

Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2008

Die außenwirtschaftlichen Bedingungen für die deutsche Wirtschaft haben sich im Verlauf des Jahres 2008 gravierend verschlechtert. Nach einem guten Auftakt hielten sich die Exporte bis zum Herbstbeginn zwar noch auf hohem Niveau. Danach fielen sie jedoch drastisch ab. Ausschlaggebend dafür war die sehr starke und synchrone globale Konjunkturabschwächung, die vor allem im Bereich der für die deutschen Exporte wichtigen Industriegüter ihren Niederschlag fand. Die realen Austauschverhältnisse mit dem Ausland, die Terms of Trade, haben sich auf Jahressicht rohstoffpreisbedingt ebenfalls ungünstig entwickelt. Insgesamt ist der Überschuss in der Handelsbilanz 2008 erkennbar zurückgegangen. Der Positivsaldo in der Leistungsbilanz hat sich in ähnlichem Umfang vermindert. Ihm standen (nahezu) entsprechende Netto-Kapitalexporte gegenüber. Dabei wurden die Kapitalströme von und nach Deutschland im vergangenen Jahr entscheidend von der sich zuspitzenden Finanzkrise geprägt, die generell zu einem starken Rückgang der grenzüberschreitenden Finanztransaktionen, teilweise auch der Vermögenspositionen geführt hat. Im Ergebnis flossen 2008 vor allem durch Direktinvestitionen, aber auch durch unverbrieftete Kreditgeschäfte in großem Umfang Gelder aus Deutschland ab. Dagegen waren im Wertpapierverkehr Netto-Kapitalimporte zu verzeichnen.

Leistungsverkehr

*Kontrastreiches
globales
Konjunkturbild
im Jahr 2008*

Das globale Umfeld für die deutschen Exportunternehmen hat sich im Laufe des Jahres 2008 stark verschlechtert. Nach einem guten Jahresauftakt für die Weltwirtschaft wurden im Sommerhalbjahr die dämpfenden Einflüsse immer deutlicher erkennbar. Im Herbst gewannen sie dann die Oberhand, als sich die Finanzkrise nochmals erheblich verschärfte und die Gruppe der Schwellenländer zunehmend in Mitleidenschaft geriet. Von der steilen Talfahrt der Weltkonjunktur in den Herbstmonaten waren alle wichtigen ausländischen Absatzgebiete der deutschen Wirtschaft betroffen, insbesondere die Märkte in den Industrieländern sowie in den neuen EU-Mitgliedstaaten und der Russischen Föderation. Erschwerend kam für die heimischen Exporteure hinzu, dass die Nachfrage nach Investitionsgütern, die traditionell ein hohes Gewicht im deutschen Sortiment haben, dem üblichen zyklischen Muster folgend zuletzt besonders stark eingeschränkt wurde, nachdem sie in den Vorjahren sehr dynamisch gestiegen war. Gegen Jahresende waren die Perspektiven für die Weltwirtschaft im Allgemeinen und für die deutschen Exportunternehmen im Besonderen so ungünstig wie schon lange nicht mehr. Die weltweite Produktion wuchs im Jahresdurchschnitt 2008 mit 3¼% bereits spürbar schwächer als im Jahr 2007, in dem sie um 5¼% zugenommen hatte. Das Wachstum des Welthandelsvolumens schwächte sich ebenfalls beträchtlich ab, und zwar von 7¼% auf 4%. Die Absatzmärkte der deutschen Exporteure waren hiervon überdurchschnittlich stark betroffen; insgesamt wuchsen sie mit 2¾% so lang-

sam wie seit der globalen Schwächephase 2001/2002 nicht mehr.

In den ersten drei Quartalen 2008 hatte auch die starke Verteuerung von Rohstoffen über den damit einhergehenden Verlust an Kaufkraft in den Verbraucherländern die Weltkonjunktur deutlich gebremst. Die Notierungen für Rohöl sowie wichtige Industrie- und Agrarrohstoffe haben sich zwar nach der Jahresmitte wieder stark vermindert, im Jahresdurchschnitt lagen sie aber noch deutlich über ihren Vorjahrswerten. Zusätzlich wurde die deutsche Wirtschaft von der bis zur Jahresmitte 2008 andauernden Aufwertung des Euro gegenüber wichtigen Währungen zeitweilig erheblich belastet. So führten die Wechselkursbewegungen zu einer merklichen Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit vor allem auf den Märkten außerhalb des Euro-Raums. Im Jahresdurchschnitt lag die preisliche Wettbewerbsfähigkeit aber noch um 3¾% über ihrem langjährigen Mittelwert.¹⁾

Die Aufträge aus dem Ausland hatten ihren zyklischen Höhepunkt bereits im Winterhalbjahr 2007/2008 erreicht. Danach tendierten sie zunächst moderat, seit dem Spätsommer 2008 dann verstärkt nach unten, sodass sie im Jahresmittel um 7½% unter ihrem Vorjahrsniveau lagen. Im zweiten Halbjahr verschlechterte sich auch die Stimmung der deutschen Exporteure drastisch. Die Erwartung hinsichtlich der zukünftigen Ausfuhrentwicklung fiel bis zum Jahresende auf Tiefstände, die zuletzt Anfang der siebziger Jahre

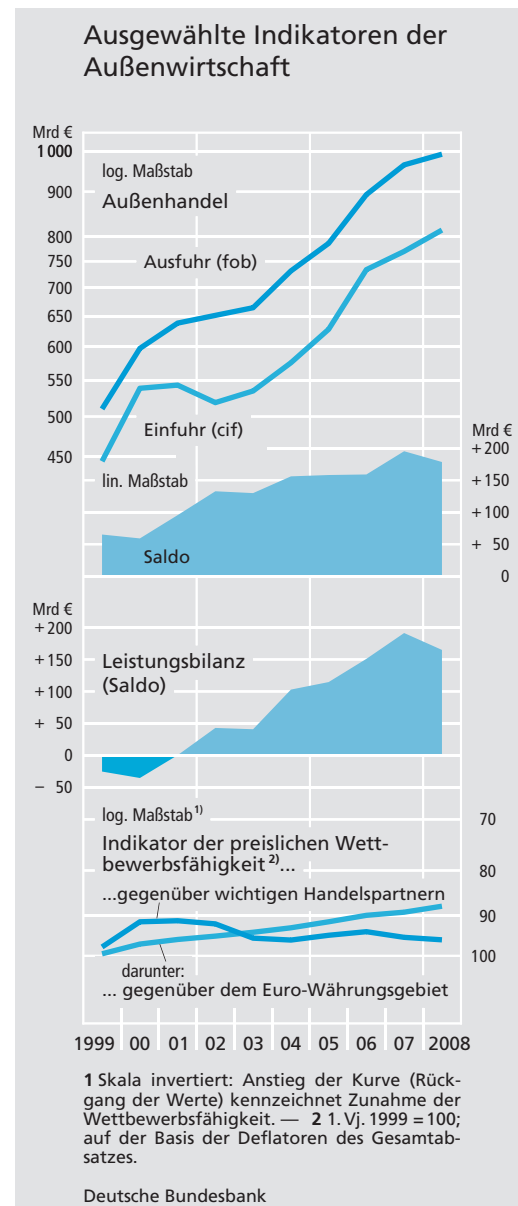
*Starker
Rückgang
der Export-
nachfrage im
Jahresverlauf*

¹ Gemessen auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes.

registriert worden waren. Nachdem die deutschen Exportunternehmen bis zum Sommer die vergleichsweise hohen Auftragsbestände aus dem Ausland abgearbeitet hatten, gingen die Ausfuhren im Jahresschlussquartal stark zurück; sie unterschritten den im ersten Quartal erreichten Höchststand saisonbereinigt um 8 1/2 %. Im Jahresdurchschnitt stiegen die nominalen Warenexporte noch um 2 3/4 %, nach Wachstumsraten von + 13 1/2 % und + 8 % in den beiden Vorjahren. Die Preise der ausgeführten Waren erhöhten sich bis in den Spätsommer – nicht zuletzt wegen der starken Verteuerung der Energie- und Rohstoffe – deutlich, bevor sie dann im vierten Quartal auch als Folge der rückläufigen Auslandsnachfrage wieder spürbar sanken. Im Mittel verteuerten sich die Exporte 2008 um 2 % gegenüber dem Vorjahr. In realer Rechnung legten die Ausfuhren von Waren nur noch um 3/4 % zu und damit deutlich schwächer als der Welthandel.

Regionalstruktur der Ausfuhren

Gestützt wurde das bescheidene deutsche Exportplus vor allem von den Lieferungen in Länder außerhalb der EWU, insbesondere in die Schwellenländer, die sich bis zum Sommer dem Sog des globalen Konjunkturabschwungs noch weitgehend entziehen konnten. Die Ausfuhren in Drittländer nahmen nominal um 4 1/2 % und real um 2 3/4 % gegenüber 2007 zu. Wegen der im Jahresmittel aufwertungsbedingt nicht mehr so guten preislichen Wettbewerbsfähigkeit musste die heimische Wirtschaft 2008 jedoch außerhalb des Euro-Raums Marktanteile abgeben. Allerdings divergierten die Ausfuhrtenzenzen im Hinblick auf die verschiedenen Drittländerregionen deutlich. Die höchsten Exportzu-



wächse wurden in den OPEC-Ländern (+ 19 1/2 %) und der Russischen Föderation (+ 14 3/4 %) erzielt, deren Nachfrage nach deutschen Waren durch die bis zum Sommer weiter stark gestiegenen Einnahmen aus dem Öl- und Gasgeschäft beflügelt wurde. Auch die Ausfuhren nach China legten mit 14 % außerordentlich kräftig zu, unter anderem, weil dort der Bedarf an Ausrüstungsgütern angesichts zunehmender Kapazitätsengpässe

**Struktur und Entwicklung
des regionalen Außenhandels
im Jahr 2008**

Ländergruppe/Land	Anteile in %	Verän- derung gegenüber Vorjahr in %
Ausfuhr		
Alle Länder	100,0	3,1
darunter:		
EWU-Länder (15)	42,0	1,3
Übrige EU-Länder (12)	21,6	1,9
darunter:		
9 neue Mitgliedsländer	11,2	6,8
Vereinigte Staaten	7,2	-2,5
Russische Föderation	3,3	14,8
Japan	1,3	-1,7
Südostasiatische Schwellenländer	3,3	1,0
China	3,4	14,0
OPEC-Länder	2,8	19,6
Entwicklungsländer ohne OPEC	8,7	6,3
Einfuhr		
Alle Länder	100,0	6,3
darunter:		
EWU-Länder (15)	38,9	6,7
Übrige EU-Länder (12)	19,5	5,4
darunter:		
9 neue Mitgliedsländer	10,9	5,7
Vereinigte Staaten	5,6	0,1
Russische Föderation	4,4	24,3
Japan	2,8	-5,3
Südostasiatische Schwellenländer	4,0	-7,3
China	7,3	5,2
OPEC-Länder	2,1	31,2
Entwicklungsländer ohne OPEC	9,4	-0,1

Deutsche Bundesbank

beträchtlich wuchs. Demgegenüber nahmen die Ausfuhren in die südostasiatischen Schwellenländer nur unterdurchschnittlich zu (+ 1%). Die Auslandserlöse deutscher Unternehmen in den neuen EU-Mitgliedsländern erhöhten sich mit 6¾ % überdurchschnittlich stark, wozu vor allem die Ausfuhren nach Polen beitrugen (+ 11%). Allerdings hat sich die Exportdynamik im Vergleich zum Vorjahr im Zuge der zuletzt starken konjunkturellen Abschwächung in dieser Region etwa halbiert.

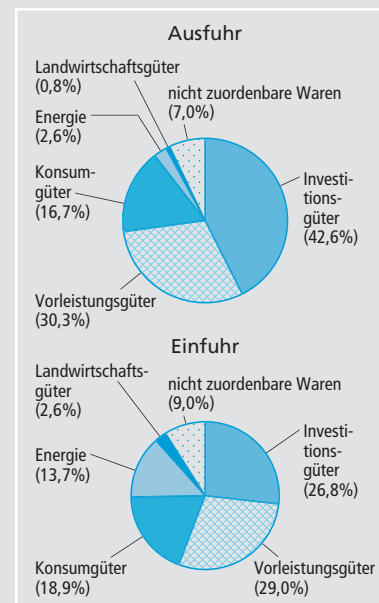
In den Vereinigten Staaten mussten deutsche Firmen erneut Absatzeinbußen hinnehmen, die mit 2½ % jedoch merklich geringer ausfielen als im Vorjahr. Möglicherweise hat dabei eine Rolle gespielt, dass die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exporteure gegenüber den Anbietern aus den USA selbst oder aus Drittländern weniger stark zurückging als 2007. Dies dürfte wiederum zum einen mit der im Sommer 2008 einsetzenden Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und zum anderen mit der Aufwertung des Yen gegenüber der amerikanischen Währung zusammenhängen, die den japanischen Anbietern das US-Geschäft erschwerte. Drastisch ist dort die Nachfrage nach deutschen Fahrzeugen gesunken, während sich die Ausfuhren von Maschinen und chemischen Erzeugnissen noch relativ gut halten konnten (siehe dazu die Erläuterungen auf S. 20). Auch die deutschen Lieferungen nach Japan verringerten sich im Jahresdurchschnitt 2008, und zwar um 1¾ %. Ausschlaggebend dafür war der Rückgang der realen Binnennachfrage.

Die deutschen Warenlieferungen in die EWU wurden durch den Konjunkturinbruch in diesen Ländern nach der Jahresmitte ebenfalls kräftig gebremst. Wertmäßig legten sie im Jahresdurchschnitt lediglich um 1¼ % zu und damit merklich weniger als die Ausfuhren in Drittländer, in realer Rechnung waren sie erstmalig seit dem Jahr 1993 sogar rückläufig. Die negativen Konjunkturfälle waren so stark, dass die fortgesetzte Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber den EWU-Partnerländern klar überlagert wurde. Besonders stark gesunken sind die Ausfuhren in Länder, die schon frühzeitig von den Auswirkungen der Finanzmarktkrise betroffen waren, namentlich Irland und Spanien. Demgegenüber konnten die deutschen Exporteure ihre Lieferungen nach Frankreich, ihrem wichtigsten Absatzmarkt in der EWU, nochmals deutlich (+ 5¾ %) steigern. Allerdings gingen die Lieferungen deutscher Autos nach Frankreich zurück, was unter anderem mit der Einführung einer Umweltsteuer mit einem Bonus-Malus-System zur Förderung der Verkäufe von schadstoffarmen Autos zusammenhängen könnte. Hier haben deutsche Fabrikate, die überwiegend im oberen Marktsegment angesiedelt sind, strukturelle Nachteile.

Warenstruktur
der Ausfuhren

Nach Branchen betrachtet, weist die Abschwächung der deutschen Exportkonjunktur deutliche Unterschiede auf.²⁾ Am stärksten waren aus den genannten Gründen die Investitionsgüterproduzenten betroffen, auf die 42½ % der heimischen Warenexporte entfielen. In dieser Gruppe konnten die Maschinenbauer ihre Ausfuhrerlöse noch um 3½ %

Außenhandel nach
ausgewählten Gütergruppen
im Jahr 2008



Deutsche Bundesbank

steigern. Die Automobilindustrie hingegen musste einen Absatzrückgang im Ausland von 5½ % hinnehmen. Auch die Ausfuhren von Gütern der Informations- und Kommunikationstechnologie gaben kräftig nach (– 9¼ %). In realer Rechnung dürfte hier das Minus allerdings etwas schwächer ausgefallen sein, da die Preise dieser Güter erneut sanken.

Die Exporteure von Vorleistungsgütern bekamen ebenfalls den globalen Konjunkturabschwung zu spüren. Die wertmäßigen Lieferungen ins Ausland, die knapp ein Drittel der

²⁾ Das Bild der Warenstruktur bei den Exporten und Importen wird durch den hohen Anteil der Güter, die bislang keiner Warengruppe zugeordnet werden konnten, verzerrt. Daher lassen sich die Veränderungsdaten der einzelnen Warengruppen und Hauptgruppen nicht zur Gesamtrate aggregieren.

Markante regionale Unterschiede im Auslandsgeschäft wichtiger Exportbranchen

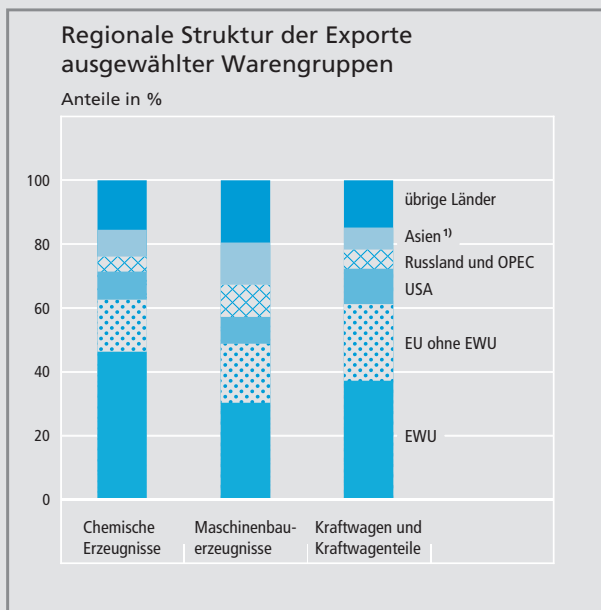
Gemessen an den deutschen Lieferungen ins Ausland, war die Automobilindustrie mit einem Anteil von 17½% die wichtigste Exportbranche, gefolgt vom Maschinenbau (14¼%) und den Herstellern chemischer Erzeugnisse (14%). Im Folgenden soll die Ausfuhrentwicklung dieser drei Wirtschaftszweige nach Bestimmungsländern beziehungsweise Absatzregionen näher beleuchtet werden.

Für die deutschen Exportunternehmen aus diesen Branchen waren die Handelspartner im Euro-Raum jeweils die mit Abstand wichtigsten Kunden. Der Umsatzanteil der Ausfuhren von Maschinen lag hier jedoch mit 30¼% erheblich niedriger als die entsprechende Exportquote bei den Kraftfahrzeugen (37¼%) und chemischen Erzeugnissen (46¼%). An zweiter Stelle stehen die EU-Mitgliedsländer außerhalb des Euro-Raums. Ihre Anteile an den Exporten der jeweiligen Warengruppe fielen bei Kraftfahrzeugen mit 24% deutlich höher aus als bei Maschinen (18½%) und Chemieprodukten (16¼%). Bei den Lieferungen von Maschinen sind Kunden in Asien (das hier die südostasiatischen Schwellenländer einschl. Japan und China umfasst) mit einem Ausfuhranteil von 13¼% in den letzten Jahren auf den dritten Platz vorgerückt, gefolgt von den erdöl- und erdgasexportierenden Staaten (Russland und OPEC) mit 10% und den Vereinigten Staaten mit 8½%. Bei den Ausfuhren von chemischen Erzeugnissen und Kraftfahrzeugen lagen die USA als Abnehmerland (Exportanteil 8¾% bzw. 11¼%) jedoch weiterhin vor Asien (8½% bzw. 7%) und Russland sowie den OPEC-Ländern (zusammen genommen 4¾% bzw. 6%).

Insgesamt expandierten 2008 die Ausfuhren von chemischen Erzeugnissen im Vorjahrsvergleich dem Wert nach mit 6½% recht stark. Auch die deutschen Hersteller von Maschinen konnten ihren Auslandsabsatz aufgrund der zunächst noch vergleichsweise hohen Auftragsbestände spürbar steigern (+3½%). Demgegenüber gaben die Exporterlöse der Automobilindustrie kräftig nach (-5½%). Dabei fällt auf, dass im Hinblick auf die Ausfuhr in die EU und die USA von den drei Warenkategorien nur chemische Produkte noch Zuwächse erzielen konnten, während Erzeugnisse des Maschinenbaus bereits leicht rückläufig waren und die Automobilexporte insbesondere im zweiten Halbjahr stark gesunken sind.

Die größten Unterschiede zwischen den Warengruppen zeigten die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten mit einem Zuwachs von 22¾% bei den Chemieprodukten, einem leichten Minus bei den Maschinenbauerzeugnissen (-2¼%) und einem kräftigen Rückgang von 13½% bei den Kraftfahrzeugen. Aufgrund des relativ hohen Umfangs der Kfz-Ausfuhren in die USA entfiel knapp ein Drittel der gesamten Exporteinbußen der deutschen Automobilindustrie auf die Vereinigten Staaten. Nach einem noch moderaten Minus im ersten Halbjahr brachen die Lieferungen in der zweiten Jahreshälfte um rund 25% ein. Der Absatzrückgang in den Vereinigten Staaten betraf jedoch nicht nur die deutschen Hersteller, sondern in noch stärkerem Maße die heimischen Marken. Insgesamt sind die Verkäufe der Kategorie Light Vehicles (Pkw und Kleintransporter) im vergangenen Jahr an der Stückzahl gemessen um 18% zurückgegangen. In diesem stark schrumpfenden Markt konnten die deutschen Hersteller das Absatzminus auf 6% begrenzen. Das bedeutet, dass der Marktanteil der deutschen Hersteller noch leicht zugenommen hat, und zwar um einen Prozentpunkt auf gut 6½%, bei den Pkw lag er 2008 sogar bei 10½%. Der starke Einbruch des US-Automarkts hatte verschiedene Gründe: Zum einen führte die kräftige Treibstoffverteuerung im ersten Halbjahr zu einer spürbaren Kaufzurückhaltung, insbesondere bei Autos mit hohem Kraftstoffverbrauch. Zum anderen hemmten die Ende 2007 einsetzende rezessive Entwicklung und die zunehmende Verschärfung der Kreditbedingungen im Gefolge der Finanzkrise den Absatz. Bereits vorher hatten die amerikanischen Automobilbauer versucht, ihre Verkäufe durch Rabattaktionen zu stabilisieren. Aus Sicht der deutschen Autoexporteure kam noch die bis Sommer 2008 anhaltende Aufwertung des Euro als Erschwernis hinzu. Zum kräftigen Wachstum des Auslandsgeschäfts der heimischen Chemieindustrie in den USA trug vor allem der deutliche Anstieg der Ausfuhr von pharmazeutischen Grundstoffen bei. Sie werden, ebenso wie pharmazeutische Fertigprodukte, erheblich weniger von zyklischen Einflüssen bestimmt als andere chemische Erzeugnisse; auf sie entfielen zuletzt 47½% der gesamten Chemieausfuhren in die USA.

Die Exporte der deutschen Chemieindustrie in die EU-Staaten außerhalb des Euro-Raums expandierten mit 6% deutlich

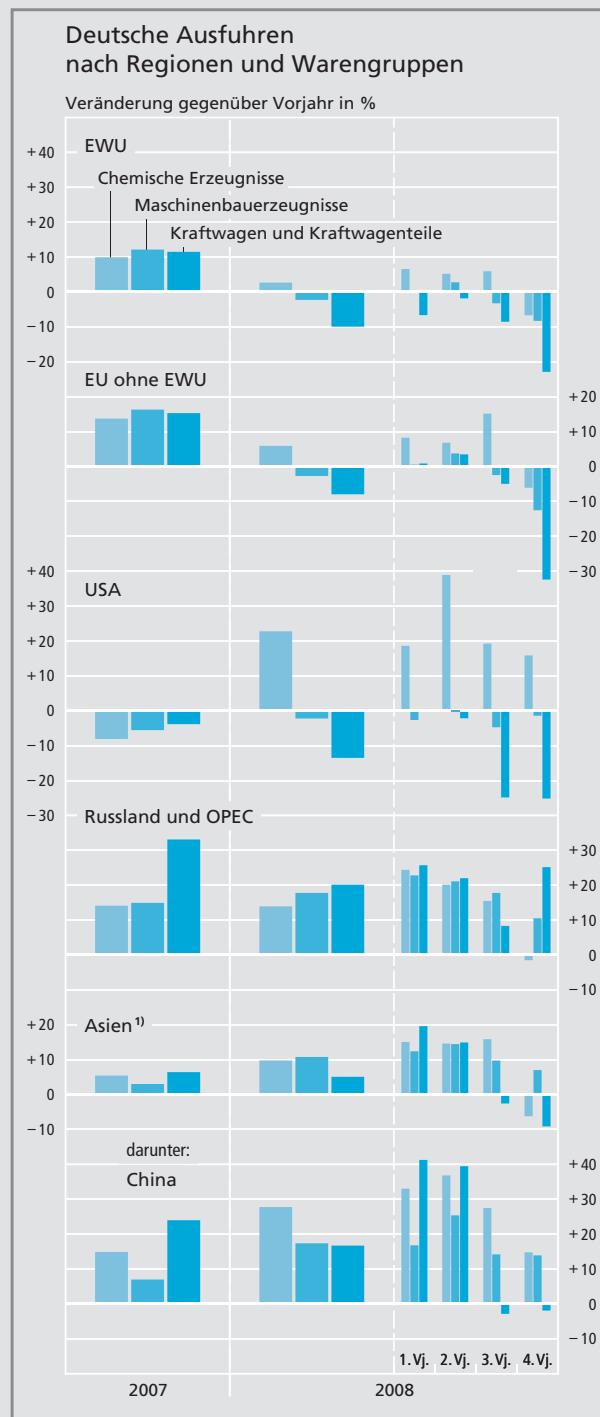


1 Südostasiatische Schwellenländer einschl. China und Japan.

stärker als die Ausfuhren in den Euro-Raum (+2¾%). In beiden Absatzgebieten wurde das Wachstum wiederum von den Pharmaprodukten getragen. Die Lieferungen dieser Erzeugnisse in den Euro-Raum wuchsen zwar deutlich schwächer, als dies bei den übrigen EU-Staaten der Fall war. Aufgrund des etwa viermal so hohen Anteils der pharmazeutischen Erzeugnisse an den Chemie-Ausfuhren (17¾%) haben die EWU-Länder dennoch einen doppelt so großen Beitrag zum Exporterfolg der Branche geleistet. Darüber hinaus sind die Ausfuhrerlöse der chemischen Industrie durch erhöhte Verkäufe von Düngemitteln gestützt worden. In die übrigen EU-Länder wurden zudem erheblich mehr Pflanzenschutzmittel ausgeführt als ein Jahr zuvor.

Dagegen verminderten sich die deutschen Exporte von Kraftfahrzeugen in den Euro-Raum (-10%) und in die übrigen EU-Länder (-8%) erheblich. In den EWU-Staaten machte sich die Nachfrageschwäche nach Automobilen schon in der ersten Jahreshälfte bemerkbar, während die übrigen EU-Länder erst in den Sommermonaten vom Konjunkturabschwung der Branche erfasst wurden. Allerdings verminderten sich im Jahresschlussquartal die Kfz-Exporte in dieses Absatzgebiet (-32½%) noch stärker als die Lieferungen in den Euro-Raum (-23%). Dabei hat eine maßgebliche Rolle gespielt, dass der Kfz-Markt in Großbritannien, der 2007 noch 11% der deutschen Autoexporte aufnahm, unter dem Eindruck der erheblichen Konjunkturabschwächung und der verstärkten Finanzierungsrestriktionen – gemessen an den Zulassungen – um 11¼% schrumpfte. Die deutschen Exporte von Kraftwagen und Kraftwagenteilen wurden allein dadurch um 1½% gedrückt.

Deutlich günstiger als die Exporte der drei Sektoren in die Industrieländer entwickelten sich die Ausfuhren nach Russland und in die OPEC-Staaten sowie in den asiatischen Raum. Hier wurden im Jahresdurchschnitt noch überwiegend zweistellige Zuwachsraten erzielt. Die Ausfuhren von Maschinen expandierten in diesen Regionen so stark, dass der im Jahresdurchschnitt noch vergleichsweise moderate Nachfragerückgang auf den europäischen Absatzmärkten und in den USA überkompensiert werden konnte. Dazu haben vor allem die Maschinenlieferungen nach China beigetragen, die sich insgesamt um 17½% erhöhten. Hinzu kamen kräftige Zuwächse im Geschäft mit Russland (+20½%) und den OPEC-Ländern (+14½%). Besonders gefragt waren in diesen Bestimmungsregionen unter anderem Verbrennungsmotoren und Turbinen, Pumpen und Kompressoren, Druck-, Werkzeug-, Bergwerks- und Baumaschinen sowie Hebezeuge und Fördermittel. Die deutsche Automobilindustrie konnte in diesen Volkswirtschaften ebenfalls Exporterfolge verbuchen (OPEC-Staaten +25½%, China +16¾%, Russland +16%), freilich ohne die hohe Dynamik des Jahres 2007 halten zu können. Allerdings waren die Ausfuhranteile dieser Länder zu gering, um den Nachfrageeinbruch in den großen europäischen Ländern und den Vereinigten Staaten auszugleichen.



deutschen Exporte ausmachen, lagen 2008 um $\frac{1}{2}\%$ unter ihrem Vorjahrsniveau. Dabei gelang es den heimischen Produzenten nur teilweise, die beträchtlichen Preissteigerungen bei Industrierohstoffen und Rohöl, die bei der Herstellung von Vorleistungsgütern eine bedeutende Rolle spielen, an ihre Kunden im In- und Ausland weiterzugeben. Im Einzelnen expandierten die nominalen Ausfuhren von chemischen Erzeugnissen zwar kräftig, allerdings waren drei Viertel dieses Anstiegs preisbedingt. Hier haben vor allem die höheren Energiekosten zur Anhebung der Ausfuhrpreise geführt. Dagegen verminderten sich die mit Metallen und Metallwaren erzielten Auslandsumsätze um $1\frac{1}{4}\%$, real sanken sie noch stärker. Die wertmäßigen Ausfuhren von Konsumgütern wuchsen dagegen weiterhin vergleichsweise kräftig ($+4\frac{1}{2}\%$).

Einfuhren

Die Wareneinfuhren nahmen im Jahr 2008 dem Wert nach um $5\frac{3}{4}\%$ und damit deutlich stärker als die Ausfuhren zu. In realer Rechnung expandierten sie aber nur um $\frac{1}{2}\%$. Gedämpft wurde das Importwachstum vor allem durch die nachlassende Dynamik der Exporte, bei deren Produktion ein hoher Anteil importierter Vorleistungen zum Einsatz kommt. Die kräftige Verteuerung der Einfuhren ($+5\frac{1}{4}\%$) ging vor allem auf den beträchtlichen Preisanstieg bei Erdöl und Erdgas sowie bei Nahrungs- und Genussmitteln bis Mitte 2008 zurück. Seitdem sind die Weltmarktpreise für diese Güter zwar im Zuge des weltweiten Konjunkturabschwungs deutlich gesunken. Jahresdurchschnittlich betrachtet verteuerte sich Rohöl der Sorte Brent in Euro jedoch um 25% und die übrigen Rohstoffe um $4\frac{1}{2}\%$. Die Einfuhrpreise für Importwaren mit gerin-

ger Fertigungstiefe (Rohstoffe und Halbwaren) zogen deshalb 2008 kräftig an, während die Preise für importierte Fertigwaren unverändert blieben. Insgesamt ist die Preisrelation im Außenhandel (Terms of Trade) im Berichtsjahr aus deutscher Sicht um $2\frac{3}{4}\%$ gesunken. Diese überwiegend energiepreisbedingte Verschlechterung hat den heimischen Nachfragern erhebliche Realeinkommensverluste gebracht, in der Tendenz jedoch kaum Substitutionseffekte ausgelöst, da die Nachfrage nach importierten Energieträgern kurzfristig recht preisunempfindlich ist.

Die Importe von Energie legten 2008 dem Wert nach mit 36% besonders kräftig zu. Dieser Anstieg war aber zu drei Vierteln preisbedingt. Der damit verbundene heimische Kaufkraftentzug betrug $16\frac{1}{4}$ Mrd € beziehungsweise 0,7% des nominalen Bruttoinlandsprodukts (BIP), verglichen mit 0,1% im Jahr davor. Dagegen hat 2008 der Wert der importierten Vorleistungsgüter deutlich abgenommen (-3%). Ausschlaggebend dafür war, dass die Einfuhren von Metallen und Metallerzeugnissen ihr Vorjahrsniveau in nominaler Rechnung um $4\frac{1}{4}\%$ unterschritten; zu diesem Rückgang haben Preissenkungen zu zwei Fünfteln beigetragen. Die ausländischen Hersteller von chemischen Erzeugnissen setzten noch 2% mehr Waren in Deutschland ab, preisbereinigt ergab sich jedoch ebenfalls ein Rückgang.

Die Einfuhr von Investitionsgütern ist dem Wert nach um $4\frac{1}{2}\%$ gesunken. Dies überzeichnet jedoch die Eintrübung der Investitionstätigkeit in Deutschland, da vor allem die ausländischen Hersteller von Kraftwagen und

*Warenstruktur
der Einfuhren*

Kraftwagenteilen kräftige Umsatzrückgänge in Deutschland ($-6\frac{1}{4}\%$) verbuchten und importierte Pkw überwiegend von privaten Haushalten nachgefragt werden. Die Einfuhrumsätze mit Gütern der Informations- und Kommunikationstechnologie verringerten sich zwar ebenfalls in dieser Größenordnung. Aufgrund der anhaltend kräftigen Verbilligung dieser Güter – bei Büromaschinen, Datenverarbeitungsgeräten und -einrichtungen betrug der Preisrückgang nicht weniger als 24% – sind die Importe real aber merklich gestiegen. Die Einfuhr von Maschinen erhöhte sich dem Wert nach nur wenig und blieb preisbereinigt praktisch unverändert. Insgesamt hat es somit im Bereich der klassischen Ausrüstungsgüter 2008 noch einen mengenmäßigen Zuwachs gegeben, der zu der lebhaften Investitionstätigkeit der gewerblichen Wirtschaft in Deutschland passt.

Regionalstruktur der Einfuhren

Die wertmäßigen Einfuhren aus dem Euro-Raum erhöhten sich um nominal $6\frac{3}{4}\%$ beziehungsweise real $2\frac{3}{4}\%$. Die Warenbezüge aus den einzelnen EWU-Ländern entwickelten sich dabei sehr unterschiedlich. Während aus Frankreich 6% mehr Waren bezogen wurden, war der Zuwachs der Importe aus Italien mit $2\frac{3}{4}\%$ deutlich schwächer. Die Lieferungen aus Drittländern expandierten 2008 um 6% . Preisbereinigt sind sie aber nur geringfügig gestiegen. Eine Erklärung dafür ist, dass sich Energie und Rohstoffe, die ganz überwiegend aus Nicht-EWU-Ländern bezogen werden, stark verteuert haben. So verzeichneten die nominalen Importe aus den bedeutenden Öl- und Gasförderländern, wie den OPEC-Staaten ($+31\frac{1}{4}\%$) und der Russischen Föderation ($+24\frac{1}{4}\%$), besonders

hohe Zuwachsraten. Auch die Einfuhren aus China stiegen vergleichsweise kräftig ($+5\frac{1}{4}\%$). Demgegenüber setzte die Entwicklung der Warenlieferungen aus den südostasiatischen Schwellenländern ihren Abwärtstrend fort ($-7\frac{1}{4}\%$). Exporteure aus den neuen EU-Mitgliedstaaten in Mittel- und Osteuropa schlossen mit einem Umsatzplus von $6\frac{1}{4}\%$ an das gute Vorjahrsergebnis an. Zudem gelang es den US-amerikanischen Anbietern, ihren Absatz auf dem deutschen Markt nach dem Einbruch im Vorjahr zu stabilisieren. Die deutliche Verminderung der Einfuhren aus Japan ($-5\frac{1}{4}\%$) hängt sowohl mit der Aufwertung des Yen gegenüber dem Euro in der zweiten Jahreshälfte, die zu einer spürbaren Verteuerung japanischer Waren geführt hat, als auch mit der Abkühlung der Autonachfrage in Deutschland zusammen.

Im Ergebnis schloss die Handelsbilanz im Jahr 2008 mit einem Aktivsaldo von $178\frac{1}{2}$ Mrd € ab. Damit fiel der Überschuss um $16\frac{3}{4}$ Mrd € geringer aus als im Rekordjahr 2007. Ausschlaggebend dafür waren zum einen die rohstoffpreisbedingte Verschlechterung der Terms of Trade sowie zum anderen der scharfe Exporteinbruch im Herbst 2008 bei gleichzeitig noch recht robuster Importtätigkeit. Das Defizit bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen betrug $1\frac{1}{4}$ Mrd €. Insgesamt verringerte sich der Überschuss in der Leistungsbilanz, der auch die Ergänzungen zum Außenhandel umfasst, auf 165 Mrd € oder $6\frac{1}{2}\%$ des nominalen BIP. Eine ähnliche Entwicklung war 2008 auch in anderen traditionellen Überschussländern, wie Japan, zu beobachten, während chronische Defizitlän-

Salden in der Handels- und Leistungsbilanz

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2006	2007	2008
I. Leistungsbilanz			
1. Außenhandel 1)			
Ausfuhr (fob)	893,0	965,2	992,5
Einfuhr (cif)	734,0	769,9	814,0
Saldo	+ 159,0	+ 195,3	+ 178,5
Ergänzungen zum Außenhandel 2)	- 13,1	- 9,8	- 12,5
2. Dienstleistungen (Saldo)	- 14,0	- 13,3	- 12,8
darunter:			
Reiseverkehr (Saldo)	- 32,8	- 34,3	- 34,8
3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Saldo)	+ 46,1	+ 50,6	+ 44,7
darunter:			
Vermögenseinkommen (Saldo)	+ 46,8	+ 50,2	+ 44,1
4. Laufende Übertragungen (Saldo)	- 27,1	- 31,6	- 33,1
Saldo der Leistungsbilanz	+ 150,9	+ 191,3	+ 164,9
II. Saldo der Vermögensübertragungen 3)	- 0,3	+ 0,1	- 0,1
III. Kapitalbilanz 4)			
1. Direktinvestitionen	- 55,9	- 90,0	- 89,8
2. Wertpapiere	- 12,3	+ 152,4	+ 43,9
3. Finanzderivate	- 6,2	- 85,9	- 25,6
4. Übriger Kapitalverkehr 5)	- 103,6	- 212,8	- 129,9
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 6)	+ 2,9	- 1,0	- 2,0
Saldo der Kapitalbilanz	- 175,0	- 237,3	- 203,4
IV. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)	+ 24,3	+ 45,9	+ 38,6

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

Deutsche Bundesbank

der, allen voran die USA, den Fehlbetrag in ihrer Leistungsbilanz spürbar abbauen konnten.

Die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen, welche die Dienstleistungen, die Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie die laufenden Übertragungen umfassen, verzeichneten einen Umschwung von 5¾ Mrd € zu einem negativen Saldo von 1¼ Mrd €. Dem niedrigeren Passivsaldo im Bereich der Dienstleistungen standen dabei geringere Nettoeinnahmen bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie ein höheres Defizit bei den laufenden Übertragungen gegenüber.

„Unsichtbare“
Leistungstransaktionen

Das Defizit in der Dienstleistungsbilanz verringerte sich im Jahr 2008 um ½ Mrd € auf 12¾ Mrd € aufgrund von Verbesserungen in mehreren Teilbereichen. Einen spürbaren Beitrag lieferten die Transport- und die Finanzdienstleistungen; hier nahmen die Überschüsse jeweils um 1 Mrd € auf 7¾ Mrd € beziehungsweise 4 Mrd € zu. Im Bereich der übrigen Dienstleistungen, der eine Vielzahl von verschiedenen Positionen umfasst, belief sich der positive Saldo auf 1 Mrd €, nach einem leichten Defizit im Vorjahr. Hier schlugen vor allem steigende Nettoerlöse aus Ingenieur- und sonstigen technischen Dienstleistungen sowie aus Forschung und Entwicklung zu Buche. Demgegenüber nahm der Überschuss bei den Versicherungsleistungen um 1¾ Mrd € auf ¼ Mrd € ab. Ausschlaggebend dafür war, dass bei den deutschen Rückversicherern die Prämieinzahlungen in Relation zu den Schadenszahlungen an Gebietsfremde deutlich rückläufig waren, während sich das

Dienstleistungen

Geschäft der ausländischen Rückversicherer hierzulande leicht verbesserte.

Reiseverkehr

Dagegen hat sich das Defizit im Reiseverkehr, dem mit Abstand bedeutendsten Teilbereich der grenzüberschreitenden Dienstleistungen, im Jahr 2008 um $\frac{1}{2}$ Mrd € auf $34\frac{3}{4}$ Mrd € ausgeweitet. Zwar stiegen die Einnahmen mit $3\frac{1}{2}\%$ merklich stärker als die Ausgaben ($+2\frac{1}{4}\%$), sie sind aber dem Betrag nach nur etwa halb so groß. Dabei sind die Ausgaben im Zusammenhang mit Reisen in die EWU-Partnerländer, auf die etwa die Hälfte der Gesamtposition entfällt, spürbar gestiegen, während sie für Reisen in Drittländer nur leicht zugenommen haben. Auf Länderebene ergibt sich ein recht heterogenes Bild. Augenscheinlich haben unter den europäischen Hauptreiseländern Italien und die Türkei für deutsche Urlauber deutlich an Attraktivität gewonnen, während Frankreich und Spanien nur moderate Zuwächse verbuchen konnten. Reisen in die USA und nach Asien, die im vergangenen Jahr die höchsten Ausgabenzuwächse aufwiesen, dürften durch die bis zum Spätsommer andauernde Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro beflügelt worden sein.

Faktor-einkommen

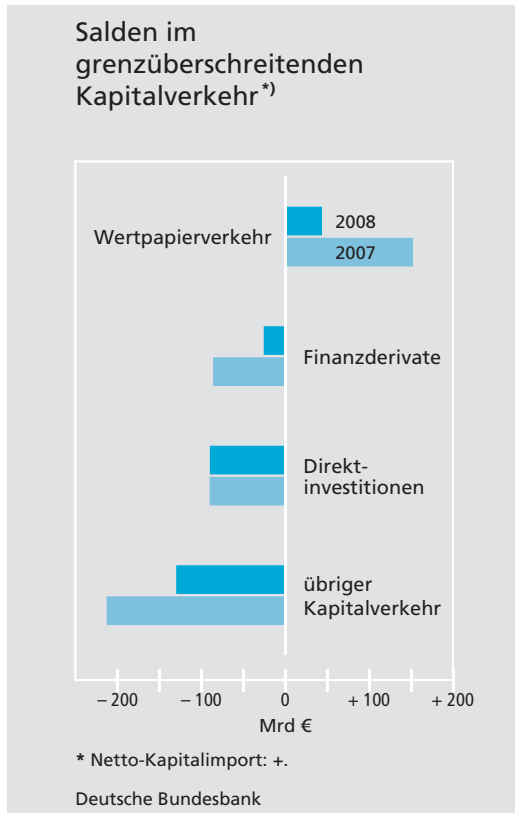
Der Aktivsaldo der grenzüberschreitenden Faktoreinkommen hat sich 2008 trotz einer verbesserten Netto-Auslandsposition der deutschen Volkswirtschaft um 6 Mrd € auf $44\frac{3}{4}$ Mrd € vermindert. Dies hing maßgeblich mit dem Rückgang der Überschüsse bei den Vermögenseinkommen zusammen, wobei die Ausgaben für Kapitalerträge mit $12\frac{1}{4}$ Mrd € stärker zunahm als die entsprechenden Einnahmen ($+6\frac{1}{2}$ Mrd €). Ausschlaggebend für die Ausweitung der Auslandseinkünfte in-

ländischer Investoren waren vor allem steigende Erträge aus Anleihen und Geldmarktpapieren sowie aus Krediten an Ausländer, hinter denen unter anderem grenzüberschreitende Interbankengeschäfte standen. Diese legten wegen der gesunkenen kurzfristigen Zinsen jedoch bei Weitem nicht mehr so kräftig zu wie im Vorjahr. Demgegenüber gaben die Einkünfte aus Direktinvestitionen unter anderem aufgrund der schlechteren Ertragslage ausländischer Tochterunternehmen nach.

Auf der Aufwandseite sind die Zinsleistungen an das Ausland für Anleihen und Geldmarktpapiere etwas stärker gestiegen als im Vorjahr. Zudem haben sich die Dividendenzahlungen an ausländische Investoren im Zuge der relativ guten Entwicklung der Ertragslage heimischer Unternehmen im Jahr 2007, in dem die Gewinne überwiegend erwirtschaftet wurden, deutlich erhöht. Die Zinsausgaben für ausländische Bankkredite haben ebenfalls zugenommen. Dagegen verminderten sich die Erträge aus Direktinvestitionen ausländischer Kapitalgeber. Im Gesamtergebnis dürfte sich – bei aller Vorsicht aufgrund der bislang noch vorläufigen Angaben – im Jahr 2008 die durchschnittliche Ertragskraft des deutschen Auslandsvermögens im Vergleich zur effektiven laufenden „Verzinsung“ der in Deutschland investierten Mittel erheblich ungünstiger entwickelt haben.

Der Passivsaldo bei den laufenden Übertragungen nahm 2008 um $1\frac{1}{2}$ Mrd € auf 33 Mrd € zu. Dies ist insbesondere dem Anstieg der per saldo geleisteten privaten Transfers zuzurechnen. Außerdem vergrößerte sich der Fehlbetrag im Bereich der öffentlichen Übertragun-

Übertragungen



gen um ½ Mrd € infolge der vermehrten Nettoabführungen an den EU-Haushalt. Hierbei spielten vor allem höhere deutsche Zahlungen aufgrund der sozialproduktbezogenen Finanzierung der EU sowie aus Zöllen und Abgaben eine Rolle, die den geringeren Beitrag zum EU-Haushalt aus dem heimischen Mehrwertsteueraufkommen und die gestiegenen Leistungen der EU im Rahmen der Gemeinsamen Agrarpolitik überkompensierten.

Kapitalverkehr

Einflussfaktoren

Der Leistungsbilanzüberschuss spiegelte sich in der Zahlungsbilanz in hohen Netto-Kapital-Exporten Deutschlands wider (203 ½ Mrd €). Dominiert wurde die Entwicklung des grenz-

überschreitenden Kapitalverkehrs im Jahr 2008 aber durch die sich im Jahresverlauf krisenhaft zuspitzende Lage im Finanzsektor. Vor allem nach der Insolvenz der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers im September kam es zu einem massiven Vertrauensverlust an den internationalen Finanzmärkten, der sich in kräftigen Preiseinbußen risikobehafteter Vermögenswerte niederschlug und Hilfsmaßnahmen der Regierungen in zahlreichen Ländern erforderte. Zudem senkten wichtige Zentralbanken in mehreren Schritten ihre Leitzinsen deutlich. Hiervon profitierten nicht zuletzt die Rentenmärkte. So gaben die Renditen länger laufender deutscher und amerikanischer Staatsanleihen fühlbar nach, wobei sich das Zinsgefälle zugunsten heimischer Papiere stark ausweitete. An den Devisenmärkten führte die hohe Unsicherheit zu erheblichen Schwankungen der Wechselkurse. Die Marktteilnehmer reagierten auf die Anspannungen im Jahresverlauf zunehmend vorsichtig und liquidierten gegen Ende des Jahres in größerem Stil grenzüberschreitend gehaltene Positionen.

Sehr deutlich lässt sich die Zuspitzung der Krise an den Wertpapiermärkten erkennen, an denen sich geänderte Risiko- und Renditeeinschätzungen der Investoren erfahrungsgemäß sehr rasch in den Transaktionen niederschlugen. Dabei können die grenzüberschreitenden Wertpapierumsätze als ein Maßstab für Spannungen im Finanzsystem herangezogen werden. Hatte der wertmäßige An- und Verkauf von Wertpapieren in der deutschen Zahlungsbilanz von 1999 bis 2007 mit einer durchschnittlichen Jahreswachstumsrate von knapp 11% zugenom-

Fallendes Transaktionsvolumen im Wertpapierverkehr

men, gab das Transaktionsvolumen vom ersten bis zum vierten Quartal 2008 um fast 30 % nach. Der Rückgang war erheblich stärker als nach dem Platzen der Preisblase für Technologiewerte im Jahr 2000, als die grenzüberschreitenden Wertpapierumsätze im entsprechenden Zeitraum um gut 17 % gesunken waren. In dem Umsatzeinbruch spiegelt sich zum Teil der drastische Kursverfall vieler Anlageinstrumente wider. Vor allem aber kommt in ihm zum Ausdruck, dass Wertpapiersegmente im Zuge der Krise mangels Nachfrage illiquide wurden und der Handel mit einigen Finanzprodukten nahezu völlig zum Erliegen kam.

*Netto-Kapital-
importe im
Wertpapier-
verkehr*

Insgesamt schloss der Wertpapierverkehr mit dem Ausland im Jahr 2008 mit Netto-Kapitalimporten in Höhe von 44 Mrd €; dies war ein deutlicher Rückgang gegenüber den Rekordzuflüssen im Jahr davor (152 ½ Mrd €). Hinter der recht geringen Nettogröße verbirgt sich allerdings eine ausgeprägte Krisendynamik in den Bruttoströmen, mit der in- und ausländische Anleger auf die Ereignisse im Berichtszeitraum reagierten. So kam es bei heimischen Investoren zu einem kräftigen Umschwung in ihrem Anlageverhalten. Stockten diese im Jahr 2007 ihre Bestände an ausländischen Wertpapieren noch um 145 ½ Mrd € auf, so gaben sie 2008 per saldo ausländische Titel für 28 Mrd € ab. Die Verkäufe setzten dabei im dritten Quartal ein und intensivierten sich zum Jahresschluss. Allein in den Monaten Oktober bis Dezember trennten sich inländische Anleger von ausländischen Wertpapieren im Wert von 74 ½ Mrd €. Als Verkäufer traten dabei insbesondere Finanzinstitute auf.

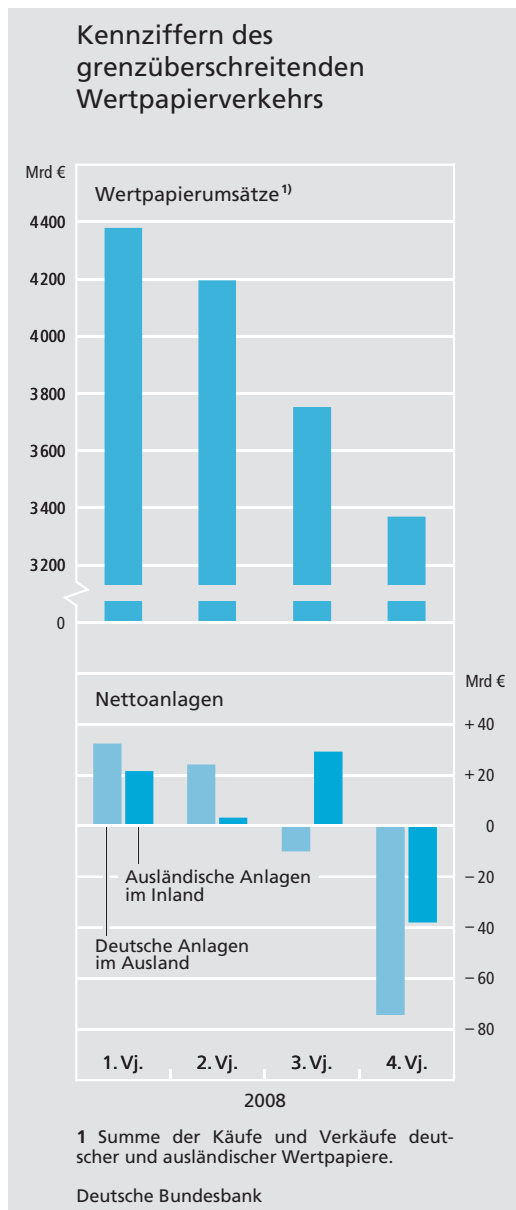
Kapitalverkehr

Mrd €; Netto-Kapitalexport: –

Position	2006	2007	2008
Direktinvestitionen	– 55,9	– 90,0	– 89,8
Deutsche Anlagen im Ausland	– 101,4	– 131,2	– 106,8
Ausländische Anlagen im Inland	+ 45,6	+ 41,2	+ 17,0
Wertpapiere	– 12,3	+ 152,4	+ 43,9
Deutsche Anlagen im Ausland	– 158,3	– 145,5	+ 27,9
Aktien	+ 6,5	+ 23,1	+ 39,2
Investmentzertifikate	– 23,6	– 41,6	– 8,6
Anleihen ¹⁾	– 133,7	– 105,3	– 20,2
Geldmarktpapiere	– 7,4	– 21,7	+ 17,5
Ausländische Anlagen im Inland	+ 146,0	+ 297,9	+ 16,0
Aktien	+ 19,8	+ 39,2	– 49,3
Investmentzertifikate	+ 8,1	+ 3,9	– 5,8
Anleihen ¹⁾	+ 120,9	+ 203,3	+ 23,3
Geldmarktpapiere	– 2,8	+ 51,5	+ 47,8
Finanzderivate ²⁾	– 6,2	– 85,9	– 25,6
Übriger Kapitalverkehr ³⁾	– 103,6	– 212,8	– 129,9
Monetäre Finanzinstitute ⁴⁾	– 148,4	– 151,7	– 132,4
langfristig	– 84,7	– 111,0	– 132,7
kurzfristig	– 63,6	– 40,6	+ 0,3
Unternehmen und Privatpersonen	+ 20,7	– 12,2	+ 23,8
langfristig	+ 5,9	– 28,5	+ 4,6
kurzfristig	+ 14,8	+ 16,3	+ 19,1
Staat	+ 0,9	+ 5,4	+ 9,0
langfristig	+ 8,3	– 2,5	– 1,5
kurzfristig	– 7,5	+ 7,8	+ 10,5
Bundesbank	+ 23,2	– 54,4	– 30,2
Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: –) ⁵⁾	+ 2,9	– 1,0	– 2,0
Saldo der Kapitalbilanz	– 175,0	– 237,3	– 203,4

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

Deutsche Bundesbank



Inländische Anlagen in ausländischen...

...Schuldverschreibungen,...

Dieses Anlagemuster mit unterschiedlichen Ergebnissen in den beiden Jahreshälften zeigt sich deutlich beim Erwerb ausländischer Anleihen. Hier standen Käufen von 51 Mrd € bis Sommer Verkäufe für 30 ½ Mrd € in der Zeit danach gegenüber. Die Abgaben betrafen vor allem auf Euro lautende länger laufende Schuldverschreibungen (Juli bis Dezember 2008: 23 Mrd €), die üblicherweise das bei Weitem beliebteste ausländische Finanzins-

trument heimischer Investoren sind. Mit der sich verschärfenden Krise und dem wachsenden eigenen Mittelbedarf rückten offenbar mehr und mehr die Kurs- und Liquiditätsrisiken in den Mittelpunkt ihrer Wahrnehmung. Von dem Rückzug waren in erster Linie Bankschuldverschreibungen ausländischer Emittenten betroffen, aber auch Staatsanleihen aus EWU-Partnerländern wurden per saldo abgegeben. Dabei hat der Zinsaufschlag von EWU-Staatsanleihen zu Bundesanleihen, die als sicheres und liquides Instrument den Vergleichsmaßstab liefern, im Jahresverlauf um 80 auf 95 Basispunkte zugenommen.

Auch bei Fremdwährungsanleihen haben sich Inländer 2008 merklich zurückgehalten, nachdem sie in den Jahren zuvor in recht großem Umfang derartige, meist auf US-Dollar lautende Schuldverschreibungen in ihre Depots genommen hatten. Per saldo erwarben sie 2008 Fremdwährungsanleihen gebietsfremder Emittenten für umgerechnet 8 ½ Mrd €, verglichen mit 30 ½ Mrd € im Jahr 2007. Dabei ist das Gesamtergebnis von einer großen Einzeltransaktion geprägt, bei der ein Finanzinstitut forderungsunterlegte Papiere (Asset Backed Securities) von einer eigenen, im Ausland ansässigen Zweckgesellschaft übernahm. Ohne diese Transaktion wäre es zu Nettoverkäufen gekommen. Neben der generellen Zurückhaltung bei komplexen Verbriefungen stand dies vermutlich mit dem Euro-Dollar-Zinsdifferenzial in Zusammenhang, das Ende vorletzten Jahres zugunsten des Euro umgeschlagen war und sich 2008 zeitweilig merklich ausweitete. Auch die hohen Wechselkurschwankungen könnten Investoren bei

... Fremdwährungsanleihen,...

ihren grenzüberschreitenden Geschäften vorsichtiger haben disponieren lassen.

... Geldmarktpapieren, ...

Außer Anleihen waren auch ausländische Geldmarktpapiere, die vor der Krise unter anderem von Zweckgesellschaften als Finanzierungsinstrument eingesetzt worden waren, von der im Spätsommer einsetzenden Umorientierung inländischer Anleger betroffen. Netto betrachtet dominierten zum Jahresende Tilgungen und Verkäufe in diesem Segment des Wertpapierverkehrs so deutlich, dass es im Gesamtjahr zu Mittelrückflüssen aus dem Ausland in Höhe von 17 ½ Mrd € kam. Dabei trennten sich deutsche Kapitalmarktteilnehmer vor allem von in US-Dollar denominierten „Kurzläufern“ und von strukturierten Geldmarktprodukten.

... Aktien...

Weiter abgebaut haben deutsche Anleger per saldo auch ihre Bestände an ausländischen Aktien (39 Mrd €). In dem Wechselspiel aus zunehmender Besorgnis über die Gesamtverfassung des Finanzsektors und den sich immer mehr eintrübenden Aussichten für die Realwirtschaft gaben die Notierungen von Dividendenwerten im Jahresverlauf auf breiter Front massiv nach (–39% gemessen am MSCI-World-Index). Zu Erstplatzierungen von Aktien und somit zu Kaufimpulsen von der Angebotsseite kam es in diesem Umfeld kaum noch. Im Ergebnis haben sich inländische Investoren – vorrangig aus dem Finanzsektor mit erhöhtem eigenen Liquiditätsbedarf – von den Börsenplätzen vor allem der EU-Partnerländer (24 Mrd €) und der USA (13 ½ Mrd €) zurückgezogen.

Das indirekte Engagement in Wertpapieren über ausländische Kapitalanlagegesellschaften hat im Jahr 2008 stark nachgelassen. Zwar zeichneten inländische Anleger Anteilsscheine gebietsfremder Fonds für netto 8 ½ Mrd €. Dieser Wert liegt aber deutlich unter der Anlagesumme der beiden Vorjahre (41 ½ Mrd € und 23 ½ Mrd €). Ausschlaggebend für den Rückgang war, dass Sparer ab dem Spätsommer, als die Finanzkrise eskalierte, ausländische Fondsprodukte abgaben. Allein im vierten Quartal beliefen sich die Mittelabzüge auf 13 ½ Mrd €. Da überwiegend Geldmarktfonds und geldmarktnahe Rentenfonds betroffen waren, mag bei der Rückgabebestimmung mitgeschwungen haben, dass Anleger die seit Anfang Oktober staatlich garantierten Einlagen bei gebietsansässigen Banken gegenüber fondsbasierten geldmarktnahen Produkten im Ausland präferierten. Daneben könnte auch die Diskussion um eine verschärfte Besteuerung steueroptimierter Geldmarktfonds Sparer bewogen haben, ihr Engagement in dieser Produktnische zu verringern.

Auch die Bereitschaft ausländischer Portfolioinvestoren zu Vermögensanlagen in Deutschland hat sich im Jahresverlauf von 2008 deutlich verringert. Im Ergebnis erwarben sie im letzten Jahr nur noch für 16 Mrd € heimische Wertpapiere. Im Jahr davor waren sie noch mit einem Rekordanlagevolumen von 298 Mrd € am deutschen Markt als Käufer aufgetreten.

Ausschlaggebend für den erheblichen Rückgang des Mittelaufkommens war die geringere Nachfrage des Auslands nach inländi-

... und Investmentzertifikaten

Ausländische Anlagen in inländischen...

... privaten Schuldverschreibungen, ...

schen Rentenwerten (23 ½ Mrd €, verglichen mit 203 ½ Mrd €). So überwogen im Bereich privater langfristiger Anleihen per saldo die Verkäufe und Tilgungen (–7 Mrd €, nach einem Erwerb von 140 Mrd € im Jahr 2007). Dabei spielte eine Rolle, dass sich der grenzüberschreitende Nettoabsatz von sogenannten „Zertifikaten“ und Optionsscheinen, die von einigen Anbietern regelmäßig blockweise an verbundene Unternehmen im Ausland übertragen werden, deutlich abschwächte.³⁾ Zudem gerieten auch traditionelle Bankschuldverschreibungen deutscher Emittenten, auf die sich sonst das Hauptaugenmerk ausländischer Anleger richtete, mit den Verwerfungen an den Märkten unter starken Verkaufsdruck. In der Folge schnellte der Zinsabstand zwischen öffentlichen und privaten Schuldverschreibungen mit zehnjähriger Laufzeit zum Jahresende auf ein zuvor nicht beobachtetes Niveau von 110 Basispunkten hoch.

... öffentlichen
Anleihen, ...

Die starken Anspannungen auf den Märkten für langfristige, verbrieft Anleihen begünstigten sichere und liquide deutsche Staatsanleihen. In erster Linie kommt dies in den genannten Zinsvorteilen im innereuropäischen Vergleich und gegenüber privaten Emissionen zum Ausdruck. Betragsmäßig erwarben gebietsfremde Käufer 2008 mit netto 30 ½ Mrd € aber weit weniger Bundesanleihen als im Jahr davor (63 ½ Mrd €). Der Rückgang steht zum einen im Zusammenhang mit Angebotsfaktoren, denn der Nettoabsatz staatlicher Anleihen belief sich – dank der Konsolidierungserfolge des Bundes in der Vergangenheit – mit 25 ½ Mrd € auf den niedrigsten Wert seit 2001. Zum anderen zeigt sich in

diesen Zahlen aber auch, wie stark offenbar der Liquiditätsbedarf einiger Marktteilnehmer in der zugespitzten Marktsituation war. So gaben Ausländer im vierten Quartal 2008, als andere Märkte austrockneten, für per saldo 7 ½ Mrd € liquide deutsche Staatsschuldtitle ab und verschafften sich damit dringend benötigte Barmittel.

Heimische Geldmarktpapiere fanden dagegen über das ganze Jahr gebietsfremde Käufer. Insgesamt lag die Nachfrage des Auslands 2008 mit netto 48 Mrd € auf ähnlichem Niveau wie 2007 (51 ½ Mrd €). Über die Hälfte des Anlagebetrages entfiel dabei auf kurzfristige „Zertifikate“ und Optionsscheine privater Emittenten, die – wie oben erwähnt – bis zum Weiterverkauf an private Anleger konzernintern an das Ausland übertragen wurden.

... Geldmarkt-
papieren, ...

Die Notierungen deutscher Aktien verloren nach einer fünf Jahre währenden Hausse – gemessen am marktbreiten CDAX – im abgelaufenen Jahr unter extrem hohen Schwankungen 44 ½ % ihres Wertes. Ausländische Investoren zogen wegen der ungünstigen Konjunkturaussichten und nachgebender Kurse 49 ½ Mrd € aus deutschen Aktien ab; gemessen an den hohen Netto-Kapitalimporten der Vorjahre war dies ein drastischer Umschwung. Zu knapp einem Fünftel waren Dividendenwerte von inländischen Finanzinstituten betroffen (9 Mrd €). Zudem erwarb

... Aktien...

³ Der Absatzrückgang bei Zertifikaten ging einher mit geringeren Netto-Kapitalexporten im Bereich von Finanzderivaten (25 ½ Mrd €, verglichen mit 86 Mrd € im Jahr 2007), die häufig zur Absicherung derartiger Positionen genutzt werden. Siehe hierzu auch die Erläuterungen in: Deutsche Bundesbank, Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2007, Monatsbericht, März 2008, S. 26 ff.

ein deutsches Unternehmen im Zuge der Übernahme eines inländischen Dax-Konzerns Eigentumstitel, die zuvor in beträchtlichem Umfang von gebietsfremden Investoren gehalten worden waren.

... und
Investment-
zertifikaten

Die inländische Fondsbranche sah sich im vergangenen Jahr krisenbedingt einer starken Zurückhaltung der Anleger gegenüber. Dies zeigte sich auch in den Absatzzahlen deutscher Investmentzertifikate im Ausland. Die Mittelabzüge beliefen sich hier im Jahr 2008 auf netto 6 Mrd €. So einen hohen Nettoabfluss in das Ausland hatte die Branche bislang noch nie auf Jahresfrist zu verzeichnen gehabt. Gebietsfremde Anleger verkauften dabei vor allem in Zinstitel investierte Anteile von Publikumsfonds. Nur Spezialfonds konnten unter dem Strich Gelder anziehen.

Direkt-
investitionen
weltweit

Die Auswirkungen der Finanzkrise schlugen sich auch in den grenzüberschreitenden Direktinvestitionen nieder, obwohl diese aufgrund ihrer eher mittel- bis langfristigen Orientierung normalerweise deutlich langsamer auf die sich verändernden Finanzmarktbedingungen reagieren als der Wertpapierverkehr. So kam es 2008 – nach ersten Schätzungen der UNCTAD – weltweit zu einem Rückgang der Direktinvestitionsströme um etwa ein Fünftel auf 1,4 Billionen US-\$ (950 Mrd €), nach einem Plus von 30 % im Jahr davor. Bei den Fusionen und Übernahmen fiel der Rückgang sogar noch etwas stärker aus. Ausschlaggebend dafür waren die massiven Beschränkungen bei den externen und internen Finanzierungsmöglichkeiten sowie die sich eintrübenden konjunkturellen Aussichten.

Diese ungünstigen globalen Bedingungen wirkten sich auch auf die Direktinvestitionen mit deutscher Beteiligung aus. Dabei waren die Rückgänge in beide Richtungen dem Betrag nach fast gleich hoch. Alles in allem kam es im Jahr 2008 daher zu nahezu unveränderten Netto-Kapitalexporten in diesem Bereich von 90 Mrd €.

*Deutschland
mit Netto-
Kapitalexporten
durch Direkt-
investitionen*

Mit 107 Mrd € fielen die Auslandsinvestitionen hiesiger Unternehmen 2008 geringer aus als im Jahr davor (131 Mrd €). Diese stockten dabei insbesondere das Beteiligungskapital ihrer Niederlassungen im Ausland kräftig auf. So nutzten Investoren aus dem Verarbeitenden Gewerbe, dem Energiesektor sowie dem Bereich Verkehr und Nachrichtenübermittlung sich bietende Möglichkeiten, durch Firmenübernahmen ihre Präsenz im Ausland zu stärken. Ferner beließen heimische Eigner einen hohen Anteil der von ihren Auslandsfilialen und -töchtern im Jahr 2008 erzielten, insgesamt gesehen noch immer beachtlichen Gewinne in ihren Direktinvestitionsunternehmen. Und auch im Rahmen von konzerninternen Krediten führten sie diesen Mittel zu. Dies geschah vorrangig über die Gewährung von Finanzkrediten, wobei etwa zwei Drittel der Darlehen kurzfristiger Natur waren. Über drei Viertel der gesamten deutschen Direktinvestitionen flossen im vergangenen Jahr in europäische Länder. Insbesondere die Niederlande (18 Mrd €), die einen hohen Betrag in Zusammenhang mit einer Konzernumstrukturierung auf sich zogen, Spanien (15 ½ Mrd €), das Vereinigte Königreich (8 ½ Mrd €) und Schweden (8 Mrd €) erwiesen sich als gefragte Investitionsstandorte. Außerhalb Euro-

*Deutsche
Direkt-
investitionen
im Ausland*

pas engagierten sich deutsche Unternehmen darüber hinaus mit 12 ½ Mrd € in den USA.

Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland

Gemessen am Vorjahrsniveau deutlich stärker als bei den heimischen Unternehmen wirkten sich die ungünstigen weltwirtschaftlichen Bedingungen bei den Direktinvestitionen ausländischer Investoren in Deutschland aus. Diese engagierten sich 2008 mit 17 Mrd € hierzulande, was einem Rückgang um fast 60 % im Vergleich zum Jahr davor (41 Mrd €) entspricht. Ausländische Eigner führten ihren in Deutschland ansässigen Niederlassungen vor allem weniger Beteiligungskapital zu. Hierzu trugen die stark geschrumpften Aktivitäten ausländischer Private-Equity-Gesellschaften maßgeblich bei.⁴⁾ Die regionale Herkunft der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland wurde stark von der Umstrukturierung eines Konzerns bestimmt. Im Ergebnis kam es daher zu Kapitalzuflüssen aus Luxemburg in Höhe von 16 ½ Mrd € und Abflüssen im Umfang von 9 Mrd € und 3 ½ Mrd € nach Großbritannien beziehungsweise in die Niederlande.

Übriger Kapitalverkehr...

Wie die Direktinvestitionen schloss auch der übrige Kapitalverkehr, der sowohl Finanz- und Handelskredite (soweit sie nicht den Direktinvestitionen zuzurechnen sind) als auch Bankguthaben und sonstige Anlagen umfasst, im Jahr 2008 mit Netto-Kapitalexporten. Diese beliefen sich auf 130 Mrd €, nachdem die Abflüsse ein Jahr zuvor 213 Mrd € betragen hatten.

... der Nichtbanken...

Entgegen der Gesamttendenz kam es im unverbrieften Kreditverkehr der Nichtbanken zu Kapitalimporten im Umfang von netto

33 Mrd €. Knapp drei Viertel dieses Betrages entfielen auf die Transaktionen von Unternehmen und Privatpersonen (24 Mrd €). Diese nahmen im Ausland per saldo vorrangig langfristige Kredite auf. Weitere Mittelzuflüsse von 9 Mrd € waren den Dispositionen staatlicher Stellen zuzuschreiben, die auf kurzfristige Kredite im Ausland zurückgegriffen haben.

Ausschlaggebend für die Netto-Kapitalexporte im unverbrieften Kreditverkehr waren somit die grenzüberschreitenden Transaktionen des Bankensystems. Ein Großteil davon entfiel auf die gestiegene Netto-Forderungsposition der Kreditinstitute gegenüber dem Ausland (132 ½ Mrd €). Diese vergaben in nennenswertem Umfang langfristige Finanzkredite an ausländische Geschäftspartner. Dabei haben die Kreditgewährung an Filialen und Töchter im Ausland sowie die Unterstützung eigener im Ausland ansässiger Zweckgesellschaften, die durch die Finanzkrise unter Druck geraten waren, eine wichtige Rolle gespielt. Wie sehr die angespannte Lage an den Geldmärkten das unverbriefte Auslandsgeschäft der Banken beeinflusst hat, wird auch daran erkennbar, dass sie ihre kurzfristigen grenzüberschreitenden Kreditforderungen und -verbindlichkeiten stark zurückgeführt haben.⁵⁾ Da die betragsmäßigen Veränderungen in diesem Bereich des Aktiv- und Passivgeschäfts nahezu gleich groß waren, hielten sich die in

... und des Bankensystems

⁴ Nach Daten von Thomson ONE Banker verringerten sich die kreditfinanzierten Käufe deutscher Unternehmen durch ausländische Private-Equity-Gesellschaften (LBO-Transaktionen) von 16 ½ Mrd € im Jahr 2007 auf 2 ½ Mrd € im Berichtszeitraum.

⁵ Der Forderungsbestand der deutschen Banken ging außerdem aufgrund von Abschreibungen zurück, die allerdings nicht zahlungsbilanzwirksam sind.

der Zahlungsbilanz erfassten Nettoströme allerdings in engen Grenzen. Stärker zu Buche schlug dagegen ein transaktionsbedingter Anstieg in der Netto-Auslandsposition der Bundesbank um 30 Mrd €. Entscheidend dafür war der Forderungsaufbau im Rahmen des Großbetragszahlungsverkehrsystems TARGET2 (44 ½ Mrd €). Diesem standen gestiegene Auslandsverbindlichkeiten gegenüber, bei denen es sich unter anderem um Einlagen von Zentralbanken bei der Bundesbank handelte.

Währungsreserven der Bundesbank: Transaktionen...

Die Währungsreserven der Bundesbank, deren transaktionsbedingte Veränderungen in der Zahlungsbilanz in einer eigenen Position enthalten sind, erhöhten sich im Jahr 2008 um 2 Mrd €. Dazu trug zum einen bei, dass die Devisenreserven aufgestockt wurden. Zum

anderen stieg die Reserveposition der Bundesbank im IWF (einschl. der Sonderziehungsrechte), die vor allem einer Euro-Ziehung beim Fonds geschuldet war.

Außer durch die in der Zahlungsbilanz erfassten laufenden Transaktionen haben die Währungsreserven durch die übliche Neubewertung zu Marktpreisen an Wert gewonnen, und zwar um 4 ½ Mrd €. Ausschlaggebend war die Höherbewertung des Goldbestandes auf 68 Mrd €, der ein Anstieg des Goldpreises in US-Dollar bei einer simultanen Aufwertung der amerikanischen Währung gegenüber dem Euro zugrunde lag. Alles in allem stiegen die Währungsreserven in bilanzieller Betrachtung um 6 ½ Mrd €. Ende 2008 betragen sie 99 Mrd €.

... und Neubewertung