

Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2001

Die deutliche Abkühlung des weltweiten Konjunkturklimas, die sich von den Vereinigten Staaten her ausbreitete, hat im Jahr 2001 das Exportgeschäft der deutschen Wirtschaft spürbar gedämpft. Trotz des schwierigeren außenwirtschaftlichen Umfelds konnten sich die deutschen Exporteure jedoch relativ gut behaupten. Gleichzeitig hat sich die inländische Importnachfrage so stark abgeschwächt, dass vom deutschen Außenhandel per saldo ein positiver Wachstumsbeitrag ausging. Der Exportüberschuss erreichte mit über 94 Mrd € eine neue Rekordmarke und übertraf das Vorjahrsergebnis um 35 Mrd €. Erstmals seit Beginn der neunziger Jahre schloss die deutsche Leistungsbilanz daher mit einem leichten Plus. Nach einem Defizit von 22½ Mrd € in 2000 belief sich der Überschuss im Berichtsjahr auf 2½ Mrd €. Auch in den Finanzbeziehungen zum Ausland hat die veränderte Lage der Weltwirtschaft ihre Spuren hinterlassen. Im Ergebnis haben sich die Kapitalbewegungen in beide Richtungen spürbar abgeschwächt. Im Folgenden werden die Veränderungen in den realen und finanziellen Beziehungen zum Ausland im Einzelnen aufgezeigt und die dahinter stehenden Bestimmungsfaktoren erläutert.

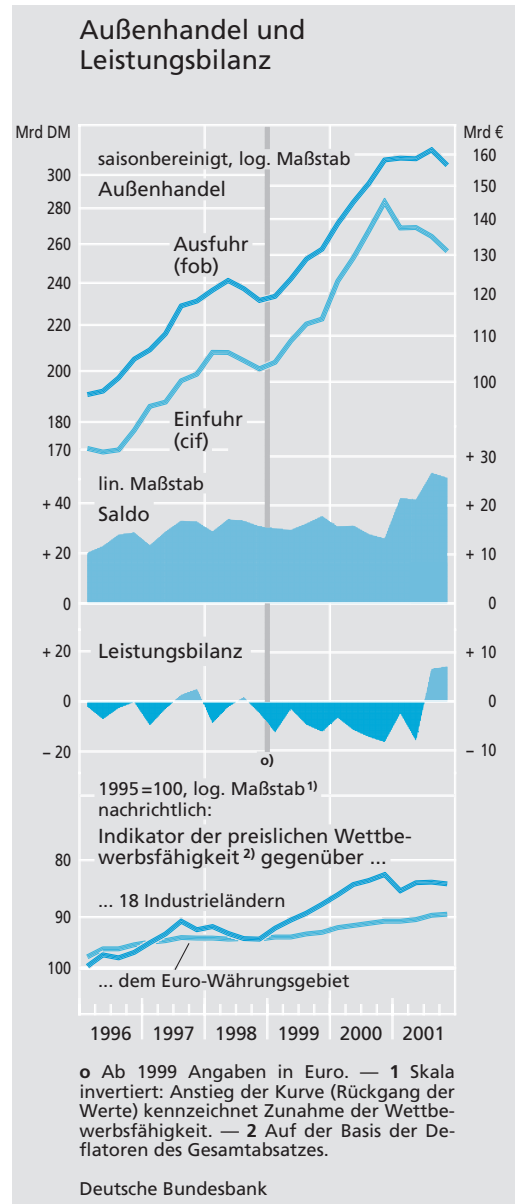
Leistungsbilanz

Ausfuhren

Die deutschen Warenausfuhren sind im Jahr 2001 dem Wert nach um 6½ % gestiegen. Die Zunahme geht allerdings weitgehend auf einen Überhang durch das starke Ausfuhrwachstum gegen Ende des vorangegangenen Jahres zurück; im Verlauf von 2001 sind die Exportumsätze nicht mehr wesentlich über die Werte vom Jahresende 2000 hinausgewachsen. In realer Rechnung – also nach Ausschaltung von Preiseffekten – fiel das Exportwachstum im Vorjahrsvergleich mit 5½ % aus den gleichen Gründen relativ kräftig aus. Insgesamt ist es der deutschen Exportwirtschaft damit dennoch gelungen, ihre Position auf den Auslandsmärkten auch unter den schwierigeren Voraussetzungen des deutlich abgekühlten Konjunkturklimas zu verteidigen und tendenziell weiter auszubauen. Verglichen mit der starken Abschwächung der Entwicklung des Welthandelsvolumens, dessen Wachstum im Jahr 2001 auf schätzungsweise ½ % gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen ist, haben sich die deutschen Exporte jedenfalls gut gehalten.

Regionalstruktur der Ausfuhren

Das gilt zwar auch für die Exportmärkte der deutschen Wirtschaft innerhalb des Euro-Währungsgebiets, auf denen über 40 % der deutschen Ausfuhren abgesetzt werden. Am Umsatzwachstum gemessen gingen aber die stärkeren Impulse vom Handel mit Partnern außerhalb der Währungsunion aus. So stiegen die Warenausfuhren in die übrigen Länder des Euro-Gebiets im vergangenen Jahr um knapp 4 %, während die Lieferungen in die mittel- und osteuropäischen Transformationsländer, die rund 10 % der deutschen Ge-



samtausfuhren ausmachen, mit mehr als 16½ % weit überdurchschnittlich zunahmen. Große Absatzerfolge hatte die deutsche Exportwirtschaft über weite Teile des vergangenen Jahres aber auch auf dem US-amerikanischen Markt zu verzeichnen. Trotz des Konjunkturunbruchs in den Vereinigten Staaten legten die deutschen Warenausfuhren dort hin um 9 % zu. Ausgesprochen kräftig gestiegen sind die Exporte in die Gruppe der ölex-

portierenden Länder, die sich mit einem Zuwachs von 27 % sogar dynamischer als im Jahr 2000 entwickelten. Ähnlich wie in früheren Phasen haben diese Länder offenbar erst mit einer Verzögerung die Einkommensgewinne aus der Ölpreishausse zu einer deutlichen Ausweitung ihrer Nachfrage nach ausländischen Gütern genutzt. Demgegenüber hat sich das Asiengeschäft der deutschen Wirtschaft im Jahr 2001 merklich eingetrübt. Nach einem Ausfuhrwachstum von fast 30 % im vorangegangenen Jahr sind die Auslandsumsätze der deutschen Industrie in den südostasiatischen Schwellenländern 2001 nur noch um 2 % gestiegen. Darin dürften sich nicht zuletzt die harschen Anpassungsprozesse in der IT-Branche niedergeschlagen haben, von denen diese Länder in besonderem Maße betroffen sind. Die anhaltend schwierige gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Japan führte dort sogar zu leichten Umsatzrückgängen für die deutsche Exportwirtschaft (– 1 %).

*Warenstruktur
der Ausfuhren*

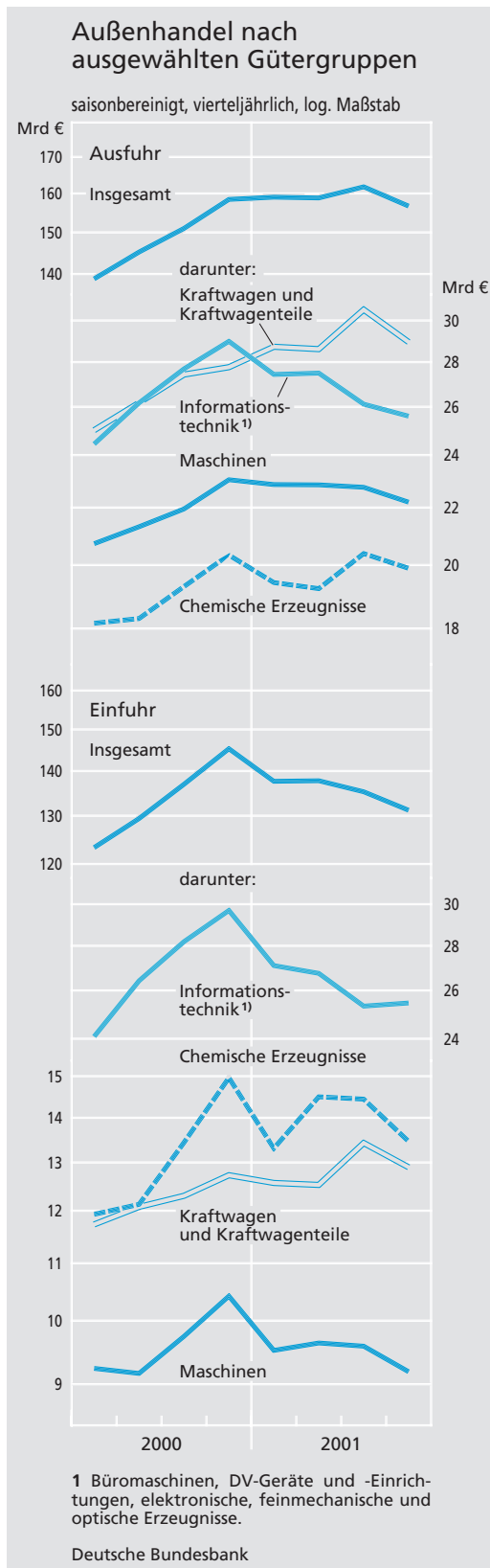
Die veränderten Nachfrage- und Absatzbedingungen im Informations- und Kommunikationsbereich haben im Auslandsgeschäft deutscher Produzenten deutliche Spuren hinterlassen. So sanken die Warenausfuhren in diesem Sektor, der ein weites Spektrum von Gütern umfasst, um 1½ % gegenüber dem Vorjahr, in dem mit 30 % eine ausgesprochen starke Zuwachsrate verzeichnet worden war. Dabei waren allerdings nicht alle dem IT-Sektor zugerechneten Produkte in gleicher Weise von der veränderten Marktlage in dieser Branche betroffen. Während beispielsweise bei medizin-, mess- und steuerungstechnischen Erzeugnissen der Auslandsabsatz

Regionale Entwicklung des Außenhandels

2001		
Ländergruppe/Land	Mrd €	Veränderung in % gegenüber Vorjahr
Ausfuhren		
Alle Länder	637,3	+ 6,7
darunter:		
EWU-Länder	274,9	+ 3,8
Übrige EU-Länder	76,5	+ 5,6
Vereinigte Staaten von Amerika	67,3	+ 9,0
Japan	13,1	– 0,9
Mittel- und osteuropäische Reformländer	69,9	+ 16,7
OPEC-Länder	13,7	+ 27,2
Südostasiatische Schwellenländer	24,5	+ 2,1
Einfuhren		
Alle Länder ¹⁾	543,1	+ 0,9
darunter:		
EWU-Länder	230,4	+ 5,7
Übrige EU-Länder	56,4	+ 0,8
Vereinigte Staaten von Amerika	45,5	– 3,5
Japan	22,6	– 15,8
Mittel- und osteuropäische Reformländer	68,4	+ 9,0
OPEC-Länder	8,2	– 19,8
Südostasiatische Schwellenländer	27,8	– 8,9

¹ Die Einfuhrangaben für „Alle Länder“ enthalten für Januar bis November 2001 Korrekturen, die regional aufgedgliedert noch nicht vorliegen.

Deutsche Bundesbank



um 7½ % ausgebaut werden konnte, kam es zu einem starken Umsatzrückgang im Bereich der Datenverarbeitungsgeräte (– 10 %) und der Nachrichtentechnik (– 4 %), die einen Anteil von 8 % an den deutschen Warenausfuhren haben. Für beide Warengruppen waren im Vorjahr extrem hohe Steigerungsraten von 36½ % beziehungsweise 46 % zu verzeichnen gewesen. Die gesunkenen Preise für diese Produkte erklären allenfalls einen kleinen Teil der Umsatzeinbußen. Deutlich schwächer als zuvor entwickelten sich auch die Warenausfuhren von Gütern der Chemischen Industrie und des Maschinenbaus, die mit rund 3½ % und knapp 4 % zulegten. Vergleichsweise gut liefen dagegen die Exporte der Automobilindustrie, die um 9 % stiegen. Die lahrende Konjunktur hatte offensichtlich auf den Auslandsmärkten die Nachfrage nach deutschen Kraftfahrzeugen zunächst nicht so schnell und so stark erfasst. Dabei könnten insbesondere längere Lieferzeiten zu dem verzögerten Durchwirken der Nachfrageabkühlung beigetragen haben.

Bei den Wareneinfuhren zeigte der langsamere Gang der Konjunktur im Verlauf des letzten Jahres besonders deutliche Bremswirkungen. Dem Wert nach nahmen sie im Vorjahresvergleich zwar noch leicht zu (+ 1 %). Dieser Anstieg war jedoch zu einem guten Teil durch die höheren Einfuhrpreise bedingt, so dass sich die realen Importe etwa auf dem Vorjahresniveau bewegten, nachdem sie im Jahr zuvor in einem Umfeld dynamischer gesamtwirtschaftlicher Entwicklung noch um 9 % gestiegen waren.

Einfuhren

*Regional-
struktur der
Einfuhr*

Von der schwächeren Importnachfrage aus Deutschland waren fast alle wichtigen Bezugsländer betroffen. Besonders stark sind aber die Einfuhrumsätze mit den OPEC-Ländern zurückgegangen (– 20 %), da gleichzeitig auch die Ölpreise gesunken sind. Hohe Rückgänge waren auch bei den Lieferungen aus Japan (– 16 %) und aus den südostasiatischen Schwellenländern (– 9 %) zu verzeichnen, was im Wesentlichen wohl im Zusammenhang mit dem Einbruch der Nachfrage aus dem IT-Bereich steht. Der Rückgang der Lieferungen aus den Vereinigten Staaten hielt sich dagegen mit 3 ½ % noch in engeren Grenzen. Eine bemerkenswerte Ausnahme von der allgemein eher rückläufigen Tendenz waren die Importe aus den mittel- und osteuropäischen Transformationsländern; auch hier flachte sich die Wachstumsrate zwar deutlich ab, im Vorjahresvergleich wurden aber immer noch 9 % mehr Güter aus diesen Ländern auf dem deutschen Markt abgesetzt. Diese relativ stabile Entwicklung, die im Übrigen auch bei den deutschen Ausfuhren in diese Länder zu beobachten war, zeugt von der mittlerweile engen Verzahnung der grenzüberschreitenden Liefer- und Produktionsbeziehungen der deutschen Wirtschaft mit den Transformationsländern, von der beide Seiten profitieren. Bemerkenswert ist darüber hinaus auch die vergleichsweise moderate Abschwächung des Wachstums der Wareneinfuhren aus den übrigen EWU-Ländern, so dass im Jahresergebnis die deutschen Einfuhren aus dem Euro-Gebiet ihren Vorjahrswert noch um gut 5 ½ % übertrafen. Vom deutschen Außenhandel sind damit also eher stabilisierende Wirkungen auf das übrige Euro-Gebiet ausgegangen.

Die enge industrielle Produktionsverflechtung innerhalb Europas könnte diese Entwicklung zusammen mit der relativ guten Auftragslage in der deutschen Automobilindustrie im vergangenen Jahr begünstigt haben. Dazu passt jedenfalls, dass auch auf der Importseite die Nachfrage nach Kraftwagen und Fahrzeugteilen relativ kräftig war (+ 4 %). Bemerkenswert hoch war zwar auch der Zuwachs der Einfuhr von chemischen Erzeugnissen (+ 6 %); allerdings geht dies im Wesentlichen auf den Überhang aus dem kräftigen Umsatzwachstum im Jahr 2000 zurück. Dagegen hat sich der starke Nachfrageeinbruch in der IT-Branche in einem deutlichen Rückgang der Einfuhren von Gütern dieser Hersteller niedergeschlagen. So lagen die Wareneinfuhren in dieser Gütergruppe in 2001 um 4 % unter dem Vorjahrsniveau. Parallel zur Ausfuhrentwicklung blieben hier insbesondere die Importe von Datenverarbeitungsgeräten (– 8 %) und Produkten der Nachrichtentechnik (– 4 ½ %) deutlich hinter dem Vorjahrsergebnis zurück. Auch die Importwerte im Maschinenbau waren rückläufig. Sie sanken gegenüber dem Vorjahrsstand um 2 %, nicht zuletzt wohl wegen der sehr verhaltenen Investitionstätigkeit in Deutschland.

Auf Grund der insgesamt deutlich abgeschwächten Importtätigkeit sowie der spürbaren Entspannung an den Märkten für Rohöl auf der einen Seite und der zwar ebenfalls schwächeren, aber dennoch relativ guten Exportperformance auf der anderen Seite, verzeichnete die deutsche Wirtschaft im Jahr 2001 eine beträchtliche Zunahme ihres Ausfuhrüberschusses. Mit 94 Mrd € übertraf er das Ergebnis des Vorjahres um 35 Mrd € und

*Warenstruktur
der Einfuhren*

*Salden in der
Leistungsbilanz*

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €			
Position	1999	2000	2001
I. Leistungsbilanz			
1. Außenhandel			
Ausfuhr (fob)	510,0	597,5	637,3
Einfuhr (cif)	444,8	538,3	543,1
Saldo	+ 65,2	+ 59,1	+ 94,2
2. Dienstleistungen (Saldo)			
darunter:			
Reiseverkehr (Saldo)	- 30,6	- 31,6	- 32,8
3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Saldo)			
darunter:			
Vermögenseinkommen (Saldo)	- 8,1	- 2,4	- 11,1
4. Laufende Übertragungen (Saldo)			
	- 25,7	- 27,1	- 26,7
Saldo der Leistungsbilanz 1)	- 17,9	- 22,6	+ 2,3
II. Saldo der Vermögensübertragungen 2)			
	- 0,2	+ 6,8	- 1,0
III. Kapitalbilanz 3)			
Direktinvestitionen	- 51,3	+ 157,7	- 12,8
Wertpapiere	- 10,8	- 159,4	- 15,8
Finanzderivate	- 1,7	- 4,2	+ 6,7
Kreditverkehr 4)	+ 37,8	+ 40,2	- 24,3
Saldo der Kapitalbilanz	- 26,1	+ 34,3	- 46,1
IV. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 5)			
	+ 12,5	+ 5,8	+ 6,0
V. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)			
	+ 31,6	- 24,4	+ 38,7

1 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. —
2 Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. — 3 Netto-Kapitalexport: -. Vgl. zum Kapitalverkehr im Einzelnen Tabelle auf Seite 46. — 4 Einschl. Bundesbank sowie sonstige öffentliche und private Kapitalanlagen. — 5 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

war weitaus höher als die gegen Ende der achtziger Jahre verzeichneten Rekordüberschüsse. Gleichzeitig stieg zwar auch der Passivsaldo im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen, jedoch hielt sich der Anstieg des Defizits um 12 Mrd € auf 87 Mrd € in engeren Grenzen. Der hohe Einnahmeüberschuss im Außenhandel wirkte jedenfalls zum Teil auf die Leistungsbilanz durch, die auf diese Weise zum ersten Mal seit Beginn der neunziger Jahre mit einem Überschuss abschloss. Das Plus in der Leistungsbilanz betrug 2 ½ Mrd €; im Jahr 2000 war dagegen ein Defizit in Höhe von 22 ½ Mrd € zu verzeichnen gewesen.

Den größten Beitrag zum Passivsaldo im Bereich der „Invisibles“ leistet seit einigen Jahren das Minus in der Dienstleistungsbilanz. Im Jahr 2001 schloss diese mit einem Defizit von knapp 48 Mrd €, das damit rund 3 ½ Mrd € über dem Wert des Vorjahres lag. Zwei Drittel der Netto-Ausgaben im Dienstleistungsverkehr gehen auf den Auslandsreiseverkehr zurück, in dem das Defizit rund 1 Mrd € höher ausfiel als 2000. Zu dem Anstieg des Passivsaldo in der Dienstleistungsbilanz haben im letzten Jahr allerdings vor allem Entwicklungen bei den anderen Leistungsarten beigetragen. Eine wichtige Rolle spielen in dieser Hinsicht seit einigen Jahren die in der Gruppe der „übrigen“ Dienstleistungen zusammengefassten Leistungen, die eine große Bandbreite unterschiedlicher Transaktionen umfassen – wie Patente und Lizenzen, Forschungs- und Entwicklungsausgaben, Ingenieur- und andere technische sowie EDV-Dienstleistungen, aber auch Montage- oder Regiekosten. Hier stieg das Defizit erneut um fast 4 ½ Mrd €

Dienstleistungsverkehr

auf annähernd 26 Mrd €. Mit einem Plus von knapp ½ Mrd € halbierte sich zudem der Überschuss im grenzüberschreitenden Geschäft mit Finanzdienstleistungen. Dagegen konnte die deutsche Wirtschaft bei den Transportdienstleistungen und bei den Transithandelserträgen jeweils einen um rund 1 Mrd € höheren Überschuss von gut 4 Mrd € und 5 ½ Mrd € erzielen. Auch bei den Versicherungsleistungen verbesserte sich die Bilanz in ähnlichem Umfang, so dass hier ein Plus von knapp 1 Mrd € erzielt wurde.

Reiseverkehr

Die Netto-Ausgaben im grenzüberschreitenden Reiseverkehr sind mit knapp 33 Mrd €, wie bereits erwähnt, leicht angestiegen. Gleichzeitig hat sich die Struktur der deutschen Reiseverkehrsausgaben im Vorjahresvergleich weiter zu Gunsten der europäischen Reiseziele und zu Lasten der vor einigen Jahren stark gefragten Fernreisen verschoben. Diese Veränderungen sind noch ausgeprägter, wenn man auf die realen (preisbereinigten) Reiseverkehrsausgaben abstellt, da die abwertungsbedingten Verteuerungen insbesondere bei vielen Fernreisezielen negativ zu Buche schlagen. Die insgesamt größere Zurückhaltung bei Urlaubs- und Geschäftsreisen passt im Übrigen durchaus ins Erfahrungsbild früherer konjunktureller Schwächephasen, in denen sowohl die privaten Haushalte mit Blick auf die größeren Einkommensunsicherheiten als auch die Unternehmen mit dem Ziel von Kosteneinsparungen ihre Reiseausgaben einschränkten. In der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres dürfte die Entwicklung überdies von den Folgewirkungen der Terroranschläge auf New York und Washington beeinflusst worden sein.

Bei den grenzüberschreitenden Faktoreinkommen summierten sich die Netto-Ausgaben im vergangenen Jahr auf 12 ½ Mrd €, das waren fast 9 ½ Mrd € mehr als im Jahr 2000. Die deutschen Netto-Kapitalertragszahlungen an ausländische Investoren erreichten im vergangenen Jahr 11 Mrd € und übertrafen das Vorjahrsergebnis damit um 8 ½ Mrd €. Dies geht zum Teil auf höhere Zahlungen auf vom Ausland gewährte Direktinvestitionskredite zurück, die im Jahr 2000 deutlich zugenommen hatten. Gleichzeitig verringerten sich die Erträge deutscher Eigner aus ihren Direktinvestitionen im Ausland.

*Erwerbs- und
Vermögens-
einkommen*

Die laufenden öffentlichen und privaten Übertragungen an das Ausland gingen dagegen im vergangenen Jahr per saldo um ½ Mrd € auf 26 ½ Mrd € zurück. Insbesondere geringere Netto-Leistungen an den EU-Haushalt ließen den Passivsaldo für öffentliche Übertragungen um 2 Mrd € auf 17 Mrd € sinken. Eine gegenläufige Entwicklung ergab sich bei den privaten laufenden Übertragungen, die per saldo um 1 ½ Mrd € auf 9 ½ Mrd € stiegen. Dazu haben zum Teil Leistungen auf Grund der Auszahlung von Entschädigungen für ehemalige Zwangsarbeiter beigetragen. Mit den Entschädigungszahlungen, die über die Stiftung „Erinnerung, Verantwortung und Zukunft“ abgewickelt werden, wurde im Mai 2001 begonnen. Insgesamt wurde im vergangenen Jahr rund 1 Mrd € grenzüberschreitend zuerkannt und ausgezahlt. Dieser Betrag wurde in der Zahlungsbilanz – entsprechend der paritätischen Herkunft der Mittel – zur Hälfte bei den privaten und den öffentlichen Übertragungen gebucht.

Übertragungen

Im Bereich der Vermögensübertragungen wurde ein Defizit von 1 Mrd € verzeichnet. Damit ist dieser Passivsaldo wieder auf die bislang „üblichen“ Größenordnungen zurückgegangen, nachdem im Jahr zuvor insbesondere die Abrechnung der zum Teil von ausländischen Telekommunikationsgesellschaften ersteigerten UMTS-Lizenzen in dieser Position ein Plus von fast 7 Mrd € hatte entstehen lassen.

Kapitalverkehr

Tendenzen im Kapitalverkehr

Die Entwicklungen des vergangenen Jahres im deutschen Kapitalverkehr reflektierten die Abschwächung der Weltkonjunktur ebenso wie die nur langsam weichende Verunsicherung der international orientierten Investoren nach den Anschlägen in den Vereinigten Staaten. Angesichts der teilweise kräftigen Kursschwankungen an den Finanzmärkten sowie der eher ungünstigen Ertragsperspektiven vieler Unternehmen hielten sich die Anleger mit grenzüberschreitenden Engagements merklich zurück. Daher haben sich die Kapitalströme von und nach Deutschland im Vergleich zu den Jahren davor spürbar abgeschwächt, und die Salden in den einzelnen Segmenten des Kapitalverkehrs bewegten sich in recht engen Grenzen. In der Summe hatte Deutschland im Jahr 2001 dennoch Netto-Kapitalexporte in Höhe von 46 Mrd € zu verzeichnen. Die statistisch ausgewiesenen Mittelabflüsse gingen damit weit über die Zuflüsse aus der Leistungsbilanz und der Reduzierung der Währungsreserven hinaus. Diese Diskrepanz deutet auf gravierende Probleme bei der Erfassung von Transaktio-

nen mit dem Ausland hin und erschwert die Analyse besonders im Kapitalverkehr.

Ein Problembereich bei der vollständigen und korrekten Ermittlung der grenzüberschreitenden Vorgänge ist sicherlich der Wertpapierverkehr, in dem die einzelnen Instrumente und Anlagestrategien immer komplexer werden, die Haltefristen sich deutlich verkürzt haben und die Umsätze in den letzten Jahren rasant gestiegen sind. Auch im vergangenen Jahr war ein weiteres Umsatzwachstum zu verzeichnen; dieses fiel wegen des geschärften Risikobewusstseins der Finanzmarktteilnehmer mit etwa 17 % allerdings deutlich geringer aus als in früheren Jahren. Noch klarer kommt die Zurückhaltung der Anleger in den Brutto-Kapitalströmen zum Ausdruck. So investierten heimische Sparer mit 128 ½ Mrd € dem Betrag nach nur gut halb so viel im Ausland wie im Jahr davor und auch deutlich weniger als in den Jahren 1998 und 1999. Umgekehrt erwarben ausländische Investoren im vergangenen Jahr mit 113 Mrd € betragsmäßig zwar mehr deutsche Wertpapiere als 2000 (49 Mrd €). Der Anstieg ist aber ausschließlich darauf zurückzuführen, dass im Jahr 2000 eine große Firmenübernahme die ausländischen Portfolioinvestitionen in Deutschland durch Umbuchungen erheblich geschmälert hatte. Verglichen mit den Jahren 1998 und 1999 zeigte sich daher auch beim ausländischen Wertpapiererwerb in Deutschland eine recht beachtliche Abschwächung. Insgesamt gesehen kam es 2001 im Wertpapierverkehr damit zu Netto-Kapitalexporten von 16 Mrd €, nach 159 ½ Mrd € im Jahr davor und 11 Mrd € im Jahr 1999.

Wertpapier- verkehr

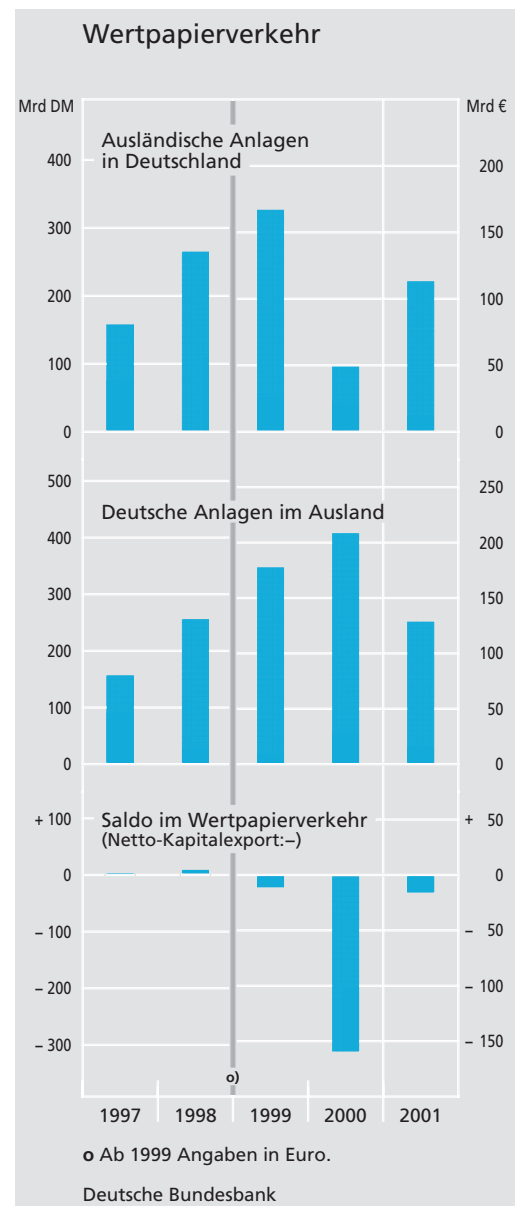
Deutsche
Anlagen in ...

... aus-
ländischen
Aktien

Betrachtet man die deutschen Portfolioinvestitionen im Ausland nach Instrumenten, dann erweist sich, dass vor allem die Nachfrage nach ausländischen Aktien unter dem weltweit schwächeren Wachstum und den eingetrübten Gewinnaussichten vieler Unternehmen gelitten hat. Die Anschläge vom September verunsicherten die Anleger zusätzlich, so dass es zeitweilig zu einer regelrechten Flucht aus Aktienanlagen in sichere Rentenwerte gekommen ist. Alles in allem erwarben inländische Investoren im letzten Jahr für lediglich 16 Mrd € ausländische Dividendenwerte; dies war der geringste Wert seit 1996. Bemerkenswert ist allerdings, dass der Löwenanteil der deutschen Aktienkäufe im Ausland weiterhin auf die Vereinigten Staaten entfiel – trotz der dort besonders ausgeprägten konjunkturellen Sorgen. Offenbar rechnete die Mehrzahl der heimischen Anleger mit einer raschen Erholung der amerikanischen Wirtschaft. Die sich mehrenden Zeichen einer konjunkturellen Wende zum Besseren und die Kursentwicklung amerikanischer Dividendenwerte gaben ihnen in gewisser Weise recht; die US-Aktien (Dow-Jones-Index: – 7 %) haben sich letztes Jahr jedenfalls deutlich besser gehalten als beispielsweise die europäischen (Euro-Stoxx: – 19 ½ %) oder die japanischen (Nikkei: – 23 ½ %).

... aus-
ländischen
Investment-
zertifikaten

Auch auf indirektem Wege, also durch die Zwischenschaltung ausländischer Kapitalanlagegesellschaften, haben die heimischen Sparer im vergangenen Jahr vermutlich weniger in ausländische Aktien investiert als in den zwölf Monaten davor. Darauf deuten zum einen die geringeren Käufe von ausländischen Investmentzertifikaten hin (19 Mrd €,



nach 32 ½ Mrd €); zum anderen hat sich das Interesse der Anleger – nach Angaben des Bundesverbands Deutscher Investment- und Vermögensverwaltungsgesellschaften (BVI) – zu den Geldmarktfonds hin verschoben.¹⁾

¹ Diese Tendenzaussage gilt streng genommen nur für inländische und ausländische „Investmentfonds deutscher Provenienz“ insgesamt. Zu vermuten ist aber, dass sie sich auch auf die von Inländern erworbenen ausländischen Investmentzertifikate übertragen lässt.

Kapitalverkehr

Mrd €; Netto-Kapitalexport: –

Position	1999	2000	2001
1. Direktinvestitionen	– 51,3	+ 157,7	– 12,8
Deutsche Anlagen im Ausland	– 102,7	– 54,0	– 48,3
Ausländische Anlagen im Inland	+ 51,4	+ 211,8	+ 35,6
2. Wertpapiere	– 10,8	– 159,4	– 15,8
Deutsche Anlagen im Ausland	– 177,4	– 208,5	– 128,7
Aktien	– 68,0	– 104,8	– 15,8
Investmentzertifikate	– 14,1	– 32,5	– 19,1
Rentenwerte	– 94,7	– 72,8	– 94,7
Geldmarktpapiere	– 0,7	+ 1,6	+ 1,0
Ausländische Anlagen im Inland	+ 166,6	+ 49,1	+ 112,9
Aktien	+ 21,9	– 34,5	+ 88,9
Investmentzertifikate	+ 5,8	+ 10,9	+ 1,1
Rentenwerte	+ 97,6	+ 69,2	+ 54,9
Geldmarktpapiere	+ 41,3	+ 3,5	– 32,0
3. Finanzderivate ¹⁾	– 1,7	– 4,2	+ 6,7
4. Kreditverkehr	+ 40,2	+ 42,4	– 22,9
Kreditinstitute	+ 53,0	+ 13,8	– 76,3
langfristig	– 7,5	– 24,5	– 43,2
kurzfristig	+ 60,4	+ 38,3	– 33,1
Unternehmen und Privatpersonen	+ 40,4	+ 5,4	+ 10,4
langfristig	+ 1,8	+ 4,9	+ 7,3
kurzfristig	+ 38,6	+ 0,5	+ 3,0
Staat	– 3,6	– 19,2	+ 16,4
langfristig	– 8,7	– 1,2	– 0,3
kurzfristig	+ 5,1	– 17,9	+ 16,8
Bundesbank	– 49,5	+ 42,4	+ 26,6
5. Sonstige Kapitalanlagen	– 2,4	– 2,1	– 1,4
6. Saldo aller statistisch erfassten Kapitalbewegungen	– 26,1	+ 34,3	– 46,1
Nachrichtlich: Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: –) ²⁾	+ 12,5	+ 5,8	+ 6,0

¹ Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie Finanztermingeschäfte. — ² Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

Von der Zurückhaltung bei Aktienengagements profitierten die Rentenmärkte. Insgesamt erwarben inländische Anleger im vergangenen Jahr für 94 ½ Mrd € langfristige ausländische Schuldverschreibungen; dies war ein Plus von 22 Mrd € gegenüber 2000. Wie bereits seit Beginn der EWU war der Schwerpunkt der Nachfrage auf Anleihen gerichtet, die in Euro denominated sind (88 Mrd €). Ein Großteil dieser Anlagemittel (rund 63 Mrd €) ist in die anderen Partnerländer im Euro-Raum geflossen, deren Staatsanleihen einen kleinen Renditevorteil gegenüber heimischen Staatspapieren aufwiesen. Die Zinsdifferenz ist im Verlauf des letzten Jahres allerdings gesunken und machte am Jahresende – im Durchschnitt – nur noch 16 Basispunkte aus.

... ausländischen
Rentenwerten

Anders als im Jahr 2000 spielten im vergangenen Jahr auch Fremdwährungsanleihen wieder eine etwas größere Rolle in den Portfolioentscheidungen heimischer Anleger. Alles in allem erwarben sie für 6 ½ Mrd € derartige Schuldverschreibungen, wobei sie in US-Dollar denominierte Titel bevorzugten und beispielsweise auf Yen oder australischen Dollar lautende Anleihen per saldo verkauften. Die Ballung der Käufe im Herbst 2001 spricht dafür, dass amerikanische Staatspapiere insbesondere aus dem gestiegenen Liquiditäts- und Sicherheitsbedürfnis der Anleger nach den Anschlägen in New York und Washington Vorteile ziehen konnten. Außerdem ließen die Zinssenkungen der US-Notenbank Kursgewinne am amerikanischen Rentenmarkt erwarten, und in der Tat sind die US-Renditen für zehnjährige Anleihen im Herbst 2001 zeitweilig unter das deutsche Niveau gefallen.

*Ausländische
Anlagen in ...*

Die geringere Kursphantasie für Euro-Anleihen mag umgekehrt auch einer der Gründe gewesen sein, warum heimische Schuldverschreibungen im vergangenen Jahr etwas im Schatten des Interesses internationaler Investoren standen. Dies galt in erster Linie für öffentliche Anleihen, bei denen erstmals seit 1981 per saldo die Verkäufe durch ausländische Anleger überwogen (5 ½ Mrd €). Welch hohen Stellenwert Bundesanleihen insbesondere in Krisenzeiten dennoch haben, zeigte sich aber im Herbst, als sich die Auslandsnachfrage nach diesen sicheren und hochliquiden Instrumenten zeitweilig spürbar belebte. Auch haben die Auslandsumsätze mit heimischen öffentlichen Anleihen im vergangenen Jahr deutlich zugenommen und fast wieder die Spitzenwerte der Jahre 1997 und 1998 erreicht.²⁾

*... inländischen
öffentlichen
Anleihen*

*... inländischen
privaten
Anleihen und
Geldmarkt-
papieren*

Im Ausland stärker gefragt als inländische Staatspapiere waren im vergangenen Jahr – wie bereits in den beiden Jahren davor – die Anleihen privater Emittenten (60 ½ Mrd €). Allerdings wurde der Absatz dieser Titel – überwiegend handelte es sich um Bankschuldverschreibungen – unter anderem durch hohe Verkäufe und Tilgungen von Geldmarktpapieren (32 Mrd €) begünstigt, die größtenteils ebenfalls von heimischen Kreditinstituten begeben worden waren. Offenbar haben ausländische Anleger Umschichtungen in ihren Portefeuilles vorgenommen, und deutsche Kurzläufer, das heißt Papiere mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr, durch etwas länger laufende Titel ersetzt, die in den Augen der ausländischen Erwerber wohl ein günstigeres Ertrags-Risiko-Profil boten.

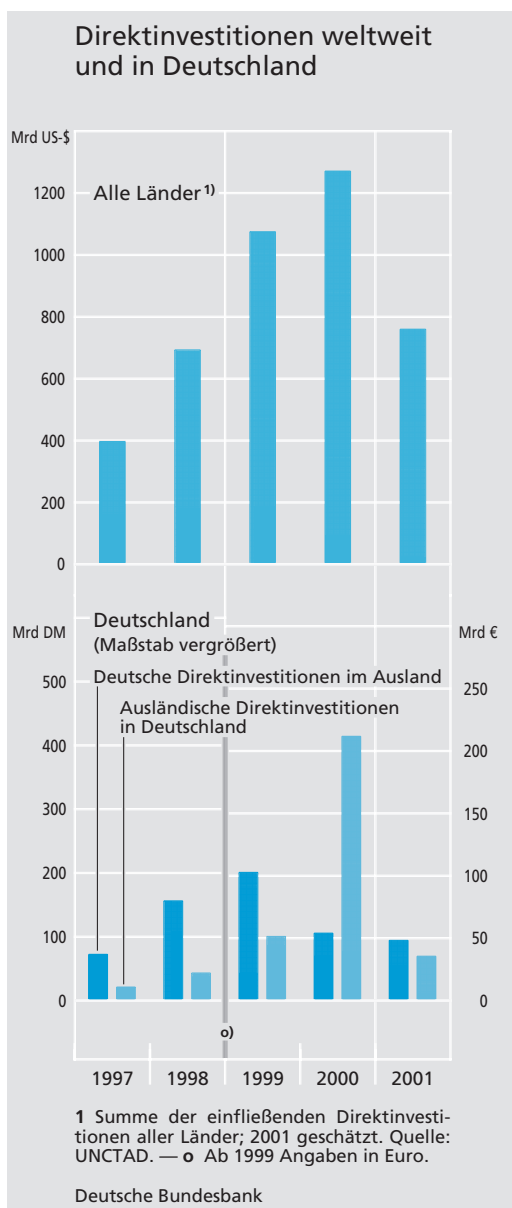
Bemerkenswert kräftig war 2001 auch die Auslandsnachfrage am deutschen Aktienmarkt. Insgesamt engagierten sich ausländische Anleger mit dem Rekordbetrag von 89 Mrd € in deutschen Dividendenwerten. Davon ging zwar etwa ein Drittel auf eine Aktientauschoperation im Zusammenhang mit einer Firmenübernahme zurück. Aber auch ohne diese Einzeltransaktion gerechnet war das Auslandsinteresse an hiesigen Aktien sehr beachtlich, zumal der deutsche Aktienmarkt in der Kursentwicklung – wie oben beschrieben – hinter anderen Märkten zurückgeblieben ist. Möglicherweise nutzten Investoren von außerhalb des Euro-Raums die günstigen Einstiegschancen zu einer Aufstockung ihrer Aktienbestände in Europa. Hierfür spricht, dass nicht nur Deutschland, sondern der Euro-Raum insgesamt hohe Zuflüsse von Auslandsgeldern an die Aktienmärkte registrierte (EWU insgesamt 237 ½ Mrd €).

*... inländischen
Aktien*

Im Bereich der Direktinvestitionen machte sich im letzten Jahr das Auslaufen der jüngsten Fusionswelle und das abgeschwächte Wachstum der Weltwirtschaft nachhaltig bemerkbar. Die UNCTAD schätzt die weltweit getätigten Direktinvestitionen für das Jahr 2001 auf 760 Mrd US- $\text{\$}$; das waren rund 40 % weniger als im Rekordjahr 2000. Eine der Tendenz nach ähnliche Entwicklung ist auch für Deutschland zu beobachten, wo insbesondere der ausländische Beteiligungserwerb kräftig zurückgegangen ist. Insgesamt stellten ausländische Eigner ihren hier ansässigen

*Direkt-
investitionen*

² Ende Juni 2001 hielten ausländische Investoren deutsche öffentliche Anleihen in einem Marktwert von 394 Mrd €.



Ausländische
Direkt-
investitionen in
Deutschland

gen Niederlassungen im letzten Jahr Investitionsmittel in Höhe von 35 ½ Mrd € zur Verfügung, verglichen mit 212 Mrd € im Jahr 2000³⁾ und 51 ½ Mrd € in Jahr 1999. In der Hauptsache stärkten sie 2001 die Eigenkapitalbasis ihrer Filialen und Töchter; anders als in den vorangegangenen Jahren spielte die Gewährung von Krediten innerhalb des Konzernverbundes nur eine untergeordnete Rolle. Vor allem Unternehmen aus den Part-

nerländern in der EWU bauten 2001 ihre Präsenz in Deutschland aus; rund 70 % der zufließenden Investitionsmittel stammten aus diesen Ländern.

Die deutschen Direktinvestitionen sind im vergangenen Jahr ebenfalls gesunken, wenngleich nicht ganz so stark wie die Auslandsinvestitionen in Deutschland. Allerdings war der Höhepunkt der Investitionsaktivitäten deutscher Unternehmen im Ausland bereits im Jahr 1999 erreicht worden. 2001 investierten sie 48 ½ Mrd € jenseits der Grenzen, verglichen mit 54 Mrd € im Jahr 2000 und 102 ½ Mrd € in Jahr 1999, so dass 2001 in der Netto-Betrachtung Direktinvestitionskapital in Höhe von 13 Mrd € aus Deutschland abgeflossen ist. Geprägt wurden die deutschen Direktinvestitionen im vergangenen Jahr von der Übernahme eines amerikanischen Telekommunikationsunternehmens, die zwar schon im Jahr 2000 vereinbart worden war, aber erst nach längeren Prüfungen durch die Kartellbehörden vollzogen werden konnte und dann auch statistisch verbucht wurde. Geschmälert wurden die deutschen Direktinvestitionen im Ausland durch vergleichsweise hohe Kreditaufnahmen der inländischen Muttergesellschaften bei ihren ausländischen Niederlassungen (23 Mrd €), die als Abzugsposten in die Direktinvestitionsstatistik eingehen. Dahinter stecken unter anderem Transaktionen mit im Ausland ansässigen Tochterunternehmen, die die Emission von Schuldverschreibungen für den internationalen

Deutsche
Direkt-
investitionen
im Ausland

³ Die ausländischen Direktinvestitionen im Jahr 2000 waren sehr stark durch eine Großtransaktion beeinflusst, bei der ein ausländisches Unternehmen eine deutsche Firma übernommen hatte.

Markt besorgen und die Emissionserlöse an die Mutterhäuser weiterleiten. Da diese Finanzierungsgesellschaften vor allem in den Nachbarländern in der EWU angesiedelt sind und wegen der erwähnten Großinvestition in den USA, ist die regionale Verteilung der deutschen Direktinvestitionen im Jahr 2001 stark verzerrt. So haben deutsche Unternehmen per saldo Mittel aus den EWU-Ländern (23 ½ Mrd €) abgezogen, während sie vor allem in den Vereinigten Staaten kräftig investierten (49 Mrd €). Ein nennenswerter Investitionsstrom fließt außerdem seit einigen Jahren in die mittel- und osteuropäischen Reformländer (2001: 3 ½ Mrd €), denen auch im deutschen Außenhandel inzwischen eine recht beachtliche Bedeutung zukommt.

*Kreditverkehr
der
Nichtbanken*

Im statistisch erfassten Kreditverkehr griffen die heimischen Nichtbanken im vergangenen Jahr per saldo auf ausländische Finanzquellen zurück. So importierten Unternehmen und Privatpersonen netto 10 ½ Mrd €; sie haben dabei vor allem ihre Kreditaufnahmen bei Banken im Ausland kräftig ausgeweitet. Offenbar nutzten sie die Vorteile, die ihnen der zusammenwachsende Finanzmarkt in der EWU bietet. Außerdem haben sie durch empfangene Vorauszahlungen im Rahmen von Außenhandelsgeschäften sowie eine Rückführung des ausstehenden Volumens an eigenen Handelskrediten per saldo Gelder aus dem Ausland erhalten. Auch die Auslandsdispositionen des Staates führten im Ergebnis zu Mittelzuflüssen, und zwar in Höhe von netto 16 ½ Mrd €. Ausschlaggebend war hierbei, dass staatliche Stellen Gelder, die sie im September 2000 bei ausländischen Banken platziert hatten, Anfang 2001 zur vorzeitigen Til-

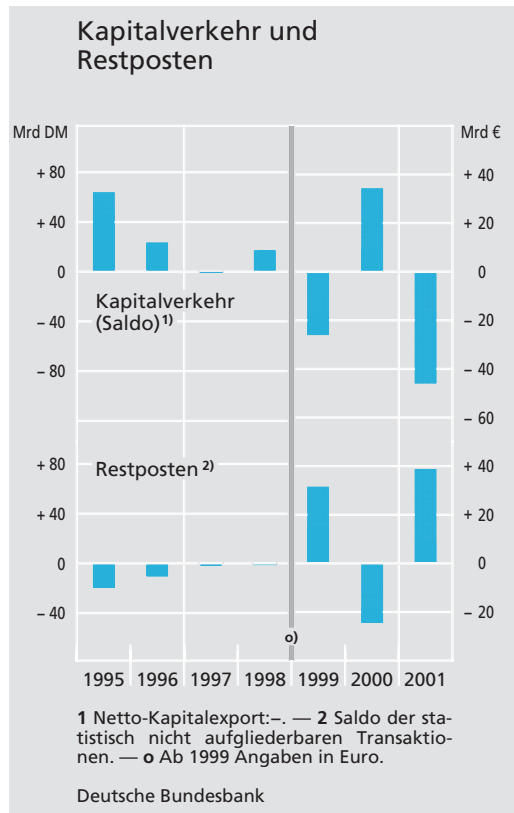
gung von Schuldverschreibungen des Ausgleichsfonds „Währungsumstellung“ verwendet haben.

Die unverbrieften Kredittransaktionen des gesamten Bankensystems (MFIs einschl. Bundesbank) führten dagegen zu größeren Mittelabflüssen. Insbesondere die heimischen Kreditinstitute haben im Jahr 2001 ihre unverbrieften Auslandsengagements kräftig ausgeweitet. Erstmals seit mehreren Jahren ist dabei das Aktivgeschäft, also die Vergabe von Buchkrediten an ausländische Kunden, dem Betrag nach schneller gewachsen als das Passivgeschäft. Im Ergebnis exportierten die inländischen Banken 2001 damit netto 76 ½ €, verglichen mit einem Kapitalzufluss von 14 Mrd € im Jahr 2000. Gleichzeitig kamen allerdings bei der Bundesbank Gelder in Höhe von 26 ½ Mrd € aus dem Ausland auf. Hier gaben – wie seit Beginn der Währungsunion üblich – die Salden im Rahmen des Großbetragszahlungsverkehrssystems TARGET den Ausschlag, die letztlich zu höheren Verbindlichkeiten der Bundesbank gegenüber der EZB führten.

*Kreditverkehr
des Bankensystems*

Die Währungsreserven der Bundesbank, die innerhalb der Zahlungsbilanz getrennt ausgewiesen werden, haben im vergangenen Jahr transaktionsbedingt um 6 Mrd € abgenommen, nachdem bereits im Jahr 2000 ein etwa ebenso hoher Rückgang zu verzeichnen gewesen war. Die Bundesbank hat damit ihre Währungsreserven weiter vermindert. Unter Einschluss des Betrags, der Anfang 1999 auf die EZB übertragen worden war, sind die Währungsreserven – zu Transaktionswerten

Währungsreserven der Bundesbank



gerechnet – seit Beginn der EWU um 24 ½ Mrd € gesunken.⁴⁾

*Restposten
in der
Zahlungsbilanz*

Betrachtet man die statistisch erfassten Transaktionen mit dem Ausland im Zahlungsbilanzzusammenhang, dann stehen den mit einem positiven Vorzeichen eingehenden Salden – Leistungsbilanzüberschuss (2 ½ Mrd €) und Rückgang der Währungsreserven (6 Mrd €) – in der Summe betragsmäßig weitaus größere „Minus“-Salden im Kapitalverkehr (46 Mrd €) und durch Vermögensübertragungen (1 Mrd €) gegenüber. Damit ergibt sich ein „Restposten“ in der Zahlungsbilanz in Höhe von 38 ½ Mrd €. Dieser spiegelt die unvollständige und ungenaue Erfassung der grenzüberschreitenden Geschäfte wider. Angesichts unterschiedlicher Datenquellen und erhöhter Meldefreigrenzen ist ein vollständiger Aus-

gleich der Zahlungsbilanztransaktionen in der Praxis auch kaum zu erwarten. Seit Beginn der Währungsunion ist der Restposten allerdings tendenziell größer geworden, was vermutlich zu einem erheblichen Teil mit dem starken Anstieg der grenzüberschreitenden Transaktionen vor allem im Kapitalverkehr zu erklären ist.

Die zahlungsbilanzstatistischen Probleme werden auch in Zukunft kaum geringer werden. Mit der Einführung des Euro-Bargelds dürfte es im Gegenteil eher noch schwerer sein als bisher, Restposten zu vermeiden, da hierdurch eine neue Ursache für systematische Erfassungslücken hinzugekommen ist (siehe Erläuterungen S. 51). Damit werden auch die Möglichkeiten eingeschränkt, die Datenqualität und die Konsistenz der statistischen Angaben im Zahlungsbilanzzusammenhang abzuschätzen. Die Bundesbank unternimmt daher große Anstrengungen, um die Verlässlichkeit und Vollständigkeit des verbleibenden Zahlenmaterials durch andere Maßnahmen zu erhalten und zu verbessern. So wird die vorgesehene tiefere Gliederung der Depotstatistik künftig Plausibilitätsprüfungen bei den Portfoliotransaktionen erleichtern. Die beabsichtigte Auswertung der Wertpapiergeschäfte nach einzelnen Wertpapieren („security by security“) wird es zudem ermöglichen, fehlende Meldungen und Meldefehler in diesem Bereich rascher als bisher zu entdecken und zu berichtigen. Schließlich

*Zukünftige
Probleme für
die Zahlungs-
bilanzanalyse ...*

*... und Anstren-
gungen zur
Verbesserung
der Daten-
qualität*

⁴ In den zu den jeweiligen Marktpreisen bewerteten Beständen wird die Rückführung praktisch nicht erkennbar, da durch den gestiegenen US-Dollarkurs und Goldpreis entsprechende Bewertungsgewinne erzielt wurden. Ende 2001 standen die Währungsreserven mit 93,2 Mrd € zu Buche, verglichen mit 93,9 Mrd € zu Beginn der Währungsunion.

Auswirkungen der Euro-Bargeldeinführung auf die deutsche Zahlungsbilanz

Die Einführung des Euro-Bargelds am 1. Januar 2002 hatte bereits im Vorfeld Auswirkungen auf die deutsche Zahlungsbilanz. So ist es im Verlauf von 2001 zu hohen Rückflüssen von DM-Noten aus dem Ausland gekommen. Grenzüberschreitende Notenbewegungen sind dann ein zahlungsbilanzrelevanter Vorgang, wenn sich dadurch die Verbindlichkeiten Deutschlands gegenüber dem Ausland verändern. Sie vollständig zu erfassen, ist in der Praxis allerdings kaum möglich, da der Löwenanteil der ins Ausland verbrachten DM-Noten von Reisenden mitgenommen wird. Statistische Angaben existieren lediglich über solche DM-Notenflüsse mit dem Ausland, die über das Bankensystem erfolgen, und hierbei dominieren erfahrungsgemäß die Rücksendungen; diese Angaben sind freilich mit gewissen Unsicherheiten verbunden. Erfassungslücken wären hinzunehmen, sofern sich die grenzüberschreitenden Bargeldbewegungen innerhalb der Zahlungsbilanz relativ rasch wieder ausgleichen.¹⁾ Probleme für die Zahlungsbilanzstatistik entstehen jedoch dann, wenn sich im Zeitablauf ein größerer Bestand an heimischen Noten im Ausland aufbaut oder stark verändert – und genau dies ist geschehen. Vor allem in den achtziger Jahren und Anfang der neunziger Jahre wurden von Ausländern in erheblichem Umfang DM-Noten nachgefragt. Schätzungen, die allerdings mit einer hohen Unsicherheit behaftet sind, gingen seinerzeit von einem DM-Bestand im Ausland von 65 Mrd DM bis 90 Mrd DM aus.²⁾ Inzwischen dürften diese Gelder weitgehend wieder nach Deutschland zurückgeflossen sein – zu einem Teil sicherlich im Jahr 2001. Je nachdem, in welcher Weise der Bargeldrückfluss erfolgte, können sich Teile davon letztlich im Restposten der deutschen Zahlungsbilanz niedergeschlagen haben.³⁾ In den ersten Monaten von 2002 ist mit weiteren Rücksendungen von DM-Noten zu rechnen; auch diese werden sich teilweise auf den Restposten auswirken.

1 Zu denken wäre etwa an Reiseverkehrs Ausgaben deutscher Touristen im Ausland (= Dienstleistungsimport), die – nach der Rücksendung der DM-Noten – zu entsprechenden Gutschriften der ausländischen Banken bei deutschen Kreditinstituten führten (= Kapitalimport). — 2 Vgl.: F. Seitz, Der DM-Umlauf im Ausland, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, Diskussions-

Mit dem Übergang zum Euro-Bargeld im gemeinsamen Währungsgebiet lassen sich Bargeldbewegungen grundsätzlich nicht mehr vollständig statistisch erfassen. Dies führt in der Regel zu Restposten. Zwei Beispiele veranschaulichen die Problematik:

- Bei grenzüberschreitenden Bargeldversendungen von inländischen Banken innerhalb des Euro-Raums kommt es zu Veränderungen der Auslandsposition der beteiligten inländischen Banken, die dann im Kapitalverkehr verbucht werden. Da die versandten Euro-Noten statistisch nicht vollständig erfasst werden, fehlt generell die entsprechende Gegenbuchung. Dies führt – für sich genommen – zu einem Restposten in der deutschen Zahlungsbilanz.
- Im Zusammenhang mit dem Reiseverkehr tut sich eine weitere statistische Lücke auf. Reiseverkehrs Ausgaben, die Inländer mit Euro-Bargeld tätigen, schlagen sich normalerweise, das heißt, wenn sie durch die Erhebung des Reiseverkehrs statistisch erfasst werden, zwar in der hiesigen Leistungsbilanz nieder. Eine eindeutig zurechenbare Gegenbuchung innerhalb der deutschen Zahlungsbilanz gibt es aber auch hier nicht, so dass es wiederum zu einem Restposten kommt.

Im Ergebnis bedeuten die geschilderten Probleme, dass es künftig (zusätzliche) „systematische“ Lücken bei der Erfassung der grenzüberschreitenden Transaktionen geben wird. Insofern wird der Restposten in seiner Funktion als „Warnsignal“ vor potenziellen Fehlern innerhalb der Zahlungsbilanz beeinträchtigt. Damit werden aber auch die Unsicherheitsmargen bei den übrigen Zahlungsbilanzpositionen tendenziell zunehmen, und die Zahlungsbilanzanalyse wird noch schwieriger.

papier 1/95, Mai 1995. — 3 Die in der Zahlungsbilanz nicht registrierte Abnahme an DM-Noten in den Händen von Gebietsfremden hat – für sich genommen – den (positiven) Restposten der Tendenz nach verringert. Oder anders ausgedrückt: Wäre eine statistische Erfassung dieses Bargeldrückflusses möglich gewesen, wäre der ausgewiesene Restposten in 2001 noch höher ausgefallen.

wird der vom Internationalen Währungsfonds initiierte Coordinated Portfolio Investment Survey, an dem auch Deutschland teilnimmt, Bestandsdaten liefern, die die Informationen

über die Wertpapiertransaktionen ergänzen. All diese Maßnahmen zielen letztlich darauf ab, die Datenqualität im Wertpapierverkehr zu sichern.