

Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2004

Die günstige Weltkonjunktur und das kräftige Wachstum des Welthandels im vergangenen Jahr strahlten auch auf die deutsche Exportwirtschaft aus. Erst in der zweiten Jahreshälfte dämpften steigende Ölpreise und der starke Euro die Auslandsnachfrage etwas. Insgesamt nahmen die heimischen Exporte 2004 aber um 10 % und damit so stark zu wie seit dem Jahr 2000 nicht mehr. Da zugleich die Einfuhrumsätze schwächer als die Exporte gestiegen sind (7 ½ %), erreichte der Überschuss in der Handelsbilanz einen neuen Rekordwert von 156 ½ Mrd €. Der Aktivsaldo in der Leistungsbilanz hat sich ebenfalls deutlich ausgeweitet (auf 84 Mrd €), so dass die „Netto-Exporte“ mehr als einen Prozentpunkt zu dem BIP-Wachstum von 1,6 % im Jahr 2004 beigetragen haben. Die Kehrseite des Leistungsbilanzüberschusses sind hohe Netto-Kapitalexporte, die zeigen, in welchem Umfang Deutschland dem Ausland heimische Ersparnisse zur Verfügung stellt. Dabei führten Sonderfaktoren zu Kapitalabflüssen bei den Direktinvestitionen, während im Wertpapierverkehr Mittel aus dem Ausland nach Deutschland geflossen sind. Der folgende Bericht erläutert die Entwicklungen im Leistungs- und Kapitalverkehr mit dem Ausland im Jahr 2004. Er geht auch auf methodische Änderungen im Ausweis der Kapitalerträge und bei der Erhebung des Außenhandels sowie auf Probleme bei der Erfassung von Bargeldtransaktionen ein.

Leistungsbilanz

Außenwirtschaftliches Umfeld

Im außenwirtschaftlichen Umfeld überwogen 2004 die positiven Einflussfaktoren. Die Weltwirtschaft ist im vergangenen Jahr – trotz einer Abflachung in der zweiten Jahreshälfte – mit schätzungsweise 5 % so rasch gewachsen wie seit Mitte der siebziger Jahre nicht mehr. Zugleich nahm der Welthandel real um etwa 9 % zu. Von der Wechselkursseite wurden die deutschen Exporteure allerdings vor allem zu Beginn und Ende 2004 belastet, als der Euro jeweils kräftig aufwertete. Gemessen am Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, der die Preis- und Kostensituation der deutschen Wirtschaft im internationalen Vergleich umfassend abbildet und auch die unterschiedlichen Verhältnisse im Euro-Raum einbezieht, hat sich die Wettbewerbsposition Deutschlands im Jahresdurchschnitt aber nur leicht verschlechtert ($-1/2\%$); sie war damit noch immer gut $2\ 1/2\%$ besser als im langfristigen Durchschnitt.

Ausfuhren

Der deutschen Exportwirtschaft kam zugute, dass sie sowohl regional als auch in ihrem Produktsortiment breit aufgestellt ist. Daher gelang es ihr, erfolgreich an der lebhaften Entwicklung von Welthandel und Weltkonjunktur zu partizipieren. Dem Wert nach nahmen die deutschen Warenexporte im letzten Jahr um 10 % gegenüber 2003 zu. Auch in realer Rechnung sind sie – angesichts der lediglich moderaten Verteuerung der Ausfuhren ($+1/2\%$) – nur wenig schwächer gestiegen.

Die Ausfuhrumsätze mit den übrigen Ländern des Euro-Raums expandierten 2004 ebenso

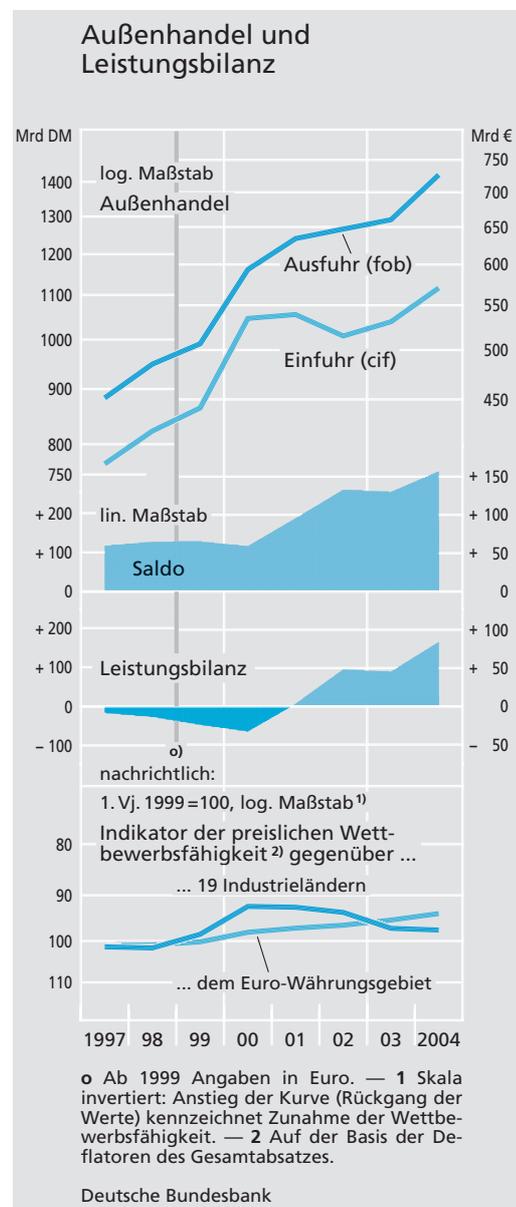
stark wie mit Drittländern (jeweils $+10\ 1/2\%$).¹ Dies ist insofern bemerkenswert, als die wirtschaftliche Dynamik außerhalb des Euro-Raums deutlich höher war als innerhalb. Offenbar kam den deutschen Exporteuren auf den benachbarten Märkten in der Währungsunion ihre im Vergleich zu den Wettbewerbern aus anderen EWU-Ländern vorteilhafte Preis- und Kostenentwicklung zugute. Hierfür sprechen die hohen Steigerungsraten bei den Ausfuhren nach Irland ($15\ 1/2\%$), Spanien ($13\ 1/2\%$) und Griechenland (13%). Diese Länder wiesen neben einem relativ lebhaften Wirtschaftswachstum zum Teil eine recht ungünstige Preis- und Kostenentwicklung auf; bei Griechenland könnte darüber hinaus eine erhöhte Nachfrage auch nach deutschen Produkten im Zusammenhang mit den Olympischen Spielen in Athen eine Rolle gespielt haben. Zusammen haben diese Länder jedoch nur einen Anteil von gut einem Siebtel an den deutschen Ausfuhren in die EWU, was ihren Beitrag zum Exportwachstum begrenzt. Stärker zu Buche schlug daher die Nachfrage nach deutschen Produkten aus den Benelux-Ländern, Frankreich, Italien und Österreich, die insgesamt einen Anteil von mehr als vier Fünftel an den deutschen Ausfuhren in die EWU erreichten. Im Euro-Raum – auf den immerhin $43\ 1/2\%$ der gesamten deutschen Ausfuhrumsätze entfallen – gelang es der deutschen Exportwirtschaft auch 2004, ihre Marktposition weiter auszubauen.

Regionalstruktur der Ausfuhren

¹ Die vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten Angaben zu den Aus- und Einfuhren nach Ländern und Regionen sowie nach Sektoren für 2004 liegen derzeit rd. $2\ 1/2$ Mrd € bzw. 3 Mrd € höher als die jeweiligen Gesamtwerte. Letztere wurden Anfang Februar 2005 nach unten korrigiert; die Revision der regional und sektoral disaggregierten Werte steht hingegen noch aus.

Außerhalb des Euro-Raums haben die deutschen Warenlieferungen trotz der eigentlich beachtlichen Wachstumsrate von nominal 10 ½ % vermutlich – eine endgültige Einschätzung ist wegen unvollständiger Daten zum Welthandel derzeit noch nicht möglich – etwas schwächer zugenommen als die Außenhandelsentwicklung der Drittländer insgesamt. Dies würde bedeuten, dass die deutschen Exporteure 2004 in den Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets erneut Exportmarktanteile zu Gunsten ihrer ausländischen, und hier speziell der asiatischen, Konkurrenten einbüßten. Vor allem der Wertzuwachs der Exporte in die USA, immerhin der zweitwichtigste deutsche Handelspartner, fiel gemessen an dem kräftigen Wachstum in den Vereinigten Staaten mit 5 % im Jahresvergleich recht bescheiden aus. Hier erschwerte sicherlich die vorangegangene Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar den Exporteuren das Geschäft, was sich unter anderem beim Kfz-Absatz bemerkbar machte. Auch die nominalen Ausfuhren nach Japan entwickelten sich vergleichsweise moderat (+ 7 %). Auffällig ist schließlich, dass die deutschen Ausfuhrumsätze mit den übrigen EU-Staaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, ebenfalls unterdurchschnittlich expandierten (+ 8 ½ %). Dabei könnten allerdings statistische Zuordnungsprobleme im Zusammenhang mit der EU-Erweiterung im Mai 2004 eine Rolle gespielt haben (siehe Erläuterungen auf S. 30).

In vielen anderen Ländern verzeichneten die deutschen Exporteure jedoch zweistellige Steigerungsraten. Wie schon im Jahr 2003 nutzten sie die mit dem raschen Wirtschafts-



wachstum verbundene lebhaftere Importnachfrage Chinas, die sich besonders auf Maschinen richtete, zu einer Expansion ihrer Ausfuhrumsätze (+ 15 %). Auch in die Russische Föderation sowie die OPEC-Länder, deren Exporterlöse durch die höheren Energiepreise kräftig gestiegen sind, hat die deutsche Wirtschaft dem Betrag nach deutlich mehr Waren geliefert als 2003 (+ 23 ½ % bzw. + 19 ½ %).

Statistisch-methodische Effekte in der Außenhandelsstatistik durch die EU-Osterweiterung

Der in der deutschen Außenhandelsstatistik nachgewiesene Handel mit der Gruppe der zehn neuen EU-Länder ist seit deren Beitritt im Mai 2004 signifikant zurückgegangen. Dies gilt für beide Verkehrsrichtungen, in stärkerem Maße aber für die Einfuhr. Diese Entwicklung dürfte zu einem erheblichen Teil auf statistisch-methodische Effekte zurückzuführen sein. Sie resultieren daraus, dass der Warenverkehr mit den Beitrittsländern jetzt nicht mehr „sekundärstatistisch“ über die Zollanmeldungen, sondern durch direkte Unternehmensbefragungen im Rahmen des Intrastat-Erhebungssystems erhoben wird.

Transitgeschäfte

Vor der EU-Erweiterung wurden Waren, die zum Beispiel aus der Tschechischen Republik oder Polen nach Deutschland eingeführt und dann in andere EU-Länder exportiert wurden, in der Regel als Ein- und Ausfuhren registriert. Dies galt zumindest dann, wenn sie an der deutschen Grenze zum freien Verkehr in der EU abgefertigt wurden. In diesen Fällen fielen sowohl eine Einfuhrmeldung im Extrahandel als auch eine Versendungsmeldung im Intrahandel an. Seit dem Wegfall der Zollschranken werden derartige Warenbewegungen als Durchfuhr (Transit) betrachtet und damit nicht mehr in der Statistik erfasst. Dies gilt allerdings nur dann, wenn die Waren ohne oder nach lediglich transportbedingtem Aufenthalt in Deutschland ins Ausland weiterbefördert werden. Der Gesamtwert der durch den „Transiteffekt“ entfallenen Einfuhrmeldungen dürfte sich bei den Einfuhren aus den Beitrittsländern auf eine erhebliche Größe kumulieren.

Fehlende Meldungen

Obwohl die Unternehmen gezielt darauf hingewiesen wurden, dass der Warenverkehr mit den Beitrittsländern ab Mai 2004 grundsätzlich der Meldepflicht zur Intrahandelsstatistik unterliegt, ist nicht auszuschließen, dass zumindest vorübergehend erhöhte Antwortausfälle aufgetreten sind. Die damit verbundene Untererfassung dürfte sich, auf Grund von Nachmeldungen, bis zur Feststellung des endgültigen Handelsergebnisses des Jahres 2004 im Herbst 2005 reduzieren.

Veredelungsverkehr ¹⁾

Beim Veredelungsverkehr mit den Beitrittsländern ist von Mai bis Dezember vergangenen Jahres einseitig ein hoher Rückgang festzustellen. Es ist davon auszugehen, dass ein Teil dieser Wareneingänge auch weiterhin gemeldet wird, möglicher-

¹ Veredelungsverkehr ist ein zollrechtliches Verfahren, bei dem Waren (Rohstoffe oder Halbfabrikate) zollbegünstigt eingeführt werden, um nach (Weiter-)Verarbeitung wieder ausgeführt zu werden (aktive Veredelung), oder bei dem

weise jedoch als einfacher Kauf/Verkauf, da der Veredelungsverkehr nach Wegfall der Zollgrenzen nicht mehr einer spezifischen zollamtlichen Überwachung unterliegt. In welchem Umfang es tatsächlich zu einer Untererfassung gekommen ist, lässt sich nicht exakt quantifizieren, da der Veredelungsverkehr nicht in den für Umsatzsteuerzwecke gemeldeten innergemeinschaftlichen Lieferungen/Erwerben enthalten ist und somit die sonst übliche Kontrollmöglichkeit über die Umsatzsteuervoranmeldungen entfällt.

Breiter Warenverkehr

Anders als im Extrahandel gibt es in der Intrahandelsstatistik eine firmenbezogene Anmeldeschwelle, welche auf die in einem Jahr getätigten Exporte und Importe eines Unternehmens angewendet wird. Möglicherweise treten im Handel mit den Beitrittsländern überdurchschnittliche Abschnideffekte auf, so dass die generell durchgeführten statistischen Zuschätzungen für diese Region nun nicht mehr ausreichend sind. Betroffen davon wären vor allem die direkten Anrainerstaaten Polen und Tschechische Republik, da hier der so genannte „kleine Grenzverkehr“, der in vielen Fällen die Meldeschwelle nicht erreicht, eine größere Rolle spielen dürfte.

Darüber hinaus sind in der Intrahandelsstatistik bestimmte (in einer „Befreiungsliste“ verbindlich vorgegebene) Waren grundsätzlich, das heißt unabhängig von Meldeschwellen, von der Anmeldung befreit. Dazu zählt unter anderem der Warenverkehr mit vorübergehendem Charakter (z. B. Messgut, Leihgut, Geschäfte auf Basis von Operate Leasing). Schließlich sind auch Privatpersonen generell von der Auskunftspflicht befreit.

Die zuletzt erwähnten waren- beziehungsweise anmelderspezifischen Befreiungen werden im Gegensatz zu den schwelenspezifischen Befreiungen nicht durch entsprechende Zuschätzungen ersetzt.

Zusammenfassend ist davon auszugehen, dass im Jahr 2004 die Warenimporte auf Grund statistisch-methodischer Effekte deutlich niedriger ausgefallen sind. Eine verlässliche Abschätzung ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt allerdings schwierig. Das Statistische Bundesamt veranschlagt die Diskrepanz in einer ersten groben Schätzung auf eine Größenordnung von rund 3 Mrd €. Bei den Warenexporten dürften die Auswirkungen der Umstellung geringer sein.

Waren zur Durchführung von Veredelungsvorgängen vorübergehend aus dem Zollgebiet ausgeführt und anschließend zollbegünstigt wieder eingeführt werden (passive Veredelung).

Warenstruktur
der Ausfuhren

An der starken Auslandsnachfrage partizipierten 2004 nahezu alle Branchen.²⁾ Die beiden wichtigsten Produktbereiche der deutschen Exportwirtschaft, die Investitions- und Vorleistungsgüter mit Anteilen von knapp 45 % beziehungsweise fast 30 %, profitierten allerdings besonders von der Expansion der Weltwirtschaft. Die kräftige Nachfrage richtete sich vor allem auf die Erzeugnisse der heimischen Metallindustrie (+13 %), der Informations- und Kommunikationstechnik (IKT) (+10 %), der Chemischen Industrie (+10 %) sowie des Maschinenbaus (+9 %). Die Automobilindustrie konnte hingegen ihre Ausfuhrerlöse gegenüber 2003 nur unterdurchschnittlich steigern (3 %); dementsprechend sank ihr Anteil an den gesamten deutschen Exporten um fast 1½ Prozentpunkte auf 18½ %. Stärkere Einbrüche der Kfz-Exporte waren vor allem im chinesischen Markt festzustellen (–22½ % dem Wert nach). Hier dürfte die von den Behörden angeordnete restriktivere Vergabe von (Privat-)Krediten durch das chinesische Bankensystem den deutschen Kfz-Absatz vor Ort beeinträchtigt haben. Außerdem war der Auslandsabsatz von Fahrzeugen in den USA, in die 2004 immerhin 15 % der deutschen Kfz-Exporte geliefert wurden, dem Wert nach rückläufig. Ausschlaggebend für das moderate Exportergebnis dieser wichtigen deutschen Exportbranche mag daher – neben der für deutsche Ausfuhren in den Dollar-Raum ungünstigen Wechselkursentwicklung – auch die schwie-

²⁾ Das Bild der Warenstruktur bei den Exporten und Importen wird durch den hohen Anteil der Güter, die bislang keiner Warengruppe zugeordnet werden konnten, stark verzerrt. Daher können die Veränderungsraten der Warengruppen nicht mit der Gesamtrate verglichen werden.

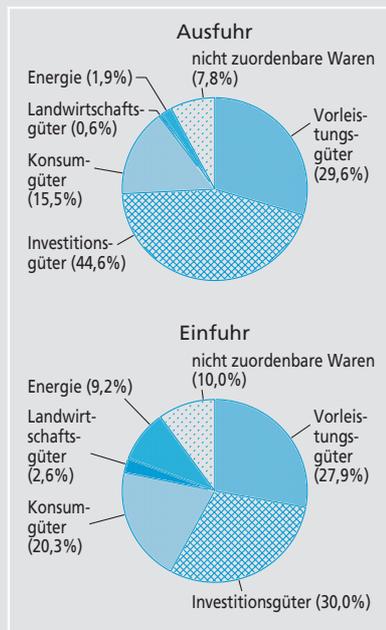
Regionale Entwicklung
des Außenhandels

2004		
Ländergruppe/Land 1)	Anteile in %	Veränderung der Aus- bzw. Einfuhr gegenüber dem Vorjahr in %
Ausfuhr		
Alle Länder	100,0	10,0
darunter:		
EWU-Länder	43,6	10,5
Übrige EU-Länder	20,5	8,7
darunter:		
Neue Mitgliedsländer 2)	8,4	8,5
Vereinigte Staaten	8,9	5,1
Russische Föderation	2,0	23,5
China	2,9	15,0
Japan	1,7	6,8
Südostasiatische Schwellenländer	3,7	9,4
OPEC-Länder	2,3	19,3
Entwicklungsländer ohne OPEC	8,4	10,6
Einfuhr		
Alle Länder	100,0	7,5
darunter:		
EWU-Länder	40,8	8,7
Übrige EU-Länder	19,5	3,4
darunter:		
Neue Mitgliedsländer 2)	10,1	1,0
Vereinigte Staaten	7,0	2,6
Russische Föderation	2,8	14,0
China	5,7	26,4
Japan	3,7	7,2
Südostasiatische Schwellenländer	5,2	10,6
OPEC-Länder	1,5	14,0
Entwicklungsländer ohne OPEC	9,6	7,6

¹⁾ Die Angaben für „Alle Länder“ enthalten im Jahr 2004 Korrekturen, die regional aufgeführt noch nicht vorliegen. — ²⁾ Beitritt am 1. Mai 2004.

Außenhandel nach ausgewählten Gütergruppen

2004



Deutsche Bundesbank

rige Lage auf dem US-Automobilmarkt gewesen sein.

Einfuhren

Nach eher verhaltenem Wachstum im Vorjahr legten die Wareneinfuhren im Jahr 2004 um nominal 7 ½ % zu. Auch in realer Rechnung verzeichneten die Importe einen recht starken Anstieg, da sich die Preise der eingeführten Güter im Jahresdurchschnitt nur um gut 1 % erhöhten. Diese Verteuerung ist hauptsächlich auf erheblich gestiegene Energie- und Rohstoffpreise zurückzuführen, die den Rückgang der Einfuhrpreise von Investitions- und Konsumgütern überkompensierten. Angesichts der stagnierenden Binnennachfrage ist der kräftige Anstieg der Importe insbesondere durch die positive Entwicklung der Ausfuhren zu erklären. Auf Grund des hohen – und bis zuletzt weiter steigenden – Anteils

importierter Vorleistungen bei der Produktion von Exportgütern führen Ausfuhrsteigerungen unmittelbar zu zunehmenden Einfuhren.³⁾

Der starke Zuwachs der Vorleistungsgütereinfuhren zeigt diesen positiven Einfluss der Exportentwicklung. Alles in allem haben diese im vergangenen Jahr nominal um 5 ½ % zugenommen.⁴⁾ Inländische Unternehmen haben dem Wert nach insbesondere ihre Bezüge von Eisen- und Stahlerzeugnissen sowie chemischen Erzeugnissen kräftig ausgeweitet. Allerdings spielten dabei vermutlich Preissteigerungen eine bedeutsame Rolle. Mit 10 ½ % wuchsen auch die nominalen Energieeinfuhren überdurchschnittlich stark. Real ist hier jedoch ein Rückgang festzustellen, da sich die Energieimporte im Durchschnitt des Jahres 2004 um 12 % verteuerten. Auf Grund der ebenfalls merklich gestiegenen Energieexporte – zum Großteil dürfte es sich lediglich um die „Durchleitung“ von Energieimporten gehandelt haben – hat sich der Wert der Netto-Energieeinfuhren allerdings kaum erhöht. Anders als in den siebziger Jahren hielt sich im Übrigen der Kaufkraftentzug, der 2004 mit dem Anstieg der Energiepreise verbunden war, in recht engen Grenzen. Gemessen am BIP lag er – für sich betrachtet – bei lediglich ¼ %, verglichen mit 1 ½ % des BIP 1974 und 1 ¼ % 1980. Hierin kommt neben

Warenstruktur
der Einfuhren

³ Der Importanteil bei der Herstellung von Exportgütern lag bereits im Jahr 2000 nach Berechnungen des Statistischen Bundesamtes bei über 40 %. Er ist besonders hoch in der Bekleidungsindustrie sowie in der Herstellung von Büromaschinen und Datenverarbeitungsgeräten. Die wichtigsten deutschen Exportsektoren (Automobilindustrie, Maschinenbau und Chemische Industrie) zeigten hohe, aber unterdurchschnittliche Importanteile.

⁴ Siehe Fußnote 2.

dem 2004 deutlich geringeren Energiepreisanstieg nicht zuletzt die gesunkene Energieintensität der Produktion in Deutschland zum Ausdruck.

Im Gegensatz zu den Vorleistungsgütern sind die Importe von Investitionsgütern – der zögerlichen Belebung der Investitionstätigkeit in Deutschland entsprechend – nur leicht gestiegen (nominal +1%). Kaum verändert haben sich dabei die wertmäßigen Bezüge von Maschinen aus dem Ausland. Bei Produkten der Informations- und Kommunikationstechnologie gab es – in nominaler Rechnung – gegenläufige Entwicklungen: Die Einfuhrwerte der Nachrichtentechnologie expandierten um 12 ½%, die Importwerte von Datenverarbeitungsgeräten waren hingegen leicht rückläufig (–2%). Eine um Preissteigerungen bereinigte Betrachtung zeigt jedoch, dass angesichts weltweit rückläufiger Preise von IKT-Produkten und damit auch in Deutschland gesunkener Einfuhrpreise letztlich die deutsche Nachfrage nach der gesamten Palette ausländischer Informationstechnologiegüter real zugenommen hat.

Die Konsumgütereinfuhren aus dem Ausland fielen 2004 dem Betrag nach sogar unter das Vorjahrsniveau, was den rückläufigen Privaten Verbrauch in Deutschland widerspiegelt. Die Zurückhaltung der privaten Haushalte schlug sich insbesondere in geringeren Einfuhrumsätzen bei typischen Konsumgütern wie Textilien, Bekleidung und Lederwaren sowie Möbeln, Schmuck und Spielwaren nieder. Die Einfuhrwerte von Kraftfahrzeugen (und Kraftfahrzeugteilen), die allerdings zum Teil

den Investitionsgütern zuzurechnen sind, stagnierten im vergangenen Jahr.

Sowohl die Einfuhren aus dem Euro-Raum (+8 ½%) als auch aus den Nicht-EWU-Ländern (+7 ½%) nahmen 2004 im Vergleich zum Vorjahr nominal deutlich zu.⁵⁾ Ein Teil des Anstiegs ist auf Preiserhöhungen zurückzuführen, die für Einfuhren aus dem Euro-Raum mit 2% höher ausfielen als für Nicht-EWU-Importe (½%). Unter den Ländern des Euro-Raums profitierten vor allem Belgien, die Niederlande und Österreich von der recht starken Importnachfrage Deutschlands. Die Einfuhrumsätze mit Griechenland, Portugal und Finnland waren dagegen rückläufig. Hierbei dürften Verschiebungen in der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zu Lasten dieser Länder beziehungsweise sinkende Preise bei IKT-Produkten eine wesentliche Rolle gespielt haben.

Auch außerhalb des Euro-Raums ergibt sich ein gespaltenes Bild in der Regionalstruktur der Einfuhren. Wegen des schwächeren Dollar-Kurses erhöhte sich der Wert der Warenlieferungen aus den USA nur unterdurchschnittlich (+2 ½%). Auch die – statistisch erfassten – Bezüge aus den neuen Mitgliedsländern der Europäischen Union, die in der Vergangenheit nicht zuletzt wegen der hohen Direktinvestitionen deutscher Unternehmen in diesen Ländern stark zugenommen hatten, stiegen 2004 eher verhalten (nominal +1%). Verantwortlich hierfür dürfte die Umstellung in der statistischen Erfassung nach der EU-Erweiterung gewesen sein, denn bis April 2004

Regionalstruktur der Einfuhren

⁵ Siehe Fußnote 1.

Zur Einführung der periodengerechten Erfassung von Zinserträgen (Accrual-Prinzip)

Das Zahlungsbilanzhandbuch des IWF ¹⁾ und die Leitlinie der EZB ²⁾ sehen vor, Zinsen auf Schuldverschreibungen (festverzinsliche Wertpapiere und Geldmarktpapiere) sowie auf sonstige Schuldtitel nicht erst zum Zeitpunkt der Zahlung in die Leistungsbilanz einzustellen, sondern diese kontinuierlich über die Zinsperiode zu verteilen. ³⁾ Damit soll erreicht werden, dass die Erträge so in der Leistungsbilanz verbucht werden, wie sie dem Inhaber eines Wertpapiers beziehungsweise eines sonstigen Schuldtitels während der Berichtsperiode wertmäßig zuwachsen. Neben der zeitanteiligen Erfassung der Zinsen als Vermögenseinkommen in der Leistungsbilanz ist nach dem Prinzip der doppelten Buchführung ein ausgleichender Eintrag unter dem entsprechenden Instrument im Kapitalverkehr notwendig. Dieser stellt den ertragsbedingten Vermögenszuwachs dar. Werden Zinsen schließlich tatsächlich gezahlt, gehen diese nicht als Vermögenseinkommen in die Leistungsbilanz ein, sondern es ist, den Geldfluss ausgleichend, in der Kapitalbilanz eine Liquidation in dem zinstragenden Finanzinstrument zu verbuchen.

Da sich das deutsche Meldesystem nicht zur unmittelbaren Erfassung von Vermögenseinkommen auf Accrual-Basis eignet, müssen diese geschätzt werden. Nach den Vorgaben von IWF und EZB soll dies durch Anwendung geeigneter Referenzzinssätze auf die jeweiligen Vermögensbestände erfolgen. Eine solche, detaillierte Berechnung erfordert die Implementierung einer neuen Datenbasis, in der die Wertpapierbestände „security-by-security“ ausgewiesen sind. Eine derartige Datenbank befindet sich derzeit im Aufbau. Neben einer gesonderten Methode für die Rückrechnung der Zinserträge aus der Zeit von 1971 bis 2003 musste daher für 2004 sowie das laufende Jahr 2005 auf ein anderes Verfahren zurückgegriffen werden.

Die Umstellung der Zinszahlungen der Jahre 1971 bis 2003 auf Accrual-Basis konnte durch eine vereinfachte Rückrechnungsmethode gewährleistet werden. Dabei wurden die ursprünglich erfassten Zinszahlungen gleichmäßig auf die

unmittelbar vorangegangene Zinsperiode, zu meist zwölf Monate, verteilt. Ein Monatswert auf Accrual-Basis setzt sich somit aus einem Zwölftel der Zinszahlungen desselben Monats und jeweils einem Zwölftel der Zinszahlungen der elf nachfolgenden Monate zusammen. Hierbei liegt die Annahme zu Grunde, dass die Mehrzahl der betrachteten Papiere jährliche Zinstermine aufweist. Lediglich bei Geldmarktpapieren wurden auf der Aktivseite 3-Monats-Kupons beziehungsweise auf der Passivseite 6-Monats-Kupons unterstellt.

Da für das Jahr 2004 nach dem beschriebenen Rückrechnungsverfahren noch keine Werte berechenbar sind, mussten die entsprechenden Zinsertragsreihen mit Hilfe von aggregierten Beständen und Referenzzinssätzen geschätzt werden. Die monatlichen Bestände wurden dazu hilfsweise aus dem jährlichen Auslandsvermögensstatus und den monatlichen Zahlungsbilanztransaktionen abgeleitet. Die so ermittelten Zinsströme für 2004 können nach einem Jahr auf Grund der zurückgerechneten Daten aus 2005 berichtigt werden. Gleiches gilt dann für die Folgejahre.

Die durch Änderungen in der Leistungsbilanz an sich notwendigen Gegenbuchungen in der Kapitalbilanz konnten aus technischen Gründen noch nicht erfolgen. Stattdessen fließen die hierdurch entstehenden Abweichungen in den so genannten Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten) ein.

Ein Vergleich der alten und der neuen, nach dem Accrual-Prinzip ermittelten Zeitreihen für die Kapitalerträge zeigt für einzelne Jahre durchaus Abweichungen im einstelligen Milliardenbereich. In der Mehrzahl der Jahre liegen die Zinsen auf Accrual-Basis etwas höher als die tatsächlich gezahlten Zinsen (vgl. Schaubild auf S. 35). Dies hängt mit den tendenziell steigenden Auslandsaktiva und -passiva zusammen, die in Verbindung mit der zeitgerechten Vorverlagerung der Verbuchung entsprechend zu höheren Zinserträgen führen.

1 IMF, Balance of Payments Manual, Fifth Edition, 1993. — 2 ECB, Guideline ECB/2004/15, 2004. — 3 Für Dividenden gilt eine davon abweichende Regelung. Sie unterliegen nicht dem Accrual-Prinzip, sondern sind zu dem Zeitpunkt zu erfassen, an dem sie auszuschütten sind („when payable“). Dies gilt sowohl für Aktien in Wertpapierportfolios als auch für Beteiligungen in Form von Direktinvestitionen. Demgegenüber sind reinvestierte Gewinne aus Direkt-

investitionen in der Periode zu erfassen, in der sie verdient werden („when earned“). In der deutschen Zahlungsbilanz werden die reinvestierten Gewinne residual ermittelt, indem von den (teilweise geschätzten) zeitlich über das entsprechende Berichtsjahr verteilten Jahresüberschüssen die im jeweiligen Berichtsmonat tatsächlich ausgeschütteten Dividenden in Abzug gebracht werden.

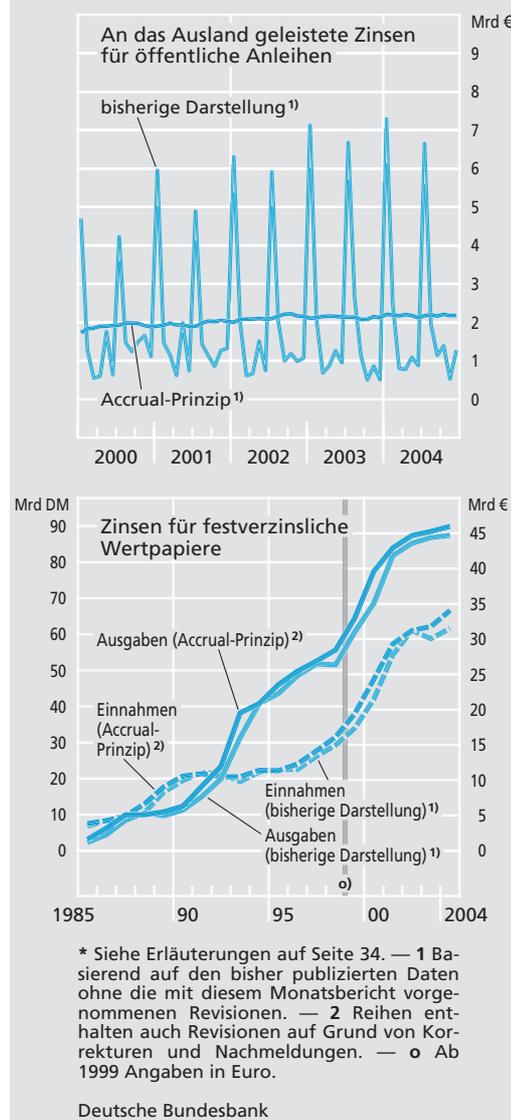
waren im Vorjahrsvergleich überwiegend zweistellige Zuwachsraten zu verzeichnen (siehe Erläuterungen auf S. 30).

Die Einfuhrumsätze mit Handelspartnern in Asien stiegen hingegen meist überdurchschnittlich stark. So konnten die südostasiatischen Schwellenländer einen zweistelligen Zuwachs verzeichnen (+10 ½ %). Noch rascher expandierten die deutschen Warenbezüge aus China (nominal +26 ½ %), auf das inzwischen 5 ½ % der gesamten deutschen Warenimporte entfallen. Das „Reich der Mitte“ ist damit zum sechstgrößten Herkunftsland deutscher Importe geworden. China hat vor allem mit Maschinen, Datenverarbeitungsgeräten und Nachrichtentechnik Erfolge auf dem deutschen Markt erzielt. Da in diesen Produktgruppen stagnierende oder leicht rückläufige Importe aus den USA verzeichnet wurden, ist es möglicherweise zu einer Substitution amerikanischer durch günstiger gefertigte asiatische Güter gekommen.⁶⁾ Auch die wertmäßigen Einfuhren aus den OPEC-Ländern und der Russischen Föderation stiegen kräftig (jeweils +14 %); allerdings war dieser Anstieg zu einem großen Teil preisbedingt.

Salden in der
Handelsbilanz
und der
Leistungsbilanz

Im Ergebnis schloss die Handelsbilanz 2004 mit einem Rekordüberschuss von 156 ½ Mrd €, der damit um 27 Mrd € über dem Vorjahrswert lag. Das Defizit bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen war erneut rückläufig und belief sich auf 60 ½ Mrd €, nach 76 ½ Mrd € im Vorjahr. Insgesamt erhöhte sich der Leistungsbilanzüberschuss damit auf 84 Mrd € oder fast 4 % des nominalen BIP. Im Jahr zuvor wurde mit 45 Mrd € noch ein deutlich niedrigeres Plus erzielt.

Accrual-Prinzip*)



Das geringere Defizit bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen – welche die Dienstleistungen, die Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie die laufenden Übertragungen umfassen – geht primär auf die positive Entwicklung im Bereich der grenzüberschreiten-

Faktor-
einkommen

6 Amerikanische Unternehmen haben in den letzten Jahren in großem Umfang Direktinvestitionen in China getätigt und einen Teil der arbeitsintensiven Produktion dorthin ausgelagert.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €			
Position	2002	2003	2004
I. Leistungsbilanz			
1. Außenhandel			
Ausfuhr (fob)	651,3	664,5	731,1
Einfuhr (cif)	518,5	534,5	574,4
Saldo	+ 132,8	+ 129,9	+ 156,7
2. Dienstleistungen (Saldo)			
darunter:			
Reiseverkehr (Saldo)	- 35,2	- 36,8	- 35,8
3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Saldo)			
darunter:			
Vermögenseinkommen (Saldo)	- 14,7	- 13,7	+ 0,1
4. Laufende Übertragungen (Saldo)			
	- 28,1	- 28,7	- 28,4
Saldo der Leistungsbilanz 1)	+ 48,2	+ 45,2	+ 84,0
II. Saldo der Vermögensübertragungen 2)			
	- 0,2	+ 0,3	+ 0,4
III. Kapitalbilanz 3)			
Direktinvestitionen	+ 37,6	+ 27,3	- 25,2
Wertpapiere	+ 63,8	+ 64,9	+ 20,8
Finanzderivate	- 0,9	- 0,1	- 4,2
Kreditverkehr 4)	- 143,2	- 138,4	- 91,1
Saldo der Kapitalbilanz	- 42,8	- 46,3	- 99,8
IV. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 5)			
	+ 2,1	+ 0,4	+ 1,5
V. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)			
	- 7,2	+ 0,3	+ 13,9

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. 38. — 4 Einschl. Bundesbank sowie sonstige öffentliche und private Kapitalanlagen. — 5 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

den Faktoreinkommen zurück. Hier glichen sich die Einkommensströme im vergangenen Jahr nahezu vollständig aus, nach Netto-Ausgaben von 13 ½ Mrd € im Jahr 2003. Die Verbesserung betraf hauptsächlich die Vermögenseinkommen, die nun stärker dem Zeitraum ihrer Entstehung zugerechnet werden (siehe Erläuterungen auf S. 34). Wie schon im Jahr davor stiegen 2004 in diesem Bereich einerseits die Einnahmen (+ 9 ½ Mrd € auf 101 ½ Mrd €); andererseits waren die Ausgaben rückläufig (- 4 Mrd € auf 102 Mrd €). Hierzu trugen auf der Einnahmenseite insbesondere deutlich höhere Einkünfte aus Direktinvestitionen bei, was auf eine verbesserte Ertragslage der Niederlassungen deutscher Unternehmen im Ausland hinweist. Zusätzlich stiegen die Dividenden- und Zinseinnahmen aus Wertpapieranlagen im Ausland; diese haben inländische Investoren in den letzten Jahren spürbar ausgeweitet. Bei den Ausgaben verringerten sich hauptsächlich die deutschen Kapitalertragszahlungen im Zusammenhang mit Direktinvestitionen sowie die Zinsaufwendungen für ausländische Kredite.

Den größten Beitrag zum Passivsaldo bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen leistete – wie schon seit Jahren – das Defizit in der Dienstleistungsbilanz. Im Jahr 2004 fiel es mit 32 Mrd € allerdings um 2 Mrd € niedriger aus als im Jahr davor. Der Rückgang war auf ein kräftiges Plus bei den Einnahmen aus grenzüberschreitend erbrachten Dienstleistungen zurückzuführen. Über die einzelnen Sparten hinweg ergab sich jedoch kein einheitliches Bild. Während bei den Transportleistungen – insgesamt gesehen der zweitwichtigste Dienstleistungsbereich – mit dem

Dienstleistungen

steigenden Welthandel höhere Überschüsse erzielt wurden, haben sich die Versicherungsleistungen passiviert. Hier schlugen insbesondere sinkende Einnahmen der deutschen Rückversicherungsunternehmen zu Buche.

Reiseverkehr

Ein besonderes Gewicht innerhalb der Dienstleistungen kommt dem Reiseverkehr zu. Das Defizit im Reiseverkehr war mit 36 Mrd € sogar etwas höher als der gesamte Passivsaldo der Dienstleistungsbilanz. Dabei bevorzugten Inländer weiterhin die traditionellen Urlaubsländer Österreich, Spanien, Italien und Frankreich. Überdurchschnittliche Zuwächse im Reiseverkehr mit Deutschen verzeichneten Belgien, Luxemburg und Polen, die als Anrainerstaaen Nutznießer der seit einigen Jahren stark zunehmenden Einkaufsreisen der Deutschen sind, sowie die Türkei. Auch die asiatischen Länder waren – nach einem kräftigen Rückgang im Jahr 2003 auf Grund der SARS-Epidemie – wieder gefragte Reiseziele. Ähnliches gilt für afrikanische Länder, von welchen besonders Ägypten, nach größeren zeitlichen Abständen zu terroristischen Anschlägen in der Vergangenheit, verstärkt besucht wurde. Wegen des für Reisende aus dem Euro-Raum günstigeren Dollar-Kurses stiegen auch die deutschen Reiseverkehrausgaben in den USA. Stark rückläufig waren hingegen die Ausgaben von hiesigen Privat- und Geschäftsreisenden in Portugal und Dänemark.

Übertragungen

Das Defizit der laufenden Übertragungen hat sich im vergangenen Jahr kaum verändert (28½ Mrd €). Niedrigeren öffentlichen standen dabei höhere private Transfers gegenüber. Ersteres war hauptsächlich geringeren Netto-Zahlungen an den EU-Haushalt

(12 Mrd €) zuzuschreiben. Zugleich stiegen allerdings die privaten Übertragungen (netto 11 Mrd €) leicht an. Die paritätisch von privaten Stellen sowie der öffentlichen Hand gezahlten Wiedergutmachungsleistungen aus der Stiftung „Erinnerung, Verantwortung und Zukunft“ sind mit gut 1 Mrd € etwas höher ausgefallen als im Jahr zuvor.

Kapitalverkehr

An den internationalen Finanzmärkten wurden die Perspektiven für die Weltwirtschaft unterschiedlich wahrgenommen. Während die sich verbessernden Gewinnaussichten vieler Unternehmen und die zum Jahresende hin steigenden Aktienkurse auf eine positive Einschätzung der Weltkonjunktur hindeuteten, kamen in den der Tendenz nach sinkenden langfristigen Kapitalmarktzinsen zum Teil Sorgen über den weiteren Fortgang des Aufschwungs zum Ausdruck. Im Ergebnis verschoben sich die Renditedifferenzen zu Gunsten von Dollar-Anlagen, begleitet von der schrittweisen Anhebung der Leitzinsen in den USA durch die Fed. Die amerikanische Währung hat hiervon allerdings nicht erkennbar profitiert. Das erneut gestiegene Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten lastete auf dem US-Dollar. Im Gegenzug gewann der Euro an Wert (effektiv rd. 2 % im Jahresverlauf). Vor diesem Hintergrund lässt sich auch im deutschen Kapitalverkehr keine einheitliche Tendenz ausmachen. Letztlich hatte Deutschland bei wieder anziehenden Umsätzen Netto-Kapitalimporte im Wertpapierverkehr zu verzeichnen, denen hohe Netto-Kapitalexporte bei den Direktinvestitionen

*Tendenzen im
Kapitalverkehr*

Kapitalverkehr

Mrd €; Netto-Kapitalexport: –

Position	2002	2003	2004
1. Direktinvestitionen	+ 37,6	+ 27,3	– 25,2
Deutsche Anlagen			
im Ausland	– 16,1	+ 3,2	+ 5,9
Ausländische Anlagen			
im Inland	+ 53,7	+ 24,2	– 31,1
2. Wertpapiere	+ 63,8	+ 64,9	+ 20,8
Deutsche Anlagen			
im Ausland	– 62,9	– 47,4	– 112,9
Aktien	– 4,7	+ 7,4	+ 6,2
Investmentzertifikate	– 7,1	– 4,1	– 12,0
Rentenwerte	– 47,5	– 54,0	– 99,9
Geldmarktpapiere	– 3,7	+ 3,3	– 7,2
Ausländische Anlagen			
im Inland	+ 126,7	+ 112,3	+ 133,7
Aktien	+ 15,9	+ 24,2	– 5,2
Investmentzertifikate	– 0,7	– 1,8	+ 5,1
Rentenwerte	+ 82,9	+ 67,1	+ 147,7
Geldmarktpapiere	+ 28,6	+ 22,8	– 13,9
3. Finanzderivate 1)	– 0,9	– 0,1	– 4,2
4. Kreditverkehr	– 141,6	– 135,4	– 87,8
Monetäre Finanz-			
institute 2)	– 104,1	– 111,6	– 89,0
langfristig	– 15,4	– 38,5	– 3,8
kurzfristig	– 88,7	– 73,1	– 85,3
Unternehmen und			
Privatpersonen	– 7,7	– 31,0	+ 5,6
langfristig	+ 3,8	– 3,4	+ 0,6
kurzfristig	– 11,5	– 27,5	+ 5,1
Staat	+ 5,5	+ 4,9	+ 1,0
langfristig	+ 0,1	+ 5,6	+ 0,4
kurzfristig	+ 5,5	– 0,6	+ 0,6
Bundesbank	– 35,4	+ 2,2	– 5,3
5. Sonstige Kapitalanlagen	– 1,6	– 3,0	– 3,4
6. Saldo aller statistisch			
erfassten Kapital-			
bewegungen	– 42,8	– 46,3	– 99,8
Nachrichtlich:			
Veränderung der Wäh-			
rungsreserven zu Trans-			
aktionswerten			
(Zunahme: –) 3)	+ 2,1	+ 0,4	+ 1,5

1 Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie
 Finanztermingeschäfte. — 2 Ohne Bundesbank. —
 3 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Ver-
 änderungen.

Deutsche Bundesbank

und insbesondere im Kreditverkehr gegen- überstanden. In der Summe lagen die Netto- Kapitalexporte mit 100 Mrd € sogar höher als der 2004 verzeichnete Leistungsbilanzüber- schuss, so dass die Zahlungsbilanz mit einem Restposten von 14 Mrd € abschloss, was nicht zuletzt auf Erfassungsprobleme im Zu- sammenhang mit dem grenzüberschreiten- den Bargeldverkehr zurückzuführen ist (siehe Erläuterungen auf S. 39).

Die Portfoliotransaktionen für sich betrachtet führten im Berichtszeitraum zu Netto-Kapital- importen in Höhe von 21 Mrd €; diese lagen damit deutlich unter dem Niveau des Jahres 2003 (65 Mrd €). Hinter den rückläufigen Netto-Strömen verbirgt sich 2004 allerdings eine wieder einsetzende Dynamik, mit der in- und ausländische Anleger ihre Wertpapier- anlagen diversifiziert haben, nachdem sie sich in den beiden Jahren davor unter dem Ein- druck einer schwächeren Weltkonjunktur und hoher Unsicherheit mit ihren grenzüberschrei- tenden Engagements spürbar zurückgehalten hatten.

Heimische Anleger stockten 2004 ihre Be- stände an ausländischen Wertpapieren kräftig auf, und zwar um 113 Mrd €. Das war mehr als doppelt so viel, wie sie im Jahr davor in derartigen Titeln angelegt hatten (47 ½ Mrd €), lag aber immer noch unter den durchschnitt- lichen deutschen Portfolioinvestitionen im Ausland seit Beginn der Währungsunion (121 ½ Mrd €). Die heimischen Anleger knüpften damit im Berichtszeitraum – trotz guter Konjunkturaussichten – mit einer ge- wissenen Vorsicht an den früheren Trend zur in- ternationalen Risikostreuung an. Für diese

*Wertpapier-
verkehr*

*Deutsche
Anlagen in...*

Zur Darstellung grenzüberschreitender Bargeldtransaktionen in der Zahlungsbilanz

Wegen des Prinzips der doppelten Buchführung müssten sich die in der Zahlungsbilanz erfassten grenzüberschreitenden Transaktionen eigentlich ausgleichen. Da die beiden Seiten eines Geschäftsvorfalles allerdings aus unterschiedlichen Quellen abgeleitet werden, ergeben sich in der Praxis Diskrepanzen. Diese können auf Meldefehler, statistische Freigrenzen oder zeitliche Zuordnungsprobleme zurückgehen. Durch die Einführung des Accrual-Prinzips bei der Verbuchung von Zinserträgen und die noch nicht vorgenommene Gegenbuchung im Kapitalverkehr entsteht – wie auf Seite 34 erläutert – vorübergehend ebenfalls ein Restposten.

Ein weiteres Problem betrifft grenzüberschreitende Bargeldtransaktionen, so zum Beispiel Bargeldmitnahmen von Saison- und Gastarbeitern und bei Kapitaltransaktionen.¹⁾ Durch die Einführung der Euro-Noten und -Münzen haben sich die Einsatzchancen von Bargeld im Ausland deutlich erhöht. Wegen der unzureichenden statistischen Erfassungsmöglichkeiten wird darauf verzichtet, derartige Bargeldtransaktionen und deren Gegenbuchung in die Zahlungsbilanz (und den Auslandsvermögensstatus) einzustellen.

Für zwei Teilbereiche gibt es allerdings statistische Informationen, nämlich die Reiseverkehrausgaben von Gebietsansässigen und die Versendung von Euro-Banknoten ins Ausland.

- Die Erhebung der deutschen Reiseverkehrausgaben im Ausland erfolgt unter anderem durch Umfragen.²⁾ Die dabei ermittelten Werte gehen als Dienstleistungsausgaben in die Zahlungsbilanz ein. Aus

den Umfrageergebnissen lassen sich Anhaltspunkte gewinnen, in welchem Ausmaß die Geschäfts- und Privatreisenden ihre Ausgaben im Ausland mit Euro-Banknoten tätigen.

- Versenden hiesige Kreditinstitute oder die Bundesbank Euro-Noten an ausländische Banken, steigen damit in Höhe des Gegenwerts ihre Guthaben gegenüber dem Ausland. Diese Veränderung geht als Kapitalexport in die Zahlungsbilanz ein.

Eine Gegenbuchung bei den Verbindlichkeiten der Deutschen Bundesbank gegenüber dem Ausland wird jedoch auch für die genannten, erfassten Teilkomponenten nicht vorgenommen, da dies auf längere Sicht ein verzerrtes Bild über den Gesamteinfluss aller grenzüberschreitenden Bargeldtransaktionen vermitteln würde. Dies hat zur Folge, dass sie in den so genannten Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten) einfließen. Zurzeit sind die beiden hier beschriebenen Teilbereiche allerdings durchaus beachtlich: Die Bargeldmitnahmen im Reiseverkehr von Gebietsansässigen lagen im Jahr 2003 bei etwa 20 Mrd €; bisher vorliegende Informationen lassen für 2004 einen ähnlich hohen Betrag erwarten. Legt man die Proportionen der Reiseverkehrausgaben auch auf der Einnahmenseite an, so könnte der Netto-Effekt von grenzüberschreitenden Bargeldtransaktionen im Reiseverkehr für 2003 und 2004 bei schätzungsweise je 15 Mrd € gelegen haben. Die Versendung von Banknoten machte 2004 netto etwa 12 Mrd € aus. Diese Werte sind bei der Beurteilung des positiven Restpostens von 14 Mrd € im vergangenen Jahr zu berücksichtigen.

1 Vgl.: F. Seitz, Der DM-Umlauf im Ausland, Diskussionspapier 1/95, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, Mai 1995, und EZB, Review of the

international role of the euro, Januar 2005, S. 56 ff. — 2 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die deutsche Zahlungsbilanz im Jahr 2002, Monatsbericht, März 2003, S. 55 ff., hier S. 62 f.

These spricht auch, dass sie lediglich längerlaufenden zinstragenden Papieren ein größeres Interesse entgegenbrachten, während sie Aktien mieden.

... ausländischen Rentenwerten und...

In ausländischen Rentenwerten legten hiesige Sparer alles in allem 100 Mrd € an, und zwar zum ganz überwiegenden Teil in auf Euro lautenden Staatsschuldpapieren von Emittenten aus anderen Ländern der Währungsunion (90 ½ Mrd €). Diese Zinstitel sind nicht nur wegen ihres leichten Renditevorteils gegenüber heimischen Bundesanleihen – im Jahresdurchschnitt lag er bei elf Basispunkten – vor allem bei Finanzdisponenten inländischer Banken sehr beliebt; sie bergen darüber hinaus auch keine Wechselkursrisiken, die Investoren vor dem Hintergrund globaler Leistungsbilanzungleichgewichte im Berichtszeitraum von Fremdwährungsengagements abgehalten haben mögen. Per saldo kauften Inländer – wegen des Kursrisikos – für lediglich 6 ½ Mrd € langfristige amerikanische Fremdwährungspapiere. Offenbar setzten sie auf fallende Zinsen und erhofften sich damit einhergehende Kursgewinne. In dieses Bild passt auch, dass sie aus von Kursbewegungen weitgehend abgeschirmten Geldmarktfonds per saldo Gelder abzogen (1 ½ Mrd €) und Geldmarktpapiere in nur geringem Umfang erwarben (7 Mrd €).

... ausländischen Aktien

Aktienanlagen im Ausland standen 2004 dagegen eindeutig im Schatten der Rentenmärkte, und das, obwohl die Kurse europäischer und amerikanischer börsennotierter Unternehmen gemessen an ihren jeweiligen Marktindizes um 10 ½ % (Dow Jones Euro STOXX) und 9 % (S&P 500) angezogen

haben. Per saldo verkauften heimische Anleger für 6 Mrd € ausländische Aktien. Mittelzuflüsse aus Deutschland konnten hingegen Kapitalanlagegesellschaften mit Sitz im Ausland verzeichnen. Deren verwaltetes Fondsvermögen nahm nach den leichten transaktionsbedingten Zugängen im vorangegangenen Jahr (4 Mrd €) nun wieder kräftiger um 12 Mrd € zu. Ein Teil der Gelder dürfte auf diesem Wege an die internationalen Aktienmärkte geflossen sein.

Aber auch ausländische Investoren trennten sich von Beteiligungspapieren, in diesem Fall deutscher Unternehmen (5 Mrd €), und dies trotz günstiger und im Verlauf des Jahres beständig nach oben revidierter Gewinneinschätzungen von Analysten. Entsprechend fiel im vergangenen Jahr bei leicht steigenden Kursen des marktbreiten CDAX (+ 6 ½ %) das Kurs/Gewinn-Verhältnis deutscher Aktien von 15 ½ auf 13; es war damit im Vergleich zu den entsprechenden Kennziffern anderer wichtiger Währungsräume recht günstig. Auch die sich im Jahresverlauf festigende Aufwertungstendenz des Euro hätte eher ein stärkeres Engagement in hiesigen Aktien erwarten lassen. Die insgesamt zu beobachtende Zurückhaltung sowohl deutscher als auch gebietsfremder Anleger gegenüber Dividentiteln geht dabei offenbar über eine reine Bewertungsunsicherheit bezüglich der künftigen Kursentwicklung hinaus, denn die Werte für die impliziten Volatilitäten von Optionen für Standardwerte, die ein Barometer für die erwarteten Preisschwankungen sind, sanken im Jahresverlauf weiter und notieren inzwischen auf dem Niveau von vor fünf Jahren, also in einer Phase relativer weltweiter

Ausländische Anlagen in...

... inländischen Aktien und...

Sicherheit. Die Zurückhaltung international operierender Investoren gegenüber verbrieften Eigentumstiteln zeigt sich ebenfalls bei inländischen Investmentzertifikaten. Zwar konnte die hiesige Investmentbranche, die zum Jahresende 2004 ein Fondsvermögen in Rekordhöhe von 1 003 Mrd € verwaltete, einen Mittelzufluss aus dem Ausland von 5 Mrd € verbuchen. Bei Aktienfonds wechselten aber in- und ausländische Anleger insgesamt betrachtet auf die Verkaufsseite.

... inländischen
Rentenwerten

Ein ganz anderes Bild ergibt sich bei inländischen Rentenwerten, die ausländische Investoren in großem Umfang ihren Wertpapierbeständen hinzufügten. Mit 147 ½ Mrd € summierten sich die Anlagebeträge für inländische Schuldverschreibungen auf einen neuen Rekordwert. Dabei standen wie schon im Vorjahr die Papiere privater Schuldner höher in der Gunst ausländischer Investoren (84 ½ Mrd €, nach 44 Mrd €) als Titel, die von der öffentlichen Hand begeben wurden (63 Mrd €, nach 23 ½ Mrd €). Bei der Portfolioentscheidung für deutsche Rentenwerte mag die Einschätzung eine Rolle gespielt haben, dass diesem Anlageinstrument sowohl von der Wechselkurs- als auch von der Anleihepreisseite noch Gewinnpotenzial eingeräumt wurde. Zu Beginn des Jahres führten zudem die mit den Anschlägen in Madrid erneut aufgeflamten Sorgen über den weltweiten Terror zu einem zeitweiligen Zustrom an Geldern in deutsche Staatsschuldtitel. Bemerkenswert ist die ausgeprägte Präferenz für private Anleihen, die sich auch darin spiegelt, dass der Zinsabstand zwischen Bankschuldverschreibungen und der Benchmark-Anleihe des Bundes auf nun jahresdurchschnittlich 18 ½ Basispunkte ein-

geschmolzen ist. Zum Zeitpunkt des Eintritts in die Währungsunion hatte er noch 33 Basispunkte betragen und war zwischenzeitlich im Jahr 2000 sogar auf 55 Basispunkte hochgeschwollen. Offenbar sind Anleger in dem derzeitigen Umfeld niedriger Zinsen bereit, sich bei ihrer „Suche nach Rendite“ auch mit geringen Renditeaufschlägen für nichtstaatliche Anleihen zu begnügen.

Die günstigen weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und die wieder leicht steigenden M&A-Aktivitäten haben 2004 noch nicht auf die Direktinvestitionstätigkeit Deutschlands mit dem Ausland durchgewirkt.⁷⁾ Allerdings waren es zum Teil spezifische Sonderfaktoren, die die grenzüberschreitenden Investitionsströme hier zu Lande gebremst haben. So hat die Abwicklung eines einzelnen Unternehmensverkaufs im Telekommunikationssektor zu einer Verringerung der Direktinvestitionsbestände auf beiden Seiten des Kapitalverkehrs geführt. Dabei verwendete eine rechtlich selbstständige, in Deutschland angesiedelte Firma die durch die Veräußerung von Auslandsbeteiligungen erzielten Erlöse, um langfristige Schulden bei ihrer im Ausland ansässigen Muttergesellschaft zu tilgen. Im Ergebnis blieb diese Transaktion zwar neutral in Bezug auf den Saldo der Direktinvestitionen; sie hat aber die Brutto-Ströme merklich beeinflusst. Außerdem zeigt sie erneut, wie komplex die konzerninternen Finanzierungsvorgänge sein können und wie schwierig die Interpretation der statistisch ausgewiesenen Zahlen dadurch ist. Im Ergebnis kam es 2004

Direkt-
investitionen

⁷⁾ Nach Schätzung der UNCTAD, die allerdings nur auf den ersten sechs Monaten von 2004 basiert, stieg die M&A-Aktivität im vergangenen Jahr um 3 %.

im Bereich der Direktinvestitionen zu Netto-Kapitalexporten in Höhe von 25 Mrd €, nachdem in den beiden Jahren zuvor Netto-Kapitalimporte zu verzeichnen gewesen waren.

*Ausländische
Direkt-
investitionen
im Inland*

Ausschlaggebend für den Umschwung war, dass ausländische Eigner im Berichtszeitraum per saldo 31 Mrd € aus Deutschland abgezogen haben; 2003 hatten sie sich noch mit 24 Mrd € in Deutschland engagiert. In erster Linie erfolgten die Mittelabzüge durch eine Rückführung zuvor gewährter Kredite (46 Mrd €). Ein beträchtlicher Teil lässt sich auf die Tilgungszahlungen im Zusammenhang mit der bereits geschilderten Firmenentflechtung zurückführen. Darüber hinaus spielte aber auch – wie schon im Jahr davor – die Neuregelung des Körperschaftssteuergesetzes eine Rolle. Die seit 2004 geltende Regelung sieht vor, dass Fremdkapitalkosten nur noch dann steuermindernd geltend gemacht werden können, wenn die Eigenkapitalausstattung einer in Deutschland ansässigen Holding mindestens 40 % (statt zuvor 25 %) der Summe aus Eigen- und Fremdmitteln ausmacht.⁸⁾ Eine Vielzahl von ausländischen Muttergesellschaften passte daraufhin ihre Finanzierungsstruktur an die neuen gesetzlichen Rahmenbedingungen an, indem sie – vor allem langfristige – Kredite auslösten und gleichzeitig das Eigenkapital ihrer hiesigen Niederlassungen aufstockten. Wird dabei Fremdkapital vollständig in Eigenkapital umgewandelt, dann bleibt der ausländische Direktinvestitionsbestand in Deutschland durch diesen Passivtausch unberührt. In der Summe reichte der Beteiligungserwerb (21½ Mrd €) aber bei weitem nicht an die Kredittilgungen heran (49 Mrd €). Einige Firmen haben offen-

bar ihre Gesellschafterkredite nicht komplett in Eigenkapital umgewandelt und damit per saldo Gelder aus Deutschland abgezogen. Darüber hinaus kam es zu hohen negativen reinvestierten Gewinnen (6½ Mrd €), die sich als Residualgröße zwischen den laufenden operativen Gewinnen und den Dividendenzahlungen ergeben.

Die deutschen Direktinvestitionen im Ausland wurden im Ergebnis durch die eingangs erwähnte Beteiligungsveräußerung geprägt. Alles in allem zogen inländische Unternehmen Finanzmittel in Höhe von 6 Mrd € aus dem Ausland ab. Dabei verminderten sie fast ausschließlich ihr grenzüberschreitend gehaltenes Beteiligungsvermögen (26 Mrd €), während sie über Finanz- (12 Mrd €) und Handelskredite (1½ Mrd €) ihre ausländischen Niederlassungen mit zusätzlichen Mitteln versorgten. Daneben erwarben sie für 7½ Mrd € Immobilien und Liegenschaften im Ausland, die ebenfalls zu den Direktinvestitionen rechnen. Zielländer waren hierbei unter anderem Frankreich und Italien.

*Inländische
Direkt-
investitionen
im Ausland*

In einer längerfristigen Betrachtung wird deutlich, in welchem Ausmaß sich die deutschen Direktinvestitionsaktivitäten in letzter Zeit verändert haben. Nachdem heimische Unternehmen sich in den neunziger Jahren immer stärker jenseits der Grenzen engagiert hatten, investierten sie auf dem Höhepunkt der jünger-

⁸ Diese Regelung gilt einheitlich für alle in Deutschland ansässigen Holdinggesellschaften, unabhängig davon, ob sie sich in inländischem oder ausländischem Besitz befinden. Zur Neuregelung der Gesellschafter-Fremdfinanzierung und ihren Auswirkungen auf die Direktinvestitionen siehe auch: Deutsche Bundesbank, Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2003, Monatsbericht, März 2004, S. 52.

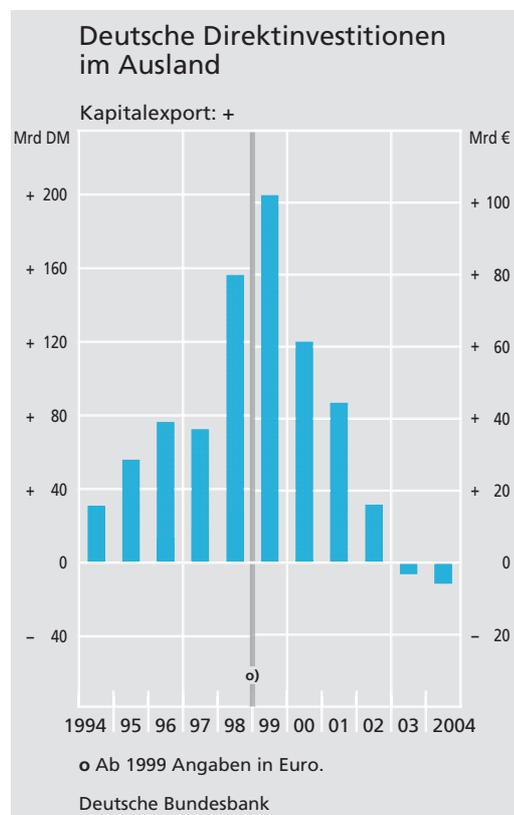
ten Fusionswelle im Jahr 1999 den Rekordbetrag von 102 Mrd € im Ausland. Danach sanken die deutschen Direktinvestitionen mit dem Abklingen der „New-Economy“-Euphorie allerdings rapide, bevor es in den letzten Jahren sogar zu einer „Auflösung“ von Direktinvestitionsvermögen kam. Vor diesem Hintergrund lässt sich die aktuelle Investitionsschwäche in Deutschland nur sehr eingeschränkt mit den in der Zahlungsbilanz erfassten Auslandsinvestitionen deutscher Unternehmen erklären. Offenbar haben diese ihre Investitionen während der hartnäckigen Stagnationsphase der letzten Jahre generell, also im Inland und im Ausland, zurückgeführt.⁹⁾

*Kreditverkehr
der Nicht-
banken*

Im statistisch erfassten Kreditverkehr führten die unverbrieften Auslandstransaktionen inländischer Unternehmen und Privatpersonen im vergangenen Jahr zu Netto-Kapitalimporten in Höhe von 5 ½ Mrd €. Dabei haben diese zum einen in geringem Umfang Kredite im Ausland aufgenommen und zum anderen ihre Guthaben bei ausländischen Banken leicht reduziert. Die grenzüberschreitenden Transaktionen staatlicher Stellen resultierten in einer nahezu gleich großen Verringerung ihrer unverbrieften Auslandsaktiva und -passiva (1 Mrd €).

*Kreditverkehr
der MFIs*

Dem Leistungsbilanzüberschuss sowie den Netto-Kapitalimporten in den genannten Bereichen des Kapitalverkehrs standen – gleichsam als Gegenposten – hohe Netto-Kapitalexporte der MFIs (einschl. der Bundesbank) gegenüber (94 ½ Mrd €). Auf hiesige Kreditinstitute entfielen davon 89 Mrd €, und zwar fast ausschließlich im kurzfristigen Bereich (85 ½ Mrd €). Wie auch schon in den Vorjah-



ren resultierte der Aufbau der Netto-Fordereungsposition aus dem unverbrieften Aktivgeschäft deutscher Kreditinstitute, also der Gewährung von Buchkrediten an ausländische Partner, das wesentlich kräftiger zulegte als das entsprechende Passivgeschäft. Die dem Kreditverkehr zuzurechnenden Auslandstransaktionen der Bundesbank schlossen mit vergleichsweise geringen Netto-Kapitalexporten ab (5 ½ Mrd €). Dabei stand der Fordereungszuwachs der Bundesbank im Zusammenhang mit dem grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr innerhalb des ESZB, der durch das Großbetragszahlungsverkehrs-

⁹ Die in der Zahlungsbilanz erfassten Direktinvestitionen geben allerdings möglicherweise nur ein unvollständiges Bild von den Investitionsaktivitäten deutscher Unternehmen im Ausland wieder. Nicht erfasst sind insbesondere solche Investitionen, die von den Auslandsniederlassungen vor Ort finanziert werden.

system TARGET abgewickelt wird; zugleich sind die Auslandsverbindlichkeiten der Bundesbank, bei denen es sich im Wesentlichen um Einlagen ausländischer Währungsbehörden handelt, leicht gesunken.

*Währungs-
reserven der
Bundesbank*

Die Währungsreserven der Bundesbank, die in der Zahlungsbilanz getrennt ausgewiesen werden, sind im vergangenen Jahr zu Trans-

aktionswerten betrachtet um 1½ Mrd € gesunken. Bewertet zu Marktpreisen war der Rückgang wegen des schwachen US-Dollar und des Goldpreisrückgangs in Euro gerechnet noch stärker. Die Kursverluste schlugen im Ergebnis mit 4 Mrd € zu Buche. Zum Ultimo 2004 wiesen die Währungsreserven damit einen Wert von 71½ Mrd € auf; das waren gut 5 Mrd weniger als Ende 2003.