

Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2006

Die deutschen Exportunternehmen profitierten 2006 erneut vom allgemein kräftigen Wachstum ihrer Absatzmärkte. Zudem spielte die weltweit lebhaftere Nachfrage nach Investitionsgütern eine wichtige Rolle, die im deutschen Exportsortiment ein bedeutendes Gewicht haben. Insgesamt expandierte die deutsche Ausfuhr von Waren im Jahr 2006 dem Wert nach um $13\frac{3}{4}\%$. Die Einfuhrumsätze wuchsen mit $16\frac{1}{2}\%$ sogar noch etwas kräftiger. Ausschlaggebend dafür war die erhebliche Verteuerung von importierten Energieträgern und Industrierohstoffen. Die Überschüsse in der Handelsbilanz und in der Leistungsbilanz erreichten gleichwohl neue Höchststände. Der Leistungsbilanzsaldo – gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) – stieg auf 5%.

Der Gegenposten innerhalb der Zahlungsbilanz findet sich in umfangreichen Netto-Kapitalexporten Deutschlands. Vor allem heimische Banken haben im vergangenen Jahr ihre Netto-Auslandsforderungen stark ausgeweitet, was zum Teil sicherlich als Reflex des Leistungsbilanzüberschusses gewertet werden kann. Außerdem ist durch Direktinvestitionen in größerem Umfang Kapital aus Deutschland abgeflossen. Der Wertpapierverkehr, der üblicherweise besonders rasch die sich verändernden Bedingungen an den Finanzmärkten reflektiert, schloss dagegen 2006 nahezu ausgeglichen ab.

Leistungsbilanz

Außenwirtschaftliches Umfeld

Die internationalen Rahmenbedingungen waren auch 2006 günstig für die deutsche Wirtschaft. Die Weltwirtschaft expandierte um gut 5 % und damit stärker als 2005. Das Welthandelsvolumen nahm – nach einem Anstieg um 7 ½ % im Jahr zuvor – um 9 % zu. Die Verschiebungen im internationalen Wechselkursgefüge haben sich 2006 aus Sicht der deutschen Unternehmen nur wenig ausgewirkt. Insgesamt wertete der Euro effektiv geringfügig (um ½ %) auf. Dabei ist außerdem zu berücksichtigen, dass 42 % der deutschen Ausfuhr in den Euro-Raum geliefert wird. Hier spielen nominale Wechselkursveränderungen gegenüber den Währungen von Drittstaaten nur insofern eine Rolle, als sie die Wettbewerbsfähigkeit der Konkurrenzanbieter aus Drittländern verändern. Der Aufwertung des Euro stand eine weitere Verbesserung der Kostensituation der heimischen Unternehmen im Vergleich zu den wichtigsten ausländischen Konkurrenten gegenüber, so dass die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft im Jahresdurchschnitt 2006 insgesamt nochmals um ¾ % stieg.¹⁾ Der relative Preisvorteil Deutschlands belief sich – gemessen am langfristigen Durchschnitt – auf 6 ½ %.

Ausfuhren

Die deutschen Exportmärkte expandierten im Jahr 2006 noch kräftiger als im Vorjahr. Außerdem kam den deutschen Unternehmen zugute, dass Investitionsgüter in ihrem Sortiment ein relativ hohes Gewicht haben. Ihre Warenausfuhren stiegen 2006 dem Wert nach um 13¾ % und damit so deutlich wie seit dem Boomjahr 2000 nicht mehr. In realer

Rechnung legten die Exporte um 11¼ % zu. Der Preisanstieg war mit 2½ % doppelt so stark wie im Vorjahr. Angesichts der spürbaren Verteuerung insbesondere von Industrierohstoffen (auf Euro-Basis + 34 %) und Rohöl (Sorte Brent + 18½ %) ist die Erhöhung der Exportpreise jedoch recht moderat ausgefallen.

Die stärksten Impulse erhielt die deutsche Exportwirtschaft 2006 von den Ländern außerhalb der EWU, deren Wirtschaftsleistung sich insgesamt dynamischer entwickelte als im Euro-Währungsgebiet. Die Ausfuhren in Drittländer expandierten um nominal 16¼ % und real 14¼ %. Im Ergebnis konnte die heimische Wirtschaft im Jahr 2006 ihre Marktposition außerhalb des Euro-Raums ausbauen.

Regionalstruktur der Ausfuhren

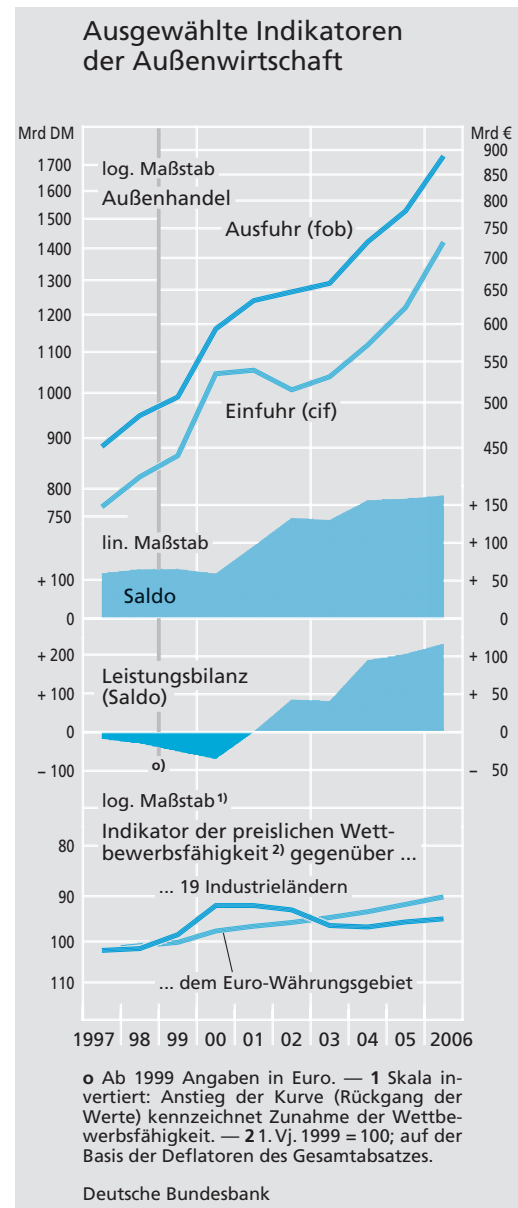
Die höchsten Exportzuwächse unter den wichtigen Absatzgebieten wurden in der russischen Föderation (35¼ %) erzielt, deren Nachfrage nach deutschen Gütern von den nochmals gestiegenen Einnahmen aus dem Öl- und Gasgeschäft getragen wurde. In die OPEC-Länder wurden ebenfalls deutlich mehr Waren geliefert (9¾ %), wengleich das Wachstum etwas unter dem der beiden Vorjahre blieb. Ein bemerkenswerter Ausfuherfolg (+ 29½ %) wurde wieder in China erreicht, nachdem die Exporte dorthin 2005 kaum gestiegen waren. Augenscheinlich hinterließen die wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die dort 2006 zur Dämpfung des Investitionsbooms ergriffen wurden, noch keine spürbaren Einbußen im Auslandsgeschäft der deutschen Wirtschaft. Auch die Ausfuhren in

¹ Gemessen auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes.

die südostasiatischen Schwellenländer, die im Vorjahr ebenfalls nur wenig zugenommen hatten, wuchsen 2006 wieder zweistellig (14¾ %). Dagegen expandierten die deutschen Lieferungen nach Japan mit 4 % etwas schwächer als im Vorjahr. Dazu dürfte auch die Höherbewertung des Euro gegenüber dem Yen beigetragen haben.

In die Vereinigten Staaten wurden 12½ % mehr Waren ausgeführt, nach einem Plus von 6¾ % im Jahr davor. Auf den ersten Blick ist dies insofern überraschend, als die US-Wirtschaft in beiden Jahren praktisch mit gleichem Tempo expandierte und der Euro 2006 leicht gegenüber dem US-Dollar aufwertete. Ausschlaggebend für den Absatzerfolg auf dem amerikanischen Markt war die erhöhte Nachfrage nach chemischen Erzeugnissen und Maschinen sowie nach Fahrzeugen aus deutscher Produktion. Äußerst dynamisch entwickelten sich auch die Exporte in die neuen EU-Mitgliedsländer (+21½ %), mit denen die Handelsverflechtungen im Laufe der Jahre nochmals enger geworden sind. Hierbei schlug vor allem zu Buche, dass die Ausfuhr nach Polen als wichtigstem Abnehmerland unter den neuen Mitgliedstaaten um 29 % wuchs.

Die deutschen Warenlieferungen in die EWU-Staaten haben mit 11 % erneut kräftig zugenommen, wenn auch nicht ganz so dynamisch wie die Lieferungen in Drittländer. In realer Rechnung belief sich der Anstieg auf 8 %. Dazu hat die weitere Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft um 1¾ % gegenüber den EWU-Partnerländern beigetragen. Im Ergeb-



nis gewannen die deutschen Unternehmen im Berichtsjahr Marktanteile im Euro-Raum hinzu. Die von Land zu Land deutlich divergierenden Exportzuwächse spiegeln zum einen die Wachstumsunterschiede zwischen den Mitgliedstaaten wieder. Zum anderen wurden die Ausfuhr in diejenigen EWU-Länder, deren preisliche Wettbewerbsfähigkeit sich gegenüber der deutschen Wirtschaft besonders ungünstig entwickelte, entspre-

Struktur und Entwicklung des regionalen Außenhandels im Jahr 2006

Ländergruppe/Land	Anteile in %	Verän- derung gegenüber Vorjahr in %
Ausfuhr		
Alle Länder	100,0	13,7
darunter:		
EWU-Länder	42,0	10,9
Übrige EU-Länder	20,3	14,5
darunter:		
Zehn neue Mitglieds- länder	9,3	21,6
Vereinigte Staaten	8,7	12,6
Russische Föderation	2,6	35,3
Japan	1,5	3,9
Südostasiatische Schwellenländer	3,5	14,7
China	3,1	29,6
OPEC-Länder	2,4	9,7
Entwicklungsländer ohne OPEC	8,7	17,2
Einfuhr		
Alle Länder	100,0	16,5
darunter:		
EWU-Länder	38,8	15,4
Übrige EU-Länder	18,8	14,1
darunter:		
Zehn neue Mitglieds- länder	9,8	19,2
Vereinigte Staaten	6,6	16,1
Russische Föderation	4,1	35,4
Japan	3,2	8,9
Südostasiatische Schwellenländer	4,6	7,7
China	6,7	19,4
OPEC-Länder	1,8	17,5
Entwicklungsländer ohne OPEC	9,6	16,0

Deutsche Bundesbank

chend stärker stimuliert. So sind die Preise und Kosten in Luxemburg, Irland, Spanien und Griechenland im Vergleich zu Deutschland recht stark gestiegen, während die entsprechenden Raten in Österreich, Frankreich und Finnland nur wenig höher waren als hierzulande. Dahinter standen in erster Linie unterschiedliche Entwicklungen der Lohnkosten. Die erneute Energiepreiserhöhung im Jahr 2006 hat die bilateralen Wettbewerbspositionen demgegenüber kaum verändert, da sie alle Länder des Euro-Raums in ähnlicher Weise traf.

Am dynamischeren Wachstum der Weltwirtschaft partizipierten 2006 alle bedeutenden deutschen Exportbranchen.²⁾ Den Herstellern von Investitionsgütern, die mit einem Anteil von 44 % das Schwergewicht unter den heimischen Exporteuren bilden, kam die schwungvolle globale Investitionstätigkeit zugute. Im Einzelnen nahmen die Auslandserlöse der Maschinenbauer um 10 ½ % zu. Die Automobilindustrie konnte ihre Exporte um 7 ½ % steigern. Die Ausfuhren von Gütern der Informations- und Kommunikationstechnologie expandierten um 4 ¼ %. In realer Rechnung dürfte hier der Zuwachs deutlich höher ausgefallen sein, da die Preise dieser Güter weiter kräftig nachgaben.

Die wertmäßigen Lieferungen von Vorleistungsgütern ins Ausland, die fast ein Drittel der deutschen Exporte ausmachen, lagen

*Warenstruktur
der Ausfuhren*

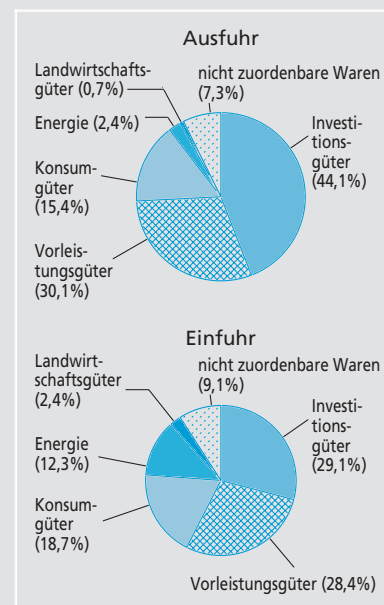
2 Das Bild der Warenstruktur bei den Exporten und Importen wird durch den hohen Anteil der Güter, die bislang keiner Warengruppe zugeordnet werden konnten, verzerrt. Daher lassen sich die Veränderungsdaten der einzelnen Warengruppen und Hauptgruppen nicht zu der Gesamtrate aggregieren.

2006 sogar um 12 ¼ % über ihrem Vorjahrsniveau. Dabei haben die heimischen Produzenten die beträchtlichen Preissteigerungen bei Industrierohstoffen und Rohöl, die bei der Herstellung von Vorleistungsgütern in großem Umfang benötigt werden, zu einem Gutteil an ihre Kunden im In- und Ausland weitergegeben. So wuchsen die mit Metallen und Metallwaren erzielten Auslandserlöse um 21 ¾ %, wobei fast 60 % dieser Zunahme preisbedingt waren. Die Ausfuhren von chemischen Erzeugnissen expandierten in nominaler Rechnung ebenfalls außerordentlich stark. Hier haben vor allem die steigenden Energiekosten dazu geführt, dass die Hersteller ihre Ausfuhrpreise spürbar anhoben. Die Exporte von Konsumgütern legten ebenfalls kräftig zu (+ 8 ¼ %).

Einfuhren

Die nominalen Wareneinfuhren wuchsen im Jahr 2006 um 16 ½ % und damit – wie schon 2005 – kräftiger als die Ausfuhren. In realer Rechnung expandierten die Außenhandelsströme in beiden Richtungen im gleichen Tempo (+ 11 ¼ %), da sich die Importe im Vergleich zu den Exporten mehr als doppelt so stark verteuerten (5 ¼ %). Dieser Anstieg ging hauptsächlich auf die beträchtlich höheren Preise für importierte Energieträger und für die im Allgemeinen rohstoffintensiven Vorleistungsgüter zurück. Zudem wurde die Verteuerung der Rohstoffe an den Weltmärkten nur in geringem Umfang von der Aufwertung des Euro gegenüber der US-Währung abgefedert, in der 2006 etwa ein Drittel der Importe aus Drittländern fakturiert wurde. Demgegenüber stiegen die Einfuhrpreise für Konsumgüter nur moderat, und importierte Investitionsgüter verbilligten sich sogar.³⁾ Alles

Außenhandel nach ausgewählten Gütergruppen im Jahr 2006



Deutsche Bundesbank

in allem divergierten 2006 die Importzuwächse der einzelnen Gütergruppen dem Wert nach stärker als die entsprechenden mengenmäßigen Entwicklungen.

Die Preisrelation im Außenhandel (Terms of Trade) hat sich im Berichtsjahr aus deutscher Sicht weiter verschlechtert (um 2 ¾ %). Da dies vor allem auf die Verteuerung von eingeführten Energieträgern und Rohstoffen zurückzuführen war, konnten die inländischen Nachfrager in der Tendenz teurer gewordene ausländische Güter kaum durch heimische Produkte substituieren. Insgesamt nahmen die realen Importe so kräftig zu wie seit acht Jahren nicht mehr. Dies hing zum einen mit

³⁾ Dies hängt mit den ausgeprägten Qualitätsverbesserungen zusammen, die bei der Preismessung berücksichtigt werden.

der beträchtlichen Expansion der Ausfuhren zusammen, deren Importgehalt bis 2005 auf fast 42 % gestiegen ist und sich 2006 weiter leicht erhöht haben dürfte. Zum anderen hat sich die Binnennachfrage deutlich belebt. Dabei spielten auch Vorzieheffekte der zum 1. Januar 2007 in Kraft getretenen Mehrwertsteuererhöhung eine Rolle, die vor allem in der zweiten Jahreshälfte wirksam wurden.

Warenstruktur der Einfuhren

Die Importe von Energie expandierten 2006 dem Wert nach mit 24¾ % am kräftigsten. Allerdings geht dieser Anstieg zu gut 90 % auf Preissteigerungen zurück. Der damit verbundene gesamtwirtschaftliche Kaufkraftentzug belief sich auf ½ % des BIP. Zu Beginn der siebziger und achtziger Jahre, als sich die Ölpreise ebenfalls kräftig erhöht hatten und der Energieeinsatz in der Produktion noch relativ hoch war, hatte der Kaufkraftentzug in Relation zum BIP zeitweise sogar knapp 1½ % betragen.

Der Wert der importierten Vorleistungsgüter legte 2006 ebenfalls spürbar (+ 13½ %) zu. Dabei war fast die Hälfte des Anstiegs preisbedingt. Bei den Einfuhren von Metallen und Metallerzeugnissen, die ihren Vorjahrswert in nominaler Rechnung um 26½ % übertrafen, gingen sogar zwei Drittel der Zunahme auf die Verteuerung zurück. Die ausländischen Hersteller von chemischen Erzeugnissen setzten dem Wert nach 10¼ % mehr Waren in Deutschland ab. Dieser Zuwachs resultierte aber zu zwei Fünfteln aus höheren Preisen.

Die im Jahr 2006 nochmals deutlich gestiegene Investitionsbereitschaft hat die Importe von Ausrüstungsgütern kräftig beflügelt.

Die ausländischen Hersteller von Maschinen konnten ihren Absatz in Deutschland dem Wert nach um 9¼ % ausweiten. Hier hielt sich der Preisanstieg jedoch in engen Grenzen. Die Importe von Kraftwagen und Kraftwagenteilen erhöhten sich nominal um 6½ % und preisbereinigt fast ebenso stark. Die bereits erwähnten Vorzieheffekte aufgrund der Mehrwertsteuererhöhung haben dabei eine Rolle gespielt. Das gilt insbesondere für die importierten Produkte aus dem Bereich der Unterhaltungselektronik, die zudem von der erhöhten Nachfrage im Vorfeld der Fussballweltmeisterschaft profitierten. Insgesamt stiegen die Einfuhrumsätze mit Gütern der Informations- und Kommunikationstechnologie um 7½ %. Da sich der Abwärtstrend bei den Einfuhrpreisen dieser Produkte fortgesetzt hat, war der Anstieg in realer Rechnung noch weitaus größer.

Die nominalen Einfuhren aus dem Euro-Raum haben im Berichtsjahr insgesamt um 15½ % zugenommen. Die konjunkturelle Belebung in Deutschland kam dabei allen EWU-Staaten zugute. Vor allem die Länder, deren preisliche Wettbewerbsfähigkeit sich gegenüber Deutschland relativ gut halten konnte, profitierten von der stärkeren Binnennachfrage. Dem Wert nach legten die Warenbezüge aus dem Euro-Raum zwar etwas schwächer zu als die Einfuhren aus Drittländern (17¼ %), in realer Rechnung sind sie aber ebenso zügig gestiegen. Dies hing wiederum mit der überdurchschnittlichen Verteuerung von Energie und Rohstoffen zusammen, die ganz überwiegend aus Ländern außerhalb der EWU bezogen werden.

Regional- struktur der Einfuhren

Dementsprechend wiesen die Einfuhren aus den bedeutenden Öl- und Gasförderländern, wie der Russischen Föderation (35 ½ %) und den OPEC-Staaten (17 ½ %), besonders hohe Wachstumsraten auf. Auch die Warenbezüge aus China expandierten erneut kräftig (+19 ½ %). Demgegenüber entwickelten sich die Lieferungen aus den südostasiatischen Schwellenländern deutlich schwächer (+7 ¾ %). Noch stärker als in den beiden Vorjahren haben die Importe der deutschen Wirtschaft aus den zehn Ländern, die 2004 der EU beigetreten waren, zugenommen (+19 ¼ %). Zudem lagen die Umsatzsteigerungen der US-amerikanischen Exporteure auf dem deutschen Markt erstmals seit dem Boomjahr 2000 wieder im zweistelligen Bereich (16 %). Zu der deutlichen Expansion der Einfuhren aus Japan (9 %) trug auch die Aufwertung des Euro gegenüber dem Yen bei, die zu einem merklichen Rückgang der Importpreise japanischer Waren geführt hat.

Salden in der Handelsbilanz und der Leistungsbilanz

Obwohl die Importe 2006 dem Wert nach etwas stärker wuchsen als die Exporte, nahm der Aktivsaldo in der Handelsbilanz zu, da das Niveau der Ausfuhren weiterhin deutlich über dem der Einfuhren lag. Das Plus stieg um 4 Mrd € auf den neuen Höchststand von 162 ¼ Mrd €. Es wäre noch größer ausgefallen, wenn sich nicht die Terms of Trade im Zuge der Verteuerung bei Energie und Rohstoffen weiter verschlechtert hätten. Zugleich verringerte sich das Defizit bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen um 9 ¾ Mrd € auf 27 Mrd €. Im Ergebnis schloss die Leistungsbilanz mit einem Überschuss von 116 ½ Mrd €, der den Vorjahrswert um 13 ½ Mrd € übertraf.⁴⁾ In Relation zum nominalen BIP und zum Ver-

fügbaren Einkommen der inländischen Sektoren belief sich der Leistungsbilanzüberschuss auf 5 % beziehungsweise 6 %.

Das geringere Defizit bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen, welche die Dienstleistungen, die Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie die laufenden Übertragungen umfassen, ist auf Verbesserungen in allen drei Teilbilanzen zurückzuführen. Einen wesentlichen Beitrag leistete der Dienstleistungsverkehr, dessen Passivsaldo um 5 ¾ Mrd € auf 23 Mrd € gesunken ist. Dies hing zum einen mit dem Umschwung des Saldos bei den grenzüberschreitenden Versicherungsdienstleistungen von – 1 ¾ Mrd € auf + 1 Mrd € zusammen. Ausschlaggebend dafür war, dass sich bei den deutschen Rückversicherern die Prämieinnahmen in Relation zu den Schadenszahlungen an Gebietsfremde verbessert haben, während die Entwicklung im Deutschlandgeschäft der ausländischen Rückversicherungsgesellschaften entgegengesetzt verlief. Zudem stiegen per saldo die Transithandelerträge um 2 ¼ Mrd €. Der Aktivsaldo bei den grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungen nahm nur leicht (um ½ Mrd €) zu. Demgegenüber verminderten sich die Überschüsse aus Transportleistungen, dem zweitwichtigsten Dienstleistungsbereich, um 1 ½ Mrd €. Dazu könnte der kräftige Zuwachs der deutschen Warenimporte beigetragen haben, deren Abwicklung häufiger als bei den Exporten von ausländischen Speditionsunternehmen durchgeführt wird.

Dienstleistungen

⁴⁾ Die Salden der Handelsbilanz (einschl. der Ergänzungen zum Außenhandel von – 18 ½ Mrd € im Jahr 2006) und der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen addieren sich zum Leistungsbilanzsaldo.

Reiseverkehr

Im Reiseverkehr, dem innerhalb des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs das größte Gewicht zukommt, sank der Passivsaldo im Jahr 2006 um 2 ¾ Mrd €. Ausschlaggebend dafür war, dass die Einnahmen um 11 ¼ % stiegen, während die Ausgaben geringfügig sanken. Dabei spielten auf der Einnahmenseite zusätzliche Einkünfte durch die im Sommerhalbjahr in Deutschland ausgetragene Fußballweltmeisterschaft eine wesentliche Rolle. Hier schlugen die Übernachtungsausgaben und der sonstige Konsum der aus dem Ausland angereisten WM-Besucher in Deutschland, einschließlich der Käufe von Eintrittskarten und der Ausgaben für Fahrten innerhalb Deutschlands, positiv zu Buche.⁵⁾ Der Gesamteffekt der Fußballweltmeisterschaft auf die grenzüberschreitenden Dienstleistungseinnahmen, der sich größtenteils auf die Monate Mai bis Juli verteilte, betrug knapp 1 ½ Mrd € und stammte zu zwei Dritteln aus EU-Ländern. Insgesamt ist im Berichtsjahr mehr als die Hälfte des Anstiegs der Reiseeinnahmen auf den WM-Effekt zurückzuführen.

Die Reiseausgaben der Deutschen im Ausland lagen dagegen um ¼ % unter ihrem Vorjahrswert. Dabei blieben die Ausgaben im Zusammenhang mit Reisen in die EWU-Partnerländer, auf die etwas mehr als die Hälfte der gesamten deutschen Reiseaufwendungen entfallen, unverändert, während für Reisen in Drittländer erstmals seit dem Jahr 2002 weniger ausgegeben wurde.

Faktoreinkommen

Die Netto-Einnahmen bei den grenzüberschreitenden Faktoreinkommen haben sich im Berichtsjahr um 2 ¼ Mrd € auf 23 Mrd €

verbessert. Ausschlaggebend dafür war die Ausweitung des Aktivsaldos in der Bilanz der Vermögenseinkommen um 2 Mrd € auf 24 ¼ Mrd €. Hier wuchsen die Einnahmen aus Kapitalerträgen um 32 ½ Mrd € (auf 182 ½ Mrd €), während die Ausgaben nur um 30 ½ Mrd € (auf 158 ¼ Mrd €) zunahmen. Zudem verminderten sich die per saldo an das Ausland gezahlten Erwerbseinkommen geringfügig.

Die höheren Netto-Einkommen aus Auslandsvermögen sind auf die per saldo gestiegenen Einkünfte aus Krediten an Ausländer zurückzuführen, welche die rückläufigen Netto-Einnahmen aus Direktinvestitionen und die höheren Netto-Ausgaben für Kapitaldienste im Zusammenhang mit Wertpapieranlagen überkompensierten. Dabei haben im Rahmen der grenzüberschreitenden Kreditzinszahlungen, die überwiegend auf Bankausleihungen zurückgehen, sowohl die Einkünfte als auch die Aufwendungen kräftig zugenommen. Dies ist vor allem auf die Erhöhung der kurzfristigen Zinsen im In- und Ausland zurückzuführen. Zudem weitete sich das Volumen der Bankkredite beträchtlich aus. Darüber hinaus stiegen im Jahr 2006 die Kreditzinszahlungen heimischer Unternehmen und Privatpersonen an das Ausland mehr als doppelt so stark wie in umgekehrter Richtung. Dies könnte auch damit zusammenhängen, dass heimische Unternehmen ausländische Zielfirmen zunehmend durch im Ausland aufgenommene Mittel erwerben und damit die zu leistenden grenzüberschreitenden Fremdkapitaldienste eben-

⁵⁾ Siehe dazu auch: Deutsche Bundesbank, Der WM-Effekt bei den Reiseverkehrseinnahmen in Deutschland, Monatsbericht, November 2006, S. 43.

falls höher ausfallen. Dazu passt, dass die weltweiten Mergers&Acquisitions-Geschäfte im Jahr 2006 stark zugelegt haben (siehe S. 34 f.).

Ausschlaggebend für die Ausweitung der Netto-Ausgaben für Wertpapieranlagen war die deutliche Zunahme der Dividendenzahlungen an ausländische Anleger. Dies spiegelt die spürbare Verbesserung der Ertragslage der heimischen Unternehmen wider. Bei den gesamtwirtschaftlichen Aufwendungen für Direktinvestitionen wurde ein kräftigerer Zuwachs verzeichnet als bei den Einkünften, der ebenfalls auf höhere Zahlungen für Kreditzinsen und Dividenden zurückging.

Übertragungen

Das Defizit der laufenden Übertragungen an das Ausland verminderte sich 2006 um $1\frac{3}{4}$ Mrd € auf $26\frac{3}{4}$ Mrd €. Dies war durch den Rückgang des Passivsaldo bei den öffentlichen Transfers um 3 Mrd € bedingt. Dazu haben zum einen höhere Steuereinnahmen aus dem Ausland beigetragen. Zum anderen sind die Netto-Leistungen an den EU-Haushalt gesunken. Ausschlaggebend dafür waren steigende Einnahmen im Rahmen der Gemeinsamen Agrarpolitik. Auf der Ausgabe Seite glichen sich der größere Beitrag für die EU aus dem deutschen Mehrwertsteuerertrag und die sinkenden deutschen Zahlungen aus der sozialproduktbezogenen Finanzierungsgrundlage der EU nahezu aus. Das Defizit bei den privaten Übertragungen erhöhte sich hingegen um $1\frac{1}{4}$ Mrd €. Die paritätisch von privaten Stellen und der öffentlichen Hand gezahlten Wiedergutmachungsleistungen aus der Stiftung „Erinnerung, Verantwortung und Zukunft“ beliefen sich im fünften Jahr nach ihrer Initialisierung nur

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €			
Position	2004	2005	2006
I. Leistungsbilanz			
1. Außenhandel 1)			
Ausfuhr (fob)	731,5	786,3	893,6
Einfuhr (cif)	575,4	628,1	731,5
Saldo	+ 156,1	+ 158,2	+ 162,2
Ergänzungen zum Außenhandel 2)	- 17,0	- 18,5	- 18,6
2. Dienstleistungen			
(Saldo)	- 29,4	- 28,9	- 23,1
darunter:			
Reiseverkehr (Saldo)	- 35,3	- 36,3	- 33,5
3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen			
(Saldo)	+ 13,1	+ 20,8	+ 23,0
darunter:			
Vermögenseinkommen (Saldo)	+ 14,0	+ 22,3	+ 24,3
4. Laufende Übertragungen (Saldo)			
	- 27,9	- 28,5	- 26,8
Saldo der Leistungsbilanz	+ 94,9	+ 103,1	+ 116,6
II. Saldo der Vermögensübertragungen 3)			
	+ 0,4	- 1,3	- 0,2
III. Kapitalbilanz 4)			
1. Direktinvestitionen	- 19,3	- 15,8	- 29,1
2. Wertpapiere	+ 14,4	- 23,9	+ 1,2
3. Finanzderivate	- 7,2	- 7,2	- 6,3
4. Übriger Kapitalverkehr 5)	- 107,4	- 74,6	- 115,1
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 6)	+ 1,5	+ 2,2	+ 2,9
Saldo der Kapitalbilanz 7)	- 118,0	- 119,4	- 146,3
IV. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)			
	+ 22,6	+ 17,6	+ 30,0

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

Deutsche Bundesbank



noch auf knapp $\frac{1}{4}$ Mrd €, verglichen mit $\frac{1}{2}$ Mrd € im Vorjahr. Damit sind die bereitgestellten Mittel fast vollständig ausgezahlt worden.

Kapitalverkehr

Tendenzen im Kapitalverkehr

Die Transaktionen im Kapitalverkehr Deutschlands mit dem Ausland standen im vergangenen Jahr zum einen im Zusammenhang mit dem hohen deutschen Leistungsbilanzüberschuss; zum anderen wurden sie von Einflüssen, die von den internationalen Finanzmärkten ausgingen, maßgeblich bestimmt. Vor dem Hintergrund der anhaltend günstigen Entwicklung der Weltwirtschaft und verbesserter Gewinnaussichten vieler Unternehmen legten die Aktienkurse im Berichtsjahr welt-

weit kräftig zu und schlossen zum Jahresende an fast allen Börsenplätzen in der Nähe ihrer mehrjährigen Höchststände.⁶⁾ Zugleich zogen die Anleiherenditen im Jahresverlauf – unter zum Teil ausgeprägten Schwankungen – leicht an. Mit den kräftigsten Auftrieb verzeichneten dabei die Zinsen im Euro-Raum, so dass sich im Ergebnis das Zinsgefüge zugunsten von Euro-Titeln verschoben hat. Während die Fed den Fed-Funds-Zielsatz seit Juni 2006 unverändert bei 5,25 % hält und die Bank von Japan im vergangenen Jahr lediglich im Juli eine erste Anhebung des Tagesgeldzinssatzes auf 0,25 % vornahm, setzte der EZB-Rat seine Politik der graduellen geldpolitischen Straffung fort. Infolge der geänderten Konjunktur- und Zinskonstellation gewann der Euro im vergangenen Jahr im gewogenen Durchschnitt rund 5 % an Wert; noch stärker fielen dabei die Kursgewinne gegenüber dem US-Dollar (11 $\frac{1}{2}$ %) und dem Yen (13 %) aus.

In diesem Umfeld bauten international ausgerichtete Anleger ihr grenzüberschreitendes Engagement weiter aus. Das zeigte sich auch in den von und nach Deutschland fließenden Kapitalströmen. Im Ergebnis hatte Deutschland 2006 beträchtliche Netto-Kapitalexporte zu verzeichnen, die in der Summe über dem Leistungsbilanzüberschuss lagen. Die Zahlungsbilanz schloss mit einem positiven Restposten in Höhe von 30 Mrd € ab.

⁶ Auch nach Jahresbeginn sind die Aktienkurse zunächst weiter gestiegen, bevor es Ende Februar/Anfang März 2007 zu deutlichen Rückgängen kam. Bei Abschluss des Berichts lagen die Kurse an den wichtigsten Aktienmärkten allerdings noch immer in der Nähe ihres Standes vom Jahresende.

Wertpapier-
verkehr

Die Portfoliotransaktionen Deutschlands mit dem Ausland, in denen sich die wechselnden Einschätzungen der Anleger in der Regel besonders rasch niederschlagen, haben sich 2006 weitgehend ausgeglichen. Alles in allem kam es zu geringfügigen Netto-Kapitalimporten in Höhe von 1 Mrd €, nachdem im Jahr davor Abflüsse in Höhe von netto 24 Mrd € verzeichnet worden waren. Ausschlaggebend für den Umschwung war, dass der Wertpapiererwerb heimischer Investoren im Ausland angesichts günstiger Finanzmarktbedingungen in Deutschland nicht an den Rekordwert des Vorjahres heranreichte, während ausländische Anleger sich weiterhin recht stark an den deutschen Wertpapiermärkten engagierten.

Ausländische
Anlagen in...

Mit 160 ½ Mrd € erwarben ausländische Vermögensbesitzer im Jahr 2006 zwar ebenfalls weniger deutsche Wertpapiere als im Jahr davor (179 Mrd €), der Betrag lag aber gleichwohl deutlich über den Anlagesummen, die durchschnittlich seit Bestehen der Währungsunion am inländischen Markt aufkamen (133 Mrd €), und er übertraf – wie erwähnt – auch leicht die deutschen Wertpapierkäufe im Ausland. Das größte Interesse zeigten gebietsfremde Investoren an deutschen Schuldverschreibungen, die sie in nennenswertem Umfang ihren Wertpapierbeständen hinzufügten (124 Mrd €, verglichen mit 156 ½ Mrd € im Jahr 2005). Möglicherweise haben allerdings die erstmals seit sechs Jahren im Jahresverlauf wieder anziehenden Kapitalmarktzinsen am deutschen Rentenmarkt und die damit einhergehenden Kursverluste den Auslandserwerb gedämpft – trotz gegebenenfalls im Nachhinein festzustellender Bewertungsge-

... inländischen
Schuldver-
schreibungen
und...

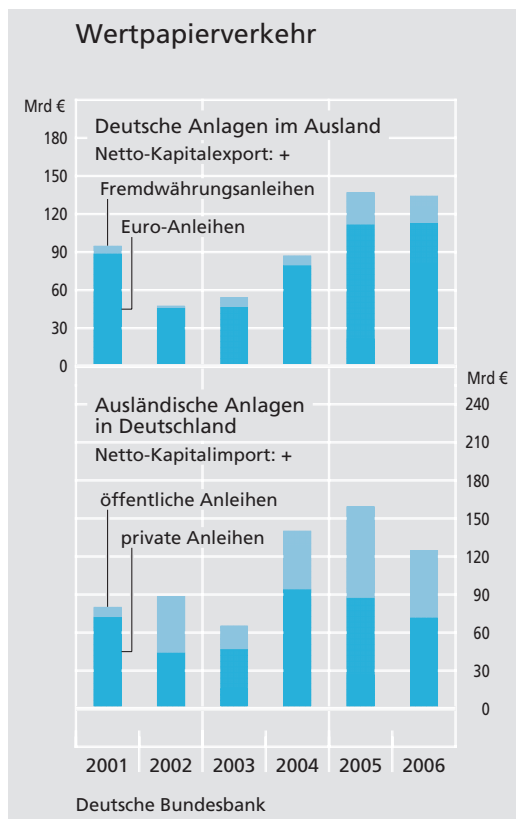
Kapitalverkehr

Mrd €; Netto-Kapitalexport: –

Position	2004	2005	2006
1. Direktinvestitionen	– 19,3	– 15,8	– 29,1
Deutsche Anlagen im Ausland	– 11,9	– 44,6	– 63,3
Ausländische Anlagen im Inland	– 7,4	+ 28,8	+ 34,2
2. Wertpapiere	+ 14,4	– 23,9	+ 1,2
Deutsche Anlagen im Ausland	– 102,3	– 202,8	– 159,4
Aktien	+ 9,0	– 17,1	+ 6,3
Investmentzertifikate	– 12,1	– 43,5	– 24,4
Anleihen 1)	– 87,2	– 137,2	– 134,5
Geldmarktpapiere	– 11,9	– 5,0	– 6,8
Ausländische Anlagen im Inland	+ 116,8	+ 178,9	+ 160,6
Aktien	– 13,7	+ 21,3	+ 27,5
Investmentzertifikate	+ 4,6	+ 1,1	+ 9,3
Anleihen 1)	+ 140,3	+ 159,5	+ 125,1
Geldmarktpapiere	– 14,4	– 3,0	– 1,3
3. Finanzderivate 2)	– 7,2	– 7,2	– 6,3
4. Übriger Kapitalverkehr 3)	– 107,4	– 74,6	– 115,1
Monetäre Finanzinstitute 4)	– 89,5	– 63,3	– 147,1
langfristig	– 4,2	– 79,8	– 83,5
kurzfristig	– 85,3	+ 16,5	– 63,6
Unternehmen und Privatpersonen	– 11,5	+ 6,2	+ 8,0
langfristig	– 0,5	+ 1,8	– 6,3
kurzfristig	– 10,9	+ 4,4	+ 14,3
Staat	– 1,1	+ 6,7	+ 0,8
langfristig	– 2,0	+ 10,3	+ 8,3
kurzfristig	+ 0,9	– 3,6	– 7,5
Bundesbank	– 5,3	– 24,2	+ 23,2
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: –) 5)	+ 1,5	+ 2,2	+ 2,9
Saldo der Kapitalbilanz 6)	– 118,0	– 119,4	– 146,3

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

Deutsche Bundesbank



winne durch die Aufwertung des Euro. Jedenfalls hielten sich ausländische Anleger im zweiten Quartal 2006, in einer Phase steigender Zinsen, beim Kauf inländischer Schuldverschreibungen erkennbar zurück. Wie auch schon in den Jahren davor richteten sie ihr Hauptaugenmerk auf Anleihen privater Emittenten (72 Mrd €); dabei handelte es sich in erster Linie um Bankschuldverschreibungen. Diese genießen gegenüber Bundesanleihen, die sich durch hohe Liquidität und erstklassige Bonität auszeichnen, einen Zinsvorsprung, der sich ungeachtet der regen Nachfrage im Jahresverlauf zeitweilig auf über 30 Basispunkte verdoppelte und erst zum Jahresende hin wieder etwas abschnitzte. Außerdem könnte die faktische Präferenz der Ausländer für Bankschuldverschreibungen im Zusammenhang mit Angebotsfaktoren bei staat-

lichen Emissionen gestanden haben, denn der Netto-Absatz öffentlicher Anleihen betrug – bedingt durch die günstige Kassenlage des Bundes und der Länder – lediglich 52 ½ Mrd € und erreichte damit das niedrigste Niveau seit fünf Jahren. Insgesamt erwarben Anleger aus dem Ausland für 53 ½ Mrd € längerfristige inländische Staatstitel. Heimische Geldmarktpapiere, die sich in Phasen steigender Zinsen grundsätzlich eignen, um sich gegen Kursänderungsrisiken abzusichern, fanden – im Einklang mit den Zinsbewegungen – nur in den ersten Monaten des vergangenen Jahres ausländische Käufer. Im Gesamtjahr gesehen wurden sie in geringem Umfang verkauft (1 ½ Mrd €).

Die Dynamik der Weltwirtschaft und der kräftigen konjunkturellen Aufschwung in Deutschland stärkten im Berichtszeitraum auch den heimischen Aktienmarkt, der im fünften Jahr in Folge einen Wertzuwachs verzeichnete und sich auch günstiger entwickelte als die Aktienbörsen anderer Industrieländer. Getragen wurde die Hausse von sich verbessernden Analystenschätzungen zur Gewinnentwicklung, einer regen weltweiten Übernahmeaktivität und – gemessen an den impliziten Volatilitäten des CDAX – vergleichsweise geringen Unsicherheiten über den weiteren Kursverlauf, die nur vorübergehend von Mitte Mai bis Juni in die Höhe geschneit waren, als Sorgen über die künftige wirtschaftliche Entwicklung in den USA das Risikobewusstsein der Marktteilnehmer geschärft hatten. Ausländische Anleger partizipierten im vergangenen Jahr an der Wertsteigerung deutscher Aktien und trugen mit ihren Käufen ihrerseits entscheidend zu dieser bei. Sie erwarben

... Aktien

kontinuierlich über das Jahr verteilt hiesige Dividendenwerte für insgesamt 27 ½ Mrd € (nach 21 ½ Mrd € im Jahr 2005). Inzwischen wird ein beträchtlicher Teil deutscher Aktien von Ausländern gehalten. Für die im DAX notierten Unternehmen, die häufig im Fokus internationaler Investoren stehen, beträgt dieser schätzungsweise mehr als 50 %.⁷⁾

Neben Aktien erwarben ausländische Anleger für 9 ½ Mrd € Anteilscheine inländischer Kapitalanlagegesellschaften; dies war nur etwas weniger als im bisherigen Rekordjahr 2000, als Auslandsgelder in Höhe von 11 Mrd € bei deutschen Fonds aufgekommen waren. Ein Teil der Mittel könnte auf indirektem Wege somit ebenfalls dem deutschen Aktienmarkt zugute gekommen sein.

*Deutsche
Anlagen in...*

Die im internationalen Vergleich besonders positive Grundstimmung an den heimischen Finanzmärkten lässt sich auch am Anlageverhalten deutscher Anleger ablesen, die 2006 ihr Engagement an ausländischen Wertpapiermärkten im Rahmen ihrer Anlage- und Diversifikationsstrategien zwar ebenfalls ausweiteten, aber im Ergebnis spürbar geringere Beträge als im Vorjahr außerhalb Deutschlands investierten. So erwarben Inländer 2006 für 159 ½ Mrd € verbrieft Titel im Ausland, verglichen mit 203 Mrd € im Rekordjahr 2005. Zu dem Rückgang hat insbesondere eine Neuausrichtung im Anlageverhalten gegenüber Dividendenwerten beigetragen. Hatten inländische Anleger im Jahr 2005 noch für 17 Mrd € Aktien gebietsfremder Unternehmen erworben, so wechselten sie im Berichtsjahr auf die Verkäuferseite (6 ½ Mrd €). Der Rückzug erfolgte dabei aus-

*... ausländischen
Aktien, ...*

schließlich im zweiten Quartal von 2006 und stand möglicherweise im Zusammenhang mit den in diesem Zeitraum aufkommenden Unsicherheiten über die US-Konjunktur, als sich die Markterwartungen plötzlich drehten und die Anleger die Risiken auf den Aktienmärkten, insbesondere in den USA, neu bewerteten. Für diese Überlegung spricht zumindest, dass deutsche Anleger in diesem Zeitraum für 4 Mrd € Anteilscheine börsennotierter US-amerikanischer Firmen veräußerten. Auch mag eine Rolle gespielt haben, dass der heimische Aktienmarkt mit einem Plus von 21 ½ % kräftigere Zuwächse zu verzeichnen hatte als wichtige andere Märkte wie beispielsweise der japanische Nikkei-Index (7 %) und der US-amerikanische Standard & Poor's (13 ½ %). Daneben wird der im Jahresverlauf aufwertende Euro dazu beigetragen haben, dass hiesige Anleger bei ihrem Engagement außerhalb der Währungsunion vorsichtiger disponierten.⁸⁾

Weitere Mittelzuflüsse konnten hingegen Kapitalanlagegesellschaften mit Sitz im Ausland verzeichnen, wengleich auch hier Inländer 2006 etwas weniger Anteilscheine zeichneten als im Jahr davor. Transaktionsbedingt nahm deren verwaltetes Fondsvermögen um 24 ½ Mrd € zu (nach 43 ½ Mrd €). Dabei kam ein beachtlicher Anteil der ins Ausland fließenden Mittel den ausländischen Töchtern

*... Investment-
zertifikaten
und...*

⁷ Vgl. Faktenbuch des Deutschen Aktieninstituts 2006, das Angaben über den Auslandsbesitz von rd. der Hälfte der DAX-Unternehmen enthält, die in der Summe ca. zwei Drittel der Börsenkapitalisierung des Index ausmachen. Hierin sind auch die als Direktinvestitionen gehaltenen Aktienbestände eingeschlossen.

⁸ Die frei werdenden Mittel kamen allerdings im Ergebnis nicht dem heimischen Aktienmarkt zugute, da sich Inländer per saldo auch von hiesigen Aktien trennten. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2006, S. 64.

... Schuldverschreibungen

deutscher Kapitalanlagegesellschaften zugute.⁹⁾

Länger laufenden zinstragenden Papieren ausländischer Emittenten brachten deutsche Sparer hingegen weiterhin großes Interesse entgegen. Die Mittelabflüsse in diesem Segment des Kapitalverkehrs beliefen sich im Jahr 2006 auf 134 ½ Mrd €; sie waren damit fast genauso hoch wie im Jahr davor (137 Mrd €). Vor allem Zinstitel öffentlicher Schuldner aus anderen Ländern der Währungsunion, die wegen ihres leichten Renditevorteils (von 11 Basispunkten im Jahresdurchschnitt) gegenüber der Benchmark-Anleihe des Bundes, regelmäßig den Portfolios beigemischt werden, waren – vor allem von den Finanzdisponenten inländischer Banken – sehr gefragt (113 ½ Mrd €). Vermutlich trägt auch das Bestreben institutioneller Anleger, laufzeitkongruente Bilanzstrukturen im Zusammenhang mit dem Regelwerk „Solvency II“ zu gewährleisten, zu der strukturellen Nachfrageverschiebung zugunsten länger laufender zinstragender Papiere bei.

Neben auf Euro lautenden Schuldverschreibungen waren bei Inländern auch Fremdwährungsanleihen sehr beliebt – trotz des starken Euro und der fortbestehenden globalen Leistungsbilanzungleichgewichte. Per saldo kauften deutsche Anleger für 21 Mrd € derartige Titel. Das war der zweithöchste Betrag seit Einführung des Euro, der bislang aus Deutschland in diese Instrumente geflossen ist. Gefragt waren dabei vor allem auf US-Dollar lautende Anleihen, die heimische Anleger im Rekordvolumen von 18 ½ Mrd € in ihre Depots nahmen (nach 11 ½ Mrd €). Darü-

ber hinaus wurden ausländische Geldmarktpapiere mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr, die im Hinblick auf möglicherweise steigende Zinsen in den Augen einiger Anleger ein günstiges Ertrags-Risiko-Profil boten, für 7 Mrd € erworben.

Dieselben Faktoren, die sich positiv auf die Aktienmärkte ausgewirkt haben, namentlich die gute Konjunkturlage, die günstigen Ertragsperspektiven und die weiterhin vorteilhaften Finanzierungsbedingungen der Unternehmen, führten 2006 weltweit auch zu vermehrten Direktinvestitionen. Mit einer Zunahme um 35 % auf 1 Billion US-\$ im Jahr 2006 fiel die Steigerung der globalen Direktinvestitionsströme – nach ersten Schätzungen der UNCTAD – sogar stärker aus als ein Jahr zuvor (29 %). Allerdings blieb der Gesamtwert unter dem Höchststand von 1 ½ Billionen US-\$ aus dem Jahr 2000. Der Anstieg ist vor dem Hintergrund einer starken Zunahme der Fusionen und Übernahmen zu sehen. Das Mergers&Acquisitions-Volumen legte weltweit auf über 2 Billionen € zu, wobei ungefähr ein Drittel der Summe auf grenzüberschreitende Abschlüsse entfiel.¹⁰⁾

Direktinvestitionen

Auch die grenzüberschreitenden Transaktionen multinationaler Konzerne mit deutscher Beteiligung sind 2006 kräftig gestiegen, wenngleich das Plus mit knapp 12 % geringer ausgefallen ist als weltweit. Diese Zunahme spiegelte sich in höheren Direktinvestitionen von und nach Deutschland wider, die neben

⁹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Mittelabzüge aus inländischen Investmentfonds im Jahr 2006, Monatsbericht, Februar 2007, S. 38.

¹⁰ Das hier genannte Transaktionsvolumen bezieht sich auf die abgeschlossenen Fusionen und Übernahmen.

Firmenzusammenschlüssen auch alle übrigen grenzüberschreitenden Finanztransaktionen verbundener Unternehmen umfassen (siehe Erläuterungen auf S. 34 f.). Alles in allem kam es dabei zu Netto-Kapitalexporten von 29 Mrd €, verglichen mit 16 Mrd € im Jahr davor.

*Deutsche
Direkt-
investitionen
im Ausland*

Insbesondere hiesige Unternehmen haben 2006 ihre Präsenz im Ausland erheblich ausgeweitet. Sie stellten ihren ausländischen Niederlassungen mit 63 ½ Mrd € so viel Mittel zur Verfügung wie seit sechs Jahren nicht mehr (2005: 44 ½ Mrd €). Mit dazu beigetragen haben – neben dem bereits erwähnten Beteiligungserwerb – hohe reinvestierte Gewinne, was auf die ausgezeichnete Ertragslage der im Ausland ansässigen Filialen und Töchter schließen lässt. Der grenzüberschreitend investierte Betrag wäre sogar noch höher ausgefallen, wären nicht erhebliche Kreditrückflüsse („reverse flows“), also Kreditgewährungen der Tochtergesellschaften an ihre in Deutschland ansässigen Mutterunternehmen, gegenzurechnen gewesen. Hierbei spielten – wie bereits häufiger in der Vergangenheit – firmeninterne Transaktionen mit Finanzierungsgesellschaften in den Niederlanden die entscheidende Rolle. Hauptzielländer der deutschen Direktinvestitionen waren im vergangenen Jahr die USA (15 ½ Mrd €), Malta (9 Mrd €)¹¹ und Großbritannien (6 Mrd €). In die mittel- und osteuropäischen EU-Länder und Russland flossen weitere 9 Mrd €. Die Tatsache, dass das Kapital überwiegend in andere Industrieländer geflossen ist, spricht dafür, dass der Beteiligungserwerb primär der Markterschließung diene. Darüber hinaus spielten als Investitionsmotive steuerliche Aspekte und Kosten-

überlegungen sicherlich ebenfalls eine wesentliche Rolle. Gestützt werden diese Vermutungen bei einer Aufschlüsselung nach investierenden Sektoren. Hier traten insbesondere Kreditinstitute (20 ½ Mrd €) und der Maschinenbau (8 Mrd €) in Erscheinung. Aber auch das Textil- und Bekleidungs-gewerbe (4 ½ Mrd €) sowie die chemische Industrie (4 Mrd €) weiteten ihre Präsenz im Ausland in größerem Umfang aus.

Ausländische Unternehmen engagierten sich im vergangenen Jahr mit 34 Mrd € in Deutschland, verglichen mit 29 Mrd € im Jahr davor. Dabei waren einige größere Firmenzusammenschlüsse von Bedeutung, die auch die regionale und sektorale Aufteilung bestimmten. So stammte der Großteil der in Deutschland getätigten Auslandsinvestitionen aus anderen Industrieländern, wobei die höchsten Beträge aus Frankreich (5 ½ Mrd €), Dänemark (5 Mrd €) und den USA (5 Mrd €) kamen. Im Zentrum des Interesses der Investoren standen das Kredit- und Versicherungsgewerbe (11 ½ Mrd €) sowie Beteiligungsgesellschaften (8 Mrd €). Aber auch der chemischen Industrie flossen erhebliche Mittel zu (7 Mrd €), wofür hauptsächlich zwei Übernahmen verantwortlich zeichneten. Ein nennenswerter Teil der Gelder fand über internationale Finanzzentren (unter anderem die Schweiz, Irland und Bermuda) den Weg nach Deutschland, so dass die eigentlichen Investoren nicht immer verlässlich regional bestimmt werden können.

*Ausländische
Direkt-
investitionen
in Deutschland*

¹¹ Die Mittel flossen im Wesentlichen in Holdinggesellschaften.

Mergers & Acquisitions als Teil der Direktinvestitionen: Entwicklung, Branchen und Finanzierung

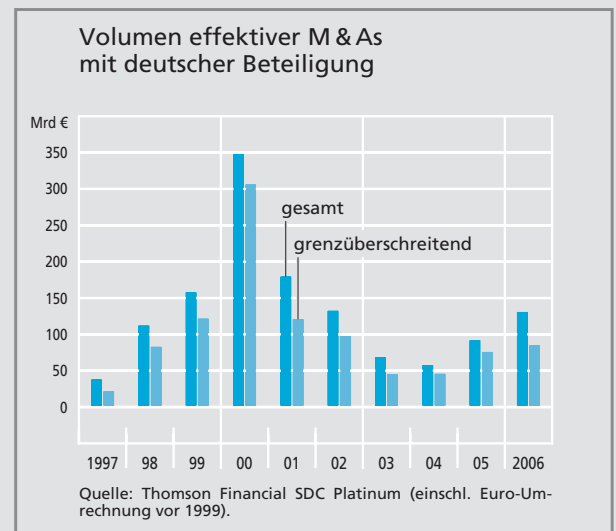
Die Deutsche Bundesbank erhebt auf der Grundlage des Außenwirtschaftsgesetzes und international abgestimmter Definitionen grenzüberschreitende Direktinvestitionen.¹⁾ Hierbei werden Neuanlagen bzw. Liquidationen von Beteiligungskapital, reinvestierte Gewinne und Kredittransaktionen verbundener Unternehmen separat erfasst und entsprechend ausgewiesen. Die Neuanlagen umfassen auf Dauer angelegte Beteiligungen ab einem Schwellenwert von 10 % des Kapitals oder der Stimmrechte. Damit enthalten diese neben grenzüberschreitenden Fusionen und Beteiligungen an bestehenden Unternehmen (Mergers & Acquisitions (M & As)) – gegenwärtig nicht unterscheidbar – auch Neugründungen (Greenfield-Investments).²⁾

Eine gesonderte Analyse der grenzüberschreitenden M & As erfordert daher noch den Rückgriff auf Daten privater Anbieter. Da diese bei der Zusammenstellung der Daten andere Ziele verfolgen und dementsprechend andere Kriterien und Quellen zugrunde legen, unterscheiden sich ihre Angaben von den amtlichen Zahlen zum Teil beträchtlich.³⁾⁴⁾ Gleichwohl können diese Statistiken wichtige zusätzliche Informationen über den Beteiligungserwerb von Unternehmen und die aus der Finanzierung möglicherweise resultierenden Risiken bieten.

Im vergangenen Jahr sind die effektiven Unternehmenszusammenschlüsse und -übernahmen – berechnet auf Grundlage der Angaben von Thomson Financial SDC Platinum – weltweit um knapp 30 % auf rund 2,2 Billionen € gestiegen. Auch der deutsche Markt für Kapitalbeteiligungen verzeichnete 2006 eine weitere Belebung. So stiegen die abgeschlossenen Transaktionen mit deutscher Beteiligung um über 40 % auf 130 Mrd € (siehe nebenstehendes Schaubild). Knapp drei Viertel des Volumens entfielen dabei auf grenzüberschreitende Übernahmen.

Direktinvestitionsströme entwickeln sich häufig im Einklang mit den Handelsströmen.⁵⁾ Insofern entspricht es früheren Beobachtungen, dass mit der kräftigen Ausweitung des deutschen Außenhandels im vergangenen Jahr die deutsche Wirtschaft auch bei internationalen Unternehmensakquisitionen wieder

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 3, Zahlungsbilanzstatistik, S. 102 ff. und Statistische Sonderveröffentlichung 10, Kapitalverflechtung mit dem Ausland, April 2006, S. 65 ff. — 2 In der deutschen Bestandsstatistik zu den Direktinvestitionen wird bei erstmals eingehenden Meldungen für das Jahr 2005 unterschieden zwischen „Neugründung“, „Kauf, Fusion oder Übernahme“ bzw. „Überschreiten der Meldefreigrenze“. Die Daten werden voraussichtlich Ende April 2007 veröffentlicht. Auch für die Zahlungsbilanzstatistik gibt es Bestrebungen, einen detaillierteren Ausweis auf der Basis eines international harmonisierten Regelwerks zu erreichen. — 3 Bspw. wertet Thomson Financial für SDC Platinum öffentlich verfügbare Informationen über Unternehmensbeteiligungen aus und verarbeitet darüber hinaus Meldungen der beratenden Investmentbanken. Zugrunde gelegt wird ein Beteiligungserwerb ab einem Kapitalanteil



stärker in Erscheinung getreten ist. Zudem mag eine Rolle gespielt haben, dass inländische Unternehmen international übertragbare Wettbewerbsvorteile – wie z.B. ein attraktives Produktsortiment, eine gute Marktstellung oder technisches Know-how – besitzen, mit denen durch den Erwerb von Firmen im Ausland Skaleneffekte realisiert werden können.⁶⁾ So weiteten deutsche Investoren ihr grenzüberschreitendes M & A-Engagement 2006 um 14 ½ % auf 39 Mrd € aus. Jeweils etwas über ein Viertel des Gesamtvolumens der Investitionen deutscher Unternehmen zielte auf den Grundstoffsektor und die Pharmabranche im Ausland. Hierbei schlugen die beiden größten Einzeltransaktionen zu Buche.

Umgekehrt war Deutschland auch ein wichtiges Zielland von Firmenübernahmen durch ausländische Unternehmen, wenngleich sich das Transaktionsvolumen 2006 – nach kräftigen Steigerungen in den beiden Vorjahren – nicht weiter erhöht hat. Ausländer erwarben Beteiligungen an heimischen Gesellschaften für 47 ½ Mrd €. Ein besonderes Interesse brachten

von mindestens 5 %, unter bestimmten Umständen auch darunter. Ferner werden auch Kapitalaufstockungen erfasst. Probleme bestehen unter anderem auch in der zeitlichen Zuordnung und den erfassten Transaktionswerten. Die Zahlungsbilanzstatistik stellt bei Neuanlagen auf den tatsächlichen Eigentumsübergang ab und berücksichtigt nur den Teil des Transaktionswertes, der tatsächlich zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden ausgetauscht wird. — 4 Berücksichtigt man – ebenso wie in der Zahlungsbilanz – nur die Unternehmensbeteiligungen, die zu einem Kapitalanteil von mindestens 10 % führen, so erwarben heimische Unternehmen im Jahr 2006 laut Thomson Financial SDC Platinum für 39 Mrd € ausländische Firmen, während gebietsfremde Eigner für 40 ½ Mrd € Beteiligungen in Deutschland aufbauten. Die in der Zahlungsbilanz als Neuanlagen ausgewiesenen Werte lagen bei 91 Mrd € bzw. 25 Mrd €. — 5 Siehe: K. Ekholm, R. Forslid und

sie bereits im zweiten Jahr in Folge dem hiesigen Immobiliensektor entgegen. Auf diesen Bereich entfielen 2006 immerhin knapp 19 Mrd €.

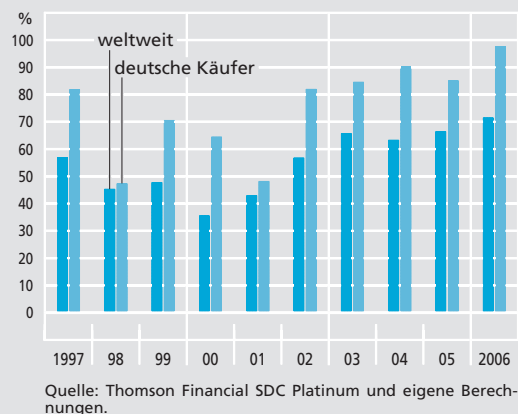
Die Finanzierungsstruktur von Unternehmensübernahmen hat sich in den letzten Jahren beträchtlich gewandelt. Grundsätzlich stehen zwei Finanzierungsmöglichkeiten für M & As zur Verfügung: Aktientausch und Bar-Offerten (Cash-Transaktionen). Während bei einem Aktientausch die Eigner des übernommenen Unternehmens mit Aktien der investierenden Gesellschaft entschädigt werden, erhalten sie bei einer Bar-Offerte eine Geldzahlung. In diesem Fall kann das übernehmende Unternehmen bereits vorhandene liquide Mittel verwenden; häufig erfolgt auch – zumindest teilweise – eine Finanzierung über Kredite beziehungsweise die Ausgabe von Anleihen. Hatte zu Zeiten des New-Economy-Booms weltweit der Aktientausch mit einem Anteil von 57 % (im Zeitraum 1998 bis 2001) dominiert, so entfielen zuletzt 72 % des Finanzierungsvolumens auf Bar-Offerten. Ein Grund für diese Änderung mag sein, dass Aktien als „Zahlungsmittel“ bei den Anteilseignern der übernommenen Unternehmen nach dem Kurseinbruch der Dividendenwerte an Ansehen verloren haben. Zudem dürfte die in den letzten Jahren gestiegene Profitabilität der Unternehmen die Akkumulation liquider Mittel erleichtert haben. Ferner ist die Kreditfinanzierung von Übernahmen aufgrund der niedrigen Zinsen an den Kapitalmärkten in jüngster Zeit besonders attraktiv. Bemerkenswert ist, dass der Anteil der Bar-Abwicklungen bei den Übernahmen durch deutsche Unternehmen im Durchschnitt der letzten zehn Jahre um 20 Prozentpunkte höher war als weltweit.⁷⁾

Gesamtwirtschaftlich gesehen können Unternehmenszusammenschlüsse zu einer Verbesserung der Kapitalallokation beitragen. Die Realisierung von Kostenvorteilen, eine effizientere Unternehmensführung oder die Nutzung von Skaleneffekten lassen Wohlstandsgewinne erwarten. Kreditfinanzierte Firmenübernahmen, insbesondere sogenannte Leveraged Buyouts (LBO), also Akquisitionen etablierter Unternehmen oder Teilen von ihnen, wobei der Kaufpreis zu einem erheblichen

J. Markusen, Export-Plattform Foreign Direct Investment, NBER Working Paper, No 9517, 2003 sowie S. Herrmann und A. Jochem, Trade balances of central and east European EU member states and the role of foreign direct investment, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 1, Nr. 41/2005. — 6 J.H. Dunning (1988), The Eclectic Paradigm of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions. Journal of International Business Studies 19(1), S. 1-31. Technologische Aspekte scheinen gerade bei grenzüberschreitenden Aktivitäten von besonderer Bedeutung zu sein. Siehe: R. Frey und K. Hussinger, The role of technology in M & As: a firm level comparison of cross-border and domestic deals, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 1, Nr. 45/2006. — 7 In dem hohen Anteil der Bartransaktionen

Teil mit Fremdkapital beglichen wird, können aus Finanzstabilitätssicht aber auch ein Problem darstellen, zumal das Finanzierungsvolumen gerade in diesem Bereich kräftig gestiegen ist.⁸⁾ Kritisch zu sehen ist, dass sich das durchschnittliche Rating von LBO-Unternehmen der Tendenz nach verschlechtert hat – mit möglicherweise negativen Auswirkungen auf bisherige Gläubiger. Zwar kann das in der jüngeren Vergangenheit stark gestiegene Verhältnis von Schulden zum operativen Gewinn in Zeiten niedriger Zinsen als Bestreben der Investoren zur Steigerung der Eigenkapital-Rendite gesehen werden; nicht verkannt werden sollte allerdings, dass damit die Anfälligkeit der Unternehmen unter anderem im Falle steigender Zinsen zunehmen könnte. Risiken für Banken ergeben sich selbst dann, wenn sie die Kredite im Zusammenhang mit einem LBO an andere Gläubiger weiterreichen, da sie als Underwriter während der Halteperiode einem Marktumschwung ausgesetzt sein können. Für sie kann auch indirekt ein Risiko bestehen, wenn Hedgefonds das Risiko aus LBOs übernehmen, die selbst bei den Banken verschuldet sind.⁹⁾

Anteil der Barfinanzierung am effektiven Transaktionsvolumen



deutscher Unternehmen könnten auch rechtliche Einschränkungen beim Aktientausch zum Ausdruck kommen; so wird auf das Problem des Bezugsrechtsausschlusses bei Kapitalerhöhungen und einer möglichen Wertrüge durch Aktionäre verwiesen. Ferner dürfen deutsche Unternehmen nur 10 % eigene Anteile halten. Vgl.: Börsen-Zeitung, Deutsche Konzerne bei M & A im Nachteil, 19. Januar 2007, S. 10. — 8 Von dem Gesamtbetrag der 2006 global abgeschlossenen Firmenübernahmen in Höhe von über 2,2 Billionen € gelten nach Angaben von Thomson Financial SDC Platinum 315 Mrd € (14 ½ %) als Leveraged-Buyout-Transaktionen. Bei den Übernahmen mit deutscher Beteiligung lag der Anteil mit 9 ½ % etwas niedriger. — 9 Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Risiken aus der Finanzierung von Leveraged-Buyout-Transaktionen (LBOs), Finanzstabilitätsbericht, November 2006, S. 46 f.

Übriger Kapital-
verkehr...

Wie der Bereich der Direktinvestitionen schloss auch der übrige Kapitalverkehr, der sowohl die Finanz- und Handelskredite als auch die Bankguthaben und sonstige Anlagen umfasst, 2006 mit Netto-Kapitalexporten, und zwar in Höhe von 115 Mrd €, nachdem die Abflüsse ein Jahr zuvor 74 ½ Mrd € betragen hatten. Dabei kamen im unverbrieften Kreditverkehr der Nichtbanken per saldo Mittel auf (9 Mrd €). Dafür waren in erster Linie die Dispositionen von Unternehmen und Privatpersonen ausschlaggebend (8 Mrd €). Diese weiteten ihre – insbesondere langfristigen – grenzüberschreitenden Verbindlichkeiten aus Finanzkrediten stärker aus (27 Mrd €), als sie ihre (kurzfristigen) Bankguthaben im Ausland aufstockten (15 Mrd €). Die Transaktionen staatlicher Stellen führten zu geringeren Mittelzuflüssen (netto 1 Mrd €). Allerdings kam es zu Umschichtungen innerhalb der Auslandsaktiva des Staates. So verringerten sich zum einen seine langfristigen Auslandsforderungen (8 Mrd €), wobei der Schuldentrückzahlung Russlands im Rahmen des „Pariser Clubs“ eine prominente Bedeutung zukam; zum anderen stiegen seine kurzfristigen Bankguthaben im Ausland (6 ½ Mrd €). Offenbar bieten ausländische Finanzplätze weiterhin günstige Konditionen für die Anlage liquider Mittel, die sowohl von Unternehmen als auch von staatlichen Stellen genutzt werden.

... der MFIs

Neben den Kapitalabflüssen bei den Direktinvestitionen bildete damit in erster Linie der unverbriefte Kreditverkehr des Bankensystems (einschl. Bundesbank) mit Netto-Kapitalexporten in Höhe von 124 Mrd € den Gegenposten zu dem hohen Leistungsbilanz-

überschuss. So weiteten die inländischen Kreditinstitute im vergangenen Jahr hauptsächlich ihr Aktivgeschäft mit ausländischen Kunden beträchtlich aus. Primär handelte es sich um Interbanktransaktionen. Dabei spielte auch die Rückverlagerung des Geschäfts aufgelöster Auslandsniederlassungen hiesiger Banken nach Deutschland eine wichtige Rolle. Alles in allem stieg die Netto-Forderungsposition inländischer Banken gegenüber dem Ausland im vergangenen Jahr um 147 Mrd €. Bei der Bundesbank kamen hingegen Mittel auf (netto 23 Mrd €). Dies geschah in erster Linie durch einen Forderungsabbau im Rahmen des Großbetragszahlungssystem TARGET.

Die Währungsreserven der Bundesbank, deren transaktionsbedingte Änderungen in der Kapitalbilanz enthalten sind, haben 2006 um 3 Mrd € abgenommen. Dabei reduzierte sich sowohl der Bestand an Devisenreserven als auch die Reserveposition im IWF (einschl. SZR). Bei den Devisenreserven sanken vor allem die Forderungen gegenüber ausländischen Kreditinstituten. Der Rückgang der IWF-Position war Tilgungen europäischer Länder – insbesondere der Türkei – von zuvor beim IWF aufgenommenen Krediten geschuldet. Hingegen haben die Währungsreserven durch die übliche Neubewertung zu Marktpreisen an Wert gewonnen, wenn auch mit 1 ½ Mrd € weniger stark. Dabei schlug der Anstieg des Goldpreises mit einer Höherbewertung des Goldbestandes um 5 Mrd € zu Buche, während die Devisenreserven in erster Linie durch die Schwäche des US-Dollar 3 ½ Mrd € an Wert einbüßten. In bilanzieller Betrachtung verringerten sich die Währungs-

Währungs-
reserven der
Bundesbank

reserven damit im Berichtszeitraum um 1½ Mrd € und schlossen das Jahr 2006 mit einem Bestand von 85 Mrd € ab.

Restposten

Alles in allem übertrafen die statistisch erfassten Netto-Kapitalexporte den Leistungsbilanzüberschuss deutlich. Es ist also im vergangenen Jahr zu einem Restposten gekommen, der mit 30 Mrd € einen außergewöhnlich hohen Wert erreichte. Ein größerer Teil hiervon lässt sich vermutlich mit nicht erfassten grenzüberschreitenden Bargeldtrans-

aktionen erklären. So werden deutsche Reiseverkehrausgaben, soweit sie mit Euro-Bargeld getätigt werden, sowie Kapitalabflüsse aus der Versendung von Euro-Banknoten durch hiesige Kreditinstitute oder die Bundesbank jeweils nur einseitig – ohne die entsprechende Gegenbuchung – erfasst.¹²⁾

¹² Siehe dazu auch die Erläuterungen: Deutsche Bundesbank, Zur Darstellung grenzüberschreitender Bargeldtransaktionen in der Zahlungsbilanz, Monatsbericht, März 2005, S. 39.