

Kapitalverkehr und Wechselkurs

Die grenzüberschreitenden Kapitalströme haben in den letzten Jahren weltweit beträchtlich zugenommen. Sie sind dabei deutlich schneller als viele realwirtschaftliche Größen gewachsen. Treibende Faktoren waren die Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte sowie die rasanten Fortschritte in der Informations- und Kommunikationstechnologie, die ihrerseits zu kräftig sinkenden Transaktionskosten geführt haben. Auch von der zunehmenden Finanzverflechtung der Unternehmen über die Landesgrenzen hinweg sind in den letzten Jahren dynamische Anstöße auf die Entwicklung des internationalen Kapitalverkehrs ausgegangen. Schließlich sind mit dem Übergang zur Europäischen Währungsunion (EWU) weit reichende Portfolioanpassungen ausgelöst worden, die von vielen Beobachtern im Zusammenhang mit der Schwäche des Euro-Außenwerts gesehen wurden. Im Folgenden wird jedoch gezeigt, dass solche kurzfristig bestehenden Korrelationen zwischen dem Wechselkurs und den Kapitalströmen nicht ohne weiteres als entsprechende Wirkungsbeziehung interpretiert werden dürfen. Für Deutschland lässt sich die Stabilität einer solchen Relation jedenfalls nicht über einen längeren Zeitraum hinweg beobachten. Der vorliegende Bericht erläutert die Zusammenhänge und schildert vor diesem Hintergrund die „strukturellen“ Veränderungen im deutschen Kapitalverkehr.

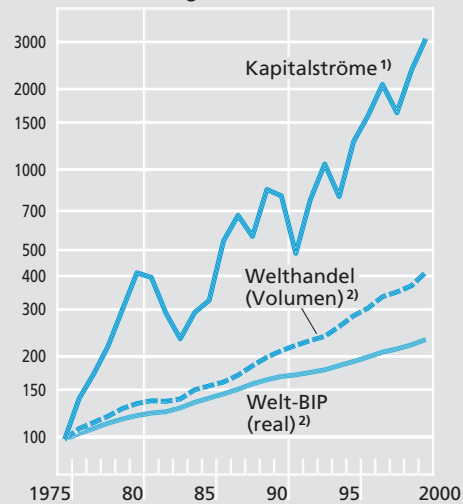
Vorbemerkungen

Entwicklung der inter- nationalen Kapitalströme

Die weltweit erfassten Kapitalströme beliefen sich im Jahr 2000 auf 4 000 Mrd US- $\text{\$}$; sie haben sich damit seit 1975 etwa verdreifacht, während beispielsweise das Welthandelsvolumen oder das zusammengefasste reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) aller Länder in dieser Zeit nur um 320 % beziehungsweise 140 % gestiegen sind.¹⁾ Innerhalb des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs sind die Wertpapieranlagen, und hier hauptsächlich die Anlagen in Aktien, sowie die Direktinvestitionen besonders kräftig gewachsen. Letztlich kommt in dieser Entwicklung der voranschreitende Globalisierungsprozess der Wirtschaft zum Ausdruck. Angesichts vielfältiger, rasch und kostengünstig verfügbarer Finanzmarktdaten sowie beträchtlich gestiegener Möglichkeiten der Informationsspeicherung und -verarbeitung beziehen Anleger in immer stärkerem Maße auch ausländische Finanzprodukte in ihre Portfoliodispositionen mit ein, zumal die Vermögensanlage häufig durch die Einschaltung von Banken, Versicherungen oder Kapitalanlagegesellschaften erfolgt.²⁾ Neben der Globalisierung der Finanzmärkte ist auch die weltweite Verflechtung der Unternehmen durch die jüngste Welle von Fusionen und Firmenübernahmen Ende der neunziger Jahre noch enger geworden. Die UNCTAD schätzt die Summe der Direktinvestitionen für das Jahr 2000 auf fast 1 300 Mrd US- $\text{\$}$. Weltweit operieren über 60 000 „transnationale“ Unternehmen mit über 800 000 Auslandsniederlassungen; sie bestreiten rund zwei Drittel des Welthandels.³⁾

Internationaler Kapitalverkehr, Welthandel und Produktion

1975 = 100, log. Maßstab



Quelle: IWF. — 1 Summe aus inländischen Kapitalanlagen im Ausland und ausländischen Kapitalanlagen im Inland; alle Länder. — 2 Indizes gebildet aus Veränderungsraten.

Deutsche Bundesbank

Die Vermutung liegt nahe, dass zwischen den Kapitalbewegungen auf der einen Seite und weiteren Finanzvariablen auf der anderen Seite vielfältige Wirkungsbeziehungen bestehen. An vorderster Stelle ist dabei an die Entwicklung von Wechselkursen und Zinsen zu denken. So sind die aktuellen Wechselkurse wie auch Wechselkuserwartungen – neben anderen Einflussgrößen – zweifellos wichtige Determinanten im Kalkül international ausgerichteter Investoren und schlagen sich damit auch in den Kapitalströmen nieder.

Beziehungen
zwischen
Kapitalverkehr
und
Wechselkurs

¹ Für die Grundzahlen siehe: International Monetary Fund, Balance of Payments Yearbook bzw. World Economic Outlook Database.

² Zur internationalen Verflechtung der deutschen Wertpapiermärkte vgl.: Deutsche Bundesbank, Die internationale Integration der deutschen Wertpapiermärkte, Monatsbericht, Dezember 2001, S. 15–28.

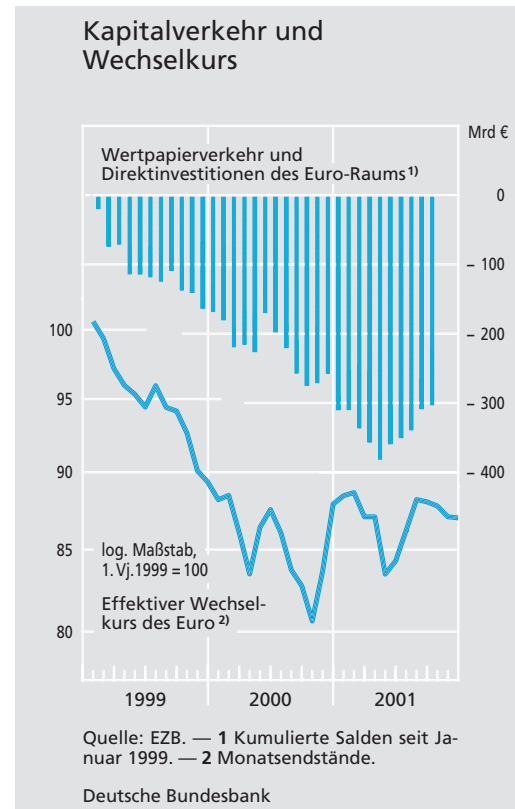
³ Vgl.: UNCTAD, World Investment Report 2001, S. 1, und World Investment Report 1997, S. 18.

Umgekehrt wirken die Kapitalbewegungen auch auf die (erwartete) Entwicklung der Wechselkurse ein. Diese Beziehungen sind allerdings eingebunden in ein Geflecht weiterer Abhängigkeiten, so dass einfache und in ihrer Wirkungsrichtung eindeutige und zeitstabile Zusammenhänge selten zu finden sind. Beispielsweise beeinflussen die Wechselkurserwartungen auch andere Finanzmarktpreise, insbesondere die Zinssätze (Zinsparität), wodurch der Effekt auf die Anlageentscheidungen und damit auf den Kapitalverkehr zumindest abgeschwächt wird. Auch ist zu beachten, dass die Auslandstransaktionen eines Landes insgesamt betrachtet definitionsgemäß stets ausgeglichen sein müssen; jedem Kapitalabfluss (-zufluss) steht damit an anderer Stelle der Zahlungsbilanz ein entsprechender Zufluss (Abfluss) gegenüber, so dass mit Blick auf die hier betrachteten Finanzbeziehungen möglicherweise weniger der Saldo des gesamten Kapitalverkehrs als vielmehr Teilsalden innerhalb der Kapitalbilanz von besonderer Bedeutung sind.

Kapitalverkehr des Euro-Raums und Euro-Wechselkurs

Netto-Kapital- exporte und Euroschwäche

Eine gewisse Stütze erfuhr die Hypothese eines engen Zusammenhangs zwischen dem Kapitalverkehr und dem Wechselkurs durch die zeitweilig hohen Mittelabflüsse aus dem Euro-Währungsgebiet. Finanzmarktbeobachter haben bereits frühzeitig auf den Gleichlauf der (kumulierten) Netto-Kapitalexporte des Euro-Währungsgebiets im Wertpapierverkehr und bei den Direktinvestitionen sowie der tendenziellen Abschwächung des Euro



hingewiesen.⁴⁾ In der Tat sind seit Beginn der Währungsunion bis einschließlich Oktober 2001, so weit reichen derzeit die Angaben zur EWU-Zahlungsbilanz, in diesen Bereichen insgesamt rund 300 Mrd. € netto aus dem Euro-Raum abgeflossen. Parallel dazu hat der effektive Wechselkurs des Euro tendenziell nachgegeben; Ende Oktober 2001 lag er rund 15 % niedriger als am 4. Januar 1999. Der Korrelationskoeffizient zwischen den beiden Größen unter Zugrundelegung von Monatswerten beträgt 0,80.

⁴ Wegen mehrerer großer Unternehmenszusammenschlüsse und -übernahmen, die häufig – zumindest teilweise – in der Form eines Aktientauschs abgewickelt wurden, hat es sich als sinnvoll erwiesen, Direktinvestitionen und Wertpapiertransaktionen (bzw. Aktientransaktionen) zusammen zu betrachten.

*Korrelation für
Monatswerte
geringer*

Der Gleichlauf von kumulierten Netto-Kapital-
exporten und nachgebendem Euro-Kurs er-
scheint auf den ersten Blick zwar plausibel,
über die Wirkungsbeziehung zwischen den
beiden Größen sagt der Gleichlauf aber
nichts aus, da die beobachtete Parallelität
auch auf einen dritten Faktor zurückgehen
kann. Im Übrigen verlangt der trendmäßige
Verlauf der beiden Zeitreihen nach einer ge-
naueren Analyse. Betrachtet man deshalb an
Stelle des Niveaus des effektiven Euro-Wech-
selkurses dessen monatliche Veränderungen
und an Stelle der kumulierten Kapitalver-
kehrssalden die Netto-Kapitalexporte (im
Wertpapierverkehr und bei den Direktinvesti-
tionen) in dem entsprechenden Monat, dann
erweist sich der Zusammenhang als weniger
stringent als bei den kumulierten Daten. Der
Korrelationskoeffizient liegt dann für den
Zeitraum von Januar 1999 bis Oktober 2001
nur bei 0,42. Etwas höher ist die Korrelation
zwischen der monatlichen Veränderung des
Euro-Dollar-Kurses und den monatlichen
Netto-Kapitalexporten des Euro-Raums (0,45).
Dem US-Dollar kommt eine vergleichsweise
große Bedeutung für den grenzüberschrei-
tenden Kapitalverkehr des Euro-Gebiets mit
Drittländern zu.⁵⁾

*Weitere
Einflussgrößen*

Insgesamt gesehen lassen die Ergebnisse er-
kennen, dass die Zusammenhänge komplexer
sind, als dies die einfache Gegenüberstellung
der kumulierten Kapitalexporte und der
Wechselkurse zunächst nahe zu legen
scheint. Offenbar wirken weitere Einflussgrö-
ßen auf den Kapitalverkehr beziehungsweise
die Wechselkurse ein. Allerdings erweisen
sich sowohl die Zinsdifferenz zwischen lang-
fristigen Dollar- und Euro-Titeln als auch die

relative Kursentwicklung an den amerikani-
schen und europäischen Aktienmärkten in
der Gesamtbetrachtung von geringerer Be-
deutung für den Kapitalverkehr (Wertpapier-
verkehr und Direktinvestitionen) als die
Wechselkursänderung.⁶⁾

Diese Ergebnisse werden zum Teil durch em-
pirische Untersuchungen internationaler Or-
ganisationen gestützt. So hat die Bank für In-
ternationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ermit-
telt, dass zwar zwischen den Veränderungen
der Aktienmarktindizes der USA auf der einen
Seite und Japans und Deutschlands auf der
anderen enge Korrelationen bestehen. Die
Wechselkursentwicklung und der Saldo der
grenzüberschreitenden Aktientransaktionen
erwiesen sich in dieser Studie jedoch langfris-
tig als nahezu unkorreliert.⁷⁾ Der IWF konnte
dagegen in einer anderen Untersuchung
einen signifikant positiven Zusammenhang
zwischen den bilateralen Netto-Kapitalströ-
men aus EWU-US-Aktienmarkttransaktionen
und dem Euro-Dollar-Kurs nachweisen. Die
entsprechenden Schätzwerte für Anleihen

*Ergebnisse
durch Unter-
suchungen
internationaler
Organisationen
gestützt*

5 Nach Angaben aus der US-Zahlungsbilanz summierten sich die bilateralen Netto-Kapitalexporte (Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen) des Euro-Raums in die USA bis einschließlich September 2001 umgerechnet auf schätzungsweise rund 500 Mrd €; für die EWU-Zahlungsbilanz liegt eine entsprechende Regionalaufgliederung des Kapitalverkehrs nicht vor.

6 Die Korrelationskoeffizienten betragen bei der Zinsdifferenz 0,22 und bei der relativen Kursentwicklung am Aktienmarkt 0,04. Stellt man im Wertpapierverkehr auf einzelne Instrumente ab, sind die Korrelationen zum Teil sogar negativ, so beispielsweise zwischen dem Saldo der Aktientransaktionen und der relativen Aktienmarkt-Performance zwischen dem Euro-Raum und den USA.

7 Vgl.: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Quartalsbericht, August 2000, S. 33–37, hier S. 35.

und Direktinvestitionen sind jedoch statistisch nicht signifikant.⁸⁾

Deutscher Kapitalverkehr und DM-Wechselkurs

*Langfristige
Korrelation im
deutschen
Kapitalverkehr*

Aufschlussreich sind in diesem Zusammenhang auch die Beziehungen zwischen dem deutschen Kapitalverkehr mit dem Ausland und dem gewogenen Außenwert der D-Mark. Im Zeitraum von Januar 1971 bis Oktober 2001 betrug der Korrelationskoeffizient zwischen dem zusammengefassten Saldo aus Direktinvestitionen und Wertpapiertransaktionen sowie den Veränderungen des DM-Außenwerts 0,10.⁹⁾ Auch wenn man nur die Zeit bis zum Beginn der EWU betrachtet oder die Analyseperiode auf die neunziger Jahre beschränkt, in denen die Kapitalverkehrsströme in den beiden genannten Bereichen besonders stark zugenommen haben, kommt man zu recht ähnlichen Ergebnissen. Es zeigt sich also auch für Deutschland, dass in der langen Frist die Korrelation zwischen den Kapitalströmen und den Veränderungen des Wechselkurses eher schwach ausgeprägt ist.

*Kurzfristige
Korrelation
sehr volatil*

Anders sieht dies jedoch aus, wenn man die hier untersuchten Zusammenhänge für kürzere Perioden betrachtet. Zu diesem Zweck wurde die Korrelation über ein gleitendes Beobachtungsfenster von 36 Monaten – dies entspricht etwa der Spanne, die oben für die EWU zu Grunde gelegt wurde – analysiert. Es zeigt sich, dass der so definierte Korrelationskoeffizient zeitweilig deutlich höher lag, aber im Zeitablauf auch stark geschwankt hat, und

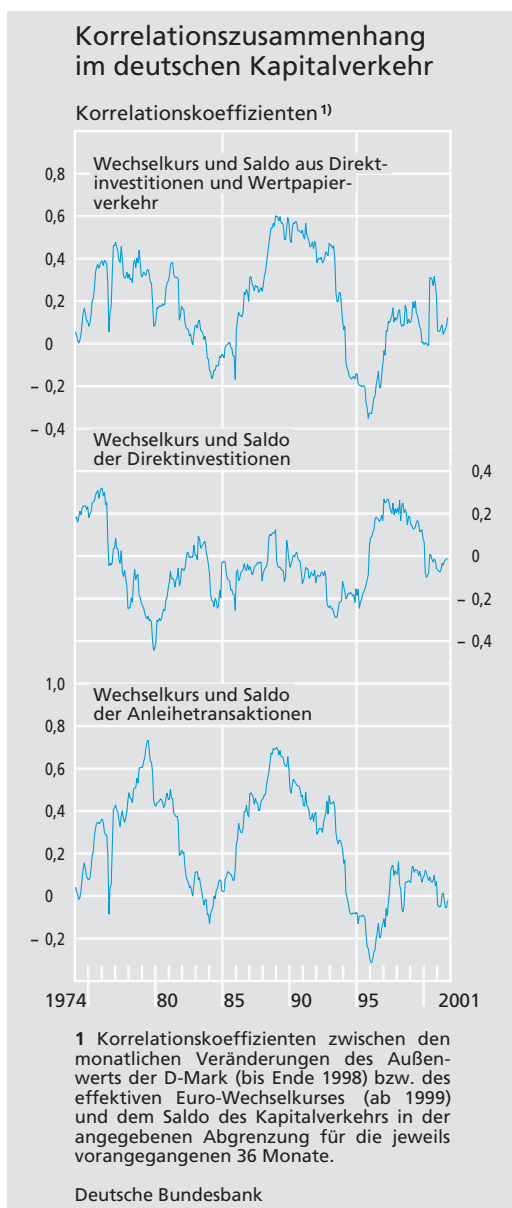
zwar in einem Bereich von $-0,35$ bis $+0,60$. Es hat in der Vergangenheit also Phasen gegeben, in denen – vereinfacht ausgedrückt – Netto-Kapitalimporte (-exporte) im Wertpapierverkehr und bei den Direktinvestitionen – wie man dies auch vermuten würde – tendenziell mit einer Aufwertung (Abwertung) der D-Mark verbunden waren, so Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre. Dies war aber nicht durchweg der Fall. Zeitweilig gingen die Netto-Kapitalimporte (-exporte) Deutschlands – entgegen der üblichen Vorstellungen – der Tendenz nach auch mit einer Abwertung (Aufwertung) der D-Mark einher. Derartige Situationen waren beispielsweise Mitte der achtziger und Mitte der neunziger Jahre gegeben.

Recht ähnliche Ergebnisse wie hier für die Netto-Kapitalströme aus Direktinvestitionen und Wertpapierverkehr insgesamt lassen sich auch für einzelne Unterpositionen des Kapitalverkehrs ableiten. Auch hierbei finden sich keine längerfristig stabilen Korrelationsbeziehungen. Interessant ist in diesem Zusammenhang aber, dass die Korrelation zwischen unterschiedlich abgegrenzten Kapitalverkehrssalden und den monatlichen Wechselkursän-

*Korrelations-
koeffizient
zuletzt nahe
null*

⁸ Vgl.: International Monetary Fund, World Economic Outlook, May 2001, S. 66–75, hier S. 72, sowie R. Brooks, et. al., Exchange Rates and Capital Flows, IMF Working Paper WP/01/190, November 2001. Beide Studien verwenden die regionalstatistischen Daten der amerikanischen Zahlungsbilanz. In Ermangelung langer Zeitreihen für die EWU werden die Transaktionen für die elf Länder zusammengefasst, die den Euro am 1. Januar 1999 eingeführt haben, und bis zum Jahr 1988 zurückgerechnet. Als Wechselkurs dient ein „synthetischer“ Euro. Die unterschiedlichen Ergebnisse könnten auch dadurch zustande gekommen sein, dass – anders als von der BIZ und in den oben dargestellten Korrelationsuntersuchungen, die auf Monatswerte abstellen – Quartalsdaten verwendet wurden.

⁹ Ab Januar 1999 wurden die Veränderungen des effektiven Wechselkurses des Euro zu Grunde gelegt.



derungen in den letzten Jahren – von einer sehr kurzen Periode abgesehen – nahe null war. Dies gilt insbesondere für den Wertpapierverkehr und dort speziell für die Transaktionen mit Anleihen.

*Einfluss von
Struktur-
veränderungen*

In dem betrachteten Zeitabschnitt ist es zu gravierenden Strukturveränderungen im deutschen Kapitalverkehr gekommen, die den Zusammenhang zwischen Kapitalverkehr

und Wechselkurs verändert haben. So ist mit der Einführung des Euro das Wechselkursrisiko für einen bedeutenden Teil des deutschen Kapitalverkehrs, die Transaktionen innerhalb des gemeinsamen Währungsgebiets, vollständig entfallen. Dies hat zu einer Neuausrichtung der Portfolios inländischer Anleger geführt – insbesondere durch verstärkte Käufe von Anleihen aus anderen EWU-Ländern. Es erklärt möglicherweise aber auch, warum eine Korrelation zwischen der Wechselkursänderung und dem Saldo aus Direktinvestitionen und Wertpapiertransaktionen zuletzt kaum noch festzustellen ist. Außerdem hat die Globalisierung der Finanzmärkte und der Unternehmen ihre Spuren im deutschen Kapitalverkehr hinterlassen. Im Folgenden soll daher untersucht werden, welche Bedeutung die Transaktionen innerhalb der EWU für den deutschen Kapitalverkehr haben und welchen weiteren Veränderungen dieser in den neunziger Jahren unterworfen war.

Die Rolle der EWU im deutschen Kapitalverkehr

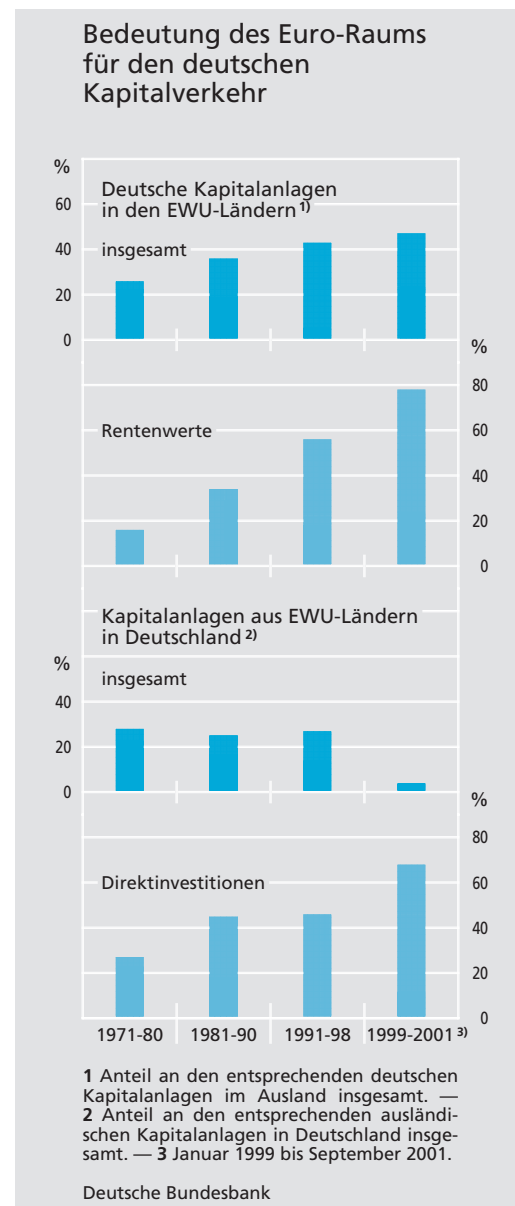
Die heutigen EWU-Länder spielen schon seit längerer Zeit eine bedeutende Rolle im deutschen Kapitalverkehr. In den siebziger und achtziger Jahren flossen 26 % beziehungsweise 36 % der deutschen Kapitalanlagen im Ausland in diese Partnerländer. Bereits im Vorfeld der Dritten Stufe der Währungsunion, erst recht aber mit der Einführung des Euro Anfang 1999 hat die Finanzverflechtung mit diesen Ländern weiter zugenommen. In den knapp drei Jahren seit Beginn der EWU, für die derzeit regionalstatistische Angaben über

Gesamttendenz

die Kapitalströme vorliegen, haben inländische Banken, Wirtschaftsunternehmen, Privatpersonen und staatliche Stellen rund 450 Mrd € dort investiert. Damit entfielen von Januar 1999 bis September 2001 etwa 47 % der deutschen Kapitalanlagen im Ausland auf die EWU-Länder. In der umgekehrten Richtung des Kapitalverkehrs, bei den statistisch erfassten ausländischen Vermögensanlagen in Deutschland also, ist der Anteil der Investoren aus anderen Teilnehmerländern des Euro-Währungsgebiets dagegen auf nur noch 4 % gesunken. Vor Einführung des Euro hatte er im längerfristigen Durchschnitt bei rund einem Viertel gelegen. Hier spielen allerdings statistische Besonderheiten eine Rolle, auf die weiter unten näher eingegangen wird.

*Zwei Drittel
der Portfolio-
investitionen im
Euro-Raum*

Ausschlaggebend dafür, dass zuletzt nahezu die Hälfte der deutschen Kapitalanlagen im Ausland in die anderen EWU-Länder geflossen ist, war die Entwicklung im Wertpapierverkehr, der noch stärker als andere Segmente des Kapitalverkehrs auf das Euro-Gebiet ausgerichtet ist. Seit Beginn der Währungsunion haben deutsche Anleger bei ihren Wertpapierkäufen im Ausland per saldo zwei von drei Euro in den Partnerländern investiert. Dieser Befund einer starken EWU-Orientierung gilt insbesondere für Investmentzertifikate (EWU-Anteil 94 %), da die aus deutscher Sicht wichtigsten ausländischen Fondsgesellschaften in Luxemburg und Irland angesiedelt sind. Aber auch bei den deutschen Anleihekäufen im Ausland haben die Euro-Länder den weitaus größten Anteil (78 %). Gerade bei Rentenwerten, die betragsmäßig das wichtigste Segment im Wertpapierverkehr sind, ist der EWU-Anteil seit Einführung



des Euro nochmals kräftig gestiegen, obwohl inländische Anleger auch schon in den Monaten davor in der Erwartung von Kursgewinnen aus der Zinskonvergenz der damaligen „Hochzins-Länder“ („Konvergenzhandel“) lebhaft in Emissionen anderer (potenzieller) EWU-Länder investiert hatten. Weniger auf den Euro-Raum fixiert sind die heimischen Sparer bei ihren Aktienmarktanlagen im Ausland; hiervon flossen lediglich 38 % in

die anderen EWU-Länder, aber jeweils 27 % in die Vereinigten Staaten und in das Vereinigte Königreich, deren Aktienmärkte von der Marktkapitalisierung und Marktliquidität her gesehen weltweit mit an der Spitze stehen.

Erfassungsprobleme bei den ausländischen Wertpapierkäufen in Deutschland

Im Gegensatz zu den deutschen Portfolioinvestitionen im Ausland sind die regionalstatistischen Angaben über den ausländischen Wertpapiererwerb in Deutschland ökonomisch wenig aussagekräftig, da die regionale Zuordnung nach dem jeweiligen Sitzland des direkten Kontrahenten vorgenommen werden muss und nicht nach dem eigentlich interessierenden Letztinvestor erfolgen kann. Daher können sowohl die Käufe heimischer Wertpapiere durch das Ausland als auch die Verkäufe und Tilgungen regional nicht verlässlich zugeordnet werden. Die Problematik wird offenkundig, wenn man bedenkt, dass alle ausländischen Investoren zusammen genommen seit Beginn der EWU per saldo deutsche Wertpapiere für über 300 Mrd € erworben haben, während Anleger mit Sitz oder Depots in anderen EWU-Ländern für sich betrachtet – laut Statistik – ihre Bestände an deutschen Wertpapieren per saldo um 200 Mrd € zurückgeführt haben. Offenbar erfolgt auch ein beträchtlicher Teil der Rückverkäufe und Tilgungen deutscher Wertpapiere aus dem Besitz von Investoren außerhalb des Euro-Gebiets unter Einschaltung von Instituten anderer EWU-Länder – unabhängig davon, wer die Titel vorher einmal erworben oder gehalten hat. Dabei spielen unter anderem die großen Wertpapierverwahrer in Belgien und Luxemburg eine bedeutende Rolle.

Bei den Direktinvestitionen stellt sich die Entwicklung in gewisser Weise spiegelbildlich zum Wertpapierverkehr dar. Hier sind es insbesondere die Investoren aus den anderen Euro-Ländern, deren Bedeutung aus deutscher Sicht stetig zunimmt. Mehr als zwei Drittel der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland stammten seit 1999 von dort, wobei die Niederlande, Belgien und Luxemburg als wichtige Holding-Standorte ein besonderes Gewicht haben. In manchen Fällen stehen hinter diesen Holding-Gesellschaften aber auch Investoren aus Ländern außerhalb des Euro-Raums.

Direktinvestitionen aus anderen EWU-Ländern

Wesentlich geringer – und der Tendenz nach seit geraumer Zeit auch gesunken – ist dagegen der Anteil der deutschen Direktinvestitionen im Ausland, der auf den Euro-Raum entfällt. Seit dem Beginn der Währungsunion flossen lediglich 7 % der Auslandsinvestitionen deutscher Unternehmen in die anderen EWU-Länder. Dies hängt damit zusammen, dass heimische Unternehmen in den letzten Jahren Firmenübernahmen in den USA und in Großbritannien getätigt haben, die betragsmäßig außerordentlich stark zu Buche schlugen. Auch spielten bei den Direktinvestitionen zuletzt Kredittransaktionen mit Auslandsniederlassungen im Euro-Raum eine wichtige Rolle, die im Ergebnis zu einer Verringerung des (finanziellen) Engagements deutscher Unternehmen im gemeinsamen Währungsgebiet geführt haben („reverse flows“). Schließlich ist zu bedenken, dass heimische Firmen in der Vorbereitung auf den Binnenmarkt Ende der achtziger und Anfang der neunziger Jahre kräftig in den Partnerländern investiert und damals bereits ihre Stellung

Geringe deutsche Direktinvestitionen in den EWU-Ländern

dort ausgebaut hatten. Beispielsweise flossen zwischen 1988 und 1994 über 50 % der deutschen Direktinvestitionen im Ausland in die heutigen EWU-Länder.

*Übriger
Kapitalverkehr*

In der Struktur des übrigen Kapitalverkehrs, der gegenwärtig im Wesentlichen vom kurzfristigen Kreditgeschäft der Banken geprägt wird, spiegelt sich die Einführung des Euro ebenfalls deutlich wider. 42 % ihrer unverbrieften Auslandskredite vergaben deutsche Gläubiger seit Januar 1999 an Schuldner in anderen EWU-Ländern, während von dort lediglich 16 % der aufgenommenen Kredite stammten. Insbesondere deutsche Banken verzeichneten den größeren Teil ihrer Mittelzuflüsse aus dem Ausland im Verkehr mit Ländern außerhalb des Euro-Raums; gleichzeitig reichten sie (netto) Kredite an Kreditnehmer in anderen EWU-Ländern heraus.¹⁰⁾

Zwischenfazit

Angesichts der insgesamt gesehen großen Bedeutung, die die Transaktionen mit anderen EWU-Ländern für den deutschen Kapitalverkehr insbesondere auf der Seite der Kapitalabflüsse haben, verwundert es nicht, dass der Korrelationszusammenhang zwischen den Kapitalströmen und dem Wechselkurs zuletzt vergleichsweise gering war. Auch wenn nicht alle Kapitalbewegungen innerhalb der EWU in Euro denominated sind, so gilt dies doch für den weit überwiegenden Teil. Im Entscheidungskalkül der Investoren spielen dann andere Faktoren die ausschlaggebende Rolle.

Strukturveränderungen im deutschen Kapitalverkehr

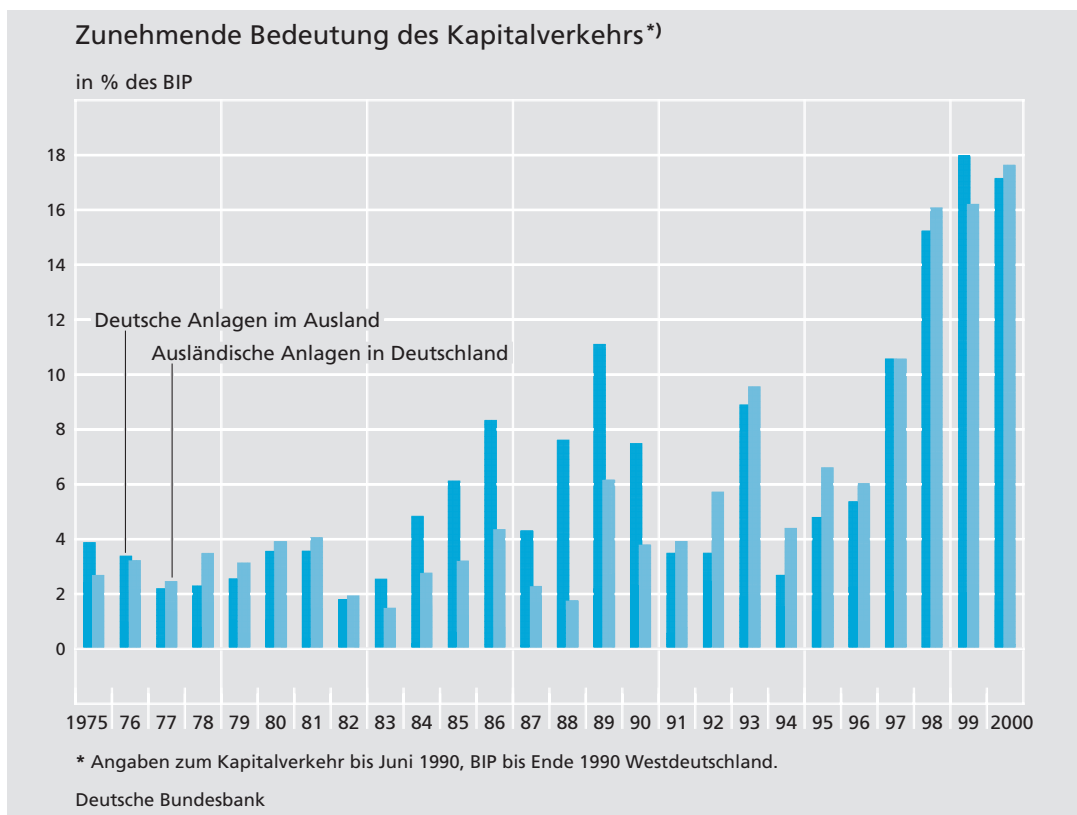
Neben der Einführung des Euro war der deutsche Kapitalverkehr in den neunziger Jahren weiteren bedeutenden Strukturveränderungen unterworfen, die auf die Beziehungen zwischen den Kapitalströmen und dem Wechselkurs eingewirkt haben. Zwei Entwicklungen fallen dabei unmittelbar ins Auge:

- erstens die beträchtliche Zunahme der Finanzflüsse von und nach Deutschland, die Mitte der achtziger Jahre begonnen hatte und sich in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre nochmals beschleunigt hat;
- zweitens die Tatsache, dass Deutschland in den neunziger Jahren überwiegend Netto-Kapitalimporteur war, während zuvor Netto-Kapitalexporte dominiert hatten.

Die zunehmende finanzielle Verflechtung der deutschen Volkswirtschaft mit dem Ausland wird in dem steilen Anstieg der grenzüberschreitenden Kapitalströme in beide Richtungen deutlich. Lagen die deutschen Kapitalanlagen im Ausland in den siebziger Jahren im Jahresdurchschnitt noch unter 3 % des BIP (oder umgerechnet bei rund 15 Mrd €), so betragen sie im Jahr 2000 rund 350 Mrd € oder gut 17 % des BIP; ähnliche Relationen ergeben sich für die ausländischen Kapitalan-

*Starke
Zunahme
der Kapital-
bewegungen
und
Umschwung
im Kapital-
verkehrssaldo*

¹⁰ Diese „Drehscheiben-Funktion“ Deutschlands innerhalb der EWU wurde an anderer Stelle bereits näher untersucht; vgl.: Deutsche Bundesbank, Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2000, Monatsbericht, März 2001, S. 63–76, insbesondere S. 72 f.



lagen in Deutschland. Diese Zuwächse gehen maßgeblich auf die Entwicklungen im Wertpapierverkehr und bei den Direktinvestitionen zurück.

Der Wertpapierverkehr hat mit der voranschreitenden Globalisierung der Finanzmärkte und der damit einhergehenden Diversifizierung von Vermögensanlagen sowie der zunehmenden Verbriefung von Forderungen und Verbindlichkeiten einen besonders starken Aufschwung genommen. Allein in den letzten zehn Jahren haben sich die Brutto-Umsätze im Wertpapierverkehr mehr als verzehnfacht. Im Jahr 2000 übertrafen sie das BIP um das Dreieinhalbfache. Eine wichtige Rolle bei der zunehmenden internationalen Finanzverflechtung spielen institutionelle Investoren, die traditionell stärker in auslän-

dischen Wertpapieren engagiert sind als Privatanleger und die ihre Auslandsinvestitionen in den letzten Jahren weiter erhöht haben.¹¹⁾ Sinkende Informations- und Transaktionskosten, die stark erweiterten Möglichkeiten der Datenanalyse sowie das breiter werdende Spektrum an Absicherungsinstrumenten haben den Aufschwung im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr Deutschlands stimuliert. Diese Entwicklung vollzog sich vermutlich ein Stück weit unabhängig von den jeweiligen Zins- und Wechselkursbewegungen.

Eine ähnliche Aufwärtsentwicklung wie bei den Portfolioströmen ist auch im Bereich der Direktinvestitionen auszumachen. Nachdem

Direktinvestitionen angetrieben von ...

¹¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die internationale Integration der deutschen Wertpapiermärkte, Monatsbericht, Dezember 2001, S. 15–28.

Umsätze im Wertpapierverkehr verzehnfacht

... Umstrukturierungen der Unternehmen ...

... und steigenden konzerninternen Liquiditätsbewegungen

„Struktureller“ Passivsaldo bei Direktinvestitionen

die deutschen Direktinvestitionen im Ausland ebenso wie die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland bis Mitte der neunziger Jahre noch überwiegend unter 1 % des BIP gelegen hatten, zogen sie danach spürbar an. Im Jahr 2000 betrug der ausländische Beteiligungserwerb in Deutschland nicht weniger als 9 ½ % des BIP (oder 191 Mrd €).¹²⁾ Die Welle an Firmenübernahmen sowie die bis zum Frühjahr 2000 außergewöhnlich hohe Bewertung vieler „High-Tech-Firmen“ an den Aktienmärkten haben auch die Direktinvestitionsströme von und nach Deutschland kräftig anschwellen lassen. Beide Entwicklungen sind – oder waren – aber auch Reflex einer Neupositionierung vieler Unternehmen im globalen Wettbewerb. Hinzu kommt, dass bei den in der deutschen Zahlungsbilanz ausgewiesenen Direktinvestitionen seit einigen Jahren die konzerninternen Kredittransaktionen eine bedeutende Rolle spielen. Vielfach folgen diese Ströme weniger einem standortpolitischen oder portfolioretischen Kalkül als vielmehr unternehmensspezifischen Liquiditätsüberlegungen. Davon abgesehen ist der bis zum vergangenen Jahr verzeichnete Direktinvestitionsschub nach dem scharfen Einbruch der Aktienkurse und der weltweiten konjunkturellen Abkühlung allerdings wieder abgeebbt. Die mit Wirkung von Anfang Januar 2002 in Kraft getretenen Steuererleichterungen bei der Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen könnten der Entwicklung jedoch neue Impulse geben.

Verglichen mit anderen Ländern hat Deutschland relativ spät an dem weltweiten Direktinvestitions-„Boom“ partizipiert, nachdem sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der

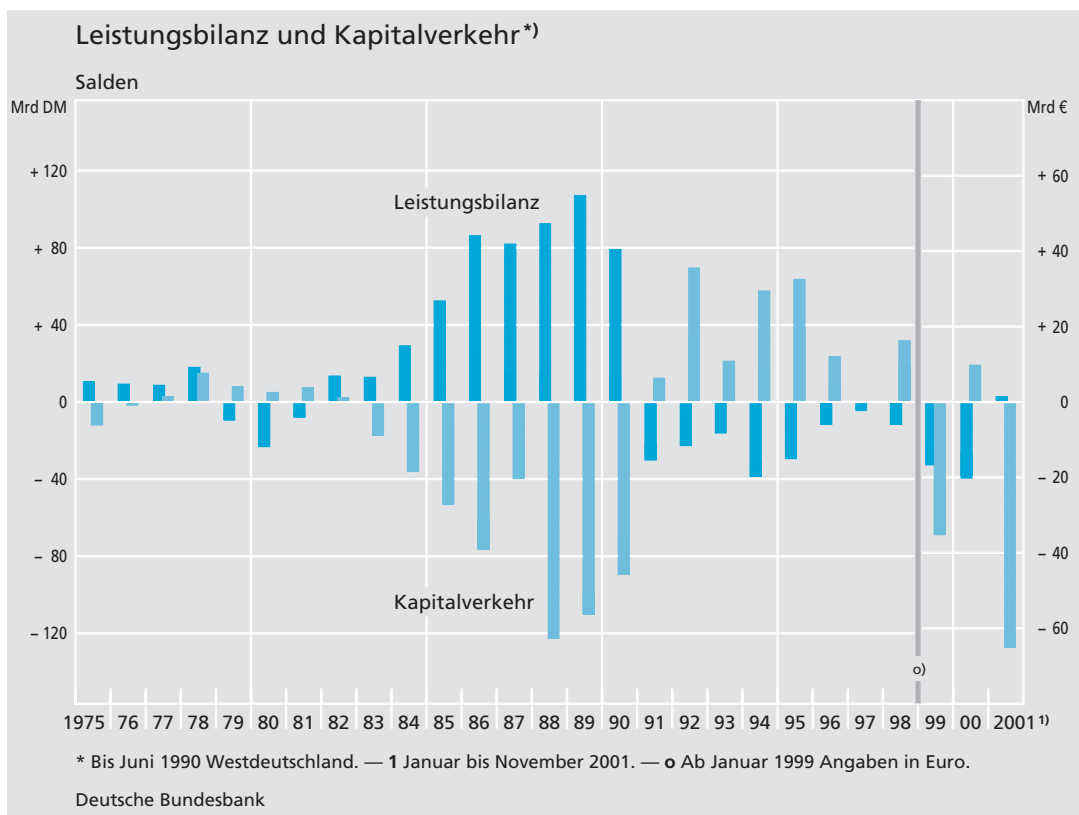
heimischen Wirtschaft von der Wechselkursseite sowie durch Produktivitätssteigerungen und vergleichsweise moderate Lohnabschlüsse verbessert hatte. Umgekehrt sind inländische Firmen bereits seit langem – aus den unterschiedlichsten Motiven – außerordentlich stark an einer Ausweitung ihrer Präsenz im Ausland interessiert.¹³⁾ Im Ergebnis hat dies dazu geführt, dass Deutschland „traditionell“ Netto-Kapitalexporte durch Direktinvestitionen zu verzeichnen hatte; das Jahr 2000 mit den hohen Netto-Kapitalzuflüssen war in dieser Hinsicht aus den oben beschriebenen Gründen ein Ausnahmejahr.

Insgesamt gesehen hat sich im deutschen Kapitalverkehr in den neunziger Jahren – vor allem in der ersten Hälfte der Dekade – ein bemerkenswerter Umschwung vollzogen. War zwischen 1981 und 1990 noch Kapital in einem Gegenwert von über 270 Mrd € (netto) exportiert worden, musste die deutsche Wirtschaft auf Grund des hohen Finanzbedarfs im Anschluss an die deutsche Wiedervereinigung in den darauf folgenden zehn Jahren per saldo auf ausländische Mittel in Höhe von (umgerechnet) rund 120 Mrd € zurückgreifen. Dieser bemerkenswerte Swing in

*Umschwung im
Kapitalverkehr*

12 Dieser Spitzenwert ist durch eine außergewöhnlich große Einzeltransaktion zustande gekommen und überzeichnet damit sicherlich die Bedeutung der ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland. Gleichzeitig wurden durch die Abwicklung der Firmenübernahme die deutschen Direktinvestitionen im Ausland geschmälert, so dass diese im Jahr 2000 vergleichsweise gering ausgefallen sind. Zu Einzelheiten vgl.: Deutsche Bundesbank, Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2000, Monatsbericht, März 2001, S. 63–76.

13 Vgl.: T. Jost, Direktinvestitionen und Standort Deutschland, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, Diskussionspapier 2/97 sowie Deutsche Bundesbank, Entwicklung und Bestimmungsgründe grenzüberschreitender Direktinvestitionen, Monatsbericht, August 1997, S. 63–82.



der Kapitalbilanz reflektiert einen entsprechenden Umschwung in der Leistungsbilanz, die nach hohen Überschüssen Ende der achtziger Jahre mit der Wiedervereinigung deutlich ins Defizit gerutscht war und erst im vergangenen Jahr – soweit die Ergebnisse bislang vorliegen – wieder einen geringen Überschuss aufwies.

Insbesondere ausgeprägt zeigt sich dieser Wechsel der Fließrichtung der Finanzströme im (unverbrieften) Kreditverkehr, in dem in der letzten Dekade hohe Mittelzuflüsse zu verzeichnen waren (netto rund 250 Mrd €). Der kleinere Teil des Umschwungs geht auf die Dispositionen der Unternehmen und Privatpersonen zurück, die bis etwa Mitte der neunziger Jahre wegen der Liquiditätsvorteile des „Euromarkts“, der Mindestreservebelas-

tung von heimischen Bankguthaben sowie der Diskussionen um die Zinsbesteuerung in Deutschland in der Netto-Betrachtung größere Summen jenseits der Grenzen anlegten. Danach haben sie dagegen per saldo Gelder aus dem Ausland importiert. Betragsmäßig wesentlich stärker ins Gewicht fallen allerdings die Auslandstransaktionen der Banken, die mit der zunehmenden internationalen Orientierung der deutschen Kreditinstitute in den letzten Jahren außerordentlich kräftig expandierten. Insbesondere ihre Auslandspassiva sind dabei erheblich gestiegen, so dass das Bankensystem damit alles in allem hohe Mittelzuflüsse im unverbrieften Kreditgeschäft zu verzeichnen hatte (1991 bis 2000: netto rund 270 Mrd €). Letztlich stellten diese Netto-Kapitalimporte damit den Gegenposten zu den Zahlungsausgängen in den ande-

Unverbriefter
Kreditverkehr
ausschlag-
gebend

Besonders ausgeprägt zeigt sich dieser Wechsel der Fließrichtung der Finanzströme im (unverbrieften) Kreditverkehr, in dem in der letzten Dekade hohe Mittelzuflüsse zu verzeichnen waren (netto rund 250 Mrd €). Der kleinere Teil des Umschwungs geht auf die Dispositionen der Unternehmen und Privatpersonen zurück, die bis etwa Mitte der neunziger Jahre wegen der Liquiditätsvorteile des „Euromarkts“, der Mindestreservebelas-

ren Bereichen der Zahlungsbilanz – vor allem im Leistungsverkehr und bei den Direktinvestitionen – dar.

Fazit

*Keine einfachen
Ursache-
Wirkungs-
Zusammen-
hänge*

Das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten vollzieht sich im Zusammenspiel individueller Entscheidungen einer Vielzahl von Akteuren, die ihrerseits vor dem Hintergrund der rechtlichen, politischen und technologischen Rahmenbedingungen – und ihrer Veränderungen – planen und handeln. Die beobachteten Kapitalbewegungen und Wechselkurse sind das Ergebnis dieser Marktprozesse und Strukturveränderungen. Sie stehen zusammen mit anderen Variablen in einem engen, wechselseitigen Beziehungsgeflecht. Einfache, eindimensionale Zusammenhänge

sind daher in der Regel allenfalls kurzfristig zu beobachten. Eine verlässliche Basis für Prognosen oder eine Richtschnur für politisches Handeln stellen sie erfahrungsgemäß nicht dar. Dies gilt auch für die Beziehungen zwischen dem Wechselkurs des Euro und den Netto-Kapitalströmen des Euro-Raums durch Direktinvestitionen und Wertpapiertransaktionen. Zwar ist es durchaus plausibel, dass künftige Kapitalzuflüsse in den Euro-Raum mit einer Höherbewertung des Euro einhergehen könnten. Wie die deutschen Erfahrungen gezeigt haben, ist dies jedoch nicht unbedingt zwingend. Im Einklang mit einer positiven Korrelation steht allerdings, dass sich die EWU-Kapitalbilanz mit dem Abebben der Fusionswelle seit Mitte 2001 in der Tat verbessert hat und parallel dazu auch der Euro im gewogenen Durchschnitt zulegen konnte.