

Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2005

Das globale Umfeld war 2005 für die deutschen Exportunternehmen weiterhin sehr günstig. Der Welthandel expandierte erneut recht kräftig. Zudem profitierte die Ausfuhrleistung von der Abwertung des Euro, die zur Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit beitrug. Der heimischen Exportwirtschaft kam auch die weltweit lebhaftere Nachfrage nach Investitionsgütern zugute, die in ihrem Gütersortiment einen hohen Stellenwert haben. Insgesamt erhöhte sich die deutsche Ausfuhr von Waren im Jahr 2005 dem Wert nach um 7 ½%. Die Einfuhrumsätze nahmen allerdings mit 8 ½% noch etwas kräftiger zu. Dabei ging ein Gutteil des Anstiegs auf die beträchtliche Verteuerung von Energie und Industrierohstoffen zurück. Da die Importe dem Betrag nach deutlich geringer waren als die Exporte, stieg dennoch der Überschuss in der Handelsbilanz wie in der Leistungsbilanz 2005 auf neue Höchstwerte (160 ½ Mrd € und 92 Mrd €). Dies gilt auch für die Relation des Leistungsbilanzsaldos zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP), die sich auf rund 4% belief. Entsprechend stellte Deutschland dem Ausland über Netto-Kapitalexporte in beträchtlichem Maße heimische Ersparnisse zur Verfügung. In erster Linie erfolgte dies durch eine Ausweitung der Netto-Auslandsposition des Bankensystems. Aber auch im Wertpapierverkehr und durch Direktinvestitionen flossen in der Netto-Betrachtung Mittel ins Ausland.

Leistungsbilanz

*Anhaltend
schwungvolle
Weltkonjunktur*

Das globale Umfeld war 2005 für die deutschen Exportunternehmen weiterhin sehr günstig. Das Wachstum der Weltwirtschaft fiel zwar mit 4 ½ % merklich niedriger aus als im Spitzenjahr 2004, es lag aber noch deutlich über dem langjährigen Durchschnitt von 3 ½ %. Auch der Welthandel expandierte recht kräftig. Nach den Schätzungen des IWF nahm er real um 7 % zu, blieb damit jedoch ebenfalls deutlich unter der Rate des Vorjahres (10 ½ %). Zudem profitierten die heimischen Exporteure von der Abwertung des Euro. Ein umfassenderes Bild bietet der Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, welcher die Preis- und Kostensituation der deutschen Wirtschaft mit der von Anbietern in den EWU-Partnerländern und auf Drittlandsmärkten vergleicht. Nachdem in den vergangenen Jahren preisliche Wettbewerbsvorteile verloren gegangen waren, verbesserte sich die deutsche Position gegenüber den 19 wichtigsten Handelspartnern im Jahresdurchschnitt 2005 leicht um 1%.¹⁾ Damit war sie um 5 ½ % günstiger als im langfristigen Durchschnitt.

Ausfuhren

Die deutsche Exportwirtschaft profitierte auch im Jahr 2005 von der dynamischen Entwicklung wichtiger Absatzmärkte. Zudem war ihr Gütersortiment stark gefragt. So konnte mit 9 % ein ebenso großer Auftragszuwachs verbucht werden wie im Vorjahr; insbesondere in der zweiten Jahreshälfte legten die Auslandsbestellungen kräftig zu. Außerdem verbesserte sich die schon zuvor sehr optimistische Stimmung der heimischen Exporteure bis zum Jahresende nochmals

deutlich. Dem Wert nach weitete die deutsche Wirtschaft ihre Warenausfuhren im Jahr 2005 um 7 ½ % gegenüber dem Vorjahr aus, in dem die Exporte sogar um 10 % gestiegen waren. In realer Rechnung war die Zunahme der Ausfuhren 2005 fast ebenso stark wie nominal, da sich die Exportgüter insgesamt lediglich um 1 % verteuerten. Offensichtlich haben die deutschen Exporteure die erheblichen Kostensteigerungen bei Vorleistungsgütern, insbesondere Rohstoffen, nur zum Teil an ihre ausländischen Kunden weitergegeben.

Die Lieferungen in die EWU-Partnerländer legten 2005 mit 7 % nicht ganz so kräftig zu wie die Ausfuhrumsätze mit Ländern außerhalb des Euro-Raums, die um 8 % expandierten. Ausschlaggebend für den etwas stärkeren Anstieg der Exporte in Drittländer war, dass sich die Konjunktur dort lebhafter entwickelte als im Euro-Raum. Der Unterschied beim Exportwachstum auf den beiden Absatzmärkten wäre wahrscheinlich deutlicher ausgefallen, wenn sich nicht die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber den Anbietern im Euro-Währungsgebiet mit 1 ½ % stärker verbessert hätte als gegenüber den Konkurrenten in Drittländern (½ %).

*Regional-
struktur der
Ausfuhren*

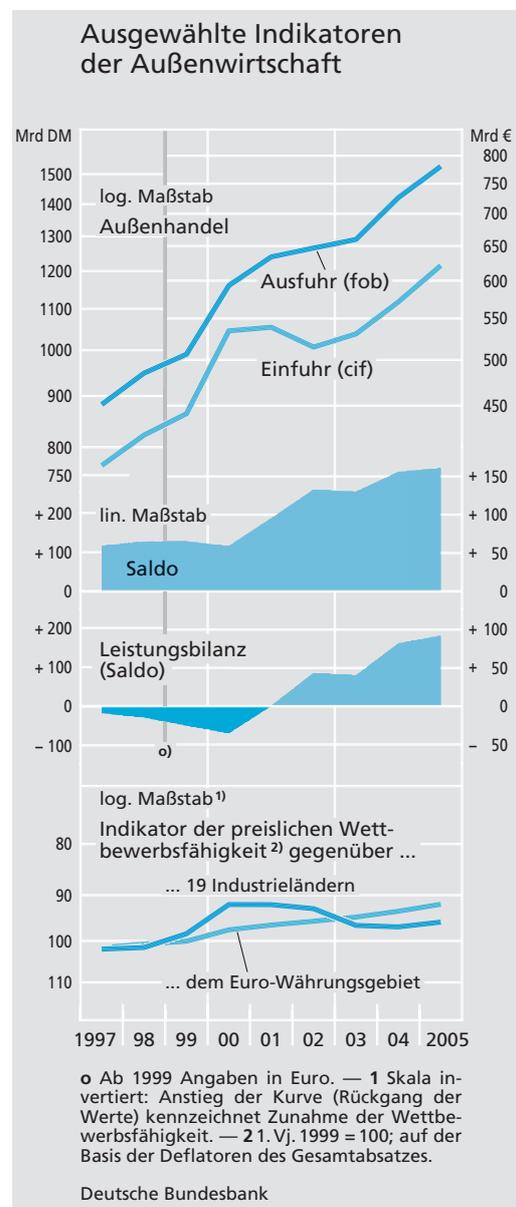
Die deutschen Unternehmen konnten ihre Lieferungen in jedes der EWU-Partnerländer steigern. Überdurchschnittlich nahmen die Auslandsumsätze mit Irland (13 %), Finnland (12 ½ %), Spanien (11 ½ %), Portugal (10 ½ %) und Belgien/Luxemburg (8 ½ %) zu. Auch die

¹ Gemessen auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes.

Ausfuhren nach Frankreich (7 ½ %) expandierten kräftig. Geringere Zuwächse gab es bei den Lieferungen nach Österreich und Italien (jeweils 5 ½ %), Griechenland (3 ½ %) sowie in die Niederlande (2 ½ %). In diesem beachtlichen Gefälle spiegeln sich zum einen die bestehenden Wachstumsunterschiede zwischen den EWU-Ländern wider. Zum anderen hängen die bemerkenswerten Exporterfolge in einzelnen Partnerländern damit zusammen, dass die deutsche Wirtschaft hier – Irland ausgenommen – ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit besonders deutlich verbessert hat. Alles in allem konnte sie im Jahr 2005 ihre Marktposition innerhalb der EWU weiter ausbauen.

Die Ausfuhren in Länder außerhalb des Euro-Raums sind mit 8 %, wie schon erwähnt, kräftig gewachsen, so dass hier der deutsche Marktanteil gehalten werden konnte. Dabei spielten auf einigen wichtigen Absatzmärkten außerhalb des Euro-Raums auch Verschiebungen im internationalen Wechselkursgefüge eine Rolle. So trug die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar im Verlauf des Jahres maßgeblich dazu bei, dass die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten mit 7 % stärker zunahmen als 2004, obwohl sich die wirtschaftliche Dynamik dort im vergangenen Jahr leicht abgeschwächt hat.

Überdurchschnittlich gut entwickelten sich die Exporte in die neuen EU-Mitgliedsländer (10 %). Innerhalb dieser Region fiel vor allem das Auslandsgeschäft mit Polen mit einem Zuwachs von 16 ½ % ins Gewicht. Demgegenüber expandierten die Auslandsumsätze mit den südostasiatischen Schwellenländern



(2 ½ %) und China (1 ½ %), die 2004 besonders kräftig gestiegen waren, nur moderat. Auch die Lieferungen nach Japan wuchsen mit 5 % etwas schwächer als 2004, wengleich sich die japanische Inlandsnachfrage recht schwungvoll entwickelte. Allerdings könnte die leichte Aufwertung des Euro gegenüber dem Yen im Jahresdurchschnitt eine Rolle gespielt haben.

Struktur und Entwicklung des regionalen Außenhandels im Jahr 2005

Ländergruppe/Land	Anteile in %	Verän- derung in % gegenüber dem Vorjahr
Ausfuhr		
Alle Länder	100,0	7,5
darunter:		
EWU-Länder	43,2	6,9
Übrige EU-Länder	20,2	6,8
darunter:		
Neue Mitgliedsländer	8,6	9,8
Vereinigte Staaten	8,8	6,9
Russische Föderation	2,2	15,3
Japan	1,7	4,8
Südostasiatische Schwellenländer	3,5	2,6
China	2,7	1,4
OPEC-Länder	2,5	16,1
Entwicklungsländer ohne OPEC	8,5	8,1
Einfuhr		
Alle Länder	100,0	8,7
darunter:		
EWU-Länder	39,8	8,0
Übrige EU-Länder	19,1	6,9
darunter:		
Neue Mitgliedsländer	9,5	3,1
Vereinigte Staaten	6,6	1,6
Russische Föderation	3,5	32,4
Japan	3,4	-0,7
Südostasiatische Schwellenländer	4,9	1,9
China	6,4	21,6
OPEC-Länder	1,8	35,2
Entwicklungsländer ohne OPEC	9,3	3,7

Deutsche Bundesbank

Bemerkenswerte Absatzerfolge wurden 2005 in den OPEC-Ländern (16 %) und der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS) (17 ½ %) erzielt. Deutschland hat damit von dem kräftigen Anstieg der Einnahmen dieser Länder aus dem Energieexport im Jahr 2005, der auf das anhaltende Wachstum der Ölnachfrage und die kräftigen Preissteigerungen zurückzuführen ist, erheblich profitiert.²⁾ Die Ausfuhr Deutschlands in die OPEC-Länder beliefen sich auf das 2,5-fache und in die GUS-Staaten auf das 1,2-fache der deutschen Ausgaben für Erdöl, Erdgas und Mineralöl-erzeugnisse aus diesen Regionen. Investitionsgüter machten dabei den Löwenanteil der Nachfrage aus den OPEC- und den GUS-Ländern aus. Deutschland lieferte in die beiden Regionen vor allem Maschinen (Anteil: 21 % bzw. 24 % an den Ausfuhr), Fahrzeuge (19 % und 12 %), Güter der Informations- und Kommunikationstechnologie (14 ½ % bzw. 17 ½ %) sowie chemische Erzeugnisse (9 ½ % und 12 %). Damit realisierten die deutschen Maschinenbauer und die Hersteller von Gütern der Informationstechnologie fast ein Zehntel ihrer Auslandsumsätze auf diesen Märkten.

*Starkes
Wachstum der
Ausfuhr in
Ölförderländer*

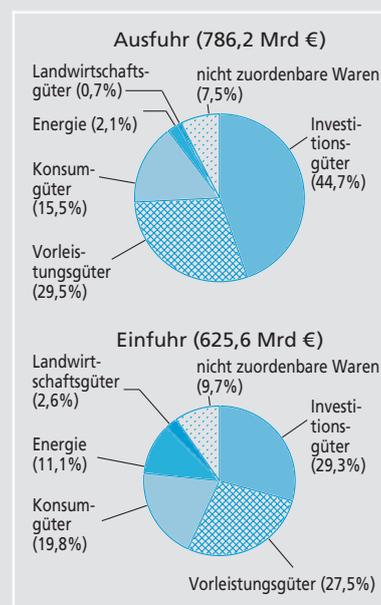
²⁾ Im Jahr 2005 stammten aus diesen beiden Regionen 41 ½ % der deutschen Einfuhren von Erdgas, Rohöl und Mineralöl-erzeugnissen. Die Umsätze mit anderen wichtigen Energielieferanten Deutschlands (Vereinigtes Königreich: 3 %, Norwegen: 10 ½ %, Niederlande: 2 ½ %) haben sich zwar ebenfalls erhöht. Das Auslandsgeschäft der deutschen Exporteure ist jedoch kaum von den Einnahmen dieser Länder aus dem Ölgeschäft abhängig.

Warenstruktur
der Ausfuhren

Von dem anhaltend kräftigen Wachstum der Weltwirtschaft im Jahr 2005 wurden nahezu alle deutschen Exportbranchen begünstigt.³⁾ Dabei kam den Herstellern von Investitionsgütern, die mit einem Anteil von 45 % den wichtigsten Produktbereich der deutschen Exportwirtschaft darstellen, in besonderem Maße das kräftige globale Wachstum der Investitionen zugute. Die Maschinenbauer konnten ihren Auslandsabsatz um 5 % steigern. Die Ausfuhren der Automobilindustrie erhöhten sich noch kräftiger (9 ½ %), wozu auch die Zunahme des Umsatzes in den USA beitrug, die fast 15 % der (wertmäßigen) Kfz-Exporte aufnahmen. Dagegen lagen die Auslands Erlöse mit Gütern der Informations- und Kommunikationstechnologie nominal nur leicht über dem Niveau von 2004. Dazu hat jedoch maßgeblich beigetragen, dass die IKT-Hersteller 2005 ihre Exportpreise erneut erheblich gesenkt haben. In realer Rechnung dürften die Ausfuhren deutlich gestiegen sein.

Zudem erhöhten sich die Lieferungen von Vorleistungsgütern an das Ausland, die fast ein Drittel der deutschen Exporte ausmachen. So wurde bei chemischen Erzeugnissen ein Anstieg der Ausfuhren um 6 ½ % verzeichnet. Zugleich konnten die Exporteure hier die erheblichen Kostensteigerungen auf Grund der höheren Energiepreise an die ausländischen Abnehmer weiterreichen. Auch die Auslandsumsätze mit Metallen und Metall-erzeugnissen legten kräftig zu (8 ½ %). Dahinter stehen vor allem höhere Ausfuhrpreise, die zum einen auf die beträchtlichen Preissteigerungen für Rohstoffe, insbesondere Eisenerz, zurückzuführen sind. Zum anderen spielte eine Rolle, dass die deutschen Stahl-

Außenhandel nach
ausgewählten Gütergruppen
im Jahr 2005



Deutsche Bundesbank

hersteller, wie die in anderen Ländern, an der Kapazitätsgrenze produzierten. Die Exporte von Konsumgütern konnten ebenfalls gesteigert werden.

Die Wareneinfuhren expandierten im Jahr 2005 dem Wert nach um 8 ½ % und damit etwas kräftiger als die Warenausfuhren. In realer Rechnung blieb die Importzunahme jedoch erneut merklich hinter der Ausweitung der Exporte zurück, da sich die Importpreise mit 4 ½ % erheblich stärker erhöhten. Der kräftige Anstieg der Einfuhrpreise hing vor allem mit den höheren Notierungen für Ener-

Einfuhren

³ 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 können die Veränderungsrate der einzelnen Warengruppen nicht mit der Gesamtrate verglichen werden.

gie und Industrierohstoffe zusammen. Zudem hat die Abwertung des Euro gegenüber den Währungen bedeutender Handelspartner die Importpreise nach oben getrieben. Als Folge verschlechterten sich die Preisrelationen zwischen Inland und Ausland. Für die heimischen Nachfrager hat sich somit der Anreiz vergrößert, teure Energie einzusparen oder ausländische durch inländische Produkte zu substituieren. Dadurch könnte das mengenmäßige Importwachstum zusätzlich gedrückt worden sein.

Der reale Importanstieg, der angesichts der geringen Zunahme der Inlandsnachfrage vergleichsweise kräftig ausfiel, hing vor allem mit dem hohen Ausfuhrwachstum zusammen. Ausschlaggebend dafür ist der relativ große Anteil importierter Vorleistungen bei der Produktion von Ausfuhrgütern, der im Jahr 2000 – nach Berechnungen des Statistischen Bundesamtes – mehr als 40 % betrug und seitdem weiter zugenommen haben dürfte.

Den stärksten Anstieg verzeichnete im Jahr 2005 der Wert der Energieimporte, der um 32 % höher als im Vorjahr war. Dahinter steht eine Verteuerung der Energieeinfuhren um 37 ½ % und dementsprechend ein Rückgang in realer Rechnung. Der mit dem Energiepreisanstieg verbundene Kaufkraftentzug in Deutschland betrug im Jahr 2005 rund ¾ % des BIP, nach ¼ % im Jahr 2004. Insgesamt fiel er damit deutlich niedriger aus als in der Phase starker Ölpreissteigerungen Anfang der siebziger und achtziger Jahre, als er sich auf jahresdurchschnittlich 1 ½ % des BIP belaufen hatte. Der jetzt vergleichsweise moderate Kaufkraftentzug ist vor allem auf die deut-

liche Verminderung der Energieintensität, das heißt des Energieeinsatzes in der Produktion, in Deutschland in den letzten Jahrzehnten zurückzuführen.

Auch bei anderen Importgütern divergierten nicht zuletzt auf Grund der indirekten Preiseffekte, die bei Produkten mit relativ großem Energieanteil von den höheren Energiepreisen im Jahr 2005 ausgingen, die wert- und mengenmäßigen Entwicklungen recht deutlich. Dies betraf insbesondere importierte Vorleistungen. So wurden aus dem Ausland nominal um 6 % mehr chemische Erzeugnisse eingeführt, während sich preisbereinigt nur ein leichter Anstieg ergibt. Auch die Importe von Metallen und Metallerzeugnissen erhöhten sich in nominaler Rechnung spürbar (6 ½ %), in realer Betrachtung kam es jedoch zu einem Rückgang.

Bei den Einfuhren von wichtigen Investitionsgütern stiegen die Preise dagegen nur moderat oder sanken sogar. Der Umsatz mit importierten Maschinen nahm dem Wert nach lediglich um 1 ½ % zu und hielt damit preisbereinigt das Vorjahrsniveau. Die Einfuhr von Kraftwagen und Kraftwagenteilen verzeichnete in nominaler Rechnung einen Zuwachs um 3 % und erhöhte sich auch real. Gerade in der Automobilindustrie spielen dabei importierte Vorleistungen aus den neuen EU-Beitrittsländern in Mittel- und Osteuropa eine immer stärkere Rolle. Die Importe von Gütern der Informations- und Kommunikationstechnologie waren 2005 in nominaler Rechnung nur wenig höher als im Vorjahr. Wie schon in den Jahren zuvor haben sich die Erzeugnisse dieser Branche weltweit erheblich verbilligt,

was auch den deutschen Nachfragern zugute kam. Real wurden deutlich mehr IKT-Produkte eingeführt als 2004. Vergleichsweise schwach fiel dagegen im Berichtsjahr die Nachfrage der inländischen Haushalte nach importierten Konsumgütern aus. Dies hing vor allem mit der anhaltend schwachen Konsumkonjunktur in Deutschland zusammen.

*Regional-
struktur der
Einfuhren*

Die Importe aus den EWU-Partnerländern erhöhten sich 2005 mit 8 % nicht ganz so stark wie die Warenbezüge aus Drittländern (9 %). Allerdings haben sich letztere stärker verteuert (5 %) als die aus dem Euro-Raum bezogenen Produkte (3 ½ %). Ausschlaggebend hierfür war wiederum der beträchtliche Preisanstieg bei den Energierohstoffen, die überwiegend aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets importiert werden. In realer Rechnung nahmen die Einfuhren aus den EWU-Partnerländern und aus Drittländern in etwa gleichem Tempo zu.

Von den Anbietern aus dem Euro-Raum verzeichneten die Produzenten aus Finnland (22 ½ %) und den Benelux-Staaten (17 %) zweistellige Umsatzzuwächse am deutschen Markt. Demgegenüber sanken die Einfuhren aus Portugal deutlich (10 %). Zudem konnten die Einfuhren aus Italien ihr Vorjahrsniveau nur knapp halten. Für das schlechte Abschneiden der Anbieter aus diesen beiden Ländern dürfte vor allem die Verschlechterung ihrer preislichen Wettbewerbsfähigkeit ursächlich gewesen sein.

Die Entwicklung der Einfuhren aus Drittländern wurde 2005 durch den sehr starken energiepreisbedingten Anstieg der nominalen

Importe aus den OPEC-Staaten (35 %) und der Russischen Föderation (32 ½ %) beträchtlich beeinflusst. Zu einem Gutteil preisbedingt war auch der kräftige Anstieg der Importe aus dem Vereinigten Königreich (14 ½ %), einem weiteren wichtigen Energielieferanten Deutschlands. Der Warenbezug aus China legte ebenfalls kräftig zu; der Anstieg um 21 ½ % reflektiert jedoch weniger Preiserhöhungen als vielmehr ein weiteres starkes Wachstum der mengenmäßigen Lieferungen. Der Anteil Chinas an den gesamten deutschen Einfuhren, der vor zehn Jahren lediglich 2 ½ % ausgemacht hatte, erhöhte sich damit im Jahr 2005 weiter auf 6 ½ %. Demgegenüber ging der Absatz japanischer Anbieter in Deutschland um ½ % zurück. Die Einfuhren aus den USA nahmen nur leicht (1 ½ %) zu, was auch mit der Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro zusammenhängen dürfte. Die Lieferungen aus den südostasiatischen Schwellenländern sind mit 2 % ebenfalls recht schwach gewachsen. Eine Erklärung dafür könnte sein, dass deutsche Nachfrager Lieferungen aus dieser Region durch günstigere Importe aus dem Niedrig-Kostenland China substituierten. Insbesondere im Textil- und Bekleidungsbereich hat China im vergangenen Jahr nach dem Wegfall der Textilquoten Ende 2004 zulasten anderer Länder in Südostasien, aber auch außerhalb Asiens, Marktanteile gewonnen. Davon waren auch die Gesamteinfuhren aus den zehn neuen EU-Ländern betroffen, die 2005 nur unterdurchschnittlich (3 %) wuchsen, nachdem sie in den Jahren zuvor überwiegend kräftig zugenommen hatten. Das weitere Vordringen chinesischer Anbieter von Textilien und Bekleidung auf den Märkten in der EU ist jedoch

Steigende Leistungsbilanzüberschüsse – ein schwieriger Erfolgsindikator

Der Überschuss in der deutschen Leistungsbilanz belief sich im Jahr 2005 auf 92¼ Mrd € beziehungsweise rund 4 % des nominalen BIP oder 4¾ % des Verfügbaren Einkommens der inländischen Sektoren.¹⁾ Im historischen Vergleich bedeutet dies einen neuen Höchststand. Im Jahr davor waren es 82 Mrd € gewesen.

Seit Beginn des laufenden Jahrzehnts hat sich das Bild im grenzüberschreitenden Austausch von Waren und Dienstleistungen einschließlich der Transferleistungen zwischen Deutschland und der übrigen Welt grundlegend verändert. Nachdem die Leistungsbilanz in den neunziger Jahren durchweg ein Defizit aufgewiesen hatte, wurde 2001 – erstmals seit der Wiedervereinigung – wieder ein ausgeglichenes Ergebnis erzielt.²⁾ Danach wurden in der Tendenz deutlich steigende Überschüsse verbucht. Zu diesem markanten Umschwung hat der kräftige Anstieg des positiven Handelsbilanzsaldos von 59¼ Mrd € im Jahr 2000 auf 160½ Mrd € im Jahr 2005 maßgeblich beigetragen. Dies ist zum einen auf die deutliche Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft und auf das kräftige Wachstum der Auslandsmärkte zurückzuführen. Zum anderen zeigt sich darin die in dieser Zeit vorherrschende Schwäche der Binnenkonjunktur, welche die Nachfrage nach Importgütern erheblich gedämpft hat.

Wie das nebenstehende Schaubild zeigt, war die kräftige Aktivierung der Leistungsbilanz seit 2002 mit einem starken Rückgang der Netto-Investitionsquote (Bruttoinvestitionen minus Abschreibungen in Prozent des Verfügbaren Einkommens) verbunden, der deutlich stärker ausfiel als die Verminderung der gesamtwirtschaftlichen Sparquote zu Beginn dieses Jahrzehnts.³⁾ Somit wurde das inländische Sparaufkommen – anders als in den neunziger Jahren – nicht mehr in vollem Umfang von der gesamtwirtschaftlichen Sachkapitalbildung im Inland absorbiert. Ein beträchtlicher und steigender Teil wurde dem Ausland zur Verfügung gestellt.

Insgesamt war die Netto-Investitionsquote mit 2¾ % bis 3 % des Verfügbaren Einkommens im Zeitraum 2002/2005 im

1 Das gesamtwirtschaftliche Verfügbare Einkommen ergibt sich aus dem nominalen BIP abzüglich der Salden der Primäreinkommen und der laufenden Transferzahlungen der übrigen Welt sowie der Abschreibungen. Das gesamtwirtschaftliche Verfügbare Einkommen bemisst den Rahmen, der in einer Volkswirtschaft den Inländern für Konsum und Sparen bzw. für Nettoinvestitionen im In- und Ausland zur Verfügung steht. Dieses Einkommenskonzept eignet sich deshalb



historischen Vergleich sehr niedrig. In der ersten Hälfte der neunziger Jahre hatte sie noch zwischen 9 % und 12 % und in der zweiten Hälfte bei etwa 8 % gelegen. Der Rückgang der Nettoinvestitionen ist zum einen darauf zurückzuführen, dass die staatlichen Bruttoinvestitionen trotz einer hohen öffentlichen Neuverschuldung nicht einmal ausreichten, um den abschreibungsbedingten Kapitalverzehr auszugleichen. Zum anderen waren die Nettoinvestitionen der privaten Haushalte und der Unternehmen in den Jahren 2002 bis 2005 kaum halb so hoch wie in der zweiten Hälfte

hier besser als das BIP. — 2 Zur Passivierung der Leistungsbilanz in den neunziger Jahren vgl.: Deutsche Bundesbank, Strukturelle Leistungsbilanzsalden: Längerfristige Entwicklungen und Bestimmungsfaktoren, Monatsbericht, Januar 2001, S. 51-61. — 3 Zum Zusammenhang zwischen Leistungsbilanz, gesamtwirtschaftlicher Ersparnis und gesamtwirtschaftlichen Investitionen siehe: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Mai 1996, S. 53. — 4 Nach Angaben aus den Volkswirt-

der neunziger Jahre. Immerhin weisen sie aber seit 2003 wieder eine steigende Tendenz auf.

Die inländische Spartätigkeit, die sich schon 2002 auf dem Vorjahrsniveau stabilisiert hatte, nahm 2004 und 2005 ebenfalls deutlich zu. Gemessen am Verfügbaren Einkommen war sie im vergangenen Jahr mit knapp 8% so hoch wie Mitte der neunziger Jahre. Zu dem Anstieg trug zum einen die bessere Ertragslage der nichtfinanziellen Unternehmen bei, die sich auch in einer höheren Gewinnthesaurierung niedergeschlagen hat. Zum anderen erhöhte sich das Sparvolumen der privaten Haushalte. Neben Änderungen der Einkommensverteilung kommt darin angesichts der gestiegenen Arbeitsplatzunsicherheit und der sich abzeichnenden demografischen Belastungen der sozialen Sicherungssysteme eine größere Bedeutung des Vorsichtsmotivs und des individuellen Vorsorgegedankens zum Ausdruck. Dagegen hat der Staat in beiden Jahren erneut in großem Umfang entspart, das heißt, das öffentliche Nettovermögen rutschte weiter ins Minus. Alles in allem war die Sparquote 2005 trotz des beachtlichen Anstiegs in den letzten Jahren aber immer noch niedriger als zu Beginn der neunziger Jahre, während die Investitionsquote sich bisher noch kaum von ihrem sehr niedrigen Niveau lösen konnte. Dies spricht eher für eine Unterinvestition als für eine Überersparnis in Deutschland.

Der seit 2001 wieder positive deutsche Leistungsbilanzsaldo zeigt an, dass ein Teil der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis dem Ausland zur Verfügung gestellt wird; im Jahr 2005 waren es sogar mehr als 60%. In der Zahlungsbilanz steht dem spiegelbildlich ein Nettokapitalexport gegenüber. Das bedeutet, dass im Umfang des Exportüberschusses (abzüglich der per saldo geleisteten Transfers) die Forderungen der deutschen Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland gewachsen sind. Die damit – unter Berücksichtigung von bewertungsbedingten Änderungen – einhergehende Verbesserung des Auslandsvermögensstatus ist ein möglicher Weg, um die künftigen Belastungen aus der Überalterung der Gesellschaft abzufedern.⁷⁾ Der Volkswirtschaft fließen auf diese Weise später erhöhte Kapitalerträge aus dem Ausland zu. Es besteht zudem die Möglichkeit, das zuvor

schaftlichen Gesamtrechnungen. — 5 Berechnet aus den Bruttoinvestitionen minus Abschreibungen. — 6 Nach Angaben aus der Zahlungsbilanzstatistik. — 7 Dabei ist zu berücksichtigen, dass es im Verlauf der neunziger Jahre nicht zuletzt auf Grund der beträchtlichen Leistungsbilanzdefizite zu einer fast vollständigen Aufzehrung des deutschen Netto-Auslandsvermögens gekommen war. In den letzten Jahren hat sich der Vermögensstatus jedoch wieder deutlich verbessert. Dazu trug

akkumulierte Auslandsvermögen abzubauen und für eine Ausweitung des importierten Güterangebots im Inland einzusetzen.

Ein hoher Netto-Kapitalexport ist zugleich ein Indiz dafür, dass Kapitalanlagen im Ausland eine höhere Rendite versprechen beziehungsweise die Investitionsbedingungen in anderen Ländern günstiger sind als in Deutschland. Dem steigenden Netto-Auslandsvermögen steht nur eine schwache Zunahme des inländischen Kapitalstocks gegenüber. In dieses Bild passt, dass der Kapitalstock hier zu Lande in den letzten Jahren nur noch um 1½% pro Jahr gewachsen ist, verglichen mit einer durchschnittlichen Akkumulationsrate von 2½% in den neunziger Jahren.

Deutschland ist vor allem aus zwei Gründen im internationalen Standortwettbewerb zurückgefallen. Nach dem Zusammenbruch der Zentralverwaltungswirtschaften und dem Beginn des Transformationsprozesses in Mittel- und Osteuropa hat die Attraktivität insbesondere jener Länder, die 2004 der EU beigetreten sind, für ausländische Direktinvestitionen deutlich zugenommen. Darüber hinaus haben sich die Investitionsbedingungen in vielen außereuropäischen Schwellenländern, insbesondere in China, in den vergangenen Jahren stark verbessert.

Vor diesem Hintergrund darf der Titel des „Exportweltmeisters“, den Deutschland 2005 zum dritten Mal in Folge trug, nicht überbewertet werden. Er bezieht sich auch nur auf den Warenhandel. Nimmt man die Dienstleistungen mit ins Bild, so haben die USA nach wie vor den ersten Platz inne. Das kräftige Ausfuhrwachstum in den letzten Jahren stellt gewiss einen Beleg für die nach wie vor hohe Leistungsfähigkeit der deutschen Exportwirtschaft dar. Zudem hat es einen wichtigen Beitrag zu der im Jahresverlauf 2003 in Gang gekommenen Konjunkturerholung geleistet. Die Erfolge auf den Auslandsmärkten können aber angesichts der schwachen Entwicklung des hiesigen Produktivkapitals und des geringen Beschäftigungsgrades nur eingeschränkt als Qualitätsmerkmal für den Standort Deutschland interpretiert werden.

– neben bewertungsbedingten Änderungen – der Umschwung in der Leistungsbilanz maßgeblich bei. Im Jahr 2005 hat das deutsche Netto-Auslandsvermögen dem Betrag nach einen neuen historischen Höchststand erreicht, gemessen am BIP waren es schätzungsweise 15%.

durch neue Einfuhrbeschränkungen, die zur Jahresmitte in Kraft traten, gebremst worden.

Salden in der Handelsbilanz und der Leistungsbilanz

Die Exporterfolge der deutschen Wirtschaft spiegeln sich allerdings nur zum Teil im Handelsbilanzüberschuss wider, da sich gleichzeitig die Terms of Trade – überwiegend energie- und rohstoffpreisbedingt – um 3 % verschlechterten. Insgesamt erhöhte sich der Aktivsaldo um 4 ½ Mrd € auf 160 ½ Mrd €, was – für sich genommen – einen Rekordüberschuss bedeutet. Zugleich verminderte sich das Defizit bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen um 11 Mrd € auf 48 Mrd €. Im Ergebnis stieg der Leistungsbilanzüberschuss um 10 ½ Mrd € auf 92 Mrd €. ⁴⁾ In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt beziehungsweise zum Verfügbaren Einkommen der inländischen Sektoren belief er sich auf 4% beziehungsweise auf 4¾ % (siehe dazu die Erläuterungen auf S. 24f.).

Faktoreinkommen

Das niedrigere Defizit bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen – welche die Dienstleistungen, die Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie die laufenden Übertragungen umfassen – geht vor allem auf die höheren Netto-Einnahmen bei den grenzüberschreitenden Faktoreinkommen zurück, die um 8 Mrd € auf 8 ½ Mrd € stiegen. Dabei wurde die geringfügige Zunahme der per saldo an das Ausland gezahlten Erwerbseinkommen durch den Anstieg des Aktivsaldos in der Bilanz der Vermögenseinkommen um 8 ½ Mrd € auf 10 ½ Mrd € deutlich überkompensiert. Dahinter stand ein Zuwachs bei den Einnahmen aus Kapitalerträgen (um 18 ½ Mrd € auf 133 ½ Mrd €), der stärker ausfiel als bei den Ausgaben (um 10 Mrd € auf 123 ½

Mrd €). Zu den höheren Netto-Einkommen aus Auslandsvermögen haben die per saldo gestiegenen Einkünfte aus Wertpapieranlagen ebenso stark beigetragen wie die aus Direktinvestitionen und aus Krediten an Ausländer zusammen genommen. Dabei sind vor allem die Zinseinnahmen aus Wertpapieranlagen im Ausland und aus der Kreditvergabe an Ausländer gestiegen. Ausschlaggebend dafür war, dass sich die Zinsdifferenz zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euro-Raum im vergangenen Jahr weiter ausgeweitet hat. Darüber hinaus haben die Einkünfte aus Direktinvestitionen stärker zugenommen als die Ausgaben. Dies könnte damit zusammenhängen, dass sich die Ertragslage der Niederlassungen deutscher Unternehmen im Ausland spürbarer verbessert hat als die von ausländischen Unternehmen im Inland.

Das Defizit in der Dienstleistungsbilanz ist im Jahr 2005 um 3 ½ Mrd € auf 28 Mrd € gesunken. Der niedrigere Passivsaldo ging vor allem auf die höheren Überschüsse aus Transportleistungen, dem zweitwichtigsten Dienstleistungsbereich, zurück. Sie beliefen sich 2005 auf 6 ½ Mrd € und lagen damit um 2 ½ Mrd € über dem Vorjahrswert. Dazu hat auch der kräftige Anstieg der deutschen Warenexporte beigetragen, deren Abwicklung häufiger als

Dienstleistungen

⁴ Die Bundesbank hat mit der kürzlich erschienenen Pressemitteilung „Die deutsche Zahlungsbilanz im Januar 2006“ eine Anpassung in der monatlichen Darstellung der Zahlungsbilanz vorgenommen. Sie folgt damit den Empfehlungen des IWF, nach denen sich auch die EZB richtet. In der Zahlungsbilanzdarstellung des Warenhandels wird bei den Reparaturen künftig nur noch die reine Reparaturleistung (und nicht mehr wie bisher einschl. des Warenwerts) ausgewiesen. Der Warenwert der Reparaturen ist mithin nicht leistungsbilanzrelevant. Diese Anpassung erfolgt rückwirkend bis 1993. Zu weiteren Änderungen in der Präsentation siehe auch Fußnote 7 auf S. 32.

bei den Einfuhren von inländischen Transportunternehmen übernommen wird. Die Transit-Handelserträge nahmen per saldo ebenfalls (um 1 Mrd €) zu. Zudem vergrößerte sich der Aktivsaldo bei den grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungen geringfügig auf 1½ Mrd €. Steigenden Überschüssen in diesen Teilbereichen standen jedoch höhere Defizite bei den versicherungsbezogenen Leistungen und im Reiseverkehr gegenüber. Der Minussaldo bei den Versicherungsdienstleistungen stieg um 1 Mrd € auf 2 Mrd €, weil die Einnahmen aus grenzüberschreitend erbrachten Versicherungsleistungen stärker zurückgingen als die Ausgaben. Auf der Einnahmenseite schlug zu Buche, dass sich bei den deutschen Rückversicherern insgesamt die Relation der Prämieinnahmen zu den Schadenszahlungen an Gebietsfremde verschlechtert hat. Bei den ausländischen Rückversicherungsgesellschaften, die ihre Leistungen in Deutschland anboten, war diese Tendenz nicht ganz so stark.

Reiseverkehr

Im Reiseverkehr, dem bedeutendsten Teilbereich innerhalb des Dienstleistungsverkehrs, nahm der Passivsaldo im Berichtsjahr geringfügig um ½ Mrd € auf 35½ Mrd € zu. Die Einnahmen stiegen zwar mit 5½ % etwas kräftiger als die Ausgaben (3 %), sie waren aber dem Betrag nach deutlich geringer. Dabei haben sich die Ausgaben im Reiseverkehr mit den EWU-Partnerländern zusammen genommen nur unterdurchschnittlich erhöht, während Reisen in Drittländer wieder deutlich an Attraktivität gewonnen haben. Die Betrachtung der einzelnen Reiseländer ergibt jedoch ein heterogenes Bild. Stark gefragt waren die Niederlande, Polen und die Tsche-

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €			
Position	2003	2004	2005
I. Leistungsbilanz			
1. Außenhandel 1)			
Ausfuhr (fob)	664,5	731,5	786,2
Einfuhr (cif)	534,5	575,4	625,6
Saldo	+ 129,9	+ 156,1	+ 160,6
Ergänzungen zum Außenhandel 2)	- 11,1	- 15,2	- 20,2
2. Dienstleistungen			
(Saldo)	- 34,3	- 31,3	- 27,9
darunter:			
Reiseverkehr (Saldo)	- 36,8	- 34,8	- 35,3
3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen			
(Saldo)	- 15,9	+ 0,6	+ 8,6
darunter:			
Vermögenseinkommen (Saldo)	- 14,7	+ 1,6	+ 10,3
4. Laufende Übertragungen (Saldo)			
	- 28,3	- 28,3	- 28,9
Saldo der Leistungsbilanz	+ 40,3	+ 81,9	+ 92,2
II. Saldo der Vermögensübertragungen 3)			
	+ 0,3	+ 0,4	- 1,3
III. Kapitalbilanz 4)			
1. Direktinvestitionen	+ 20,4	- 13,7	- 10,4
2. Wertpapiere	+ 70,9	+ 9,5	- 13,9
3. Finanzderivate	- 1,9	- 5,4	- 4,7
4. Übriger Kapitalverkehr 5)	- 137,9	- 106,5	- 73,2
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 6)	+ 0,4	+ 1,5	+ 2,2
Saldo der Kapitalbilanz 7)	- 48,1	- 114,7	- 100,1
IV. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)			
	+ 7,5	+ 32,3	+ 9,1

1 Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). — 2 Hauptsächlich Lagerverkehr auf inländische Rechnung und Absetzung der Rückwaren sowie der Warenwerte bei Reparaturen. — 3 Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. — 4 Netto-Kapitalexport: -. Vgl. zum Kapitalverkehr im Einzelnen die Tabelle auf S. 29. — 5 Enthält Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen. — 6 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen. — 7 Saldo der Kapitalbilanz einschl. Veränderung der Währungsreserven.

Deutsche Bundesbank

chische Republik als Ziele für kürzere Aufenthalte. Auch bei den Reisen nach Portugal und in die Türkei, die mittlerweile mit 6 ½ % den viertgrößten Anteil an den gesamten deutschen Reiseausgaben hält, wurden kräftige Zuwächse verbucht. Zudem waren die Schweiz und Spanien, das in den vergangenen Jahren merklich an Attraktivität verloren hatte, wieder beliebte Reiseziele. Auch die Ausgaben für Reisen in asiatische Länder legten deutlich zu. Die Tsunami-Katastrophe im Indischen Ozean von Ende Dezember 2004 hat den Reiseverkehr nach Südasien jedoch zeitweise spürbar beeinträchtigt.

Unterdurchschnittlich stiegen die Ausgaben im Reiseverkehr mit den klassischen Urlaubsländern Italien und Griechenland, das schon im Olympiajahr 2004 starke Einbußen hinnehmen musste. Demgegenüber verbuchten einige europäische und überseeische Regionen kräftige Ausgabenrückgänge im Reiseverkehr mit Deutschland. So wurden vor allem Ungarn und das Vereinigte Königreich, aber auch Frankreich, Österreich und Belgien weniger besucht als im Vorjahr. Das Ziel Ägypten verlor ebenfalls an Attraktivität, obwohl die Reiseausgaben für andere afrikanische Länder, zum Beispiel Tunesien, kräftig expandierten. Auch die Ausgaben für Reisen in die USA gingen zurück.

Übertragungen

Das Defizit der laufenden Übertragungen an das Ausland erhöhte sich 2005 ebenfalls nur wenig, und zwar um ½ Mrd € auf 29 Mrd €. Dies ist auf die Zunahme des Passivsaldo bei den öffentlichen Transfers um 1 Mrd € zurückzuführen, die mit den um 2 Mrd € höheren Netto-Leistungen an den EU-Haushalt einher-

ging. Ausschlaggebend dafür waren zunehmende deutsche Zahlungen aus der sozialproduktbezogenen Finanzierung der EU, aber auch ein größerer Anteil der EU am deutschen Mehrwertsteueraufkommen und steigende Abgaben im Rahmen der Agrarpolitik, welche die höheren Leistungen der EU an Deutschland für Strukturförderung überkompensierten. Demgegenüber verminderte sich das Defizit bei den privaten Übertragungen geringfügig. Die paritätisch von privaten Stellen und der öffentlichen Hand gezahlten Wiedergutmachungsleistungen aus der Stiftung „Erinnerung, Verantwortung und Zukunft“ unterschritten ihren Vorjahrswert um gut ½ Mrd €.

Kapitalverkehr

Die bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit der globalen Konjunkturentwicklung gegenüber den stark gestiegenen Ölpreisen sowie die wechselnden Einschätzungen der Stabilitäts- und Wachstumsrisiken prägten im Berichtsjahr das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten. Vor diesem Hintergrund setzte die Federal Reserve ihre Politik der graduellen Straffung der Geldpolitik fort, und auch die Europäische Zentralbank reagierte im Dezember auf die von den hohen Energiepreisen und den positiven Konjunkturaussichten ausgehenden Risiken für die Preisstabilität mit einem ersten Zinsschritt. Die Kapitalmarktzinsen, die in der EWU im Herbst vorübergehend neue Tiefstände erreichten, stiegen in der Folge wieder etwas an, allerdings weniger stark als in den Vereinigten Staaten. Im Ergebnis weiteten sich die Renditedifferenzen zwischen den großen Wäh-

*Tendenzen im
Kapitalverkehr*

rumgräumen zu Gunsten längerfristiger US-Anlagen aus. Zugleich gewann der US-Dollar deutlich an Wert. Unterschiedlich entwickelten sich im Berichtsjahr ebenfalls die Notierungen an den weltweiten Aktienmärkten, die vor allem in Europa und Japan kräftig zulegen, während sie sich in den USA – auf hohem Niveau – im Wesentlichen seitwärts bewegten.

Die umrissenen internationalen Einflüsse lassen sich zum Teil auch in den grenzüberschreitenden Kapitalströmen von und nach Deutschland ablesen. So schlugen sich die grundsätzlich positive konjunkturelle Grundeinschätzung der Anleger und die als gering wahrgenommenen generellen Kursänderungsrisiken in weiter wachsenden Finanztransaktionen mit dem Ausland nieder. Alles in allem kam es im Jahr 2005 in Deutschland dabei zu Netto-Kapitalexporten von 100 Mrd €.

Wertpapier-
verkehr

Im Wertpapierverkehr, der auf die wechselnden Einschätzungen der Finanzmarktteilnehmer wie üblich rasch reagierte, kam es im Berichtszeitraum zu einem Umschwung der Netto-Ströme. So führten die Wertpapiertransaktionen zum ersten Mal seit vier Jahren zu Netto-Kapitalexporten, und zwar in Höhe von 14 Mrd €, nachdem in den Jahren davor zum Teil kräftige Zuflüsse nach Deutschland verzeichnet worden waren. Gleichzeitig spiegelte sich das günstige Marktumfeld auch in den gestiegenen Umsätzen wider, die neue Höchstmarken erreichten.

Deutsche
Anlagen in...

Der anhaltende Trend zur internationalen Diversifizierung von Portfolioanlagen zeigte sich in neuen Rekordbeträgen, die deutsche Inves-

Kapitalverkehr

Mrd €; Netto-Kapitalexport: –

Position	2003	2004	2005
1. Direktinvestitionen	+ 20,4	– 13,7	– 10,4
Deutsche Anlagen im Ausland	– 5,5	– 1,5	– 36,7
Ausländische Anlagen im Inland	+ 25,9	– 12,2	+ 26,3
2. Wertpapiere	+ 70,9	+ 9,5	– 13,9
Deutsche Anlagen im Ausland	– 41,7	– 110,6	– 210,9
Aktien	+ 4,5	+ 3,5	– 22,9
Investmentzertifikate	– 2,8	– 10,9	– 39,9
Anleihen 1)	– 53,2	– 90,7	– 143,6
Geldmarktpapiere	+ 9,8	– 12,4	– 4,5
Ausländische Anlagen im Inland	+ 112,6	+ 120,1	+ 197,0
Aktien	+ 23,1	– 12,8	+ 40,0
Investmentzertifikate	– 1,8	+ 4,7	+ 0,9
Anleihen 1)	+ 69,6	+ 142,7	+ 158,7
Geldmarktpapiere	+ 21,7	– 14,5	– 2,7
3. Finanzderivate 2)	– 1,9	– 5,4	– 4,7
4. Übriger Kapitalverkehr 3)	– 137,9	– 106,5	– 73,2
Monetäre Finanzinstitute 4)	– 111,6	– 89,5	– 63,3
langfristig	– 38,6	– 4,2	– 79,8
kurzfristig	– 73,1	– 85,3	+ 16,5
Unternehmen und Privatpersonen	– 32,9	– 11,2	+ 7,4
langfristig	– 5,2	+ 0,3	– 1,1
kurzfristig	– 27,7	– 11,6	+ 8,5
Staat	+ 4,4	– 0,5	+ 6,9
langfristig	+ 5,0	– 1,4	+ 10,5
kurzfristig	– 0,6	+ 0,9	– 3,6
Bundesbank	+ 2,2	– 5,3	– 24,2
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: –) 5)	+ 0,4	+ 1,5	+ 2,2
Saldo der Kapitalbilanz 6)	– 48,1	– 114,7	– 100,1

1 Ursprungslaufzeit über ein Jahr. — 2 Verbriefte und nicht verbrieft Optionen sowie Finanztermingeschäfte. — 3 Enthält Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen. — 4 Ohne Bundesbank. — 5 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen. — 6 Saldo der Kapitalbilanz einschl. Veränderung der Währungsreserven.

Deutsche Bundesbank

... ausländischen
Renten-
werten, ...

toren 2005 im Ausland anlegten. Ihr grenzüberschreitendes Engagement verdoppelte sich nahezu; es lag im Berichtszeitraum bei 211 Mrd € (nach 110 ½ Mrd € im Jahr davor). Vor allem ausländische Schuldverschreibungen stießen bei gebietsansässigen Investoren auf eine rege Nachfrage (148 Mrd €, nach 103 Mrd €). Bei den erworbenen Papieren handelte es sich insbesondere um Staatsanleihen, die in Euro denominiert sind und von Partnerländern der EWU aufgelegt wurden. Insgesamt stockten heimische Anleger ihre Bestände an solchen Titeln 2005 um 118 Mrd € auf; dies war deutlich mehr als im Durchschnitt der Vorjahre seit Beginn der Währungsunion (71 Mrd €). Ein Grund für die hohe Nachfrage war sicherlich der leichte Renditevorteil, den diese Titel nach wie vor gegenüber Bundesanleihen erzielen. Im Berichtsjahr ist der Zinsabstand allerdings auf nun nur noch neun Basispunkte im Jahresmittel zusammengeschmolzen, vermutlich nicht zuletzt durch das lebhaftere Interesse deutscher Erwerber. Neben Ertragsüberlegungen mögen aber auch strukturelle Verschiebungen im Anlegerverhalten eine wichtige Rolle gespielt haben. So scheinen Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften ihre verwalteten Vermögen generell vermehrt auf längerlaufende zinstragende Papiere auszurichten, um eine größere Laufzeitkongruenz zwischen Aktiva und Passiva zu gewährleisten, die nach dem neuen Regelwerk „Solvency II“ vorgeschrieben wird. Offenbar haben sie dabei auch in größerem Umfang ausländische Rentenwerte gekauft.

Wegen des höheren Zinsvorteils beispielsweise von Dollar-Anlagen und der Höher-

bewertung der US-Währung boten im vergangenen Jahr auch Fremdwährungsanleihen aus Sicht inländischer Anleger gute Renditen. Sie erwarben solche Emissionen per saldo für 25 ½ Mrd € (nach 10 Mrd € im Jahr davor). Lediglich im Vorfeld der Währungsunion hatten Inländer mit Blick auf die im Zuge der Zinskonvergenz erwarteten Kursgewinne in noch größerem Umfang Fremdwährungsanleihen ausländischer Emittenten gekauft – seinerzeit allerdings hauptsächlich Vorgängervährungen des Euro. Schwächer nachgefragt haben heimische Sparer hingegen ausländische Geldmarktpapiere (4 ½ Mrd €, nach 12 ½ Mrd €), also Schuldverschreibungen mit einer Ursprunglaufzeit von bis zu einem Jahr, die in Zeiten geringer Unsicherheit in ihren Augen wohl kein günstiges Ertrags-Risiko-Profil boten.

Auch an den ausländischen Aktienmärkten engagierten sich hiesige Anleger im vergangenen Jahr wieder mit größeren Beträgen (23 Mrd €), nachdem sie sich 2004 per saldo von Beteiligungspapieren ausländischer Unternehmen getrennt hatten. Geprägt wurden diese Zahlen durch eine größere Aktientauschoperation, da Inländer im Rahmen einer Übernahme eines deutschen Kreditinstituts durch ein gebietsfremdes Unternehmen mit den Aktien des ausländischen Käufers „bezahlt“ wurden. Schaltet man diesen Sondereffekt aus, dann hielten sich deutsche Anleger im Ergebnis weitgehend von den internationalen Aktienmärkten fern, wohl auch mit Hinblick auf die haussierenden heimischen Börsen (CDAX: + 16 %) und die vergleichsweise verhaltene Kursentwicklung vor allem in den USA (S&P 500 Composite:

... Aktien und...

+ 3 %), auf die in der Vergangenheit häufig ein nicht unbeträchtlicher Teil der hiesigen Aktienkäufe im Ausland entfiel.

*... Investment-
zertifikaten*

Von großer Bedeutung war im vergangenen Jahr hingegen das indirekte Aktien-Engagement über ausländische Kapitalanlagegesellschaften. Inländische Anleger zeichneten Anteilscheine ausländischer Fondsgesellschaften im Rekordwert von 40 Mrd €, deutlich mehr als noch im Jahr davor (11 Mrd €). Vor allem ausländische Publikumsfonds deutscher Provenienz, die häufig von Luxemburg aus verwaltet werden, standen dabei hoch in ihrer Gunst.

*Ausländische
Anlagen in...*

Auch gebietsfremde Anleger weiteten 2005 im Rahmen ihrer Anlage- und Diversifizierungsstrategien ihr Engagement an den deutschen Wertpapiermärkten kräftig aus. Mit 197 Mrd € investierten sie – parallel zu den Rekordanlagen deutscher Sparer im Ausland – ebenfalls einen neuen Höchstbetrag in deutsche Wertpapiere; sie übertrafen damit sogar den Wert von 1999, als Portfolioumschichtungen zu Beginn der EWU die ausländischen Wertpapieranlagen im Inland in die Höhe hatten schnellen lassen. Ihr Hauptaugenmerk richteten sie auf Schuldverschreibungen, die sie im Berichtszeitraum per saldo für 156 Mrd € erwarben (nach 128 Mrd € im Jahr davor). Der Schwerpunkt der Käufe lag im ersten Halbjahr 2005, als die Aussicht auf nachgebende Kapitalmarktzinsen in Deutschland eine Anlage in Rentenwerten attraktiv erscheinen ließ. Neben den Kurserwartungen mögen aber auch die genannten strukturellen Sonderfaktoren das Kaufverhalten mitbestimmt haben. Die Auslandsgelder flossen da-

*... inländischen
Rentenwerten
und...*

bei im Vergleich zum Vorjahr verstärkt in öffentliche Anleihen (75 Mrd €), wenngleich private Rentenpapiere trotz einer rückläufigen Nachfrage erneut etwas höher in der Gunst gebietsfremder Anleger standen (84 Mrd €). Zu dieser Gewichtsverschiebung zu Gunsten öffentlicher Anleihen dürfte beigetragen haben, dass der Zinsvorsprung von Bankschuldverschreibungen gegenüber deutschen Staatsschuldtiteln, die sich durch ihre erstklassige Bonität und hohe Liquidität auszeichnen, im Berichtsjahr weiter auf nun durchschnittlich 15 Basispunkte zurückgegangen ist. Außerdem könnten Angebotsfaktoren – der Netto-Absatz von Bankschuldverschreibungen ist im vergangenen Jahr spürbar gesunken – eine Rolle gespielt haben. Die insgesamt kräftige Auslandsnachfrage nach länger laufenden Schuldverschreibungen scheint im Ergebnis zu Lasten inländischer Geldmarktpapiere gegangen zu sein. Per saldo wurden diese Titel jedenfalls von ausländischen Anlegern abgegeben (2 ½ Mrd €), und zwar vor allem im Schlussquartal von 2005.

Die sich im Jahresverlauf durchsetzenden freundlicheren Konjunkturerwartungen und die – gemessen an den impliziten Volatilitäten von Optionen auf Aktienindizes – nach wie vor geringe Unsicherheit haben sich auch positiv auf das Börsenklima in Deutschland ausgewirkt. Angeregt durch ein vergleichsweise günstiges Kurs-Gewinn-Verhältnis und verbesserte Analystenschätzungen zur Gewinnentwicklung flossen in recht großem Umfang ausländische Gelder an die deutschen Aktienmärkte. Alles in allem erwarben gebietsfremde Anleger für 40 Mrd € Anteilscheine hiesiger Gesellschaften, nachdem sie im Jahr

...Aktien

davor noch netto betrachtet als Verkäufer aufgetreten waren (13 Mrd €).⁵⁾

*Direkt-
investitionen*

Die für die Aktienmärkte positiven Faktoren haben sich im Verlauf des vergangenen Jahres auch vorteilhaft auf die Direktinvestitionstätigkeit ausgewirkt. So sind die weltweiten Direktinvestitionsströme 2005 nach ersten Schätzungen der UNCTAD um 29% gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Dabei hat insbesondere das Geschäft mit Übernahmen und Fusionen allgemein spürbar an Dynamik gewonnen. Weltweit betrug das Transaktionsvolumen von rund 23 200 abgeschlossenen M&A-Aktivitäten im vergangenen Jahr rund 1¾ Billionen €⁶⁾ (in diesen Zahlen sind allerdings auch rein nationale Zusammenschlüsse enthalten).

Größere Transaktionen im Rahmen von Akquisitionen und Umstrukturierungen multinationaler Konzerne mit deutscher Beteiligung häuften sich vor allem gegen Ende des vergangenen Jahres. Die deutlich verbesserte Ertragssituation vieler Unternehmen sorgte für eine hohe Liquidität und könnte ein Wachstum über Zukäufe begünstigt haben, zumal ein nennenswertes endogenes Wachstum – nicht zuletzt angesichts der eher schwachen Binnenwirtschaft – vielfach als schwierig angesehen worden sein dürfte und die Bedingungen der externen Finanzierung günstig waren.

Vor diesem Hintergrund haben auch die Direktinvestitionsströme von und nach Deutschland im vergangenen Jahr wieder spürbar Fahrt aufgenommen. Im Saldo glichen sie sich allerdings zum Teil aus, so dass es im Ergebnis zu ver-

gleichsweise moderaten Netto-Kapitalexporten von 10½ Mrd € gekommen ist.

Nach zuletzt stark rückläufigen Auslandsinvestitionen weiteten deutsche Unternehmen im vergangenen Jahr ihr grenzüberschreitendes Engagement kräftig aus (36½ Mrd €). Ausschlaggebend war, dass deutsche Eigner ihren Niederlassungen im Ausland in nennenswertem Umfang zusätzliches Beteiligungskapital⁷⁾ zur Verfügung stellten.⁸⁾ Dabei haben sie auch die Zuführung von Kapital durch reinvestierte Gewinne deutlich erhöht. Schwerpunkte der Direktinvestitionstätigkeit lagen im Dienstleistungssektor. Die Bereiche Nachrichtenübermittlung, Kredit- und Versicherungsgewerbe sowie Beteiligungsgesell-

*Deutsche
Direkt-
investitionen
im Ausland*

5 Gedrückt wurde der Erwerb deutscher Aktien durch Ausländer im Ergebnis dadurch, dass die Übertragung der Anteilscheine des eingangs erwähnten akquirierten deutschen Finanzunternehmens, die zuvor im Auslandsbesitz waren, in der Zahlungsbilanz wie ein Verkauf deutscher Aktien durch Gebietsfremde gewertet wurde.

6 Nach 1½ Billionen € oder 22 500 Transaktionen in 2004 bzw. knapp 1 Billion € oder 17 000 Transaktionen in 2003. Das hier genannte Transaktionsvolumen enthält jeweils auch die Netto-Schulden der übernommenen Unternehmen. Quelle: Thomson Financial.

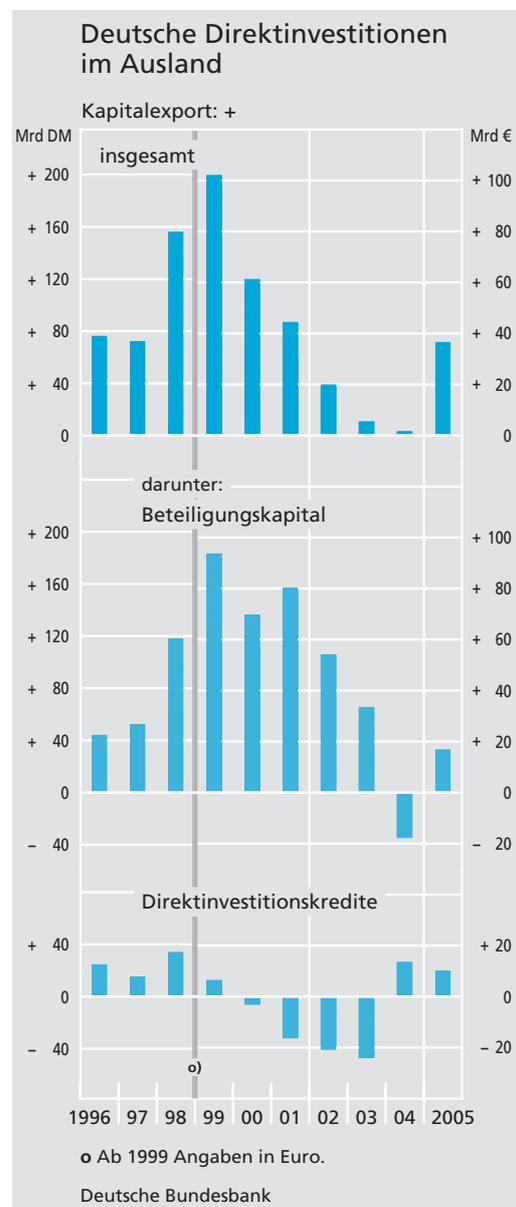
7 Die in Fußnote 4 erwähnten Anpassungen in der Darstellung der Zahlungsbilanz betreffen auch den Kapitalverkehr. Zum einen werden bei den Direktinvestitionen die „übrigen Anlagen“ künftig dem Beteiligungskapital zugerechnet. Die Werte in der bisherigen Abgrenzung werden unter „Beteiligungskapital im engeren Sinn (i. e. S.)“ ausgewiesen. Zum anderen werden verschiedene Positionen zum „übrigen Kapitalverkehr“ zusammengefasst, und die Währungsreserven, die zuvor eine separate Kategorie waren, werden als Unterposition in den Kapitalverkehr einbezogen. Die Änderungen erfolgen rückwirkend bis einschl. 1971. Ergänzende Hinweise finden sich auch auf der Website der Bundesbank: http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_sdds_zahlungsbilanz.php.

8 Hinter diesen Zahlen verbergen sich auch größere Veräußerungen von Tochtergesellschaften, wobei sich insbesondere am Jahresende der Verkauf von Auslandsbeteiligungen durch ein gebietsansässiges Unternehmen aus dem Pharmabereich, verbunden mit der Durchleitung des Verkaufserlöses an die im gemeinsamen Währungsgebiet ansässige Muttergesellschaft auch auf der Seite der ausländischen Direktinvestitionen im Inland niedergeschlagen hat.

schaften nahmen hier eine herausragende Rolle ein. Zielländer deutscher Auslandsinvestitionen lagen in erster Linie in der (alten) EU (21½ Mrd €), aber auch die Schweiz (5 Mrd €), die Ukraine (4½ Mrd €) sowie China (3 Mrd €) und Kanada (2½ Mrd €) verzeichneten nennenswerte Netto-Zuflüsse. Moderat blieben 2005 dagegen die deutschen Direktinvestitionen in den neuen mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländern der EU (3½ Mrd €), die in der öffentlichen Diskussion um Arbeitsplatzverlagerungen häufig einen hohen Stellenwert haben. Bei den Direktinvestitionen in den Vereinigten Staaten überwogen die Liquidationen die Neuanlagen; per saldo zogen hiesige Eigner Mittel in Höhe von 5½ Mrd € ab.⁹⁾

*Ausländische
Direkt-
investitionen
im Inland*

Bei den ausländischen Direktinvestitionen im Inland kam es 2005 zu Kapitalimporten in Höhe von 26½ Mrd €, nachdem ausländische Eigner im Jahr davor noch Mittel aus ihren hiesigen Niederlassungen abgezogen hatten (12 Mrd €). Die Transaktion eines Pharmaunternehmens, deren Gegenbuchung zu einer Liquidation ausländischen Direktinvestitionsvermögens im Inland führte, hat sich dämpfend auf die Netto-Zuflüsse an Direktinvestitionskapital ausgewirkt. Andererseits war im November die Übernahme eines inländischen Kreditinstituts durch eine im Währungsgebiet ansässige Bank zu verzeichnen, welche Zuflüsse in ähnlicher Größenordnung ausgelöst hat.¹⁰⁾ Insgesamt führten ausländische Eigner ihren hiesigen Niederlassungen im Vorjahresvergleich per saldo weniger Beteiligungskapital zu (11½ Mrd €, nach 27½ Mrd € in 2004), jedoch wurden über die Kreditvergabe zwischen den verbundenen Unternehmen im



Berichtszeitraum wieder Mittel bereitgestellt (7½ Mrd €).

⁹ Ausschlaggebend war hierbei die in Fußnote 8 erwähnte Transaktion im Pharmasektor.

¹⁰ Die über einen Aktientausch finanzierte Akquisition führte darüber hinaus zu entgegengerichteten Kapitalströmen in gleicher Größenordnung im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr (vgl. S. 30). Hier war einerseits der durch den Aktientausch bedingte Erwerb von Dividendenwerten des Käufers durch Inländer zu verzeichnen, der zu einem hohen Netto-Erwerb ausländischer Aktien durch Gebietsansässige führte, sowie andererseits die Abgabe von Titeln des übernommenen Unternehmens aus Streubesitz im Ausland.

Längerfristige Entwicklung der Handelskreditbeziehungen inländischer Unternehmen mit dem Ausland

Die Handelskreditbeziehungen inländischer Unternehmen mit dem Ausland waren in den letzten zehn Jahren einigen Veränderungen unterworfen. Als Gründe dürften neben der Einführung des Euro vor allem die Anstrengungen der Unternehmen zur Verbesserung ihrer Bilanzstrukturen eine wichtige Rolle gespielt haben.

Als Handelskredite erfasst die Statistik der Bundesbank gewährte und in Anspruch genommene Zahlungsziele im Waren- und Dienstleistungsverkehr mit dem Ausland sowie geleistete und empfangene Anzahlungen beim Import und Export von Großanlagen. Der Schwerpunkt der von inländischen Unternehmen eingegangenen Handelskreditbeziehungen liegt bei den Zahlungszielvereinbarungen, so genannten „Lieferantenkrediten“, die im Jahresdurchschnitt 2005 einen Forderungsumfang von 119 Mrd € und einen Bestand an Verbindlichkeiten von rund 65 Mrd € aufwiesen.¹⁾

Zwischen dem Aufbau von Handelskreditbeziehungen und der Entwicklung des Außenhandels besteht naturgemäß eine enge Beziehung. Allerdings ist die Kreditinanspruchnahme einerseits und die Kreditgewährung andererseits den zu Grunde liegenden Warenbewegungen in den letzten Jahren nicht im gleichen Tempo gefolgt. Während deutsche Unternehmen zur Finanzierung ihrer Einfuhr unvermindert auf Zahlungsziele zurückgegriffen haben, sind sie bei der eigenen Gewährung von Zahlungszielen zunehmend selektiv vorgegangen. Deshalb verlief die inländische Inanspruchnahme von Lieferantenkrediten – ihrer langjährigen Tendenz entsprechend – nahezu proportional zur Importentwicklung, während die eigene Kreditgewährung mit der Ausfuhrentwicklung nicht Schritt hielt.

Die nachlassende Bereitschaft zur Vorfinanzierung der Ausfuhr durch Gewährung von Lieferantenkrediten machte sich am deutlichsten im Rahmen der Geschäftsbeziehungen zu Schwellen- und Entwicklungsländern bemerkbar. So nahmen im Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre die Forderungen aus Zielgewährungen gegenüber dieser Ländergruppe nur um weniger als 1 % pro Jahr zu, obwohl die Ausfuhren mit einer durchschnittlichen

Wachstumsrate von 9 ½ % kräftig angestiegen sind. Eine restriktivere Vergabepaxis bei Lieferantenkrediten lässt sich aber auch gegenüber anderen Handelspartnern feststellen, namentlich im EU-Raum. Dabei zeigt sich, dass die verminderte Gewährung von Zahlungszielen vornehmlich solche ausländischen Geschäftspartner traf, mit denen keine Kapitalverflechtungen bestehen; dagegen macht sie sich gegenüber verbundenen Unternehmen nur in abgeschwächter Form bemerkbar.

Es ist eine offene Frage, welchen Einfluss die Einführung des Euro auf die Entwicklung der Handelskredite ausgeübt hat. Die Bedeutung der inländischen Währung für die Fakturierung der deutschen Aus- und Einfuhren ist traditionell groß und hat mit dem Übergang zur europäischen Einheitswährung keinen einschneidenden Wandel vollzogen. Der vor-malige DM- und heutige Euro-Anteil, der sowohl bei den gewährten als auch bei den beanspruchten Zahlungszielen im Jahresdurchschnitt 1995 bei knapp zwei Dritteln lag, beläuft sich inzwischen auf rund 70 % und liegt damit fünf Prozentpunkte höher als zuvor. Zu beobachten ist, dass die schwache Entwicklung der Zielgewährungen gegenüber nicht verbundenen Unternehmen fast ausschließlich Verträge in Fremdwährung betrifft und deutlich mit dem Verlauf der auf Euro lautenden Abschlüsse kontrastiert. Angesichts der starken Kursschwankungen des Euro beispielsweise zum US-Dollar in den letzten Jahren könnten dabei Wechselkursrisiken zu der Zurückhaltung bei der Vergabe von Fremdwährungskrediten beigetragen haben.

Es ist ferner nicht auszuschließen, dass die hier aufgezeigte Entwicklung als Ausdruck von Bemühungen zur Verbesserung des Forderungsmanagements zu deuten ist. Dazu passt jedenfalls, dass die (den Bankkredit schonende) Inanspruchnahme von Zahlungszielen sich fortdauernder Beliebtheit erfreut, während die (eigene Finanzmittel bindende) Gewährung von Zahlungszielen nachlässt. Bezeichnenderweise wurden die Lieferantenkredite dabei besonders in den Bereichen eingeschränkt, die tendenziell mit höheren Risiken behaftet sind und kostenträchtige Absicherungen erforderlich machten.

¹⁾ Insgesamt betragen die Forderungen aus Handelskrediten 2005 im Jahresdurchschnitt 126 Mrd €, die Verbindlichkeiten 98 Mrd €. Die Unterschiede zu den oben genannten

Werten liegen in den geleisteten bzw. empfangenen Anzahlungen, die 2005 jahresdurchschnittlich bei 7 Mrd € bzw. 33 Mrd € lagen.

Entwicklung der Zielgewährungen und Zielinanspruchnahmen im Außenwirtschaftsverkehr

Jahr bzw. Zeitraum	Ausfuhr 1)	Zielgewährungen 2)			Einfuhr 1)	Zielinanspruchnahmen 2)		
		gesamt	davon:			gesamt	davon:	
			gegenüber verbundenen Unternehmen	gegenüber anderen Unternehmen			gegenüber verbundenen Unternehmen	gegenüber anderen Unternehmen
Werte, Mrd €								
1995	383,2	77,7	30,0	47,7	339,6	36,5	22,6	13,9
2000	597,4	111,1	50,8	60,4	538,3	56,5	34,2	22,3
2005	786,2	118,9	57,4	61,5	625,6	64,6	39,2	25,4
durchschnittliche Veränderung pro Jahr in %								
1995 bis 2000	9,3	7,4	11,1	4,8	9,6	9,2	8,7	9,9
2000 bis 2005	5,6	1,4	2,5	0,4	3,1	2,7	2,8	2,6

1 Spezialhandel; Jahressummen. — 2 Jahresdurchschnitte.

Deutsche Bundesbank

Die durch die Änderung der Regelungen zur Gesellschafterfremdfinanzierung ausgelöste Rückführung (v. a. langfristiger) Finanzkredite, die in den beiden Vorjahren zu beobachten war, scheint demnach im Berichtsjahr abgeebbt zu sein.¹¹⁾ Offenbar haben die ausländischen Direktinvestoren den Kredit als Finanzierungsform wieder entdeckt und die konzernweite Allokation ihrer Mittel weiter optimiert. Hierauf deuteten jedenfalls umfangreiche, über Deutschland laufende Finanzflüsse zwischen Konzernunternehmen hin, die in verschiedenen Ländern ansässig sind. Diese zum Teil rasch wechselnden Direktinvestitionsströme, die häufig wenig mit realwirtschaftlichen Investitionen zu tun haben, legen eine vorsichtige Interpretation der Zahlenwerte nahe.

Der übrige Kapitalverkehr umfasst in der neuen Darstellung der Zahlungsbilanz neben dem unverbrieften Kreditverkehr auch die bislang separat ausgewiesenen sonstigen Kapitalanlagen. Zu diesen gehören etwa die Beteiligungen des Bundes an internationalen Organisationen, wobei keine Bestände, sondern – wie in der Zahlungsbilanz üblich – lediglich die in der betrachteten Periode vorgenommenen Transaktionen erfasst werden.¹²⁾ Die Position der sonstigen Kapitalanlagen war im vergangenen Jahr mit Netto-Kapitalexporten

Übriger Kapitalverkehr...

11 Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Die Zahlungsbilanz für das Jahr 2003, Monatsbericht, März 2004, S. 52.

12 Daneben werden hier – unter anderem – der Erwerb beweglicher Güter, die im Ausland verbleiben, sowie Kapitalbeteiligungen erfasst, die nicht zu den Direktinvestitionen zählen, andererseits aber auch nicht im Wertpapierverkehr verzeichnet werden (falls es sich beispielsweise nicht um Aktien handelt).

von 4 Mrd € vergleichsweise klein. Dem Betrag nach wesentlich bedeutender war, wie auch in den Jahren davor, der unverbriefte Kreditverkehr.

... der
Nichtbanken
und...

Die im Rahmen des übrigen Kapitalverkehrs statistisch erfassten Transaktionen von Unternehmen und Privatpersonen mit Geschäftspartnern im Ausland führten dabei 2005 zu Netto-Kapitalimporten in Höhe von 7 ½ Mrd €, und zwar per saldo ausschließlich über die Inanspruchnahme von Finanzkrediten. Offenbar nutzten heimische Unternehmen für sie günstige Finanzierungsmöglichkeiten jenseits der Grenzen. Umgekehrt haben sie im Ergebnis ihre Bankguthaben im Ausland aufgestockt und per saldo Handelskredite an ausländische Geschäftspartner gewährt.

Auch staatliche Stellen griffen bei ihren Finanzdispositionen intensiv auf die internationalen Kapitalmärkte zurück. Im Ergebnis führten ihre grenzüberschreitenden Transaktionen zu Netto-Kapitalimporten in Höhe von 7 Mrd €. Dabei haben sie sowohl langfristige Mittel im Ausland aufgenommen als auch zuvor an ausländische Schuldner gewährte Finanzkredite zurückgeführt und im Gegenzug kurzfristige Gelder auf ausländischen Konten „geparkt“.

... der MFIs

Im unverbrieften Auslandsgeschäft des Bankensystems (einschl. Bundesbank) flossen dagegen – gleichsam als Reflex aller übrigen Zahlungsbilanztransaktionen – netto 87 ½ Mrd € ab. Davon entfielen 63 ½ Mrd € auf

hiesige Kreditinstitute. Wie in den Vorjahren dominierte der Forderungsaufbau das entsprechende Passivgeschäft. So lag die Neuvergabe von Buchkrediten an ausländische Kreditnehmer fast vier Mal höher als die gleichzeitige Inanspruchnahme solcher Mittel. Auch mit Blick auf die Fristigkeit zeigen sich markante Unterschiede. Einem Aufbau von langfristigen Netto-Forderungen in Höhe von knapp 80 Mrd € standen Netto-Kapitalimporte im kurzfristigen Bereich von 16 ½ Mrd € gegenüber.

Über die Konten der Bundesbank flossen weitere 24 Mrd € (netto) in das Ausland. Dabei handelte es sich in erster Linie um den Aufbau von Forderungen im Rahmen des Großbetragszahlungsverkehrssystems TARGET (22 Mrd €).

Die Währungsreserven der Bundesbank, deren transaktionsbedingte Änderungen nunmehr ebenfalls in der Kapitalbilanz enthalten sind und nicht mehr – wie früher – in einer separaten Teilbilanz ausgewiesen werden, sind im vergangenen Jahr, zu Transaktionswerten gerechnet, um gut 2 Mrd € zurückgegangen. Bewertet zu Marktpreisen zum Jahresultimo haben die Währungsreserven kräftig an Wert gewonnen. Ausschlaggebend war der Anstieg des Goldpreises und der im Vorjahresvergleich stärkere US-Dollar. Die Kursgewinne betragen rund 12 ½ Mrd € beim Gold und gut 4 Mrd € bei den Devisenreserven. Zum Jahresende 2005 wiesen die Währungsreserven damit einen Wert von 86 Mrd € auf; das waren 15 Mrd € mehr als Ende 2004.

*Währungs-
reserven der
Bundesbank*