrise kräftig gestiegen; sie erreichten 2007 mit 181 Mrd € einen Höchststand. Seitdem haben sie sich, nach dem krisenbedingtem Rückgang im Jahr 2008, bei rund 150 Mrd € eingependelt. Den Leistungsbilanzüberschüssen standen zunächst ebenfalls wachsende Netto-Kapitalexporte meist privater Finanzmarktteilnehmer gegenüber. Seit Beginn der Finanzkrise haben die privaten Netto-Kapitalexporte¹⁾ Deutschlands von Jahr zu Jahr abgenommen. Eine Ursache hierfür war das Bestreben deutscher Banken, ihre Bilanzsummen und damit auch ihre grenzüberschreitend gehaltenen Forderungen zurückzuführen. Außerdem stellten hiesige Unternehmen und Privatpersonen dem Ausland zuletzt ebenfalls weniger Finanzmittel zur Verfügung. Hinzu kamen ausgeprägte („Safe haven“-) Zuflüsse im Wertpapierverkehr. Im Ergebnis übertrafen die Wertpapieranlagen Gebietsfremder in Deutschland im Jahr 2011 die deutschen Wertpapieranlagen im Ausland.

In den Peripherieländern wurden die ausbleibenden privatwirtschaftlichen Finanzierungsströme weitgehend durch die Inanspruchnahme von Refinanzierungskrediten bei den nationalen Notenbanken ersetzt. Das so entstandene Zentralbankgeld floss über das Zahlungsverkehrssystem TARGET2 aus diesen Ländern – unter anderem nach Deutschland – ab. Im Ergebnis sind die TARGET2-Forderungen der Bundesbank gegenüber der Europäischen Zentralbank erheblich gestiegen; sie betragen Ende 2011 rund 463 Mrd €. In der deutschen Zahlungsbilanz wird eine Zunahme der TARGET2-Forderungen der Bundesbank als

Deutsche Leistungs- und Kapitalverkehrsbilanz

in Mrd €



¹ Netto-Kapitalexporte: –.
Deutsche Bundesbank

Kapitalexport erfasst. Damit „ersetzt“ dieser Kapitalexport via TARGET2 in der Krise mehr und mehr die privaten Netto-Kapitalexporte (siehe oben stehendes Schaubild).

Die eigentliche Ursache der veränderten Finanzströme liegt aber nicht in der Konstruktion des Zahlungsverkehrssystems selbst, sondern in der krisenbedingt ausgeweiteten Bereitstellung von Liquidität, auch gegen weniger werthaltige Sicherheiten. Das Eurosystem ermöglicht hiermit eine geordnete Rückführung binnen- und außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte in den von der Krise betroffenen Ländern und trägt zur Stabilisierung des Finanzsystems bei. Soweit durch die öffentlichen Krisenmaßnahmen die marktlichen Anpassungsprozesse gedämpft beziehungsweise gestreckt werden, ist es umso dringlicher, dass in den betreffenden Ländern die notwendigen Konsolidierungsmaßnahmen und Strukturreformen entschlossen angegangen und fortgesetzt werden.

¹ Netto-Kapitalexporte ohne Transaktionen im Zahlungsverkehrssystem TARGET2.

ren 2009 und 2010 – dagegen zu Netto-Kapitalimporten (37 Mrd €).

Einflussfaktoren auf den Kapitalverkehr

Wesentliche Bestimmungsfaktoren der Finanzströme waren die Staatsschuldenkrise in einigen Ländern des Euro-Raums sowie die Erwartungen der Marktteilnehmer über die wirtschaftlichen Aussichten in den verschiedenen Volkswirtschaften. So überwog insbesondere ab Mitte des vergangenen Jahres die Besorgnis, dass die weltwirtschaftlichen Aufschwungkräfte stark nachlassen würden. Das Hauptaugenmerk der Marktteilnehmer richtete sich damit auch auf die Staatshaushalte einiger hoch verschuldeter Länder der Währungsunion, deren Konjunkturperspektiven sich besonders verdunkelten und deren fiskalpolitische Stabilität als fragil wahrgenommen wurde. Vor diesem Hintergrund stuften Ratingagenturen die Kreditwürdigkeit einer Vielzahl öffentlicher und privater Schuldner herab. In der Folge gerieten Anleihepreise selbst von Emittenten aus Kernländern der Währungsunion unter Druck, und die Notierungen auf den Aktienmärkten, besonders von finanziellen Unternehmen, gaben deutlich nach. Gleichzeitig setzte eine Fluchtbewegung in qualitativ hochwertige Vermögenswerte ein, in deren Folge die Renditen von Bundesanleihen auf ein Rekordtief fielen. Erst gegen Ende des vergangenen Jahres begann sich die Lage etwas zu festigen. Stützend wirkten hier die Gipfelbeschlüsse der Staats- und Regierungschefs der EU, die Ankündigungen der Regierungen Italiens und Spaniens, Konsolidierungsmaßnahmen zu ergreifen, sowie das Bündel an geldpolitischen Maßnahmen der Notenbanken der großen Währungsräume.

Wertpapierverkehr

Umschwung im Wertpapierverkehr

Im Wertpapierverkehr für sich genommen zeigte sich die Krisendynamik zunächst einmal in dem weiterhin vergleichsweise geringen Umsatzvolumen. So wurden im Jahr 2011 grenzüberschreitend gut 20% weniger Mittel neu angelegt oder liquidiert als im Vorkrisenjahr 2007. Zudem kam es in den Wertpapierströ-

Kapitalverkehr

Mrd €; Netto-Kapitalexport: –

Position	2009 ¹⁾	2010 ¹⁾	2011 ¹⁾
1. Direktinvestitionen	– 36,9	– 47,2	– 10,0
Deutsche Anlagen im Ausland	– 54,3	– 82,5	– 39,1
Ausländische Anlagen im Inland	+ 17,4	+ 35,4	+ 29,1
2. Wertpapiere	– 81,1	– 127,7	+ 37,0
Deutsche Anlagen im Ausland	– 76,8	– 173,8	– 25,2
Aktien	– 2,4	– 1,2	+ 2,2
Investmentzertifikate	– 4,3	– 22,4	– 0,1
Anleihen ¹⁾	– 83,4	– 156,2	– 22,3
Geldmarktpapiere	+ 13,3	+ 6,1	– 4,9
Ausländische Anlagen im Inland	– 4,2	+ 46,1	+ 62,3
Aktien	+ 3,6	– 4,7	– 2,8
Investmentzertifikate	+ 11,7	+ 2,6	+ 7,7
Anleihen ¹⁾	– 70,1	+ 57,8	+ 48,7
Geldmarktpapiere	+ 50,5	– 9,5	+ 8,7
3. Finanzderivate ²⁾	+ 11,3	– 17,9	– 28,7
4. Übriger Kapitalverkehr ³⁾	– 52,0	+ 47,0	– 157,4
Montäre Finanzinstitute ⁴⁾	+ 61,5	+ 214,9	– 51,5
langfristig	+ 1,8	+ 72,0	– 30,2
kurzfristig	+ 59,8	+ 142,9	– 21,3
Unternehmen und Privatpersonen	– 25,2	– 56,3	– 1,0
langfristig	– 21,2	– 46,8	– 6,7
kurzfristig	– 4,0	– 9,5	+ 5,7
Staat	– 5,3	+ 30,5	+ 1,2
langfristig	– 4,7	– 52,7	+ 6,6
kurzfristig	– 0,6	+ 83,2	– 5,4
Bundesbank	– 83,0	– 142,1	– 106,1
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: –) ⁵⁾	+ 3,2	– 1,6	– 2,8
Saldo der Kapitalbilanz	– 155,4	– 147,4	– 161,9

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

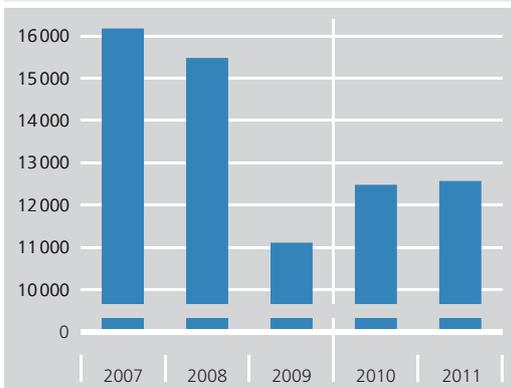
Deutsche Bundesbank

men zu einem deutlichen Umschwung in Höhe von 164½ Mrd €. Im Ergebnis verzeichnete Deutschland 2011 Netto-Kapitalimporte von 37 Mrd €. Diese starke Veränderung ist auch dann noch beachtlich, wenn man bedenkt, dass im Jahr zuvor die Kapitalexporte in hohem Maße von gebietsansässigen, öffentlichen Abwicklungsanstalten beeinflusst worden waren, die zuvor im Ausland gehaltene Wertpapiere von in Schieflage geratenen deutschen Geldinstituten übernahmen.⁴⁾

⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2010, Monatsbericht, März 2011, S. 28 f.

Umsätze^{*)} im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr Deutschlands

in Mrd €



* Summe der Käufe und Verkäufe deutscher und ausländischer Wertpapiere.
 Deutsche Bundesbank

Ausländische Anlagen in inländischen öffentlichen Schuldverschreibungen, ...

Ausländische Investoren engagierten sich im Jahr 2011 mit 62½ Mrd € so stark in heimischen Wertpapieren wie seit 2007 nicht mehr. Es waren allerdings fast ausschließlich öffentliche Schuldverschreibungen, die ausländische Vermögensbesitzer in ihre Portfolios genommen haben. Sie erwarben im Berichtszeitraum für netto 68½ Mrd € Anleihen des Bundes (verglichen mit 77½ Mrd € und 27½ Mrd € in den beiden Jahren davor). Bei Nettoemissionen von lediglich 34½ Mrd € wurde ein Großteil des grenzüberschreitenden Erwerbs durch Verkäufe aus Beständen inländischer Anleger gedeckt. In der starken Nachfrage des Auslands nach deutschen Titeln kommt deren Rolle als sicherer Hafen in Krisenzeiten zum Ausdruck, die sich im Zuge der Rating-Herabstufungen vieler ausländischer öffentlicher Emittenten nochmals gefestigt hat. Spiegelbildlich zu der „Überschussnachfrage“ aus dem Ausland haben sich die Renditen von Bundesanleihen entwickelt. Die Rendite der zehnjährigen Benchmark-Anleihe des Bundes fiel im Jahr 2011 zwischenzeitlich auf ein Rekordtief von unter 1,7%.

... in inländischen privaten Schuldverschreibungen, ...

Private Anleihen mit einer Ursprungslaufzeit von über einem Jahr haben ausländische Anleger hingegen wie schon in den Jahren zuvor per saldo abgegeben (20 Mrd €). Zwar befinden sich auch hiesige Kreditinstitute in einer

Phase der Neuorientierung. Der Rückfluss geht aber in erster Linie auf strukturelle Gründe zurück und ist nicht als ein Misstrauenszeichen des Auslands gegenüber deutschen Geldhäusern zu werten. So verringerte sich im Berichtszeitraum – dem Trend der letzten Jahre folgend – der Umlauf von im Inland emittierten Anleihen von Kreditinstituten um 47 Mrd €. Vor allem das ausstehende Volumen von öffentlichen Pfandbriefen geht aufgrund hoher Tilgungen seit Jahren zurück.

Vermindert wurde das Mittelaufkommen in Deutschland zudem durch eine geringe Auslandsnachfrage nach strukturierten Produkten, sogenannten „Zertifikaten“ und Optionsscheinen. So überwogen im abgelaufenen Jahr auch bei dieser Anlageform die Tilgungen.⁵⁾ Das lag zum einen daran, dass komplexe Finanzprodukte in dem schwierigen Finanzmarktumfeld generell gemieden wurden. Von der Absatzseite her betrachtet mag zudem eine Rolle gespielt haben, dass die Banken in Deutschland nicht zuletzt aufgrund wachsender Einlagen im Inlandsgeschäft überwiegend in einer komfortablen Liquiditätsposition waren und daher auch das Auflegen von strukturierten Wertpapieren etwas drosselten.

Heimische Geldmarktpapiere stießen hingegen auf Interesse bei internationalen Anlegern (8½ Mrd €). Allerdings differenzierten diese – ähnlich wie bei Anleihen – deutlich zwischen öffentlichen und privaten Emittenten. So wurden Geldmarktpapiere des Bundes in dem angespannten Marktumfeld zum Teil sehr stark nachgefragt. Private Emissionen wurden hingegen von ausländischen Investoren per saldo verkauft.

... in inländischen Geldmarktpapieren und ...

Die politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten haben auch ihre Spuren an den inter-

⁵ Solche komplexen Finanzmarktprodukte werden zwar in erster Linie für deutsche Privatinvestoren außerhalb des Finanzsektors in Deutschland „produziert“ und wären insofern nicht zahlungsbilanzrelevant. Da aber zwischengeschaltete Intermediäre häufig im Ausland ansässig sind, kommt es zu meldepflichtigen Kapitalströmen. Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, März 2008, S. 26 f.

... in inländischen Aktien und Investmentzertifikaten

nationalen Aktienmärkten hinterlassen. So verzeichnete der marktweite CDAX im Jahresverlauf von 2011 einen Verlust von 17%. Ausländische Investoren waren wohl angesichts dieser Kursverluste nicht bereit, ihr Engagement in deutschen Aktien zu vertiefen und zogen auf das Jahr gesehen per saldo Mittel vom hiesigen Aktienmarkt ab (3 Mrd €). Die indirekte Mittelanlage in Wertpapieren über Investmentzertifikate deutscher Fondsgesellschaften hat sich hingegen wieder belebt. Mit gut 7½ Mrd € hat die hiesige Fondsbranche so viele Anteilscheine an das Ausland verkauft wie seit 2009 nicht mehr.

Inländische Anlagen in ausländischen öffentlichen Schuldverschreibungen, ...

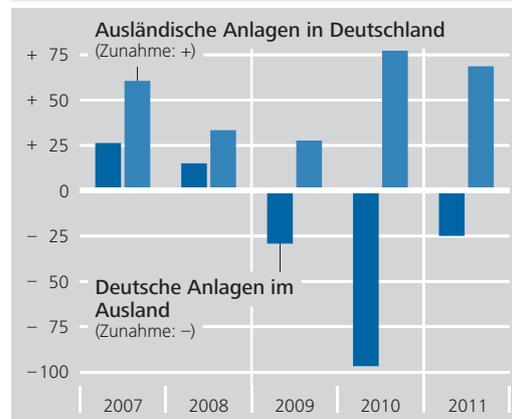
In umgekehrter Richtung des Wertpapierverkehrs, also bei den deutschen Anlagen im Ausland, lässt sich die Vorsicht der Investoren ebenfalls ablesen. Dies gilt insbesondere für die Märkte von zinstragenden Papieren. Alles in allem war die Nachfrage deutscher Anleger nach Wertpapieren aus dem Ausland stark rückläufig und betrug 2011 gut 25 Mrd €, nach 174 Mrd € im Jahr davor. Allerdings waren im Jahr 2010 die privaten Transaktionen von den erwähnten Übertragungen von Wertpapieren auf die Abwicklungsanstalten dominiert gewesen. Öffentliche Erwerber spielten aber auch im Jahr 2011 eine bedeutende Rolle. So gingen die grenzüberschreitend erworbenen, auf Euro lautenden Schuldverschreibungen ausschließlich auf Käufe zurück, die die Bundesbank im Rahmen der vom Eurosystem aufgelegten Wertpapierprogramme getätigt hat. Private Akteure in Deutschland reagierten auf die ungünstigen Nachrichten aus einigen EWU-Ländern überwiegend mit Verkäufen von Schuldverschreibungen. Insgesamt gesehen haben sie Anleihen der Programmländer Griechenland, Portugal und Irland für zusammen 19½ Mrd € abgegeben. Auch spanische und italienische Schuldverschreibungen wurden vom hiesigen Privatsektor per saldo veräußert.

... in Fremdwährungsanleihen und ...

Dagegen haben inländische Anleger Fremdwährungsanleihen für 3 Mrd € erworben. Die Emissionen waren weitgehend in US-Dollar (1½ Mrd €), in Australischen Dollar (1 Mrd €)

Wertpapierverkehr mit öffentlichen Anleihen

in Mrd €



Deutsche Bundesbank

und Kanadischen Dollar (½ Mrd €) denominated. Die Mittel flossen – netto betrachtet – ausschließlich Schuldner mit Sitz außerhalb der Währungsunion zu.

Angesichts von Kursverlusten an vielen Börsen lösten inländische Anleger 2011 grenzüberschreitende Aktienengagements im Wert von gut 2 Mrd € auf. Der Schwerpunkt der Verkäufe lag bei Aktien aus Ländern des Euro-Raums. Zu einer leichten Gegenbewegung kam es durch Kapitalströme an die Börsenplätze, an denen die Kursentwicklung positiver verlief als im Euro-Raum. So erwarben inländische Investoren beispielsweise dividendentragende Papiere aus den USA, wo der US-amerikanische Index S&P 500 das Jahr 2011 nahezu unverändert beendet hat. Ihre Bestände an ausländischen Investmentfondsanteilen ließen inländische Sparer per saldo nahezu unverändert. Auch hier mag die hohe Verunsicherung der Anleger eine Rolle gespielt haben.

Zu Netto-Kapitalexporten kam es 2011 darüber hinaus im Bereich der Finanzderivate (28½ Mrd €). Wie in den Vorjahren waren es zum Teil Gegengeschäfte zu Zertifikaten, die das Ergebnis bestimmten. Zudem zeichneten Zahlungen aus Swap- und Futuregeschäften für die Abflüsse verantwortlich.

... in ausländischen Aktien und Investmentzertifikaten

Netto-Kapitalexporte bei den Finanzderivaten

Direktinvestitionen

Direktinvestitionen weltweit ...

Im Bereich der Direktinvestitionen, denen – wie erwähnt – überwiegend eher längerfristig orientierte, strategische Entscheidungen zugrunde liegen, machten sich die Anspannungen an den Finanzmärkten weit weniger stark bemerkbar als im Wertpapierverkehr. Dies gilt insbesondere für die weltweiten Direktinvestitionszuflüsse, die im vergangenen Jahr nach Schätzungen der UNCTAD gegenüber 2010 um etwa ein Sechstel zugenommen haben und sich auf rund 1½ Billionen US-\$ beliefen.⁶⁾ Dabei verteilte sich der Zustrom breit auf alle Ländergruppen. Auf die Schwellen- und Entwicklungsländer entfiel, wie schon im Vorjahr, rund die Hälfte der Direktinvestitionen. Sie erfolgten dort weitgehend in Form sogenannter „greenfield“-Investitionen, also dem Aufbau neuer Standorte „auf der grünen Wiese“. In die Industrieländer hingegen flossen die Mittel zu einem großen Teil im Rahmen von Fusionen und Übernahmen. Nach den Analysen der UNCTAD schlugen sich darin auch Umstrukturierungen multinational operierender Unternehmen in Europa nieder.

... und in Deutschland

Die grenzüberschreitenden Aktivitäten deutscher Unternehmen im Ausland und die gebietsfremder Firmen in Deutschland haben im Berichtsjahr zwar ebenfalls zugenommen, aber weniger stark als im Jahr davor.⁷⁾ Alles in allem führten die Direktinvestitionen in und aus Deutschland 2011 zu Netto-Kapitalexporten in Höhe von 10 Mrd €.

Deutsche Direktinvestitionen im Ausland

Maßgeblich für die Entwicklung waren die Transaktionen hiesiger Unternehmen. Sie stellten ihren Auslandsniederlassungen insgesamt 39 Mrd € zur Verfügung, und damit deutlich weniger als 2010 (82½ Mrd €). Dabei spielten Mittelzuführungen in Form von Beteiligungskapital (20 Mrd €) und reinvestierte Gewinne (30 Mrd €) eine wesentliche Rolle. Über den konzerninternen Kreditverkehr zogen deutsche Konzernmütter hingegen Mittel aus dem Ausland ab (11 Mrd €). Dies erfolgte per saldo aus-

schließlich über die Aufnahme kurzfristiger Finanzkredite bei ausländischen Töchtern.⁸⁾

Mit 24½ Mrd € floss der größte Teil der deutschen Direktinvestitionen in die Schwellen- und Entwicklungsländer. Aber auch Industrieländer waren mit 14½ Mrd € wichtige Investitionsstandorte für deutsche Firmen. Bemerkenswert hoch waren die deutschen Direktinvestitionen 2011 mit 10½ Mrd € in China, 7½ Mrd € in den Vereinigten Staaten und 6 Mrd € in Österreich. Während zu letzteren eine größere Einzeltransaktion im Automobilsektor beigetragen hat, waren im Falle Chinas hohe reinvestierte Gewinne der dort erfolgreichen Unternehmen ausschlaggebend. Für die USA war, neben ebenfalls hoher Reinvestitionen, ein deutlicher Anstieg bei den Kapitalbeteiligungen zu verzeichnen, wobei die Zuführung von Dotationskapital von deutschen Banken an ihre dortigen Niederlassungen eine größere Rolle spielte. Eine Analyse nach Wirtschaftszweigen ist derzeit nicht aussagekräftig, da die zum Teil noch auf Schätzungen beruhenden reinvestierten Gewinne, welche den größten Anteil ausmachen, einzelnen Branchen nicht zugeordnet werden können.

Regionale und sektorale Struktur

Gebietsfremde Unternehmen weiteten ihre Direktinvestitionen in Deutschland 2011 um 29 Mrd € und damit fast so stark aus wie im Jahr davor (35½ Mrd €). Dabei setzten sie vorwiegend auf kurzfristige Finanzkredite im Rahmen des konzerninternen Kreditverkehrs (14½ Mrd €). Daneben stellten sie ihren hiesigen Niederlassungen Beteiligungskapital bereit (5 Mrd €) und reinvestierten hierzulande erzielte Gewinne (6 Mrd €).

Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland

Die Mittel kamen vorwiegend aus europäischen Ländern, darunter aus der Schweiz (6 Mrd €),

⁶ Vgl.: **United Nations Conference on Trade and Development**, Global Investment Monitor No 8, 24. Januar 2012.

⁷ Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Direktinvestitionen und Finanzierungsbeschränkungen vor und während der Finanzkrise, Monatsbericht, Dezember 2011, S. 64.

⁸ Diesen Finanzkrediten liegen häufig Wertpapieremissionen von Finanzierungsgesellschaften deutscher Unternehmen an den internationalen Kapitalmärkten zugrunde.

*Regionale und
sektorale
Struktur*

Belgien (5 Mrd €) und Österreich (4 Mrd €). Ziele der ausländischen Investoren waren unter anderem Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes, darunter vor allem der Chemischen Industrie (6½ Mrd €). Der größte Teil aber entfiel mit 15 Mrd € auf Beteiligungsgesellschaften in Deutschland, die für viele ausländische Investoren eine Art Brückenkopffunktion ausüben. Aussagen über das letztliche Ziel der Investition und damit den eigentlichen Wirtschaftszweig lassen sich hier nicht treffen.

menden Einlagen privater Nichtbanken aus diesen Ländern bei Banken in Deutschland niederschlagen würde, ist in den vorliegenden Daten nicht zu erkennen.¹⁰⁾

Aufseiten der Bundesbank kam es zu Netto-Kapitalexporten in Höhe von 106 Mrd €. Ausschlaggebend waren Transaktionen im Zahlungsverkehrssystem TARGET2. Hier erfolgte vor allem mit der Zuspitzung der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum in der zweiten Jahreshälfte 2011 ein deutlicher Anstieg der Forderungen gegenüber der Europäischen Zentralbank. Im Gesamtjahr erhöhten sich die TARGET2-Forderungen der Bundesbank um 137½ Mrd € (2010: 148 Mrd €); sie lagen damit zum Jahresende bei 463 Mrd €. Gegenläufig wirkten sich die Guthaben Gebietsfremder bei der Bundesbank aus, die im Berichtszeitraum um 32 Mrd € gestiegen sind. Dabei handelte es sich vor allem um kurzfristig „geparkte“ Einlagen von Zentralbanken und internationalen Organisationen außerhalb des Euro-Währungsgebiets.

Bundesbank

Übriger Kapitalverkehr

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

Der übrige Kapitalverkehr, welcher sowohl Finanz- und Handelskredite (soweit sie nicht den Direktinvestitionen zuzurechnen sind) als auch Bankguthaben und sonstige Anlagen umfasst, verzeichnete im Jahr 2011 Netto-Kapitalexporte in Höhe von 157½ Mrd €.

In den zunehmenden TARGET2-Salden kommen die anhaltenden Anspannungen im Finanzsystem sowie die Zahlungsbilanzungleichgewichte innerhalb des Euro-Raums zum Ausdruck. Ein Teil der – überwiegend von Privaten getätigten – grenzüberschreitenden Transaktionen hätte ohne die massive Liquiditätsbereitstellung des Eurosystems vor allem in den Peripherieländern der Währungsunion zweifellos nicht oder nur zu ungünstigeren Konditionen vorgenommen werden können, was abrupte Anpassungsprozesse mit entsprechenden volkswirtschaftlichen Kosten ausgelöst hätte. Auf Dauer ist dies allerdings keine tragfähige Situation. Wesentlich ist es daher, verloren ge-

Nichtbanken

Die Transaktionen der Nichtbanken waren im Berichtsjahr nahezu ausgeglichen. Während bei staatlichen Stellen gut 1 Mrd € aufkam, führten die Dispositionen der Unternehmen und Privatpersonen zu Mittelabflüssen von 1 Mrd €.

Kreditinstitute

Maßgeblich für die Netto-Kapitalexporte im übrigen Kapitalverkehr war im vergangenen Jahr somit das Bankensystem. Dies war zum Teil auf die Fortsetzung des grenzüberschreitenden Entschuldungsprozesses bei hiesigen Banken zurückzuführen. Infolgedessen verminderten sich die unverbrieften Verbindlichkeiten deutscher Institute gegenüber ausländischen Kreditgebern um insgesamt 93½ Mrd €, wobei die Rückführung kurzfristiger Finanzkredite die entscheidende Rolle spielte.⁹⁾ Andererseits reduzierten deutsche Banken auch ihre (unverbrieften) Auslandsforderungen deutlich (um 45½ Mrd €). Auch hier wurden vor allem kurzfristige Kredite gegenüber ausländischen Kontrahenten abgebaut. Alles in allem flossen bei den Kreditinstituten damit 51½ Mrd € ab. Eine „Kapitalflucht“ in größerem Umfang aus Peripherieländern der Währungsunion nach Deutschland, welche sich in deutlich zuneh-

⁹ Die grenzüberschreitenden Wertpapiertransaktionen wurden bereits im Abschnitt Wertpapierverkehr behandelt.

¹⁰ Die Einlagen privater Nichtbanken aus anderen EWWU-Staaten bei Banken in Deutschland stiegen 2011 um 1 Mrd €. Für die Länder Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien sind sie insgesamt um 1½ Mrd € zurückgegangen, wobei das Ergebnis maßgeblich durch die Rückführung irischer Einlagen bei deutschen Banken (–3½ Mrd €) geprägt war.

gangenes Vertrauen in Banken mit Liquiditätsproblemen wiederherzustellen. Zudem müssen die Länder, die den Zugang zu den Kapitalmärkten verloren haben, ihre strukturellen Defizite beheben und ihre Wettbewerbsfähigkeit stärken, um damit letztlich ihre öffentlichen Finanzen und ihre Leistungsbilanzsituation zu verbessern und so für privates Kapital wieder attraktiv zu werden.¹¹⁾

Währungsreserven

Transaktionen ... Die transaktionsbedingten Veränderungen der Währungsreserven bilden in der Zahlungsbilanz eine eigene Position. Im Jahr 2011 kam es hier zu einem Anstieg um knapp 3 Mrd €. Dieser war per saldo ausschließlich auf eine Veränderung der Reserveposition beim Internationalen Währungsfonds (IWF) zurückzuführen.

Stärker zu Buche geschlagen haben die gemäß den internationalen Standards nicht in der Zahlungsbilanz erfassten bilanziellen Anpassungen. Hier waren, wie im Vorjahr, deutliche Wertzuwächse durch die übliche Neubewertung der Währungsreserven zu Marktpreisen zu verzeichnen (19½ Mrd €). Mit 17½ Mrd € entfiel der größte Teil davon auf Bewertungsgewinne beim Gold. Aber auch die Devisenreserven (1½ Mrd €) und die Reserveposition beim IWF (½ Mrd €) konnten Zugewinne verbuchen. Alles in allem stiegen die deutschen Währungsreserven in bilanzieller Betrachtung 2011 um 22½ Mrd €; sie lagen zum Bilanzstichtag am 31. Dezember 2011 damit bei 184½ Mrd €.

*... und
bilanzielle
Anpassungen*

¹¹ Zur Problematik der TARGET2-Salden im Eurosystem Vgl.: Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2011, S. 52 ff.