

Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2003

Die deutsche Wirtschaft war im vergangenen Jahr wechselnden internationalen Einflüssen ausgesetzt. Während in der ersten Jahreshälfte geopolitische Spannungen, die Lungenkrankheit SARS sowie konjunkturelle Sorgen das außenwirtschaftliche Umfeld trübten, sorgten danach das Abklingen belastender Faktoren sowie die deutliche Belebung der Weltwirtschaft für eine spürbare Stimmungsbesserung. Diese wurde auch von der kräftigen Aufwertung des Euro nicht nachhaltig beeinträchtigt, wenngleich die Verschiebungen im Wechselkursgefüge zum Teil erkennbare Auswirkungen auf die grenzüberschreitenden Leistungs- und Kapitalströme hatten. Im Ergebnis ist der Überschuss in der Handelsbilanz 2003 bei steigenden Exporten (+ 1½ %) und Importen (+ 2½ %) verglichen mit dem Rekordwert des vorangegangenen Jahres leicht gesunken. Der Saldo in der Leistungsbilanz hat sich dagegen etwas verbessert, da das Defizit bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen weiter abgeschmolzen ist. Im Kapitalverkehr kam es infolge der für Anlagen im Euro-Raum günstigen Zins- und Wechselkurssituation sowie der geringen Risikoneigung heimischer Investoren vor allem durch Wertpapiertransaktionen zu hohen Netto-Kapitalimporten Deutschlands, denen allerdings umfangreiche Mittelabflüsse im unverbrieften Kreditverkehr gegenüberstanden.

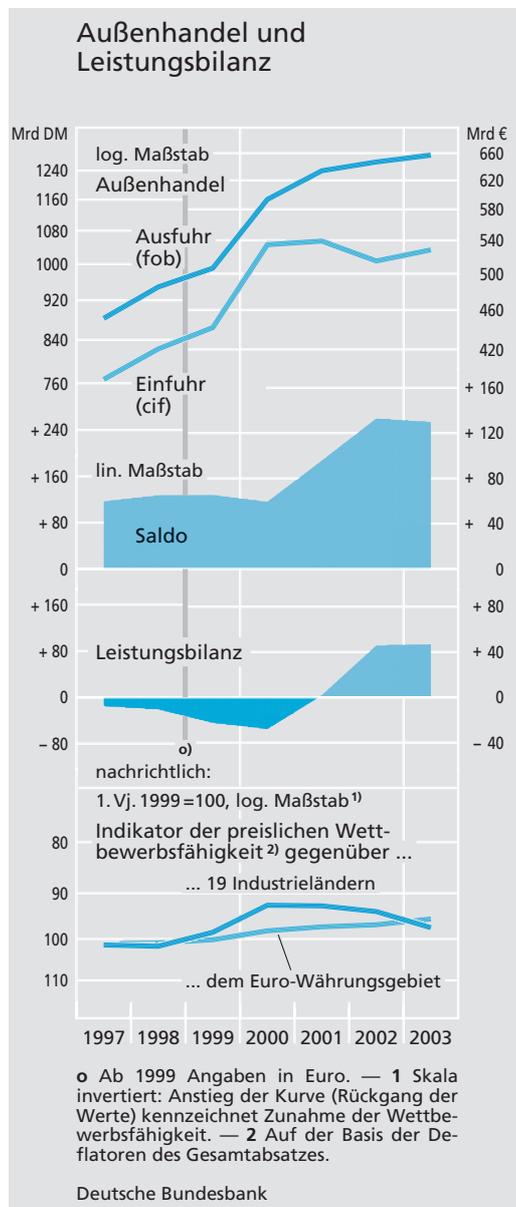
Leistungsbilanz

Außenwirtschaftliches Umfeld

Die deutschen Exportunternehmen fanden 2003 zunächst recht schwierige Absatzbedingungen vor. Zu Beginn des Jahres belasteten der Krieg im Irak sowie die Lungenkrankheit SARS Weltkonjunktur und Welthandel. Insbesondere die weltweit noch zurückhaltende Nachfrage nach Investitionsgütern traf in dieser Zeit den deutschen Außenhandel. Im Ergebnis dämpften diese Einflüsse die Auslandsumsätze der heimischen Exporteure. Mit dem Wegfall der belastenden Faktoren kam es dann in der zweiten Jahreshälfte zu einer deutlichen Belebung der Weltkonjunktur, und die Stimmung der heimischen Exporteure – etwa gemessen an den ifo-Exporterwartungen – hellte sich zusehends auf. Mit der Nachfrageexpansion auf den deutschen Absatzmärkten konnte die heimische Exportwirtschaft im Vergleich zum ersten Halbjahr einen spürbaren Anstieg der ausländischen Bestellungen verbuchen, der eine deutliche Ausweitung der Ausfuhren nach sich zog.

Euro-Aufwertung und preisliche Wettbewerbsfähigkeit

Dem sich belebenden Auslandsgeschäft tat unter diesen Umständen auch keinen Abbruch, dass preisliche Wettbewerbsvorteile der deutschen Wirtschaft aus der bis dahin relativ niedrigen Bewertung des Euro über das gesamte Jahr hinweg mehr und mehr schwanden. So hat der Euro gegenüber dem US-Dollar im Verlauf von 2003 um 20 ½ % aufgewertet; im gewogenen Durchschnitt gegenüber den wichtigsten Partnerwährungen des Euro-Gebiets legte er um 11 ½ % zu. Abgedeutet wurden die dämpfenden Impulse aus der Verteuerung des Euro allerdings dadurch, dass ein Großteil der deutschen Aus-



fuhren (43 ½ %) in den Euro-Raum geliefert wird. Hier konnten deutsche Anbieter ihre Preis- und Kostenvorteile weiter ausbauen. Im gewogenen Durchschnitt gegenüber den 19 wichtigsten Handelspartnern hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft im Verlauf von 2003 daher nur um 3 % vermindert. Im langfristigen Vergleich ist die preisliche Wettbewerbsposition heimischer Unternehmen damit auch nach

der Euro-Aufwertung gegenwärtig als annähernd neutral einzuschätzen.

Ausfuhren

Insgesamt gesehen haben die deutschen Exporteure ihre Stellung auf den Auslandsmärkten im vergangenen Jahr nicht ganz halten können. Dem Wert nach nahmen die deutschen Ausfuhren 2003 lediglich um 1½ % gegenüber dem Vorjahr zu. Auch in realer Rechnung sind sie – bei im Durchschnitt kaum veränderten Exportpreisen – nur wenig rascher und damit langsamer als der Welt-handel gestiegen.

Regionalstruktur der Ausfuhren

Dabei haben sich vor allem die Warenlieferungen in die anderen EWU-Länder als Stütze erwiesen. Sie nahmen in nominaler Rechnung um 3½ % und in realer Rechnung um gut 3 % gegenüber 2002 zu. Dabei profitierten die deutschen Exporteure nicht nur von der im Jahresverlauf anziehenden wirtschaftlichen Aktivität im Euro-Raum, sondern auch von ihrer im Vergleich zu den Unternehmen in den EWU-Partnerländern leicht verbesserten Preis- und Kostensituation. Im Ergebnis dürfte die deutsche Exportwirtschaft ihre Marktposition im Euro-Gebiet daher 2003 etwas ausgebaut haben.

Demgegenüber mussten die deutschen Exporteure letztes Jahr in den Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets Umsatzanteile abgeben. Hier stagnierten die nominalen Ausfuhren. Zudem haben die verschärften Wettbewerbsbedingungen die heimischen Anbieter zu Preiszugeständnissen auf den jeweiligen Absatzmärkten in Drittländern veranlasst, wobei zum Teil auch branchenspezifische Entwicklungen das Ergebnis belasteten.

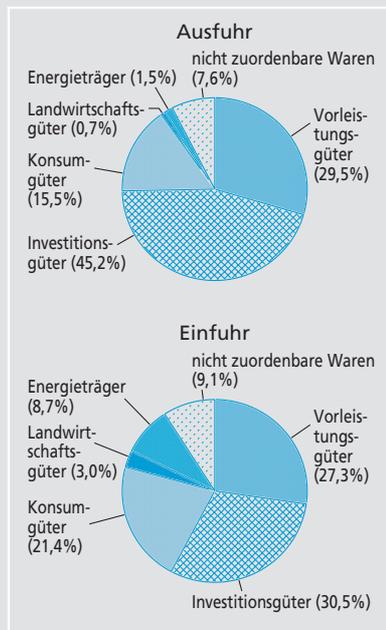
Regionale Entwicklung des Außenhandels

2003		
Ländergruppe/Land	Anteile in %	Veränderung in % vom absoluten Wert gegenüber dem Vorjahr
Ausfuhr		
Alle Länder	100,0	1,6
darunter:		
EWU-Länder	43,3	3,6
Übrige EU-Länder	12,2	3,1
Vereinigte Staaten	9,3	-9,7
Mittel- und osteuropäische Reformländer	12,1	6,1
Japan	1,8	-5,9
Südostasiatische Schwellenländer	3,7	-2,9
China	2,8	24,9
OPEC-Länder	2,1	-4,7
Einfuhr		
Alle Länder	100,0	2,6
darunter:		
EWU-Länder	41,0	2,9
Übrige EU-Länder	9,5	-1,5
Vereinigte Staaten	7,3	-3,3
Mittel- und osteuropäische Reformländer	14,3	8,0
Japan	3,6	-3,8
Südostasiatische Schwellenländer	5,0	-0,3
China	4,7	17,3
OPEC-Länder	1,4	4,7

Deutsche Bundesbank

Außenhandel nach ausgewählten Gütergruppen

2003



Deutsche Bundesbank

Preisbereinigt sind die deutschen Exporte in die nicht dem Euro-Raum angehörenden Länder um knapp 1 % gestiegen.

Die divergierenden Marktbedingungen außerhalb des Euro-Raums – mit zum Teil kräftigem Marktwachstum auf der einen Seite und starken Wechselkursverschiebungen auf der anderen – haben zu einer recht unterschiedlichen Entwicklung der deutschen Ausfuhren in die einzelnen Länder geführt. So verzeichneten die heimischen Exporteure im Handel mit China, dessen Wirtschaft im vergangenen Jahr besonders kräftig expandierte, wie in den Vorjahren bemerkenswerte Absatzserfolge (+ 25 %). Lebhaft entwickelten sich auch die Umsätze mit den mittel- und osteuropäischen Transformationsländern (+ 6 %). Gemessen am Ausfuhranteil ebenso bedeu-

tend für die deutsche Exportwirtschaft war zudem der Absatz in den restlichen EU-Ländern, der um 3 % zulegte. Demgegenüber hatten deutsche Firmen kräftige Umsatzeinbußen in den USA (– 9 ½ %) und in den südostasiatischen Schwellenländern (– 3 %), deren Währungen zum Teil (formell oder informell) an den US-Dollar gebunden sind, zu verzeichnen. Ähnliches gilt für den Handel mit den OPEC-Staaten (– 4 ½ %) und Japan (– 6 %).

Nahezu alle Branchen bekamen 2003 die schwierigeren Absatzbedingungen auf den Auslandsmärkten zu spüren.¹⁾ Insbesondere die Produzenten von Investitionsgütern, dem für die deutsche Exportwirtschaft mit einem Anteil von 45 % wichtigsten Produktbereich, litten unter der im vergangenen Jahr weltweit noch verhaltenen Investitionstätigkeit. Von der gedämpften Auslandsnachfrage waren vor allem die Maschinenexporte betroffen. Auch die Lieferungen von Erzeugnissen der Informations- und Telekommunikationsindustrie waren dem Wert nach stark rückläufig; dabei spielten allerdings weitere Preisrückgänge in diesem Produktsegment eine bedeutende Rolle. Dagegen konnten die Fahrzeughersteller ihre Ausfuhrerlöse gegenüber 2002 leicht steigern. Ein expandierendes Auslandsgeschäft verzeichneten auch die Hersteller von chemischen Erzeugnissen.

Die nominalen Wareneinfuhren nahmen im

*Warenstruktur
der Ausfuhren*

Einfuhren

¹ Das Bild der Warenstruktur bei den Exporten und Importen wird durch den hohen Anteil der Güter, die bislang keiner Warengruppe zugeordnet werden konnten, etwas verzerrt.

als die Ausfuhren zu. Gleichzeitig führte die Höherbewertung des Euro gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner zu einem Rückgang der Importpreise um insgesamt 2,2 %. Zwar verteuerten sich im Durchschnitt des vergangenen Jahres – trotz der Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar – vor allem die Energieeinfuhren. Die meisten der übrigen importierten Güter konnten aber – teilweise erheblich – billiger bezogen werden. In realer Rechnung expandierten die Einfuhren daher noch stärker (+ 5 %) als dem Wert nach. Zu dem Importwachstum, das gemessen an der im vergangenen Jahr lange Zeit stagnierenden Inlandsnachfrage relativ kräftig ausfiel, haben sicherlich die Verschiebungen in den Preisrelationen zwischen Inland und Ausland beigetragen, die inländische Nachfrager tendenziell heimische durch ausländische Produkte substituieren ließen (Verbesserung der Terms of Trade: + 2 %). Darüber hinaus gingen wohl von der anziehenden Ausfuhrentwicklung im zweiten Halbjahr 2003 expansive Impulse auf die Einfuhrfähigkeit aus, da der Anteil der importierten Vorleistungen in der Produktion von Exportgütern erfahrungsgemäß relativ hoch ist. Teilweise lässt sich die Importzunahme aber auch auf die mengenmäßige Aufstockung der Energievorräte zurückführen.

Warenstruktur der Einfuhren

Neben den Energieeinfuhren nahm im vergangenen Jahr vor allem die Nachfrage nach Kraftfahrzeugen und Fahrzeugteilen aus dem Ausland zu, was auf die fortschreitende Produktionsverflechtung der heimischen Automobilindustrie mit dem Ausland hindeutet. Dagegen wurden dem Betrag nach weniger chemische Erzeugnisse eingeführt als im Jahr

2002. Auch die Umsätze ausländischer Maschinenhersteller am deutschen Markt fielen angesichts der gedämpften heimischen Investitionstätigkeit etwas hinter ihren Vorjahrswert zurück. Deutliche Umsatzrückgänge in Deutschland verzeichneten zudem die ausländischen Anbieter von Informations- und Telekommunikationsgütern. Dabei haben aber vor allem niedrigere Preise den Importwert in diesem Produktsegment vermindert; beispielsweise verbilligten sich eingeführte DV-Geräte um 11½ % und Güter der Nachrichtentechnik um 8½ %.

Besonders lebhaft entwickelte sich auch auf der Einfuhrseite der Handel mit China; hier stiegen die Einfuhrumsätze um 17½ %. Überdurchschnittlich erhöhten sich – nach einem schwächeren Jahr – zudem die Einfuhren aus den mittel- und osteuropäischen Transformationsländern (+ 8 %). Darüber hinaus verzeichneten die Unternehmen aus dem Euro-Raum eine deutliche Umsatzzunahme im Geschäft mit deutschen Importeuren (+ 3 %). Da die Preise für Einfuhren aus dem Euro-Währungsgebiet im vergangenen Jahr leicht gesunken sind, spiegelt dieses Umsatzplus ausschließlich Mengeneffekte wider. Die Importe aus den OPEC-Staaten sind 2003 zwar dem Wert nach ebenfalls gestiegen (+ 4½ %); dabei hat aber auch die Energievertéuerung eine Rolle gespielt. Dagegen sind die Einfuhrumsätze mit Anbietern aus Japan (– 4 %), den Vereinigten Staaten (– 3½ %) sowie den südostasiatischen Schwellenländern (– ½ %) gesunken. Allerdings dürfte die Entwicklung stärker von den Wechselkursbedingten Rückgängen der in Euro umgerechneten

Regionalstruktur der Einfuhren

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €			
Position	2001	2002	2003
I. Leistungsbilanz			
1. Außenhandel			
Ausfuhr (fob)	638,3	651,3	661,6
Einfuhr (cif)	542,8	518,5	532,0
Saldo	+ 95,5	+ 132,8	+ 129,6
2. Dienstleistungen (Saldo)			
darunter:			
Reiseverkehr (Saldo)	- 38,0	- 35,4	- 36,1
3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Saldo)			
darunter:			
Vermögenseinkommen (Saldo)	- 10,4	- 16,7	- 12,4
4. Laufende Übertragungen (Saldo)			
	- 27,4	- 27,9	- 28,8
Saldo der Leistungsbilanz 1)	+ 1,7	+ 45,7	+ 46,8
II. Saldo der Vermögensübertragungen 2)			
	- 0,4	- 0,2	+ 0,3
III. Kapitalbilanz 3)			
Direktinvestitionen	- 17,6	+ 29,1	+ 9,1
Wertpapiere	+ 26,5	+ 43,9	+ 59,0
Finanzderivate	+ 6,8	- 0,9	- 0,5
Kreditverkehr 4)	- 42,0	- 140,9	- 122,6
Saldo der Kapitalbilanz	- 26,2	- 68,7	- 55,0
IV. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 5)			
	+ 6,0	+ 2,1	+ 0,4
V. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)			
	+ 18,8	+ 21,2	+ 7,4

1 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. —
 2 Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. — 3 Netto-Kapitalexport: -. Vgl. zum Kapitalverkehr im Einzelnen Tabelle auf S. 47. — 4 Einschl. Bundesbank sowie sonstige öffentliche und private Kapitalanlagen. — 5 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

Einfuhrpreise geprägt gewesen sein und nicht reale Absatzeinbußen widerspiegeln.

Im Ergebnis schloss die Handelsbilanz 2003 mit einem Aktivsaldo von 129 ½ Mrd €. Da der Wert der Importe nur wenig kräftiger zunahm als die Exporterlöse, lag das Plus lediglich um 3 Mrd € unter dem Rekordergebnis des Vorjahres. Zugleich sank das Defizit bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen um 5 Mrd € auf 76 Mrd €. Insgesamt belief sich der Überschuss in der Leistungsbilanz damit auf 47 Mrd € oder 2,2 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts. 2002 hatte das Plus mit 45 ½ Mrd € etwas niedriger gelegen.

Salden in der Handelsbilanz und der Leistungsbilanz

Das geringere Defizit bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen – welche die Dienstleistungen, die Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie die laufenden Übertragungen umfassen – geht im Wesentlichen auf die Entwicklung im Bereich der grenzüberschreitenden Faktoreinkommen zurück. Hier kam es im vergangenen Jahr zu Netto-Ausgaben von 12 ½ Mrd €, nach 17 Mrd € im Jahr zuvor. Zu dem Rückgang hat vor allem die Entwicklung bei den Vermögenseinkommen beigetragen, während die grenzüberschreitenden Erwerbseinkommen nahezu unverändert geblieben sind. Bei den Vermögenseinkommen erhöhten sich zum einen die Einnahmen um 2 Mrd € auf 93 Mrd €; zum anderen sind die Ausgaben um 2 ½ Mrd € auf 105 ½ Mrd € zurückgegangen. Der Anstieg auf der Einnahmenseite konzentrierte sich auf Einkommen aus Direktinvestitionen, was möglicherweise auf eine sich verbessernde Ertragslage der Niederlassungen deutscher Unternehmen im Ausland hindeutet. Rückläufig waren da-

Faktoreinkommen

gegen die Dividendeneinnahmen aus Portfolioinvestitionen sowie die Zinserträge aus Anleihen und Krediten. Dabei könnte neben der Zinsentwicklung auch die Wechselkursentwicklung von Bedeutung gewesen sein: Der gestiegene Euro-Kurs hat die umgerechneten Erträge von Fremdwährungsforderungen stark gedrückt. Da dem Betrag nach wesentlich mehr deutsche Auslandsaktiva als -passiva auf Fremdwährung lauten, schlug sich dieser Wechselkurseffekt auf der Ausgabenseite nicht in demselben Maße nieder.²⁾ Hier wurden geringere Zinszahlungen für Buchkredite von höheren Zinsaufwendungen für öffentliche Anleihen und gestiegenen Ertragszahlungen für Direktinvestitionen nahezu ausgeglichen.³⁾

Dienstleistungen

Der höchste Teilbetrag innerhalb des Passivsaldo bei den „invisibles“ entfiel – wie bereits in den vorangegangenen Jahren – auf das Defizit in der Dienstleistungsbilanz (35 Mrd €). Allerdings hat sich das Minus auch hier – wie bei den Faktoreinkommen – weiter vermindert, und zwar um rund 1½ Mrd €. Dies war vor allem auf geringere Ausgaben für grenzüberschreitend erbrachte Dienstleistungen zurückzuführen, die deutlich stärker als die Einnahmen gesunken sind. Die Entwicklung des Dienstleistungsverkehrs in den einzelnen Sparten war dabei recht unterschiedlich. Rückläufig waren insbesondere die Zahlungen für Transportleistungen. Außerdem haben Inländer geringere Ausgaben für Patente und Lizenzen sowie für Leistungen im Bereich von Forschung und Entwicklung an das Ausland getätigt. Vermutlich hat dazu auch die Höherbewertung des Euro beigetra-

gen, durch die Dienstleistungseinfuhren der Tendenz nach günstiger geworden sind.

Von besonderer Bedeutung in der Dienstleistungsbilanz ist traditionell der Reiseverkehr. Nach einem Rückgang des Passivsaldo im Jahr 2002 war im vergangenen Jahr ein leichter Anstieg – auf 36 Mrd € – zu verzeichnen. Offenbar haben Inländer trotz geringer Ausgabenspielräume wieder vermehrt Urlaubs- und Geschäftsreisen ins Ausland unternommen. Jedenfalls übertrafen die deutschen Reiseverkehrausgaben ihren Vorjahrswert um 1 Mrd € oder rund 1½ %, nachdem sie 2002 kräftig gesunken waren. Vor allem einige Urlaubsländer in Europa konnten von der gestiegenen Reisetätigkeit profitieren, darunter Österreich, die Benelux-Länder und die mittel- und osteuropäischen Nachbarländer. Aber auch die Vereinigten Staaten erwiesen sich nach der kräftigen Abwertung des US-Dollar offenbar wieder als attraktives Reiseland. Weniger gefragt waren im vergangenen Jahr dagegen Reisen nach Italien, Spanien und Portugal. Auch andere beliebte Reiseziele mussten im Unterschied zur Gesamttendenz Einbußen hinnehmen. Der Irakkrieg, die Verunsicherung durch Terroranschläge sowie die SARS-Epidemie haben dabei wohl eine Rolle gespielt. Dies gilt unter anderem für die Türkei, Ägypten und Tunesien sowie asiatische Länder.

Reiseverkehr

² Ende Juni 2003 waren 39 % der deutschen Auslandsaktiva und 18 % der deutschen Auslandspassiva in Fremdwährung denominiert.

³ Letztere wurden hauptsächlich durch einen Rückgang der per saldo – wie bereits in den Vorjahren – negativen reinvestierten Gewinne inländischer Direktinvestitionsunternehmen getrieben.

*Versicherungs-
leistungen*

Die größte Verschlechterung innerhalb der Dienstleistungsbilanz ergab sich 2003 per saldo bei den Versicherungsdienstleistungen. Hier haben sich zum einen die deutschen Ausgaben mehr als verdoppelt (+1½ Mrd €). Dies war allerdings nicht auf die nahezu konstant gebliebenen Prämienzahlungen von Gebietsansässigen an ausländische Versicherungsgesellschaften, sondern hauptsächlich auf rückläufige Einnahmen aus Schadensleistungen ausländischer Rückversicherungen zurückzuführen.⁴⁾ Zum anderen sanken die deutschen Einnahmen aus grenzüberschreitend erbrachten Versicherungsleistungen um 1½ Mrd €, da die Prämieinnahmen der deutschen Rückversicherer stärker gefallen sind als die von ihnen erbrachten Leistungen in Schadensfällen.

Übertragungen

Das Defizit bei den laufenden Übertragungen an das Ausland erhöhte sich im vergangenen Jahr um nicht ganz 1 Mrd € auf 29 Mrd €. Dies war hauptsächlich gestiegenen Leistungen im Bereich der öffentlichen Transfers zuzuschreiben, welche auf Grund höherer Netto-Zahlungen an den EU-Haushalt per saldo um 2½ Mrd € zugenommen haben. Dazu trugen sowohl geringere Leistungen der EU an Deutschland, vor allem im Bereich der Agrarmarktordnung, als auch höhere deutsche Leistungen aus der sozialproduktbezogenen Finanzierung der EU bei. Dagegen blieb der Anteil der EU am deutschen Mehrwertsteueraufkommen nahezu unverändert.

Im Gegensatz zu den öffentlichen Transfers verbesserte sich die Bilanz der privaten Übertragungen um 1½ Mrd €; sie wies 2003 einen Passivsaldo in Höhe von 10 Mrd € auf. Der

Rückgang war unter anderem auf die Position der „sonstigen“ Übertragungen zurückzuführen; darunter fallen insbesondere Gehaltsabfindungen und Gewinne aus Glücksspielen, aber auch Straf- und Haftungszahlungen (1½ Mrd €). Außerdem sind die Wiedergutmachungsleistungen privater Stellen wie beispielsweise aus der Stiftung „Erinnerung, Verantwortung und Zukunft“ zurückgegangen (½ Mrd €), nachdem in den beiden Vorjahren hohe Auszahlungen vorgenommen worden waren.

Kapitalverkehr

Die wechselnden politischen und ökonomischen Einflüsse prägten 2003 auch das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten. So sanken die Aktienkurse im Frühjahr 2003 weltweit auf ihre zyklischen Tiefs und die Anleiherenditen erstklassiger Emittenten gaben unter dem Druck aufflammender globaler Deflationsorgen bis auf Niveaus nach, die zuletzt Ende der fünfziger Jahre erreicht wurden. Als im weiteren Verlauf des Jahres dann die Unsicherheiten abklangen und die eingetrübten Wirtschaftsaussichten sich allmählich aufhellten, schauten die international orientierten Anleger wieder mit größerem Optimismus in die Zukunft. Dies schlug sich in kräftig anziehenden Aktienkursen und – spiegelbildlich dazu – fallenden Notierungen bei festverzinslichen Papieren nieder. Zugleich

*Tendenzen im
Kapitalverkehr*

⁴ Als grenzüberschreitend erbrachte Dienstleistung im Versicherungsgeschäft gilt die Differenz aus den in einer Periode erzielten Prämieinnahmen und den geleisteten Schadenszahlungen. Bei einem zeitlichen Nachhinken der vereinbarten Prämien an Veränderungen in der Schadensentwicklung kann es zu kurzfristigen Ausschlägen bei den Versicherungsleistungen kommen.

vollzog sich im vergangenen Jahr eine in Schüben verlaufende Euro-Aufwertung, die bis zum Ultimo noch an Momentum gewann. Die skizzierten internationalen Einflüsse zeigten sich zum Teil auch in den grenzüberschreitenden Kapitalströmen von und nach Deutschland, die im Jahresverlauf ebenfalls einer Trendwende unterworfen waren. Hatten international operierende Investoren in den ersten Monaten des vergangenen Jahres teilweise noch ihre global ausgerichteten Portfolios – vor allem bei Dividendenwerten – zurückgeführt, so gingen sie etwa zur Jahresmitte wieder dazu über, beträchtliche Beträge grenzüberschreitend zu investieren. Auf das ganze Jahr gesehen trug allerdings ein gesteigertes Sicherheitsbedürfnis der international tätigen Anleger dazu bei, dass die Brutto-Ströme in beiden Richtungen des Kapitalverkehrs weiter zurückgingen. Alles in allem kam es im Jahr 2003 in Deutschland zu Netto-Kapitalimporten im Wertpapierverkehr und bei den Direktinvestitionen, während im unverbrieften Kreditverkehr hohe Netto-Kapitalabflüsse zu verzeichnen waren.

Wertpapier-
verkehr

Mit per saldo 59 Mrd € wurden im Wertpapierverkehr die höchsten Netto-Kapitalimporte seit zehn Jahren registriert, nachdem auch in den beiden Jahren zuvor schon recht hohe Beträge in Deutschland aufgekomen waren (44 Mrd € im Jahr 2002 und 26 ½ Mrd € im Jahr 2001). Allerdings verbirgt sich hinter den hohen Netto-Zuflüssen eine große Zurückhaltung der Finanzmarktteilnehmer bei grenzüberschreitenden Investitionen, die erst in den gesunkenen Brutto-Anlagen sichtbar werden.

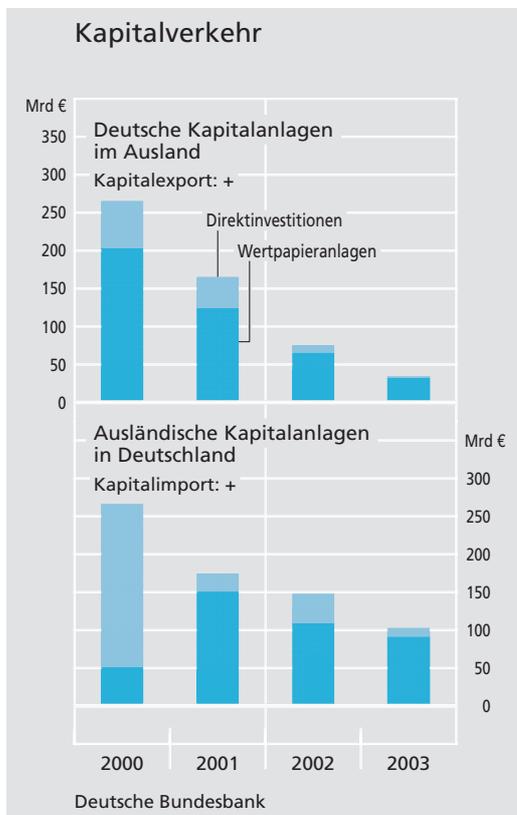
Kapitalverkehr

Mrd €; Netto-Kapitalexport: –

Position	2001	2002	2003
1. Direktinvestitionen	- 17,6	+ 29,1	+ 9,1
Deutsche Anlagen im Ausland	- 41,2	- 9,2	- 2,3
Ausländische Anlagen im Inland	+ 23,6	+ 38,3	+ 11,4
2. Wertpapiere	+ 26,5	+ 43,9	+ 59,0
Deutsche Anlagen im Ausland	- 124,4	- 65,8	- 32,3
Aktien	- 10,6	- 4,8	+ 7,6
Investmentzertifikate	- 20,2	- 7,0	- 4,3
Rentenwerte	- 95,1	- 49,1	- 37,8
Geldmarktpapiere	+ 1,5	- 5,0	+ 2,1
Ausländische Anlagen im Inland	+ 150,9	+ 109,8	+ 91,3
Aktien	+ 86,8	+ 15,7	+ 24,2
Investmentzertifikate	+ 1,0	- 0,7	- 1,5
Rentenwerte	+ 80,3	+ 83,5	+ 69,2
Geldmarktpapiere	- 17,2	+ 11,3	- 0,6
3. Finanzderivate ¹⁾	+ 6,8	- 0,9	- 0,5
4. Kreditverkehr	- 40,7	- 139,4	- 120,0
Kreditinstitute	- 76,3	- 102,1	- 110,1
langfristig	- 43,2	- 13,4	- 37,1
kurzfristig	- 33,1	- 88,7	- 73,1
Unternehmen und Privatpersonen	- 7,9	- 7,5	- 17,1
langfristig	+ 9,2	+ 4,1	- 4,6
kurzfristig	- 17,1	- 11,6	- 12,4
Staat	+ 16,9	+ 5,5	+ 4,9
langfristig	+ 0,0	+ 0,1	+ 5,6
kurzfristig	+ 16,8	+ 5,5	- 0,6
Bundesbank	+ 26,6	- 35,4	+ 2,2
5. Sonstige Kapitalanlagen	- 1,3	- 1,5	- 2,6
6. Saldo aller statistisch erfassten Kapitalbewegungen	- 26,2	- 68,7	- 55,0
Nachrichtlich: Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) ²⁾	+ 6,0	+ 2,1	+ 0,4

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

Deutsche Bundesbank



Deutsche Anlagen in ...

... ausländischen Aktien

Besonders deutlich zeigten sich die vorsichtigeren Finanzdispositionen bei den deutschen Anlegern, deren Auslandsengagement in Wertpapieren mit 32 ½ Mrd € nur noch die Hälfte des Vorjahres ausmachte. Vor allem dividendentragende Papiere ausländischer Unternehmen stießen bei gebietsansässigen Investoren auf Skepsis. So wechselten diese auf den weltweiten Aktienmärkten erstmals seit 1995 auf die Verkäuferseite und reduzierten ihren Bestand an verbrieften ausländischen Unternehmensanteilen per saldo um 7 ½ Mrd €. Zu dieser Entwicklung beigetragen haben dabei offenbar weniger die Einflüsse vom Devisenmarkt als vielmehr die geänderten Konjunktur- und Ertragserwartungen. Gestützt wird dieses Argument durch die Beobachtung, dass es vor allem Aktienanlagen aus dem Euro-Raum waren, die aufgelöst

wurden (5 Mrd €), während Dividendenwerte aus den USA – trotz der Dollar-Schwäche – per saldo von deutschen Investoren gekauft wurden. Das in diesem Börsenumfeld offenbar mehr auf den heimischen Markt ausgerichtete Verhalten der deutschen Anleger spiegelte sich ebenfalls in dem nachlassenden Interesse an im Ausland ansässigen Fonds wider, die erfahrungsgemäß einen Großteil der ihnen zufließenden Gelder an die weltweiten Aktienmärkte weiterleiten. Jedenfalls nahmen deutsche Anleger für nur noch 4 ½ Mrd € ausländische Investmentzertifikate in ihr Portfolio, nachdem sie im letzten Jahr noch für 7 Mrd € derartige Titel erworben hatten.

Aber auch bei den ausländischen Schuldverschreibungen ging die Nachfrage hiesiger Anleger deutlich zurück, und zwar insbesondere bei Staatsanleihen, die in Euro denominiert sind und von Partnerländern innerhalb der EWU aufgelegt wurden. Erwarben inländische Investoren 2002 noch für 48 Mrd € auf Euro lautende längerfristige Rentenpapiere, nahmen sie solche Titel im letzten Jahr für lediglich 31 ½ Mrd € in ihr Portfolio auf. In den ersten drei Jahren der Währungsunion, als es zu starken Anpassungen der Vermögensbestände an die neue Situation gekommen war, hatten sie sogar noch für durchschnittlich 84 Mrd € solche Anleihen gekauft. Möglicherweise ist dieser deutliche Nachfragerückgang auch Ausdruck einer wachsenden Homogenität innerhalb des EWU-Kapitalmarkts, in dem sich die Unterschiede zwischen Bundesanleihen und den Anleihen von EWU-Partnerländern zunehmend einebnen. Für diese These spricht zumindest, dass der Renditeabstand zwischen Staatsschuldtiteln innerhalb

... ausländischen Rentenwerten

der Währungsunion im letzten Jahr um weitere 7 ½ Basispunkte auf nun zehn Basispunkte im Jahresdurchschnitt abgeschmolzen ist. Geldmarktpapiere, also festverzinsliche Wertpapiere mit einer Laufzeit von unter einem Jahr, wurden im letzten Jahr sogar per saldo abgegeben (2 Mrd €).

*Ausländische
Anlagen in ...*

Die vorsichtiger Grundhaltung an den internationalen Finanzplätzen trat auch beim vergleichsweise zurückhaltenden Engagement gebietsfremder Anleger an den deutschen Wertpapiermärkten zu Tage. Zwar erwarben ausländische Investoren 2003 für 91 ½ Mrd € verbrieft Anlagen in Deutschland, jedoch war das deutlich weniger als im Jahr davor (110 Mrd €). Besonders kräftig fiel der Nachfragerückgang bei Bundesanleihen aus, also Papieren, die normalerweise wegen ihrer erstklassigen Bonität und ihrer hohen Liquidität im Zentrum des ausländischen Anlegerinteresses stehen. So stockten ausländische Sparer ihre Bestände an öffentlichen Zinstiteln um lediglich 20 ½ Mrd € auf, gut 40 % des Betrages des Vorjahres (50 ½ Mrd €). Ein Grund hierfür mag gewesen sein, dass ausländische Investoren mit den abklingenden globalen Sicherheitsrisiken die weltweiten Investitionsmöglichkeiten neu bewerteten und vor allem in den Sommermonaten wieder Gelder abzogen, die sie zu Beginn des Jahres noch im „sicheren Hafen“ deutscher Staatsanleihen angelegt hatten. Die Zinswende auf den internationalen Rentenmärkten dürfte hingegen eine eher untergeordnete Rolle bei dieser Entscheidung gespielt haben, denn private Anleihen erfreuten sich das ganze Jahr über einer recht großen Beliebtheit. So erwarben ausländische Anleger 2003 für 49 Mrd €

*... inländischen
Rentenwerten*

solche Papiere, nachdem sie im Jahr zuvor noch für lediglich 33 ½ Mrd € Schuldverschreibungen privater Emittenten in ihre Depots aufgenommen hatten. Zu dieser Nachfrageverlagerung von öffentlichen zu privaten Rentenwerten dürfte sicherlich auch der Zinsvorsprung von Bankschuldverschreibungen gegenüber deutschen Staatsschuldtiteln beigetragen haben, obwohl sich dieser im Jahresverlauf um weitere elf Basispunkte verringert hat. Alles in allem belief sich der Erwerb von langfristigen festverzinslichen Wertpapieren auf 69 Mrd €, verglichen mit 83 ½ Mrd € im Jahr davor. Inländische Geldmarktpapiere, die während des Jahres offenbar zeitweilig genutzt wurden, um vorübergehenden Zins- und Konjunkturunsicherheiten Rechnung zu tragen, fanden auf das Jahr gesehen per saldo keine ausländischen Nachfrager (– ½ Mrd €).

Von den sich drehenden Konjunkturerwartungen und den – gemessen an der impliziten Volatilität des DAX – nachlassenden Unsicherheiten profitierten hingegen deutsche Aktien, und dies auch im Vergleich mit den Dividendenpapieren wichtiger Partnerländer. Verkauften ausländische Anleger zum Jahresbeginn noch Anteilscheine an hiesigen Gesellschaften, so entdeckten sie mit der einsetzenden, schwungvollen Hausse die deutsche Börse wieder und erwarben per saldo für 24 Mrd € deutsche Aktien. Das war gemessen an ihrem Vorjahrsengagement ein Plus von 8 ½ Mrd €. Auch innerhalb des Euro-Raums scheint Deutschland damit im vergangenen Jahr für Aktienanlagen besonders attraktiv gewesen zu sein. Diese Entwicklung ist sicherlich auch damit im Zusammenhang

*... in
inländischen
Aktien*

zu sehen, dass der DAX nach dem Durchschreiten des konjunkturzyklischen Tiefs Mitte März 2003 bis zum Ende des vergangenen Jahres Wertzuwächse in Höhe von 44 % verzeichnet hat, während in der gleichen Zeit der Dow-Jones- und der Nikkei-Index um lediglich 28 % sowie der Euro-STOXX-Index um 32 % zulegten.

*Direkt-
investitionen*

Nicht nur im Wertpapierverkehr gingen die Brutto-Kapitalströme zurück; auch im Bereich der Direktinvestitionen, der in der Regel vergleichsweise träge auf wirtschaftszyklische und geopolitische Änderungen reagiert, waren im vergangenen Jahr geringere Neuanlagen in beiden Richtungen zu verzeichnen. Offenbar schlugen sich die allmählich einsetzende konjunkturelle Belebung und die im Jahresverlauf anziehenden Unternehmenswerte noch nicht in einem erneuten Anstieg der grenzüberschreitenden Direktinvestitionen nieder. Möglicherweise wirkten im Kalkül der international ausgerichteten Unternehmen – gerade in den innovativen Hochtechnologie- und Telekommunikationsbereichen – immer noch die verlustreichen Erfahrungen nach, die in den vergangenen Jahren mit einer zunehmenden internationalen Ausrichtung der Firmen einhergegangen waren. So sanken im letzten Jahr gerade in diesen Wirtschaftssektoren die Übernahme- und Verschmelzungsaktivitäten international operierender Firmen auf einen Bruchteil der Spitzenwerte ab, die um das Jahr 2000 erreicht worden waren. Die insgesamt rückläufige Entwicklung dominierte aber nicht nur das Bild bei den deutschen Direktinvestitionen, sondern auch bei den Direktinvestitionen für den gesamten Euro-Raum, wengleich hier

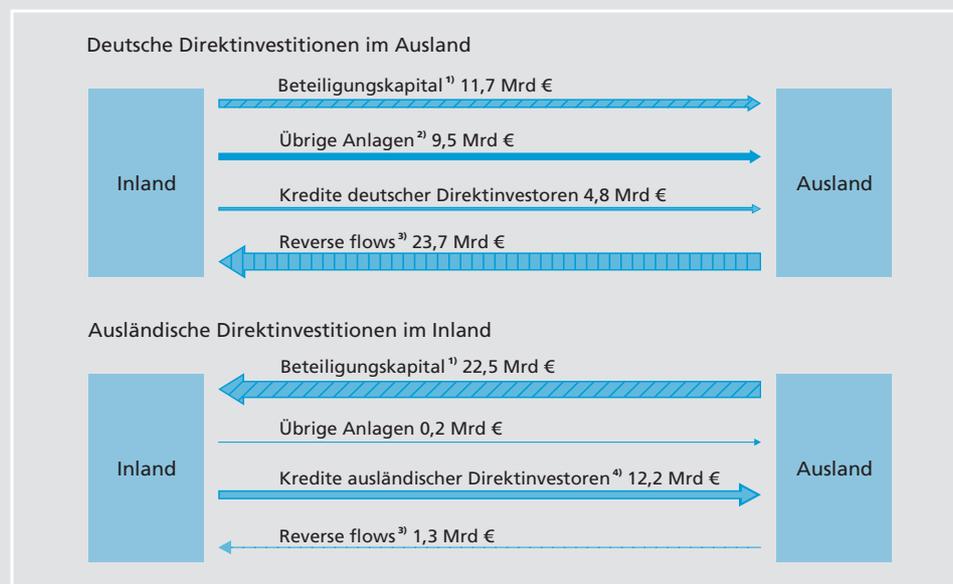
– nach den bislang verfügbaren Angaben – die Rückgänge weniger stark ausgeprägt waren. Alles in allem flossen 2003 netto gerechnet Direktinvestitionen in Höhe von 9 Mrd € nach Deutschland; das waren 20 Mrd € weniger als im Jahr davor.⁵⁾

Das Neu-Engagement hiesiger Unternehmen im Ausland ging besonders deutlich auf nun 2 ½ Mrd € zurück (2002: 9 Mrd €). Dabei kam es – wie auch schon in den Vorjahren, allerdings auf niedrigerem Niveau – zu gegenläufigen Bewegungen bei der Art der Mittelbereitstellung. Während einerseits deutsche Firmen ihr Beteiligungskapital an Niederlassungen im Ausland um 13 Mrd € aufstockten, erhielten sie andererseits – in erster Linie über kurzfristige Finanzkredite – per saldo Gelder in beträchtlicher Höhe von ihren ausländischen Töchtern. Wie bereits in den Vorjahren standen bei den Krediten mit 23 ½ Mrd € die „reverse flows“ im Mittelpunkt. Dabei handelt es sich um Darlehen, die von der im Ausland ansässigen Tochtergesellschaft an die heimische Mutter gewährt und die in der Zahlungsbilanz als Desinvestition verbucht werden. Ferner erwarben deutsche Unternehmen und Privatpersonen für 9 ½ Mrd € Immobilienwerte und Grundstücke, vorrangig im Vereinigten Königreich und in Frankreich, die ebenfalls zu den Direktinvestitionen rechnen. Mögliche Ursachen für

*Deutsche
Direkt-
investitionen
im Ausland*

⁵ Nach ersten Schätzungen der UNCTAD für das Jahr 2003 gingen in der Gruppe der entwickelten Länder die Direktinvestitionen nicht weiter zurück, sondern stabilisierten sich auf niedrigem Niveau. Allerdings kam es zu divergierenden Entwicklungen in den einzelnen Ländern. So verdreifachten sich im Berichtsjahr die Zuströme in die USA, während innerhalb der EU und dort vor allem in Frankreich und Deutschland weiterhin recht hohe Rückgänge zu verzeichnen waren.

Direktinvestitionen im Jahr 2003



¹ Einschl. reinvestierter Gewinne. — ² Überwiegend Grundbesitz. — ³ Kreditaufnahme der Muttergesellschaft bei ihren ausländischen Niederlassungen; im Fall ausländischer Direktinvestitionen in Deutschland Netto-Tilgungszahlungen der ausländischen Muttergesellschaft an ihre deutschen Niederlassungen. — ⁴ Tilgungszahlungen.

Deutsche Bundesbank

die recht geringen deutschen Direktinvestitionen im Ausland waren die weiterhin schwache Ertragslage hiesiger Firmen und die über weite Teile des Jahres ungewissen weltwirtschaftlichen Aussichten, die offenbar deutsche Unternehmen dazu veranlassten, ihre grenzüberschreitenden M&A-Aktivitäten einzuschränken.

Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland

Auch in umgekehrter Richtung des Kapitalverkehrs, bei den ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland, hat das Interesse an einem grenzüberschreitenden Engagement stark nachgelassen. Insgesamt investierten gebietsfremde Unternehmen noch für 11½ Mrd € im Inland, und damit gut zwei Drittel weniger als im Jahr davor. Ausschlaggebend hierfür war – bei stabilem Zustrom von Beteiligungskapital (28 Mrd €) – ein Um-

schwung im Kreditverkehr zwischen verbundenen Unternehmen von Kapitalzuflüssen im Jahr 2002 (22 Mrd €) zu nun recht hohen Kapitalabflüssen (11 Mrd €). Bei der Interpretation dieser Zahlen ist allerdings zu beachten, dass offenbar ausländische Muttergesellschaften unter dem Einfluss der Neuregelung des Körperschaftsteuergesetzes im Ergebnis Gesellschafterkredite in Eigenkapital umwandeln und somit einen Passivtausch in ihren Bilanzen vorgenommen haben (siehe Erläuterungen auf S. 52). Am attraktivsten war Deutschland im letzten Jahr für Firmen aus Frankreich und den USA.

Im statistisch erfassten Kreditverkehr der Nichtbanken kam es 2003, wie auch schon im Jahr davor, per saldo zu einer Kapitalverlagerung ins Ausland (12 Mrd €, nach 2 Mrd €

Kreditverkehr der Nichtbanken

Die Neuregelung der Gesellschafter-Fremdfinanzierung und ihre Auswirkungen auf die Direktinvestitionen

Zum Jahresende 2003 kam es zu einer ungewöhnlichen Entwicklung bei den ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland. So führten gebietsfremde Eigner letzten Dezember langfristige Kredite in einer Höhe von 14 ½ Mrd € zurück, die sie zuvor ihren in Deutschland ansässigen Niederlassungen zur Verfügung gestellt hatten. Gleichzeitig legten sie einen Großteil dieser Gelder in Form von Beteiligungskapital wieder bei ihren verbundenen Unternehmen im Inland an, wodurch sie im Ergebnis deren Eigenkapitalanteil erhöhten.

Hintergrund dieser Transaktionen ist eine zum 1. Januar 2004 in Kraft getretene Neufassung des Körperschaftsteuergesetzes, nach der die bisherige steuerliche Begünstigung inländischer Anteilseigner gegenüber ausländischen Anteilseignern an inländischen Kapitalgesellschaften bei der Gesellschafter-Fremdfinanzierung beseitigt und außerdem das besondere Steuerprivileg für Holdinggesellschaften abgeschafft wurde. Die bisherige Regelung sah vor, dass inländische Holdings unabhängig von ihrer Finanzierungsstruktur Zinszahlungen für Kredite, die von der deutschen Mutter gewährt wurden, voll als Betriebsausgaben und damit steuermindernd geltend machen konnten. Die Zinsaufwendungen deutscher Holdings in ausländischem Mehrheitsbesitz konnten hingegen nur bei einer Fremdkapital-Eigenkapital-Relation von bis zu 3:1 das steuerliche Ergebnis mindern. Bei einer geringeren Eigen-

kapitalquote als 25 % wurden Fremdkapitalkosten steuerrechtlich als verdeckte Gewinnausschüttungen gewertet. Aus fiskalischer Sicht ging es darum, Steuerausfälle durch die Art der Gesellschafterfinanzierung zu deckeln, da Zinserträge der gebietsfremden Mutter nicht der inländischen Besteuerung unterliegen.

Die seit 2004 geltende Regelung ist nun einheitlich für alle in- und ausländischen Anteilseigner. Danach sind Vergütungen für Fremdkapital – nach Überschreiten einer Freigrenze von 250 000 € – in der Regel dann als verdeckte Gewinnausschüttungen anzusehen und daher zu versteuern, wenn das Fremdkapital zu einem Zeitpunkt des Wirtschaftsjahres das Eineinhalbfache des anteiligen Eigenkapitals übersteigt. Der erweiterte „safe haven“ für Holdings entfällt. Dies führt dazu, dass die ausländischen Gesellschafter die Eigenkapitalausstattung ihrer inländischen Holdings von bisher 25 % auf nun mindestens 40 % der Summe aus Eigen- und Fremdmitteln aufstocken.

Um die Finanzierungsstruktur ihrer deutschen Holdings an die vom 1. Januar an geltenden gesetzlichen Rahmenbedingungen anzupassen, verringerten die ausländischen Muttergesellschaften bereits zum Jahresende hin ihren Fremdkapitalanteil, indem sie zum einen langfristige Kredite abriefen und gleichzeitig Neuanlagen in Beteiligungskapital tätigten.

im Jahr davor). Dominiert wurde diese Entwicklung von den Dispositionen inländischer Wirtschaftsunternehmen (und Privatpersonen), die Erlöse aus Wertpapieremissionen bei ausländischen Banken parkten und damit per saldo einen Zuwachs ihrer Auslandsaktiva in Höhe von 17 Mrd € zu verzeichnen hatten. Staatliche Stellen importierten hingegen Kapital aus dem Ausland, und zwar in Höhe von 5 Mrd €. Ausschlaggebend waren dabei von ausländischen Anlegern bereitgestellte Großkredite in Form von Schuldscheindarlehen, die dem Kreditverkehr zugerechnet werden.

*Kreditverkehr
des Bankensystems*

Dem Plus in der Leistungsbilanz sowie dem Netto-Kapitalimport in den anderen statistisch erfassten Bereichen des Kapitalverkehrs standen – gleichsam als saldenmechanischer Reflex – hohe Netto-Kapitalexporte des Bankensystems gegenüber (108 Mrd €, nach 137 ½ Mrd € im Jahr davor). Der größte Teil des Zuwachses der Netto-Auslandsforderungen der Kreditinstitute entfiel dabei mit 73 Mrd € auf das kurzfristige Laufzeitsegment. Wie in den vorangegangenen Berichtszeiträumen war dabei die Gewährung von Buchkrediten an Ausländer ausschlaggebend,

während das entsprechende Passivgeschäft langsamer wuchs. Die dem Kreditverkehr zuzurechnenden Auslandstransaktionen der Bundesbank schlossen hingegen nahezu ausgeglichen ab (2 Mrd €). Dabei ging der geringe positive Saldo in erster Linie auf höhere Einlagen ausländischer Geschäfts- und Notenbanken bei der Bundesbank zurück und stand damit – anders als in früheren Jahren – nicht im Zusammenhang mit dem Zahlungsverkehr des ESZB.

Die innerhalb der Zahlungsbilanz getrennt ausgewiesenen Währungsreserven sind im Jahr 2003 transaktionsbedingt um ½ Mrd € gesunken. Erheblich stärker schlugen sich allerdings über das Jahr gesehen die Bewertungsänderungen in der Bilanz der Bundesbank nieder. Verglichen mit dem Bilanzschlusswert des Jahres 2002 verloren die Währungsreserven im vergangenen Jahr 8 ½ Mrd € an Wert und standen Ende 2003 mit 76 ½ Mrd € zu Buche. Verantwortlich hierfür zeichnete der schwache US-Dollar, dessen Kursverlust nur zu einem kleinen Teil durch Wertgewinne beim Gold ausgeglichen wurde.

Währungsreserven der Bundesbank