

Die deutsche Zahlungsbilanz im Jahr 1999

Die Wirtschafts- und Finanzbeziehungen Deutschlands zum Ausland waren im vergangenen Jahr von einschneidenden Veränderungen geprägt. Zum einen wurden mit dem Übergang zur Währungsunion und der Einführung des Euro neue währungspolitische Daten gesetzt, die vor allem im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr deutliche Spuren hinterließen. Das deutsche Finanzsystem hat dabei im Ergebnis als wichtige Durchleitstelle der Kapitalströme von außerhalb des Euro-Währungsgebiets in die übrigen EWU-Länder fungiert. Zum anderen haben sich die Bedingungen im Auslandsgeschäft der deutschen Exportwirtschaft durch die Erholung der Weltwirtschaft von den Folgen der Krise in Asien nachhaltig verbessert und damit auch der Binnenkonjunktur neuen Schwung gegeben. Die realen Einfuhren sind 1999 nur moderat gewachsen. Durch die drastische Verteuerung der Öleinfuhren wurden jedoch die Einfuhrwerte so stark aufgebläht, dass die deutsche Handelsbilanz trotz der bemerkenswerten Exporterfolge mit einem geringeren Überschuss abschloss als im Jahr zuvor. Zusammen mit höheren Defiziten im Dienstleistungsverkehr und bei den Kapitalertragszahlungen ist der Passivsaldo in der deutschen Leistungsbilanz 1999 auf 19 ½ Mrd Euro gestiegen, nach einem Minus von umgerechnet 4 Mrd Euro 1998. Im Folgenden werden diese Entwicklungen im grenzüberschreitenden Leistungs- und Kapitalverkehr im Einzelnen dargestellt.

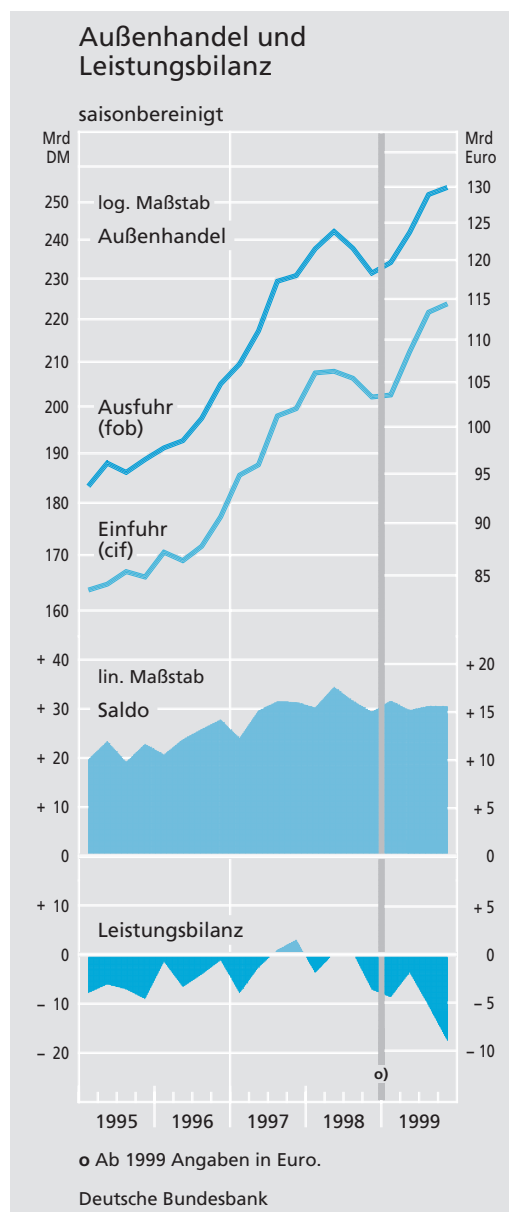
Leistungsbilanz

Ausfuhren

Nach der deutlichen Abkühlung des Exportgeschäfts im Gefolge der Krisen in den südostasiatischen Schwellenländern hat sich die Ausfuhrfähigkeit der deutschen Wirtschaft im Verlauf des Jahres 1999 wieder spürbar belebt. Im letzten Quartal des vergangenen Jahres überschritt der Wert der deutschen Warenausfuhren seinen Vorjahrsstand bereits wieder um 10 %, während er im ersten Quartal 1999 noch um fast 1½ % unter dem entsprechenden Vorjahrswert gelegen hatte. Auf das ganze Jahr gesehen und in laufenden Preisen gerechnet sind die deutschen Exporte um knapp 4 % gestiegen. Dem Volumen nach ist die Zunahme mit 4 % ebenso hoch ausgefallen.¹⁾ Die deutsche Wirtschaft hat damit im vergangenen Jahr am realen Wachstum des Welthandels kräftig partizipieren können.

Regionalstruktur der Exporte

Die Belebung im Exportgeschäft der deutschen Wirtschaft war zunächst von den außereuropäischen Exportmärkten ausgegangen, nachdem sich die Lage in den Krisenregionen Asiens stabilisiert hatte und die Märkte wieder zu wachsen begannen. Kräftige Anstöße erhielt die deutsche Exportkonjunktur darüber hinaus von dem robusten und kräftigen Wirtschaftswachstum in den USA, zumal die Stärke des US-Dollar für deutsche Unternehmen, ebenso wie für andere Anbieter aus dem Euro-Raum, relativ günstige Wettbewerbsbedingungen am amerikanischen Markt bot. Im Ergebnis sind die deutschen Ausfuhren in die USA 1999 um 12½ % gestiegen; ihr Anteil an den gesamten deutschen Exporten hat sich dadurch auf gut



10 % erhöht, verglichen mit knapp 9½ % 1998. Im weiteren Jahresverlauf haben sich die Schwerpunkte in der Exportentwicklung zu Gunsten der Märkte der EWU-Mitgliedsländer verschoben, nachdem der konjunkturelle Aufschwung dort im Sommer deutlich

¹ Die Volumensangaben sind noch vorläufig; sie enthalten – ebenso wie die Angaben zum Außenhandel nach Regionen und Warengruppen – noch nicht die Korrekturen für 1999.

an Fahrt gewonnen hatte. Die Jahreszuwachsrate der Ausfuhren in die EWU-Länder lag mit 4 % allerdings nur auf durchschnittlichem Niveau. Angesichts des hohen Anteils der Euro-Länder an den gesamten deutschen Exporten von gut 40 % haben sie aber das Gesamtergebnis maßgeblich bestimmt.

Warenstruktur
der Exporte

Von den verbesserten Absatzbedingungen im Ausland profitierten nach und nach fast alle Wirtschaftszweige. Zu den Vorreitern rechnete insbesondere die deutsche Automobilindustrie, die nach noch unvollständigen Angaben ihre Ausfuhren um 3 ½ % ausweitete und damit knapp ein Fünftel der gesamten deutschen Exportumsätze auf sich vereinte. Die Anbieter von Investitionsgütern im engeren Sinn, wie elektrotechnischen Erzeugnissen und Maschinenbauerzeugnissen, haben dagegen erst in der zweiten Jahreshälfte 1999 größere Absatzsteigerungen im Ausland erzielt. Etwas ungünstiger haben sich die Ausfuhren des Grundstoff- und Produktionsgütergewerbes entwickelt, die im Berichtsjahr dem Wert nach leicht hinter dem Vorjahrsergebnis zurückblieben (–1 ½ %). Hier spielten jedoch die teilweise deutlichen Preisrückgänge eine Rolle; die Ausfuhrdurchschnittswerte für diese Gütergruppe sanken jedenfalls 1999 gegenüber dem Vorjahr um 4 ½ %. Auch die Konsumgüterindustrie hat im Auslandsgeschäft den Stand des vorangegangenen Jahres noch nicht wieder erreichen können.

Einfuhren

Die deutschen Wareneinfuhren sind schwächer als die Ausfuhren gestiegen. Dem Volumen nach nahmen sie nur um gut 3 ½ % zu. Offenbar hatten die im Vorjahr angesichts der damals rückläufigen Energie- und Rohstoff-

Regionale Entwicklung
des Außenhandels

1999

Ländergruppe/Land	Ausfuhr		Einfuhr	
	Mrd Euro	Veränderung gegen Vorjahr in %	Mrd Euro	Veränderung gegen Vorjahr in %
Industrieländer	388,8	4,4	325,1	1,2
EU-Länder	286,1	3,7	232,7	0,7
davon:				
EWU-Länder	219,8	4,1	185,8	0,4
Belgien und Luxemburg	28,1	1,2	22,9	– 3,5
Finnland	5,8	18,4	4,6	6,8
Frankreich	57,7	6,6	45,9	0,9
Irland	2,9	11,4	8,2	12,5
Italien	37,5	4,0	32,4	– 1,8
Niederlande	33,0	– 3,7	35,2	– 0,7
Österreich	26,9	1,8	17,7	4,5
Portugal	5,7	5,9	4,8	2,5
Spanien	22,2	12,8	14,2	– 0,1
Übrige EU-Länder	66,3	2,3	46,9	1,8
Dänemark	8,5	– 0,2	6,8	– 3,6
Griechenland	3,9	9,0	1,7	3,5
Schweden	11,4	2,0	8,0	– 4,4
Vereinigtes Königreich	42,6	2,4	30,4	4,8
Sonstige Industrieländer	102,7	6,4	92,4	2,6
darunter:				
Vereinigte Staaten von Amerika	51,6	12,4	36,4	4,2
Japan	10,5	11,7	21,5	2,3
Reformländer	56,8	– 3,9	62,3	12,0
darunter:				
Mittel- und osteuropäische Reformländer	49,1	– 5,5	47,6	10,6
China 1)	6,9	14,2	13,7	15,4
Entwicklungsländer	56,4	1,3	48,2	4,4
darunter:				
OPEC-Länder	9,1	– 7,0	6,4	11,9
Südostasiatische Schwellenländer	18,8	0,2	22,2	2,8
Alle Länder 2)	507,3	3,9	443,5	4,7

1 Ohne Hongkong. — 2 Die Gesamtangaben für „Alle Länder“ enthalten für Januar bis November 1999 Korrekturen, die regional aufgliedert noch nicht vorliegen.

Deutsche Bundesbank

Entwicklung des Außenhandels nach Warengruppen

1999

Position	Veränderung gegen Vorjahr in %	Anteil an der Gesamt- ausfuhr bzw. -einfuhr
Ausfuhr		
Grundstoffe und Produktionsgüter 1)	- 1,4	21,5
darunter:		
Chemische Erzeugnisse	2,3	12,7
Investitionsgüter	1,9	58,0
darunter:		
Maschinenbauerzeugnisse	- 5,2	13,1
Straßenfahrzeuge	3,6	19,5
Elektrotechnische Erzeugnisse	4,0	13,3
Datenverarbeitungsgeräte 2)	3,8	2,4
Verbrauchsgüter	- 3,8	10,1
Nahrungs- und Genussmittel 3)	- 8,5	4,6
Insgesamt 4)	3,9	100
Einfuhr		
Energieträger	4,6	5,7
Grundstoffe und Produktions- güter 5) (ohne Energieträger)	- 8,1	18,1
darunter:		
Chemische Erzeugnisse	- 3,9	9,1
Investitionsgüter	3,4	43,3
darunter:		
Maschinenbauerzeugnisse	- 1,2	5,7
Straßenfahrzeuge	3,7	11,1
Elektrotechnische Erzeugnisse	2,9	11,9
Datenverarbeitungsgeräte 2)	6,9	5,4
Verbrauchsgüter	- 6,2	13,3
Nahrungs- und Genussmittel 3)	- 11,3	8,3
Insgesamt 4)	4,7	100

1 Einschl. Bergbau und Energie. — 2 Einschl. Büromaschinen. — 3 Einschl. landwirtschaftliche Produkte. — 4 Einschl. nicht nach Warengruppen aufgegliederter Korrekturen. — 5 Einschl. Bergbau.

Deutsche Bundesbank

preise aufgebauten Lagerbestände zu entsprechend geringeren Bezügen an Rohstoffen und Vorprodukten aus dem Ausland geführt. So lagen beispielsweise die Rohölimporte der Menge nach um gut 4 % unter ihrem Vorjahrsstand. Außerdem dürfte die zögerliche Erholung der Inlandsnachfrage die Importtätigkeit gedämpft haben. Die Einfuhren der Gewerblichen Wirtschaft, ohne die Energieimporte gerechnet, sind jedenfalls dem Volumen nach im vergangenen Jahr nicht weiter gestiegen.

Die gesamten nominalen Einfuhrumsätze haben sich dagegen kräftig erhöht. Im Jahresergebnis übertrafen sie ihren Vorjahrswert um gut 4 ½ %. Der Anstieg im Verlauf von 1999 war aber noch wesentlich stärker. Im letzten Quartal war die nominale Einfuhrrechnung um 11 % höher als ein Jahr zuvor. Etwa die Hälfte davon entfiel auf die höheren Importpreise, was zu einem erheblichen Teil auf die starke Erhöhung der Preise für Erdöl zurückzuführen war, die durch die Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro in inländischer Währung gerechnet noch zusätzlich akzentuiert wurde. So lag gegen Jahresende der Preis für Rohöl um gut das Zweieinhalbfache über seinem Vorjahrsstand.

Auf Grund der stark gestiegenen Ölpreise hat insbesondere der Wert der deutschen Einfuhren aus den OPEC-Ländern, der 1998 um fast ein Fünftel zurückgegangen war, 1999 wieder deutlich zugenommen (12 %). Hohe nominale Importzuwächse waren daneben vor allem im Handel mit den mittel- und osteuropäischen Reformländern zu verzeichnen (10 ½ %), die offenbar in besonderer Weise

*Regional-
struktur der
Importe*

von den engen Beziehungen zur deutschen Wirtschaft profitieren, darüber hinaus aber ebenfalls ein wichtiger Rohstofflieferant der deutschen Wirtschaft sind. Der Anstieg der Einfuhrumsätze (4 %) mit den Vereinigten Staaten dürfte sich dagegen größtenteils aus den wechsellkursbedingten Erhöhungen der in D-Mark oder Euro gerechneten Einfuhrpreise erklären. Im Falle Großbritanniens (von dort bezog Deutschland um 5 % höhere Importe) hat neben der Aufwertung des Pfund Sterling aber wohl auch der relativ hohe Anteil von Energierohstoffen, die Deutschland von dort einführt, eine Rolle gespielt. Demgegenüber haben sich die deutschen Importe aus den Ländern des Euro-Raums, über das ganze Jahr betrachtet, kaum verändert.

Handelsbilanz

Die Verschlechterung der Terms of Trade durch die höheren Energie- und Rohstoffpreise im Verlauf des Jahres hat schließlich dazu geführt, dass 1999 der Überschuss im deutschen Außenhandel, trotz der deutlichen Belebung der Exporttätigkeit, mit knapp 64 Mrd Euro etwas niedriger als im Vorjahr ausgefallen ist.

*Dienstleistungs-
verkehr mit
dem Ausland*

Auch die Transaktionen im Dienstleistungsverkehr mit dem Ausland haben per saldo die außenwirtschaftliche Bilanz der deutschen Wirtschaft belastet. Hier stieg das Defizit um gut 6 Mrd Euro auf knapp 41 Mrd Euro. Die kräftigsten Ausgabensteigerungen betrafen ausländische EDV-Leistungen, Ingenieur- und sonstige technische Dienstleistungen, Werbe- und Messekosten sowie Leistungen aus dem Filmgeschäft mit dem Ausland. Darüber hinaus sind die Einnahmen von militärischen Dienststellen als Folge der verringerten Trup-

penpräsenz in Deutschland weiter gesunken. Per saldo schlossen die Dienstleistungstransaktionen ohne den Auslandsreiseverkehr gerechnet mit einem Minus von 11 Mrd Euro ab, das damit um fast 5 ½ Mrd Euro höher als im Vorjahr war.

Im Unterschied zu der Entwicklung in der Vergangenheit, in der vor allem der Reiseverkehr zu wachsenden Defiziten in der deutschen Dienstleistungsbilanz beigetragen hatte, blieb die Reiseverkehrsbilanz mit einem Defizit von knapp 30 Mrd Euro im Vergleich zum Vorjahr (29 Mrd Euro) praktisch unverändert. Dabei erfreuten sich insbesondere die Touristenziele Spanien, Portugal und Griechenland weiter wachsender Beliebtheit, während in Italien, Frankreich und Österreich die Ausgaben deutscher Reisender leicht zurückgegangen sind. Die früher stark gefragten Fernreiseziele, wie insbesondere die USA, haben wohl unter dem Einfluss der Dollaraufwertung etwas an Attraktivität verloren. Deutsche Touristen und Geschäftsreisende haben ihre nominalen Ausgaben in diesen Ländern auf Euro-Basis zwar etwas erhöht, jedoch deutlich weniger, als angesichts der Aufwertung erforderlich gewesen wäre, um die realen Ausgaben auf unverändertem Niveau zu halten. Starke Einbrüche von rund einem Drittel musste schließlich die Türkei hinnehmen.

Die gesamten Faktorzahlungen zwischen dem In- und Ausland schlossen 1999 ebenfalls mit einem höheren Minussaldo ab; dieser belief sich auf 12 Mrd Euro, verglichen mit knapp 6 Mrd Euro im Jahr zuvor. Während der Saldo der grenzüberschreitenden Erwerbseinkommen ein annähernd unverän-

*Auslandsreise-
verkehr*

*Erwerbs- und
Vermögens-
einkommen*

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz *)

Mrd Euro			
Position	1997	1998	1999
I. Leistungsbilanz			
1. Außenhandel			
Ausfuhr (fob)	454,3	488,4	507,3
Einfuhr (cif)	394,8	423,5	443,5
Saldo	+ 59,5	+ 64,9	+ 63,8
2. Dienstleistungen			
(Saldo)	- 30,6	- 34,5	- 40,8
3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen			
(Saldo)	- 1,3	- 5,9	- 11,9
4. Laufende Übertragungen (Saldo)			
	- 27,0	- 27,3	- 25,7
Saldo der Leistungsbilanz 1)	- 2,5	- 4,1	- 19,6
II. Saldo der Vermögensübertragungen			
	+ 0,0	+ 0,7	- 0,1
III. Kapitalbilanz 2)			
Direktinvestitionen			
Wertpapiere	+ 0,8	+ 3,4	- 11,9
Deutsche Anlagen im Ausland	- 79,8	- 126,9	- 176,3
Ausländische Anlagen im Inland	+ 80,6	+ 130,3	+ 164,4
Finanzderivate	- 7,9	- 6,0	+ 1,9
Kreditverkehr 3)	+ 32,7	+ 74,4	+ 33,1
Saldo der gesamten Kapitalbilanz	- 0,6	+ 8,8	- 20,6
IV. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 4)			
	+ 3,4	- 3,6	+ 12,5
V. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)			
	- 0,3	- 1,7	+ 27,8

* 1997 und 1998 aus DM-Werten in Euro umgerechnet. —
1 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. —
2 Nettokapitalexport: -. — 3 Einschl. Bundesbank sowie sonstige öffentliche und private Kapitalanlagen. — 4 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

deres Defizit von 1 Mrd Euro aufwies, konzentrierten sich die höheren Ausgaben auf die Kapitalertragszahlungen, die per saldo mit einem Minus von 11 Mrd Euro abschlossen – das sind 6 Mrd Euro mehr als im Vorjahr. Insbesondere die Zinszahlungen für die Mittelaufnahmen deutscher Banken im Ausland sind kräftig gestiegen, nachdem die Kreditinstitute ihre (nicht verbrieften) Auslandsverbindlichkeiten 1998 und Anfang 1999 stark ausgeweitet hatten. Per saldo wurden 1999 Netto-Zinszahlungen für aufgenommene Auslandskredite und aus dem Ausland zugeflossene Einlagen in Höhe von knapp 1 Mrd Euro geleistet, nachdem im Jahr zuvor noch Netto-Einnahmen aus den entsprechenden Auslandsforderungen in Höhe von fast 3½ Mrd Euro zu verzeichnen waren. Dagegen haben sich die Netto-Kapitalertragszahlungen aus dem Wertpapierbesitz weitgehend stabilisiert (12 Mrd Euro), nachdem 1998 und 1999 von deutschen Investoren hohe Beträge in ausländische Titel investiert wurden und schon deswegen die Zins- und Dividendeneinnahmen aus dem Ausland gestiegen sind. Auf der Einnahmeseite hat darüber hinaus die Aufwertung des US-Dollar sowie der positive Zinsvorsprung von Dollaranlagen stabilisierend gewirkt, da der Anteil der auf US-Dollar lautenden deutschen Auslandsaktiva relativ hoch ist. Insgesamt stärker zurückgegangen sind dagegen die Netto- Ertragseinnahmen deutscher Unternehmen aus ihren Direktinvestitionen im Ausland.

Das traditionell hohe deutsche Defizit bei den „unentgeltlichen“ Leistungen an das Ausland hat sich im vergangenen Jahr leicht vermindert, nämlich um 1½ Mrd Euro auf gut 25½

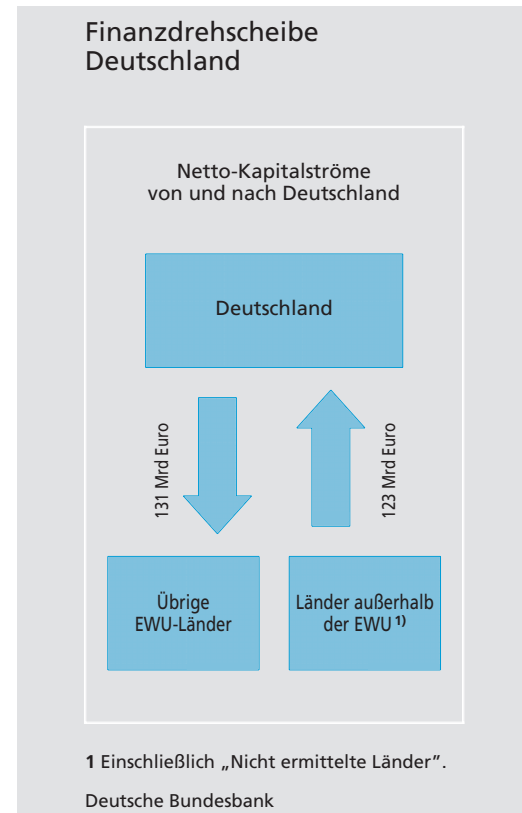
Laufende Übertragungen

Mrd Euro. Den Ausschlag gab hierbei der laufende deutsche Netto-Beitrag zum EU-Haushalt, der von 15 Mrd Euro (1998) auf knapp 13 ½ Mrd Euro im Berichtsjahr gesunken ist, weil die EU-Anteile am deutschen Steueraufkommen abgenommen haben. Die laufenden Übertragungen im privaten Bereich beliefen sich 1999 kaum verändert auf insgesamt 8 ½ Mrd Euro. Dazu rechnen die Heimatüberweisungen der ausländischen Arbeitnehmer sowie Renten, Pensionen und Unterstützungszahlungen an das Ausland.

Kapitalbilanz

Tendenzen im Kapitalverkehr

Der Beginn der Währungsunion hat die Rahmenbedingungen an den internationalen Finanzmärkten grundlegend verändert. Mit dem Euro wurde 1999 eine neue Währung geschaffen, die allein auf Grund der Wirtschaftskraft des dahinter stehenden Währungsraums eine weit darüber hinaus reichende Bedeutung hat. Als Anlage- und Reservewährung rangiert der Euro – wenn auch mit einigem Abstand – hinter dem US-Dollar auf Platz zwei; als Emissionswährung internationaler Anleihen hat er inzwischen zu der führenden amerikanischen Währung aufgeschlossen.²⁾ Innerhalb des Euro-Gebiets hat die EWU die Segmentierung in nationale Währungsräume aufgehoben. Wenngleich sich (noch) nicht in allen Bereichen einheitliche Bedingungen an den Kapitalmärkten der EWU herausgebildet haben, so werden doch seit der Einführung des Euro Renditedifferenzen zwischen den Finanzmärkten im Euro-Raum nicht länger von Wechselkursänderungserwartungen und Währungsrisiken geprägt,



sondern allein durch die Liquidität der Märkte und die Bonitätsunterschiede zwischen den Emittenten. Kreditgeber und Kreditnehmer in der EWU sehen sich damit – auch über die Landesgrenzen hinweg – einem schärferen Wettbewerb ausgesetzt.

Seinen Niederschlag fand das neue Währungsregime in auffallenden Veränderungen in der Höhe und Struktur der grenzüberschreitenden Kapitalströme. Aus deutscher Sicht gewannen dabei Portfolioinvestitionen in anderen EWU-Ländern besonders an Bedeutung, während umgekehrt in starkem

² Nach Angaben der BIZ betrug der Marktanteil des Euro bei den Brutto-Neuemissionen internationaler Anleihen 1999 im Jahresdurchschnitt 39 %; der Anteil des US-Dollar lag bei 43 %. Im 4. Quartal 1999 wurden erstmals mehr Euro- als Dollar-Titel emittiert. Vgl.: BIZ, Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts und der internationalen Finanzmärkte, Februar 2000.

Zur Bedeutung Deutschlands für den Kapitalverkehr der EWU

Mit dem Eintritt in die Währungsunion hat die Analyse des deutschen Kapitalverkehrs mit dem Ausland eine neue Qualität gewonnen. Während Fragen im Zusammenhang mit der Entwicklung des Euro-Wechselkurses nicht mehr mit Hilfe nationaler Zahlungsbilanzen der Teilnehmerländer, sondern nur mit Rückgriff auf die Zahlungsbilanz des gesamten Euro-Währungsgebiets angegangen werden können, kommen bei der Analyse der Kapitalströme von und nach Deutschland stärker als zuvor regionale Gesichtspunkte ins Spiel.

Auf den ersten Blick scheinen sich die Salden im Kapitalverkehr Deutschlands und der EWU nur dem Betrag nach, nicht jedoch im Vorzeichen zu unterscheiden. In beiden Bilanzen dominierten im vergangenen Jahr die Netto-Kapitalexporte; sie betragen $62\frac{1}{2}$ Mrd Euro für die EWU und 8 Mrd Euro für Deutschland.¹⁾ Auf den ersten Blick könnte dies zu der Vermutung Anlass geben, dass etwa ein Achtel der Netto-Kapitalexporte aus dem Euro-Raum von Deutschland ausging. Betrachtet man den deutschen Kapitalverkehr jedoch näher, dann wird erkennbar, dass der Passivsaldo ausschließlich auf die Transaktionen innerhalb der EWU zurückzuführen ist (netto – 131 Mrd Euro). Im Verkehr mit Geschäftspartnern in Drittländern flossen Gebietsansässigen dagegen netto 123 Mrd Euro zu. Ohne Deutschland gerechnet wären die Netto-Kapitalexporte des Euro-Gebiets daher noch deutlich höher ausgefallen als derzeit ausgewiesen. Offenbar hat Deutschland im vergangenen Jahr eine Schlüsselrolle bei der Kanalisierung der Finanzflüsse innerhalb der EWU sowie zwischen der EWU und Drittländern eingenommen: An den deutschen Finanzmärkten kamen – in der Netto-Betrachtung – Gelder von außerhalb des Euro-Währungsgebiets auf; parallel dazu stellten hiesige Anleger Akteure in anderen EWU-Ländern in großem Umfang Finanzmittel zur Verfügung; diese engagierten sich ihrerseits sehr stark in Drittländern.

Dieses Muster in den regionalen Kapitalströmen – Netto-Kapitalimporte Deutschlands aus Drittländern und Exporte in andere EWU-Länder – findet sich für das Jahr 1999 sowohl im Wertpapierverkehr als auch im nicht verbrieften Kreditverkehr wieder. Lediglich im Bereich der Direktinvestitionen war die Richtung der Kapitalflüsse gerade umgekehrt: Hier erhielten deutsche Unternehmen Investitionsmittel aus den anderen EWU-Ländern, während sie sich ihrerseits stark außerhalb der EWU engagierten (siehe nebenstehendes Schaubild).²⁾

Die hier vorgenommene Analyse der Finanzflüsse innerhalb der EWU und mit Drittländern basiert auf den Zahlungsbilanzangaben für die EWU sowie den regionalstatistischen Daten des deutschen Kapitalverkehrs. Methodisch ist sie insofern mit einem „Makel“ behaftet, als der so er-

mittelte deutsche Kapitalverkehr mit Drittländern nicht völlig deckungsgleich mit dem theoretischen Konstrukt einer „deutschen Komponente“ innerhalb der EWU-Zahlungsbilanz ist. Wegen Sekundärmarkttransaktionen im Wertpapierverkehr ist es nämlich nicht möglich, aus der EWU-Zahlungsbilanz überlappungsfreie nationale Bausteine zu isolieren.³⁾ Damit sind die grundsätzlichen Aussagen der obigen Überlegungen jedoch nicht entwertet; sie werden im Gegenteil auch von einem etwas anderen Ansatz gestützt. Dieser knüpft an den Brutto-Kapitalströmen der EWU mit Ansässigen außerhalb des Euro-Raums an und untersucht, welchen Anteil deutsche Akteure daran haben. Als Vergleichsmaßstab wird der deutsche Beitrag zu M3 in Höhe von $29\frac{1}{2}$ % herangezogen, der etwa auch die Wirtschaftskraft Deutschlands innerhalb der EWU wiedergibt.⁴⁾ Wegen der oben geschilderten Probleme bei der korrekten Erfassung des Erwerbs von EWU-Wertpapieren durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets muss die Analyse auf ausgewählte Positionen beschränkt bleiben (s. Tabelle auf S. 64).

Gemessen an dem genannten Vergleichswert waren Akteure aus Deutschland mit einem Anteil von 20 % relativ wenig an den Wertpapieranlagen der EWU in Drittländern beteiligt; dies gilt sowohl für Aktien als auch für Schuldverschreibungen. Bei nicht verbrieften Kreditvergaben an Schuldner außerhalb des Euro-Raums erwiesen sich deutsche Gläubiger – im Vergleich zu denen aus anderen EWU-Ländern – per saldo sogar als noch zurückhaltender. Der geringe Anteil von $12\frac{1}{2}$ % kam in erster Linie dadurch zu Stande, dass inländische Unternehmen und Privatpersonen – im Gegensatz zu entsprechenden Akteuren in anderen EWU-Ländern – ihre Forderungen an Schuldner außerhalb des gemeinsamen Währungsgebiets kräftig zurückgeführt haben, insbesondere durch den Abbau von Bankguthaben im Ausland. Dagegen waren deutsche Kreditinstitute beachtlich stark an den Kreditgeschäften der im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs (ohne Eurosystem) mit Drittländern beteiligt. So kamen über 60 % der nicht verbrieften Mittelzuflüsse des Euro-Raums bei deutschen Instituten auf; mit $83\frac{1}{2}$ Mrd Euro fielen diese auch betragsmäßig innerhalb des EWU-Kapitalverkehrs durchaus ins Gewicht. Letztlich deutet dies darauf hin, dass das deutsche Bankensystem bei der Rückschleusung von Finanzmitteln in die EWU eine zentrale Rolle gespielt hat.⁵⁾

Darüber hinaus hatten deutsche Unternehmen im vergangenen Jahr einen überproportional hohen Anteil an den Direktinvestitionen der EWU in Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets. 40 % der nach außen gerichteten, aber auch über ein Viertel der in die EWU einfließenden Investitionsströme entfielen auf deutsche Unternehmen.

1 Anders als in der Tabelle auf Seite 66 sind die Veränderungen der Währungsreserven in diesen Angaben zum Kapitalverkehr jeweils eingeschlossen. — 2 Insbesondere im Wertpapierverkehr kann die regionale Zuordnung von Geschäften gelegentlich zu Problemen führen. Dies gilt beispielsweise dann, wenn Wertpapieraufträge von Ansässigen in anderen EWU-Ländern über Drittländer – zum Beispiel den Finanzplatz London – am deutschen Markt platziert werden. Nach dem Erfassungssystem der Zahlungsbilanzstatistik werden die Transaktionen in diesem Fall Großbritannien als dem direkten Kontrahenten („first known counterparty“) zugerechnet. — 3 Erwirbt beispielsweise eine Bank in Großbritannien ein deutsches Wertpapier und veräußert dieses an einen französischen Investor, so müssen sich die beiden Transaktionen in der EWU-Zahlungsbilanz im Prinzip neutralisieren. Um dies zu erreichen, wird bei der Erstellung der EWU-Zahlungsbilanz die zweite

Transaktion von der Forderungsseite des (französischen) Wertpapierverkehrs auf die Seite der Verbindlichkeiten (als Verkauf eines EWU-Wertpapiers durch Ansässige außerhalb der EWU) „umgehoben“. Wegen derartiger Sekundärmarkttransaktionen lässt sich ein vollständig korrektes Bild der Wertpapiertransaktionen mit Drittländern an sich nur für die EWU insgesamt zeichnen. — 4 Der deutsche Anteil am nominalen BIP der EWU betrug 1998 knapp 33 %. In einer ähnlichen Größenordnung liegt auch der deutsche Anteil am Kapital der EZB, wenn man ihn auf die elf am Eurosystem beteiligten Zentralbanken bezieht (rd. 31 %). — 5 Zur Rolle deutscher Banken im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Die Integration des deutschen Geldmarkts in den einheitlichen Euro-Geldmarkt, Monatsbericht, Januar 2000, S. 15 – 32, hier insbesondere S. 23 f.



Maße Kapital aus Ländern, die nicht der Währungsunion angehören, nach Deutschland strömte. Offenbar hat der deutsche Finanzplatz innerhalb der EWU eine Art Drehscheibenfunktion übernommen, indem er Gelder von außerhalb des Euro-Währungsgebiets attrahierte und an Kreditnehmer in anderen Teilnehmerländern weiterleitete (siehe nebenstehende Erläuterungen). Auffallend war darüber hinaus die rasch voranschreitende internationale Finanzverflechtung zwischen deutschen und ausländischen Unternehmen. Die bereits seit Jahren zu beobachtende Tendenz zur Globalisierung erhielt durch die sich im Jahresverlauf verbessernden Konjunkturperspektiven zusätzliche Impulse. Die grenzüberschreitenden Übernahme- und Fusionsaktivitäten der Konzerne zeigten sich im deutschen Kapitalverkehr in wiederum

höheren Direktinvestitionen in beiden Richtungen.

Trotz eines steigenden Engagements des Auslands an den deutschen Kapitalmärkten ist es 1999 im Wertpapierverkehr zu einem Passivsaldo in Höhe von 12 Mrd Euro gekommen. Im Jahr davor waren in Deutschland noch Netto-Kapitalimporte von umgerechnet 3½ Mrd Euro zu verzeichnen gewesen. Ausschlaggebend für den Umschwung war die bemerkenswert starke Dynamik, mit der inländische Anleger ihre Portefeuilles seit Beginn der Währungsunion international ausgerichtet und diversifiziert haben. Per saldo erwarben sie für 176½ Mrd Euro ausländische Wertpapiere. Dies war mehr als beispielsweise in den sieben Jahren von 1990 bis

Wertpapierverkehr

Inländische Anlagen in ausländischen...

Beteiligung Deutschlands am Kapitalverkehr der EWU

1999

Ausgewählte Positionen	EWU		Deutscher Kapitalverkehr mit Drittländern
	Mrd Euro	Mrd Euro	Anteil
Direktinvestitionen			
Außerhalb der EWU	- 212,5	- 85,2	40,1 %
In der EWU/ in Deutschland	65,2	16,9	26,0 %
Wertpapiere			
Forderungen	- 280,5	- 55,7	19,9 %
Aktien	- 150,0	- 27,3	18,2 %
Schuld- verschreibungen	- 130,5	- 28,4	21,8 %
Kreditverkehr 1)			
Forderungen	- 63,3	- 7,8	12,3 %
darunter:			
MFIs	- 27,9	- 13,0	46,4 %
übrige Sektoren 2)	- 46,3	10,2	- 22,2 %
Verbindlichkeiten	175,0	77,9	44,5 %
darunter:			
MFIs	138,8	83,6	60,3 %
übrige Sektoren 2)	29,9	5,3	17,7 %

1 Einschl. „übriger Kapitalverkehr“. — 2 Wirtschafts-
unternehmen und Privatpersonen, einschl. „übriger
Kapitalverkehr“.

Deutsche Bundesbank

1996 zusammengefasst. Im Vergleich zu
1998 lag der Zuwachs bei 39 %.

... Renten-
werten

Vor allem die Nachfrage nach ausländischen
Rentenwerten ist mit 93 Mrd Euro im vergan-
genen Jahr kräftig gestiegen (1998: 56 Mrd
Euro). Angesichts der über weite Strecken
von 1999 unübersichtlichen Wechselkurssi-
tuation scheuten hiesige Anleger – im
Wesentlichen handelte es sich dabei um Ban-
ken sowie institutionelle Investoren – aller-
dings davor zurück, beim Erwerb ausländischer
Schuldverschreibungen Wechselkurs-
risiken einzugehen. Von den erworbenen
Rentenwerten lauteten 94 % auf Euro. Zum
größten Teil (rund 70 Mrd Euro) stammten die
Papiere von Emittenten aus den Partnerlän-
dern in der EWU. Soweit es sich dabei um
langfristige Staatsanleihen handelte, boten

diese im Vergleich zu Bundesanleihen eine
um durchschnittlich rund 20 Basispunkte hö-
here Rendite. Für etwa 20 Mrd Euro haben in-
ländische Anleger darüber hinaus in Euro de-
nominierte Rentenwerte erworben, die von
Kreditnehmern mit Sitz außerhalb der EWU
emittiert wurden. Diese Kategorie ist – unter
Berücksichtigung des erweiterten Währungs-
gebiets – vergleichbar mit den früheren DM-
Auslandsanleihen. Ansässige außerhalb des
Euro-Währungsgebiets haben die internatio-
nal recht niedrigen Renditen im Euro-Raum
offenbar vermehrt zur Kreditaufnahme in
Euro genutzt und in Deutschland angesichts
der gebotenen Zinsaufschläge auch Käufer
für ihre Papiere gefunden. Fremdwährungs-
anleihen haben inländische Investoren dage-
gen weitestgehend gemieden, obwohl bei-
spielsweise auf US-Dollar und Pfund Sterling
lautende langfristige Papiere das ganze Jahr
über deutlich höhere Renditen boten als Euro-
titel und – rückblickend gesehen – auch mit
Wechselkursgewinnen verbunden gewesen
wären.

Möglicherweise ließ auch das insgesamt sehr
freundliche Klima an den internationalen
Aktienmärkten Dividendenwerte attraktiver
als Fremdwährungsanleihen erscheinen, zu-
mal deren Kurse angesichts des kräftigen
Zinsanstiegs in den USA tendenziell nach-
gaben. Jedenfalls stockten hiesige Anleger ihr
Engagement in ausländischen Aktien um
66 ½ Mrd Euro auf, verglichen mit einem Plus
von 58 Mrd Euro im Jahr davor. Ein großer Teil
des Aktienerwerbs im Ausland dürfte über
Investmentfonds erfolgt sein. Hierauf deutet
zumindest hin, dass insbesondere Fonds, die
ausschließlich oder teilweise in Aktien inves-

... Aktien

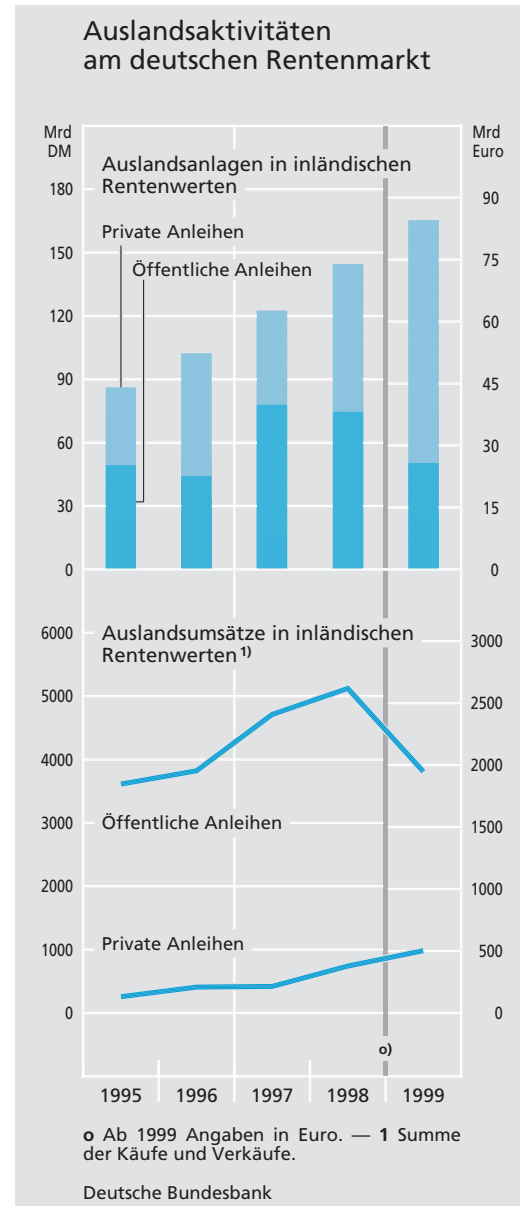
... Investment-
zertifikaten

tieren, ein hohes Mittelaufkommen zu verzeichnen hatten. Dabei zeichneten hiesige Sparer nicht nur Anteilscheine inländischer, sondern etwas stärker auch wieder ausländischer Fondsgesellschaften, die in ihrer Ausrichtung den Wünschen der Kunden offenbar besonders gut entsprachen. Mit 14 Mrd Euro flossen deutlich mehr Mittel in ausländische Investmentzertifikate als in den Jahren zuvor. Nur einmal – 1992, im Zusammenhang der Quellensteuerrückstellungen – war dieser Betrag übertroffen worden.

Ausländische
Anlagen in
inländischen ...

Wie sehr die grenzüberschreitenden Diversifizierungsstrategien der international ausgerichteten Investoren die Kapitalströme verstärkten, zeigte sich 1999 nicht zuletzt daran, dass beide Seiten des deutschen Wertpapierverkehrs kräftig gestiegen sind. So investierten ausländische Anleger – parallel zu dem zunehmenden deutschen Engagement im Ausland – mit 164 ½ Mrd Euro gut 26 % mehr in hiesige Wertpapiere als im Jahr davor. Etwa die Hälfte des Anlagebetrags, rund 84 ½ Mrd Euro, kam dabei dem deutschen Rentenmarkt zugute. Anleihen standen damit aber – relativ gesehen – nicht so stark im Blickpunkt der Anleger wie in anderen Jahren. Dies mag an der schwierigen Marktsituation gelegen haben, da sich auch Deutschland den von außen kommenden Zinssteigerungen nicht entziehen konnte. Von Bedeutung dürfte aber auch gewesen sein, dass Bundesanleihen, die sich in der Vergangenheit besonderer Beliebtheit bei ausländischen Investoren erfreuten und die innerhalb der EWU die Untergrenze des Renditeniveaus am Kapitalmarkt setzen, nach dem Wegfall des Wechselkursrisikos im Euro-Raum deutlich schwächer gefragt waren als beispielsweise in den beiden Jahren zuvor. Insgesamt er-

... Renten-
werten



warben Ausländer für 26 Mrd Euro öffentliche Anleihen, dagegen für 58 ½ Mrd Euro private Emissionen. Die hier dominierenden Bankschuldverschreibungen erbringen nicht nur eine etwas höhere Rendite als Bundesanleihen; häufig werden sie in ihren Ausstattungsmerkmalen auch speziell auf die Bedürfnisse potenzieller Investoren zugeschnitten. In diesem Zusammenhang ist es auch bemerkenswert, dass 1999 nicht nur der Netto-Erwerb von Bundesanleihen

Kapitalverkehr

Mrd Euro, Netto-Kapitalexport: –

Position	1997	1998	1999
1. Direktinvestitionen	– 26,3	– 62,9	– 43,6
Deutsche Anlagen im Ausland	– 36,1	– 82,0	– 92,9
Ausländische Anlagen im Inland	+ 9,8	+ 19,1	+ 49,2
2. Wertpapiere	+ 0,8	+ 3,4	– 11,9
Deutsche Anlagen im Ausland	– 79,8	– 126,9	– 176,3
Aktien	– 34,0	– 58,1	– 66,7
Investmentzertifikate	– 3,5	– 8,9	– 13,9
Rentenwerte	– 41,9	– 56,0	– 92,8
Geldmarktpapiere	– 0,4	– 3,9	– 3,0
Ausländische Anlagen im Inland	+ 80,6	+ 130,3	+ 164,4
Aktien	+ 13,9	+ 51,6	+ 27,5
Investmentzertifikate	– 2,1	– 1,6	+ 5,7
Rentenwerte	+ 62,6	+ 74,0	+ 84,6
Geldmarktpapiere	+ 6,2	+ 6,3	+ 46,6
3. Finanzderivate ¹⁾	– 7,9	– 6,0	+ 1,9
4. Kreditverkehr	+ 35,3	+ 78,6	+ 34,3
Kreditinstitute	+ 33,0	+ 73,6	+ 50,3
langfristig	– 1,6	– 0,1	– 8,5
kurzfristig	+ 34,7	+ 73,7	+ 58,7
Unternehmen und Privatpersonen	+ 11,1	+ 5,4	+ 37,1
langfristig	– 0,9	+ 6,3	– 0,4
kurzfristig	+ 12,0	– 0,9	+ 37,5
Staat	– 8,7	– 2,1	– 3,5
langfristig	– 5,3	– 5,3	– 8,7
kurzfristig	– 3,4	+ 3,1	+ 5,2
Bundesbank	– 0,1	+ 1,8	– 49,5
5. Sonstige Kapitalanlagen	– 2,6	– 4,2	– 1,2
6. Saldo aller statistisch erfaßten Kapitalbewegungen	– 0,6	+ 8,8	– 20,6
nachrichtlich: Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: –) ²⁾	+ 3,4	– 3,6	+ 12,5

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

Deutsche Bundesbank

durch das Ausland zurückgegangen ist, sondern auch das grenzüberschreitende Transaktionsvolumen (während die Auslandsumsätze privater Schuldverschreibungen gleichzeitig deutlich zugenommen haben). Offenbar war die Benchmark-Funktion, die Bundesanleihen im Zinspektrum der EWU und über den Bund-Future als Absicherungsinstrument haben, im vergangenen Jahr nicht mit erhöhten grenzüberschreitenden Handelsaktivitäten in diesen Papieren verbunden. Dasselbe Bild ergibt sich im Übrigen auch für die Börsenumsätze öffentlicher Anleihen im Inland.

Neben der Zinsunsicherheit könnte im Verlauf des vergangenen Jahres auch die Jahr-2000-Problematik den Rentenmarkt belastet und ausländische Anleger verstärkt zu kürzerfristigen Engagements veranlasst haben. Hierzu passt, dass der Erwerb von Geldmarktpapieren in Deutschland durch das Ausland von 6 ½ Mrd Euro im Jahr 1998 auf 46 ½ Mrd Euro im Berichtsjahr besonders kräftig angestiegen ist. Im Ergebnis scheinen Ausländer damit nahezu die gesamten Neuemissionen dieser Titel übernommen zu haben. Soweit sich dies statistisch ermitteln lässt, waren es vor allem Anleger aus Ländern außerhalb der EWU, die deutsche Geldmarktpapiere erworben haben. ³⁾

... Geldmarktpapiere

Am deutschen Aktienmarkt investierten ausländische Anleger 1999 mit 27 ½ Mrd Euro

... Aktien

³ Soweit es sich bei den Geldmarktpapieren um Emissionen inländischer Banken (MFIs) handelte und diese nicht vom Bankensektor selbst übernommen wurden, geht ihr Absatz in den „deutschen Beitrag“ zur Geldmenge M3 ein. Die lebhaftige Emissionstätigkeit bei kurzlaufenden Bankschuldverschreibungen kommt daher zumindest teilweise in dem starken Wachstum des deutschen Geldmengenbeitrags zum Ausdruck.

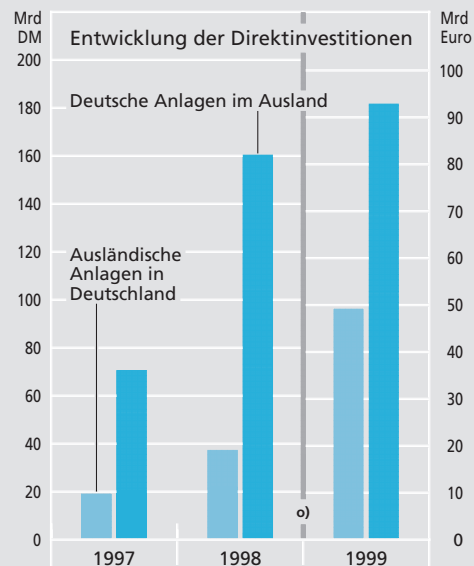
zwar spürbar weniger als im Jahr davor (51½ Mrd Euro); der Vorjahrsvergleich ist aber insofern verzerrt, als das Ergebnis für 1998 durch die Übertragung von Aktien an Ausländer im Zusammenhang mit einem großen Unternehmenszusammenschluss erheblich beeinflusst worden war. Ohne diesen Sondereffekt gerechnet sind die Käufe deutscher Aktien durch das Ausland nur wenig gesunken. Möglicherweise wurde das Auslandsengagement dadurch gebremst, dass die Kursentwicklung am deutschen Aktienmarkt im ersten Halbjahr 1999 hinter der anderer Börsen zurückgeblieben ist. Bei der „Aufholjagd“ deutscher Aktien zum Jahresende hin haben sich dann aber auch ausländische Investoren wieder verstärkt für hiesige Beteiligungspapiere interessiert. Hierbei haben sicherlich auch die geplanten Steuerrechtsänderungen eine Rolle gespielt, die unter anderem vorsehen, dass Veräußerungsgewinne aus dem Verkauf von Unternehmensbeteiligungen durch Kapitalgesellschaften steuerfrei gestellt werden.

Direkt-
investitionen

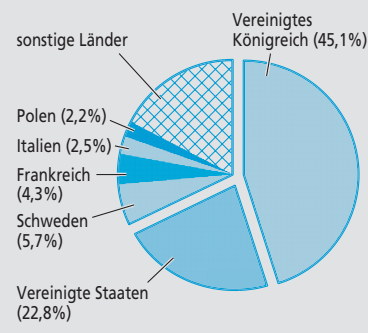
Wie im Wertpapierverkehr flossen auch im Bereich der Direktinvestitionen Mittel ins Ausland ab. Mit 43½ Mrd Euro fiel der Netto-Kapitalexport allerdings erheblich geringer aus als 1998 (63 Mrd Euro). Besser als diese Nettogröße verdeutlichen die Bruttoströme die anhaltende Dynamik bei den konzern-internen Finanzflüssen, die nicht zuletzt vom zunehmenden „Fusionsfieber“ der global ausgerichteten Unternehmen angetrieben wurden. So investierten inländische Unternehmen im vergangenen Jahr 93 Mrd Euro im Ausland. Damit wurde sogar der Rekordbetrag des Jahres 1998 (82 Mrd Euro) noch übertroffen, der von einer Großfusion maß-

Deutsche
Direkt-
investitionen
im Ausland

Entwicklung und Struktur der Direktinvestitionen



Zielländer deutscher Direktinvestitionen im Jahr 1999



o Ab 1999 Angaben in Euro.

Deutsche Bundesbank

geblich beeinflusst worden war. Allein die vier größten Firmenzusammenschlüsse, an denen deutsche Investoren im vergangenen Jahr beteiligt waren, trugen rund 50 Mrd Euro zu den gesamten deutschen Direktinvestitionen im Ausland bei.⁴⁾ Dabei war der überwie-

⁴ Gemessen am gesamten Beteiligungserwerb deutscher Unternehmen im Ausland – also ohne reinvestierte Gewinne und ohne konzerninterne Kreditbeziehungen gerechnet – machten allein diese Großtransaktionen zwei Drittel aus.

gende Teil des grenzüberschreitenden Beteiligungserwerbs auf wenige Branchen beschränkt. 1999 spielten aus deutscher Sicht Übernahmen und Fusionen im Telekommunikationsbereich und im Finanzsektor die zentrale Rolle. Die wichtigsten Empfängerländer deutscher Direktinvestitionen waren das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten, auf die 45 % beziehungsweise 23 % entfielen.

*Ausländische
Direkt-
investitionen in
Deutschland*

Deutsche Unternehmen haben 1999 nicht nur verstärkt im Ausland investiert, ihnen flossen auch erheblich mehr Direktinvestitionsmittel zu als im Jahr davor. Mit 49 Mrd Euro erhielten sie fast so viel Auslandsgelder wie in den übrigen neunziger Jahren zusammengekommen. Ausschlaggebend für die sprunghafte Zunahme war ein Firmenzusammenschluss in der Chemischen Industrie, bei dem das neu gegründete Unternehmen seinen Sitz im Ausland nahm und die Aktienmehrheit an dem hiesigen Unternehmen erwarb. Abgesehen davon spielte der Beteiligungserwerb ausländischer Unternehmen hier zu Lande im Ergebnis nur eine vergleichsweise geringe Rolle. Mit 28 Mrd Euro fielen die Kredite, die inländische Niederlassungen von ihren ausländischen Eignern erhielten, dagegen betragsmäßig stärker ins Gewicht. Zum Teil handelte es sich dabei um kurzfristige Finanzmittel, die dem konzerninternen Liquiditätsmanagement dienen. Darüber hinaus spielten Kreditaufnahmen von Holdinggesellschaften eine Rolle, die allerdings nicht mit der tatsächlichen Bereitstellung von Finanzmitteln verbunden waren.⁵⁾ Der Anstieg der zufließenden Direktinvestitionen insgesamt erlaubt daher kaum Rückschlüsse

darüber, wie ausländische Investoren die Qualität des Standorts Deutschland gegenwärtig einschätzen.

Ein Teil der Mittelabflüsse im Wertpapierverkehr und bei den Direktinvestitionen wurde 1999 innerhalb des Kapitalverkehrs durch nicht verbrieftete Kredittransaktionen ausgeglichen. Insbesondere inländische Unternehmen und Privatpersonen importierten in vergleichsweise großem Umfang Kapital aus dem Ausland (37 Mrd Euro). Dabei führten sie zum einen ihre kurzfristigen Bankguthaben im Ausland kräftig zurück; zum anderen nahmen sie aber auch vermehrt kurzfristige Kredite im Ausland auf. Beides dürfte nicht zuletzt mit dem Eintritt in die EWU zusammenhängen. So haben die einheitlichen Mindestreserveregulungen im Euro-Raum inländischen Banken vermutlich eine attraktivere Zinsgestaltung erlaubt. Daneben dürfte der Wegfall des Wechselkursrisikos und die Angleichung des Zinsniveaus in der EWU Kreditaufnahmen hiesiger Unternehmen in den Partnerländern stimuliert haben. Offenbar steht ein Teil der im Ausland aufgenommenen Kredite aber auch im Zusammenhang mit der Finanzierung der oben erwähnten Firmenübernahmen.

Im Gegensatz zu den Unternehmen und Privatpersonen führten die grenzüberschreitenden Finanzdispositionen staatlicher Stellen zu Netto-Kapitalexporten von 3 ½ Mrd Euro.

5 Offenbar bringen ausländische Eigner ihre deutschen Tochterfirmen verstärkt in (inländische) Holdinggesellschaften ein, die ihrerseits im wesentlichen durch Kredite der Mutter finanziert werden. Dies schlägt sich zahlungsbilanzstatistisch in Liquidationen von Beteiligungskapital und steigenden Direktinvestitionskrediten nieder.

Kreditverkehr ...

... von Unternehmen und Privatpersonen

... öffentlicher Stellen

Zwar verringerten sowohl der Bund als auch die Sozialversicherungsträger ihre Guthaben bei ausländischen Banken. Stärker zu Buche schlugen allerdings relativ hohe Tilgungszahlungen auf zuvor im Ausland aufgenommene Kredite. Hierbei spielten Transaktionen mit Schuldscheinen von Bund und Ländern die entscheidende Rolle.

... der Banken

Die nicht verbrieften Auslandsgeschäfte des gesamten Bankensystems waren 1999 praktisch ausgeglichen. Einzelnen betrachtet hatten die Kreditinstitute und die Bundesbank (mit ihren nicht zu den Währungsreserven rechnenden Auslandsforderungen) jedoch große entgegengerichtete Veränderungen ihrer Auslandspositionen zu verzeichnen. Dabei kamen bei inländischen Banken Auslandsgelder in Höhe von netto 50 ½ Mrd Euro auf, was sich in einer kräftigen Ausweitung der kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland niederschlug. Im langfristigen Kreditgeschäft der Banken überwogen dagegen per saldo die Kreditvergaben an das Ausland.

... der
Bundesbank

Anders als bei den Kreditinstituten sind die Netto-Auslandsforderungen der Bundesbank – ohne Währungsreserven gerechnet – 1999 gestiegen, und zwar um 49 ½ Mrd Euro. Die Zunahme ging im Wesentlichen auf Aktivsaldo gegenüber anderen Zentralbanken zurück, die im Rahmen des Zahlungsverkehrsystems TARGET aufgelaufen sind und die im Kreditverkehr als Kapitalexporte zu verbuchen waren. Daneben spielte eine Forderung gegenüber der EZB von reichlich 12 Mrd Euro eine Rolle, die zu Beginn der EWU als Gegenposten zu der vertraglich vorgeschriebenen

Einbringung von Währungsreserven in die EZB entstanden ist.

Diese Übertragung eines Teils der deutschen Gold- und Devisenbestände ist auch der maßgebliche Grund für den in der Zahlungsbilanz ausgewiesenen transaktionsbedingten Rückgang der Währungsreserven um 12 ½ Mrd Euro. In den bilanzierten Währungsreserven wurde dieses Minus allerdings fast vollständig durch Wertzuwächse ausgeglichen. Im Verlauf von 1999 haben sowohl der Goldpreis (in Euro gerechnet) als auch die Kurse des US-Dollar und der Sonderziehungsrechte deutlich zugelegt und per saldo zu beträchtlichen, nicht gewinnwirksamen Hochschreibungen der Auslandsaktiva geführt. Alles in allem beliefen sich die Währungsreserven der Bundesbank Ende 1999 – bewertet zu aktuellen Marktpreisen und Wechselkursen – auf 93 Mrd Euro. Sie lagen damit nur knapp 1 Mrd Euro niedriger als in der Eröffnungsbilanz der Bundesbank zu Beginn der Währungsunion.

*Veränderung
der Währungs-
reserven*

An sich sollten die Veränderungen der kurzfristigen Auslandsposition des gesamten Bankensystems (Kreditinstitute und Bundesbank) die Summe aller übrigen grenzüberschreitenden Zahlungsbilanztransaktionen widerspiegeln. Dass diese buchhalterische Identität in der Praxis nicht immer aufgeht, zeigte sich für das vergangene Jahr in besonders deutlicher Weise. Der „Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen“ – der so genannte Restposten der Zahlungsbilanz – belief sich 1999 auf 28 Mrd Euro; er war damit erheblich höher als in früheren Jahren (1998: umgerechnet – 1 ½ Mrd Euro) und wies auch

*Restposten
drastisch
gestiegen*

das umgekehrte Vorzeichen auf. Es ist nicht eindeutig zu klären, worauf diese Umkehr und der drastische Anstieg zurückzuführen sind. Grundsätzlich führen beispielsweise Probleme bei der zeitlichen Zuordnung von Transaktionen zu Restposten; diese müssten sich im Zeitablauf aber ausgleichen. Auch Erfassungslücken könnten eine Rolle spielen. Soweit diese mit den Meldefreigrenzen zusammenhängen, sind starke kurzfristige Veränderungen des Restpostens allerdings wenig plausibel. Ferner könnten Meldefehler eine Ursache der beobachteten Diskrepanzen sein. Hier wäre beispielsweise an Fehler bei der

Währungsbezeichnung zu denken. Durch die seit Anfang 1999 gegebene Möglichkeit, Zahlungsbilanzstatistische Meldungen sowohl in D-Mark als auch in Euro abzugeben, und auf Grund von Änderungen in der statistischen Methodik, mögen derartige Unkorrektheiten vor allem zu Beginn der Währungsunion in der Tat gestiegen sein. Unabhängig von den konkreten Ursachen zeigt das positive Vorzeichen des Restpostens in der deutschen Zahlungsbilanz, dass 1999 entweder die Zahlungsausgänge im Leistungs- oder Kapitalverkehr per saldo zu hoch oder die Zahlungseingänge zu niedrig ausgewiesen wurden.