

Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2007

Die deutsche Exportwirtschaft profitierte auch im Jahr 2007 recht stark von der dynamischen Entwicklung des Welthandels. Die Ausfuhrumsätze von Waren „Made in Germany“ expandierten mit 8½% erneut kräftig, obwohl sich die preisliche Wettbewerbsposition der heimischen Unternehmen auf den Absatzmärkten außerhalb der EWU aufgrund der Euro-Aufwertung verschlechterte. Das gilt auch für die Exporte in die südostasiatischen Schwellenländer und nach China. Die Einfuhren nahmen dem Wert nach mit 5% spürbar langsamer zu. Ausschlaggebend dafür waren vor allem dank der milden Witterung Anfang 2007 niedrigere Energieimporte, mehrwertsteuerbedingte Vorzieheffekte und nachfragedämpfende Kaufkraftverluste. Im Ergebnis stieg der Überschuss in der Leistungsbilanz gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 1½ Prozentpunkte auf 7½%.

Entsprechend kam es im Kapitalverkehr mit dem Ausland zu hohen Netto-Kapitalexporten – vor allem durch die Auslandstransaktionen der Banken sowie durch Direktinvestitionen. Im Wertpapierverkehr, der üblicherweise besonders rasch auf veränderte Finanzmarktbedingungen reagiert, überwogen jedoch angesichts der seit Mitte 2007 bestehenden Unsicherheiten Mittelzuflüsse. Einmal mehr erwiesen sich heimische Wertpapiere als „sicherer Hafen“ für anlagesuchendes Kapital.

Leistungsbilanz

Außenwirtschaftliches Umfeld

Die deutschen Exportunternehmen operierten im Jahr 2007 von einer guten Ausgangslage kommend weiterhin in einem günstigen internationalen Umfeld. Die Weltwirtschaft wuchs mit 5 % erneut kräftig, obgleich zum Jahresende hin die globale wirtschaftliche Entwicklung an Schwung verloren hat. Die Expansion des Welthandels betrug nach Schätzungen der OECD 6 ½ %, sie war damit zwar weniger dynamisch als 2006, blieb aber in der langfristigen Betrachtung hoch. Allerdings verschlechterte sich wegen der Aufwertung des Euro die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen gegenüber wichtigen Handelspartnern um 1 ½ %, nachdem sie sich 2006 noch leicht verbessert hatte.¹⁾ Dennoch war die Wettbewerbsposition der deutschen Unternehmen 2007 immer noch recht stark. Nicht zuletzt deshalb setzte sich sowohl in der deutschen Handelsbilanz als auch in der Leistungsbilanz die positive Grundtendenz fort.

Ausfuhren

Mit ihrem in den jeweiligen Märkten gut positionierten Gütersortiment profitierten die deutschen Exporteure in besonderem Maße von der anhaltend schwungvollen Entwicklung der Weltwirtschaft, namentlich von der lebhaften globalen Investitionskonjunktur. Die Aufträge der heimischen Unternehmen aus dem Ausland überschritten 2007 den entsprechenden Vorjahrsstand dem Volumen nach um 11¾ %, verglichen mit + 11% im Jahr zuvor. Zu dem bemerkenswerten Bestell Erfolg haben auch zahlreiche außerordentliche Großaufträge aus dem Ausland beigetragen, die erfahrungsgemäß über einen

längeren Zeitraum abgearbeitet werden. Entsprechend war die Stimmung der heimischen Exporteure zum Jahresende 2007 weiterhin recht optimistisch, auch wenn sie nicht mehr die Höchststände der ersten Jahreshälfte erreichte. Dem Wert nach weitete die deutsche Wirtschaft ihre Warenausfuhren im Jahr 2007 um 8 ½ % gegenüber dem Vorjahr aus, nachdem schon in den drei Jahren zuvor Wachstumsraten zwischen 7 ½ % und 13 ½ % erzielt worden waren.²⁾ Daraus ergibt sich bei einem Anstieg der Ausfuhrpreise um 1¾ % ein reales Plus von 6 ½ %. Die Entwicklung der Exportpreise wurde nicht zuletzt dadurch gedämpft, dass die Preise importierter Vorleistungsgüter und Rohstoffe durch die Euro-Aufwertung in der Tendenz gedrückt wurden. Zudem dürften die Ausfuhrpreise (in der Währung des Absatzlandes) für eine Reihe von Produkten stabil gehalten oder nicht im vollen Umfang der Euro-Aufwertung erhöht worden sein. Das bedeutet, dass sie in Euro gesunken oder nur wenig gestiegen sind. Eine solche Pricing-to-Market-Strategie hilft den deutschen Exportunternehmen, den Verlust von Marktanteilen zu begrenzen, sie ist aber auch mit Ertragseinbußen verbunden (vgl. hierzu auch den Beitrag auf S. 35 ff.).

Die deutschen Exporte erhielten 2007 erneut kräftige Impulse aus den EWU-Partnerländern. Der Wert der Lieferungen dorthin legte

*Regionalstruktur:
Exporte in die
EWU...*

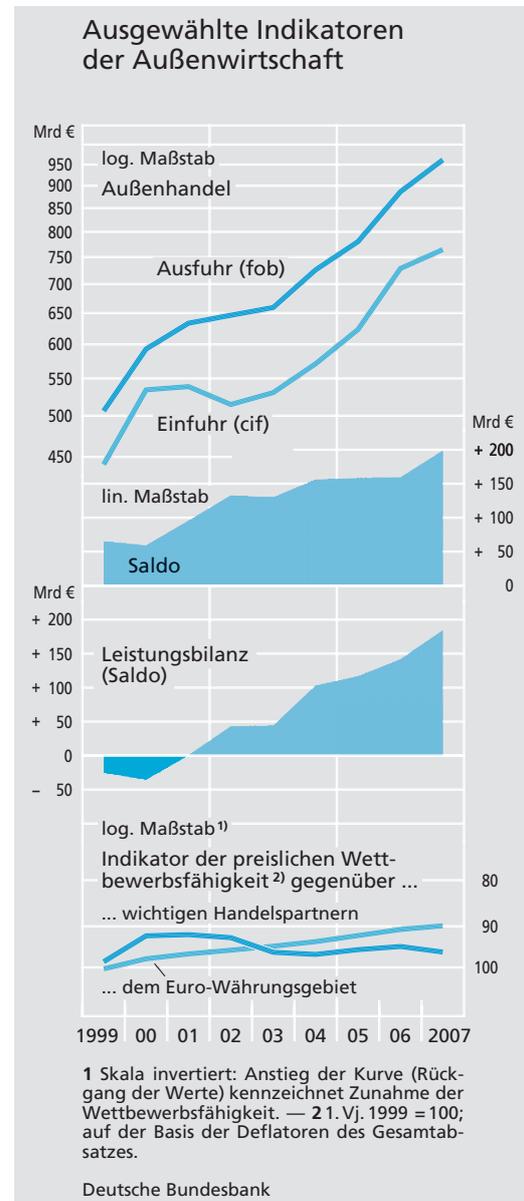
¹ Gemessen auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes.

² Die aus den Angaben der Außenhandelsstatistik berechnete Wachstumsrate der Exporte und – in geringem Maße – der Importe von Waren ist für das Jahr 2007 nach unten gedrückt worden, da seit Januar 2007 Warenbewegungen im Zusammenhang mit Reparatur- und Wartungsvorgängen im Einklang mit europäischen und internationalen Konzepten nicht mehr erfasst werden.

mit 10¼% etwa genauso stark zu wie im Vorjahr. Zugleich wurde das Wachstum der Ausfuhrumsätze mit Drittländern (7¼%) deutlich übertroffen. Darin kommt zum einen die günstige Konjunktorentwicklung im Euro-Raum zum Ausdruck, die im letzten Jahr noch an Breite gewann. Zum anderen hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber den Anbietern im Euro-Währungsgebiet aufgrund der geringeren gesamtwirtschaftlichen Teuerung in Deutschland nochmals leicht (1%) verbessert. Die Auslandsumsätze deutscher Unternehmen waren in allen EWU-Partnerländern aufwärtsgerichtet, besonders kräftig expandierte jedoch die Ausfuhr nach Spanien (15¼%) und Finnland (11½%) sowie nach Frankreich (10½%) und in die Niederlande (10¼%). Dabei wurden die Lieferungen nach Frankreich zum Jahresende durch Vorzieheffekte begünstigt, die mit dem Inkrafttreten einer Sondersteuer auf Fahrzeuge mit hohem CO₂-Ausstoß zum 1. Januar 2008 im Zusammenhang stehen. Die neue Abgabe betrifft vor allem Fahrzeuge des gehobenen Marktsegments, in dem die deutschen Hersteller besonders stark vertreten sind.³⁾ Insgesamt konnten die deutschen Unternehmen im Jahr 2007 ihre Marktposition innerhalb der EWU weiter ausbauen.

... und in Drittstaaten

Trotz des deutlichen Rückgangs der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den Konkurrenten außerhalb der EWU (– 4½%) konnte die deutsche Exportwirtschaft ihre Stellung 2007 auf den Drittlandsmärkten insgesamt behaupten. Dahinter standen jedoch sehr unterschiedliche regionale Entwicklungen. So nahmen die Ausfuhren in die Ver-



einigten Staaten in nominaler Rechnung um 6% ab. Zum einen dürfte die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar mit gut 9% im Jahresdurchschnitt 2007 die Wertentwicklung gebremst haben. Zum anderen schwächte sich das Wachstum der US-Nach-

³ So nahmen die wertmäßigen Kfz-Exporte nach Frankreich im letzten Vierteljahr 2007 gegenüber dem Vorjahreszeitraum mit + 13¼% deutlich stärker zu als die Ausfuhren der deutschen Automobilbranche insgesamt (+ 6½%).

Struktur und Entwicklung des regionalen Außenhandels im Jahr 2007

Ländergruppe/Land	Anteile in %	Verän- derung gegenüber Vorjahr in %
Ausfuhr		
Alle Länder	100,0	8,5
darunter:		
EWU-Länder (13)	42,8	10,2
Übrige EU-Länder (14)	21,9	12,9
darunter:		
11 neue Mitgliedsländer	10,8	15,6
Vereinigte Staaten	7,6	-5,9
Russische Föderation	2,9	20,6
Japan	1,3	-5,8
Südostasiatische Schwellenländer	3,3	2,1
China	3,1	8,9
OPEC-Länder	2,4	6,8
Entwicklungsländer ohne OPEC	8,4	4,9
Einfuhr		
Alle Länder	100,0	5,2
darunter:		
EWU-Länder (13)	39,5	7,2
Übrige EU-Länder (14)	20,0	11,3
darunter:		
11 neue Mitgliedsländer	11,1	15,4
Vereinigte Staaten	5,9	-7,3
Russische Föderation	3,7	-4,2
Japan	3,1	0,3
Südostasiatische Schwellenländer	4,3	-8,0
China	7,1	9,4
OPEC-Länder	1,6	-7,3
Entwicklungsländer ohne OPEC	9,4	-0,7

Deutsche Bundesbank

frage nach Importgütern aufgrund der nachlassenden Konjunkturdynamik ab. Vor allem wechselkursbedingt sind auch die deutschen Exportwerte nach Japan (-5¾%) und Kanada (-1¾%) gesunken. Demgegenüber expandierten die wertmäßigen Lieferungen in die südostasiatischen Schwellenländer um 2¼% und nach China um 9%. Die Aufwertung des Euro gegenüber der chinesischen Währung fiel 2007 mit 4% geringer aus als gegenüber dem US-Dollar. Darin kommt zum Ausdruck, dass sich die Dollarorientierung des Renminbi seit dem Übergang zum Crawling-Peg im Jahr 2005 etwas gelockert hat. Die Exporte in die immer noch auf hohen Touren laufenden Volkswirtschaften der neuen EU-Mitgliedstaaten in Mittel- und Osteuropa stiegen erneut überdurchschnittlich stark (15¾%). Dazu hat der kräftige Zuwachs der Lieferungen nach Polen um 24¼% maßgeblich beigetragen. Ähnlich schwungvoll entwickelte sich die Ausfuhr nach Russland (+20¾%). Die Exporte in die OPEC-Länder legten dem Wert nach um 6¾% zu.

Im Jahr 2007 profitierten alle Industriezweige in Deutschland, die Warenexporte tätigen, von der zumeist lebhaften Nachfrage auf den ausländischen Absatzmärkten.⁴⁾ Die deutschen Hersteller von Investitionsgütern, die mit einem Anteil von nahezu 44% den wichtigsten Produktbereich der deutschen Exportwirtschaft repräsentieren, konnten ihre Aus-

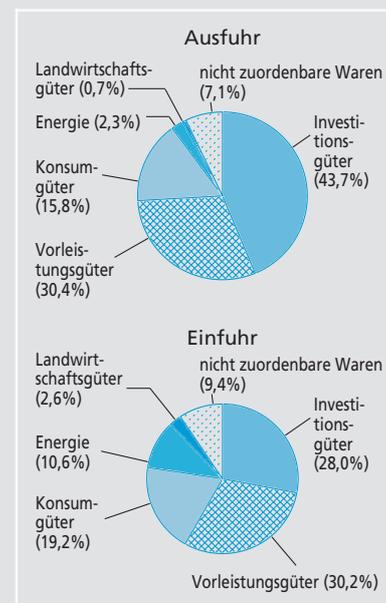
*Warenstruktur
der Ausfuhren*

⁴ Das Bild der Warenstruktur bei den Exporten und Importen im Jahr 2007 wird durch den hohen Anteil der Güter, die bislang noch keiner Warengruppe statistisch zugeordnet werden konnten, verzerrt. Daher lassen sich die Veränderungsdaten der einzelnen Warengruppen nicht zur Gesamtrate aggregieren.

führen um 5 % steigern. Dabei setzten die Maschinenbauer $6\frac{3}{4}\%$ mehr Produkte im Ausland ab. Die Ausfuhren der Automobilindustrie erhöhten sich noch etwas kräftiger ($8\frac{3}{4}\%$), wozu auch die erwähnten Vorzieheffekte in Frankreich Ende des letzten Jahres beitrugen. Die Auslandserlöse mit Gütern der Informations- und Kommunikationstechnik (IKT) lagen zwar dem Wert nach um $1\frac{1}{2}\%$ unter dem Niveau von 2006, die Ausfuhr in realer Rechnung dürfte aber erneut spürbar gestiegen sein, da die Preise für diese Güter unter Berücksichtigung der anhaltend deutlichen Qualitätsverbesserungen weiter beträchtlich gesunken sind.

Neben den Investitionsgüterherstellern wiesen im vergangenen Jahr die Produzenten von Konsumgütern, auf die etwa 16 % des gesamten Warenexports entfallen, eine recht hohe Steigerungsrate ($6\frac{3}{4}\%$) auf. Offenbar bestand hier angesichts der vor allem durch die Mehrwertsteuererhöhung hervorgerufenen schwachen Entwicklung des privaten Verbrauchs in Deutschland ein starker Anreiz, das Auslandsgeschäft besonders zu fördern. Fast ebenso kräftig nahmen die Lieferungen von Vorleistungsgütern an das Ausland zu (+ 6 %), die gut 30 % der deutschen Exporte ausmachen. Hier wurde zum einen bei chemischen Erzeugnissen ein deutlicher Anstieg der Ausfuhren verzeichnet (+ 7 %), der auch Preisanhebungen aufgrund gestiegener Kosten für Energie und für den Einsatz von petrochemischen Vorprodukten widerspiegelt. Zum anderen legten die Auslandsumsätze mit Metallen und Metallerzeugnissen in nominaler Rechnung erheblich zu (+ $10\frac{1}{4}\%$). Dieser Anstieg war jedoch fast vollständig preisbe-

Außenhandel nach ausgewählten Gütergruppen im Jahr 2007



Deutsche Bundesbank

dingt, da der weltweite Boom insbesondere am Stahlmarkt es den Unternehmen erlaubte, die deutlich gestiegenen Kosten für Löhne, Erze und Energie in den Absatzpreisen weiterzugeben.

Die Wareneinfuhren expandierten im Jahr 2007 dem Wert nach um 5 % und damit bei Weitem nicht so kräftig wie die Warenausfuhren. In realer Rechnung war der Wachstumsunterschied gegenüber den Exporten jedoch geringer, da die Verteuerung der Importe vor allem wegen der Euro-Aufwertung insgesamt mit $1\frac{1}{4}\%$ relativ moderat ausfiel. Dabei standen den höheren Einfuhrpreisen für Rohstoffe und Halbwaren (+ 4 %) sowie Vorzeugnissen (+ $4\frac{3}{4}\%$) eine Verbilligung der Enderzeugnisse um $1\frac{1}{2}\%$ gegenüber. Insgesamt stieg die Preisrelation zwischen Inland

Einfuhren

und Ausland (Terms of Trade) im Warenverkehr um $\frac{1}{2}$ % an, nachdem sie sich in den drei Jahren zuvor um insgesamt 6 % verschlechtert hatte.

*Warenstruktur
der Einfuhren*

Merkliche Impulse erhielt das Einfuhrwachstum im Jahr 2007 von der Nachfrage der deutschen Unternehmen nach importierten Vorleistungsgütern, die um $6\frac{3}{4}$ % zulegen. Das Gewicht dieser Gütergruppe lag zuletzt bei 30 % der Importe insgesamt. Überdurchschnittlich stark nahm dabei die Einfuhr von chemischen Erzeugnissen (+ 8 %) sowie Metallen und Metallerzeugnissen (+ 13 %) zu. Die Konsumgütereinfuhren, die noch 2006 um 10 % expandiert hatten, kamen 2007 über ein Plus von $3\frac{1}{4}$ % nicht hinaus. Darin spiegelt sich zum einen die durch die Mehrwertsteuererhöhung bedingte Nachfrageverschiebung in das Jahr 2006 wider. Zum anderen hat sich der Kaufkraftverlust im Jahr 2007, der nicht nur steuerbedingt war, sondern vor allem auch von den höheren Nahrungsmittelpreisen herrührte, hier niedergeschlagen.

Die nominalen Importe von Investitionsgütern sind 2007 sogar um 5 % gesunken. Dazu hat maßgeblich beigetragen, dass die Einfuhr von „sonstigen Fahrzeugen“, zu denen Luft-, Wasser- und Schienenfahrzeuge zählen, um fast ein Drittel niedriger war als 2006. Ohne diese von Jahr zu Jahr sehr volatile Position sind die Investitionsgüterimporte praktisch unverändert geblieben. Darüber hinaus hat der anhaltend kräftige Preisrückgang bei Gütern aus dem Bereich „Büromaschinen, Datenverarbeitungsgeräten und -einrichtungen“, der sich 2007 auf 25 % belief, die Im-

portwerte gedrückt. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass die Einfuhr von Kraftfahrzeugen, die statistisch auch den Investitionsgütern zugeordnet werden, 2007 aufgrund der mehrwertsteuerbedingten Vorzieheffekte deutlich langsamer zugenommen hat als 2006. Ohne den Fahrzeugbau gerechnet dürfte die Einfuhr von Ausrüstungsgütern preisbereinigt spürbar zugenommen haben, was auch zu der lebhaften Investitionstätigkeit in Deutschland passt.

Darüber hinaus war das Jahr 2007 von schwachen Energieimporten geprägt. Diese nahmen im Jahresmittel 2007 wertmäßig um $8\frac{1}{4}$ % und mengenmäßig um $10\frac{1}{4}$ % ab. Ausschlaggebend dafür dürfte der milde Winter 2007 gewesen sein. Da sich der Import von Energieträgern in Euro gerechnet im Jahresdurchschnitt relativ moderat (+ $2\frac{1}{4}$ %) verteuerte, fiel der energiepreisbedingte gesamtwirtschaftliche Kaufkraftentzug mit $1\frac{1}{2}$ Mrd € beziehungsweise 0,1 % des nominalen BIP im Vergleich zu den beiden Vorjahren, in denen er sich auf 0,7 % (2005) und 0,5 % (2006) des BIP belaufen hatte, recht gering aus.

Die wertmäßigen Importe aus den EWU-Partnerländern erhöhten sich mit $7\frac{1}{4}$ % deutlich kräftiger als die Warenbezüge aus Drittländern (4 %). In realer Rechnung war der Wachstumsunterschied spürbar kleiner, da sich die aus Drittländern bezogenen Waren aufgrund der Euro-Aufwertung weniger stark verteuerten ($\frac{1}{2}$ %) als die Importgüter aus dem Euro-Raum ($2\frac{1}{2}$ %). Innerhalb des Euro-Raums nahmen die Lieferungen aus allen Partnerländern zu, wenn auch in unterschiedlichem Maße. Außerhalb des Euro-Gebiets expandierten die

*Regional-
struktur der
Einfuhren*

Einfuhren aus den neuen EU-Mitgliedstaaten in Mittel- und Osteuropa weit überdurchschnittlich (+ 15 ½ %). Dabei stiegen die Warenbezüge aus der Slowakei um 22 ½ %, aus der Tschechischen Republik um 20 %, aus Ungarn um 15 ¼ % sowie aus Polen um 13 ½ %. Dies zeigt einmal mehr, dass die Verflechtungen der deutschen Wirtschaft mit diesen Ländern weiter rasch voranschreiten.

Außerdem wuchs der Wert der Güterbezüge aus China erneut lebhaft (+ 9 ½ %), sodass sich der chinesische Anteil an den gesamten deutschen Einfuhren auf nunmehr 7 % ausgeweitet und damit erstmals das Gewicht der USA übertroffen hat. Dieses ist 2007 wegen des Rückgangs der Einfuhren um 7 ¼ % auf einen Anteil von 6 % gesunken. Die negative Entwicklung bei den Importen aus den USA dürfte vor allem mit aufwertungsbedingt niedrigeren Euro-Umsätzen zusammenhängen. Für eine nennenswerte Einschränkung der Liefermengen gibt es jedenfalls keine Anhaltspunkte. Die Einfuhren aus den südostasiatischen Schwellenländern waren – im Gegensatz zu denen aus China – wertmäßig ebenfalls rückläufig (– 8 %). Aus Japan wurde nominal etwa ebenso viel eingeführt wie 2006. Aufgrund der witterungsbedingt schwachen Energienachfrage in Deutschland lagen die Importe aus Russland sowie den OPEC-Ländern, die sich hauptsächlich aus Erdöl und Erdgas zusammensetzen, um 4 ¼ % beziehungsweise 7 ¼ % unter dem Niveau von 2006. Dabei ist auch ins Bild zu nehmen, dass die in Euro gerechneten Einfuhrpreise für Erdöl und Erdgas zusammen genommen im Jahresdurchschnitt 2007 nur um ½ % gestiegen sind.

Im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen, zu denen die grenzüberschreitenden Faktorleistungen, der Dienstleistungsverkehr sowie die laufenden Übertragungen rechnen, haben sich insgesamt betrachtet kaum Veränderungen ergeben. Dahinter standen allerdings gegenläufige Bewegungen in den einzelnen Teilbilanzen. So nahmen die Defizite bei den Dienstleistungen und den laufenden Übertragungen insgesamt spürbar zu. Dies wurde aber durch die Verbesserung des Aktivsaldos der Faktoreinkommen nahezu kompensiert. Hier stieg der Überschuss der grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen, insbesondere aufgrund höherer Netto-Zinseinkünfte aus Krediten, um 4 Mrd €. Dabei fiel der Zuwachs der Zinserträge aus den gewährten Auslandskrediten deutlich höher aus als die entsprechenden Aufwendungen für im Ausland aufgenommene Kredite, was nicht zuletzt auf die ansteigende Netto-Auslandsposition zurückzuführen war. Darüber hinaus wurde der Schuldendienst zum einen durch die Euro-Aufwertung gebremst, mit der eine Verringerung der Zinszahlungen für nicht in Euro denominierte ausländische Kredite einherging. Zum anderen sind die Zinsen in den USA im zweiten Halbjahr merklich zurückgegangen. Die Dividenden- und Zins-einnahmen aus Wertpapieranlagen im Ausland zusammen genommen stiegen 2007 praktisch im Gleichschritt mit den entsprechenden Erträgen von Ausländern im Inland. Die Einkünfte aus Direktinvestitionen wuchsen hingegen etwas langsamer als die Ausgaben. Bei den Erwerbseinkommen halbierten sich die Netto-Ausgaben auf ½ Mrd €, was vor allem auf höhere Einkünfte deutscher Grenzpendler zurückzuführen ist.

*Faktor-
einkommen*

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €			
Position	2005	2006	2007
I. Leistungsbilanz			
1. Außenhandel ¹⁾			
Ausfuhr (fob)	786,3	893,0	969,0
Einfuhr (cif)	628,1	734,0	770,4
Saldo	+ 158,2	+ 159,0	+ 198,6
Ergänzungen zum Außenhandel ²⁾	- 13,8	- 12,7	- 9,4
2. Dienstleistungen (Saldo)			
darunter:			
Reiseverkehr (Saldo)	- 36,3	- 32,8	- 34,2
3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Saldo)			
darunter:			
Vermögenseinkommen (Saldo)	+ 27,1	+ 38,6	+ 42,6
4. Laufende Übertragungen (Saldo)			
	- 28,6	- 26,9	- 30,7
Saldo der Leistungsbilanz	+ 116,6	+ 141,5	+ 184,2
II. Saldo der Vermögensübertragungen ³⁾			
	- 1,2	- 0,2	+ 0,2
III. Kapitalbilanz ⁴⁾			
1. Direktinvestitionen	- 21,6	- 31,5	- 85,1
2. Wertpapiere	- 30,9	- 10,3	+ 134,6
3. Finanzderivate	- 9,0	- 6,5	- 71,2
4. Übriger Kapitalverkehr ⁵⁾	- 71,3	- 105,7	- 198,1
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) ⁶⁾	+ 2,2	+ 2,9	- 1,0
Saldo der Kapitalbilanz ⁷⁾	- 130,7	- 151,1	- 220,9
IV. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)			
	+ 15,4	+ 9,8	+ 36,4

¹ Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). Ab Januar 2007 ohne Warenlieferungen zur bzw. nach Reparatur/Wartung, die bis Dezember 2006 über die Ergänzungen zum Außenhandel abgesetzt wurden. — ² Unter anderem Lagerverkehr auf inländische Rechnung und Absetzung der Rückwaren. — ³ Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. — ⁴ Netto-Kapitalexport: -. Vgl. zum Kapitalverkehr im Einzelnen die Tabelle auf S. 25. — 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

Die laufenden Übertragungen Deutschlands an das Ausland nahmen per saldo um 4 Mrd € auf 30 ½ Mrd € zu. Dabei stieg das Defizit im Bereich der öffentlichen Transfers um 1 ½ Mrd €. Das ist vor allem auf deutlich geringere Leistungen zurückzuführen, die Deutschland im Rahmen der EU-Agrarpolitik erhielt, wodurch sich die Netto-Zahlungen an internationale Organisationen um 3 ½ Mrd € erhöht haben. Dem standen vermehrte Steuereinnahmen (per saldo + 2 Mrd €), insbesondere aus der Kapitalertragsteuer auf Anlagen von Nicht-Gebietsansässigen in Deutschland, gegenüber. Der Minussaldo bei den privaten Übertragungen weitete sich um 2 Mrd € und damit noch etwas stärker als bei den öffentlichen Transfers aus.⁵⁾ Die von privaten Stellen und der öffentlichen Hand finanzierten Wiedergutmachungsleistungen aus der Stiftung „Erinnerung, Verantwortung und Zukunft“ sind inzwischen weitgehend ausgezahlt.

Übertragungen

Das Defizit in der Dienstleistungsbilanz nahm im Jahr 2007 um ½ Mrd € auf 16 ½ Mrd € zu. Hier konnten die höheren Einnahmen aus Transportleistungen, Versicherungs- und Finanzdienstleistungen die Verschlechterungen in den anderen Teilbereichen (insbesondere im Reiseverkehr) nicht ganz kompensieren. Die größte Saldenverbesserung, nämlich um 1 ½ Mrd € auf 6 ½ Mrd €, wurde bei den grenzüberschreitenden Transportleistungen erzielt. Der Überschuss bei den versicherungsbezogenen Leistungen konnte um 1 Mrd € vergrößert werden, was im Wesentlichen auf

Dienstleistungen

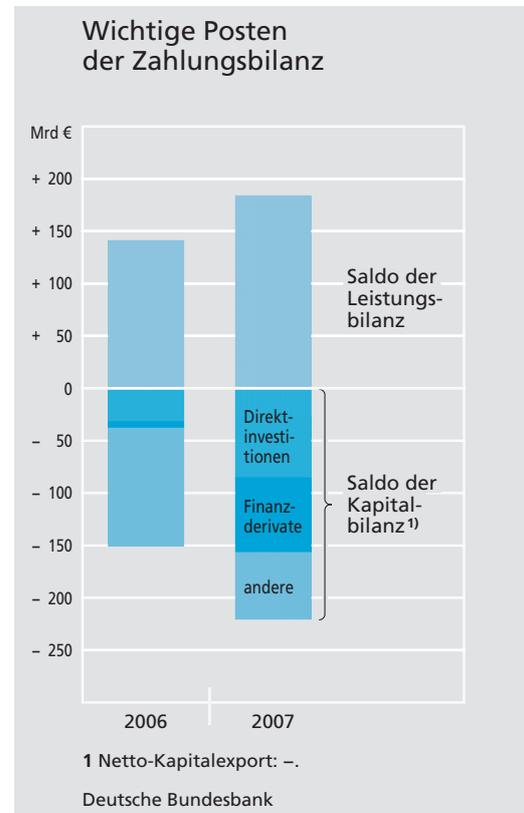
⁵ Dies hängt u. a. mit höheren Zahlungen für Gehaltsabfindungen, gestiegenen Abgaben an internationale Organisationen und grenzüberschreitenden Steuerzahlungen gebietsansässiger Unternehmen zusammen.

Einnahmensteigerungen zurückzuführen ist. Zwar haben die Schadenszahlungen der deutschen Rückversicherer an Gebietsfremde im letzten Jahr stark zugenommen, allerdings zogen die Prämieinnahmen noch kräftiger an. Die Nettoerträge aus Finanzdienstleistungen (insbesondere Bankprovisionen) wuchsen ebenfalls um 1 Mrd €.

Der Passivsaldo im Reiseverkehr stieg 2007 um 1½ Mrd € auf 34 Mrd €, fiel damit aber niedriger aus als in den Jahren vor 2006, was unter anderem mit der seit der Fußballweltmeisterschaft gestiegenen Attraktivität Deutschlands als Reiseland zusammenhängen könnte. Die Einnahmen, die im Jahr 2006 um 2½ Mrd € gesteigert worden waren,⁶⁾ konnten 2007 gut gehalten werden (26½ Mrd €). Dabei standen den geringeren Einnahmen durch Reisende aus außereuropäischen Ländern, die Deutschland im WM-Jahr 2006 vermehrt besucht hatten, höhere Einkünfte durch Touristen und Geschäftsreisende aus Europa gegenüber. Die Ausgaben im deutschen Reiseverkehr legten im letzten Jahr um insgesamt 1½ Mrd € auf ein Rekordniveau von 60½ Mrd € zu. Während die Tourismusaufwendungen deutscher Gebietsansässiger in den EWU-Partnerländern insgesamt praktisch unverändert blieben, wurde für Fernreisen mehr Geld ausgegeben. Nicht zuletzt wegen der Aufwertung des Euro waren im letzten Jahr Reiseziele in Afrika, Asien und Amerika begehrt als zuvor.

Salden in der Handelsbilanz und der Leistungsbilanz

Im Ergebnis schloss die Handelsbilanz 2007 mit einem Positivsaldo von 198½ Mrd € ab, der den Wert des Vorjahres um 39½ Mrd € übertraf.⁷⁾ Das Defizit bei den „unsichtbaren“



Leistungstransaktionen lag unverändert bei 5 Mrd €. Der Leistungsbilanzüberschuss, der sich aus diesen Teilbilanzen sowie den Ergänzungen zum Außenhandel ergibt, nahm um 42½ Mrd € auf 184 Mrd € zu; das waren 7½% des nominalen BIP.⁸⁾ Der deutschen Aktivposition standen 2007 jedoch in den meisten EWU-Partnerländern Defizite gegenüber, sodass sich der Euro-Raum insgesamt

6 Davon waren allein 1½ Mrd € auf Mehreinnahmen durch ausländische WM-Besucher zurückzuführen (vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, November 2006, S. 43).

7 Der Vorjahrsvergleich ist auch hier dadurch verzerrt, dass die Werte der Außenhandelsstatistik für 2006 noch Warenbewegungen im Zusammenhang mit Reparatur- und Wartungsvorgängen enthalten, die Angaben für 2007 hingegen nicht mehr.

8 Der Leistungsbilanzüberschuss ist im Berichtsjahr wegen geringerer Absetzungen in den Ergänzungen zum Warenhandel rechnerisch um 3½ Mrd € höher ausgefallen, was zu einem großen Teil auf die nicht mehr notwendige Ausbuchung von Reparatur- und Wartungsvorgängen zurückzuführen ist.

im vergangenen Jahr praktisch in einer außenwirtschaftlich ausgeglichenen Lage befand.

Kapitalverkehr

Tendenzen im Kapitalverkehr

Der Leistungsbilanzüberschuss ging in der Zahlungsbilanz mit hohen Netto-Kapitalexporten Deutschlands einher. Dabei war die Entwicklung des Kapitalverkehrs im Jahr 2007 stark von den Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten geprägt. Zwar sorgten zu Jahresbeginn das kräftige weltwirtschaftliche Wachstum, positive Konjunkturnachrichten für Europa und Deutschland sowie eine robust wirkende US-Wirtschaft für ein günstiges Börsenklima, das sich in niedrigen Volatilitäten und sehr freundlichen Aktienmärkten niederschlug. Unter dem Eindruck der immer weitere Kreise ziehenden Krise des US-Hypothekenmarkts – von der insbesondere Banken und der Handel mit strukturierten Kreditprodukten erfasst wurden – kam es ab Mitte des vergangenen Jahres aber zu einer grundlegenden Neubewertung von Risiken. So weiteten sich die Zinsaufschläge risikobehafteter Schuldverschreibungen beträchtlich aus, und das Zinsdifferenzial zwischen länger laufenden US- und EWU-Staatsanleihen drehte sich zugunsten des Euro-Raums, zumal die amerikanische Notenbank Mitte September letzten Jahres eine Phase der geldpolitischen Lockerung einleitete, während der EZB-Rat die Refinanzierungssätze im Euro-Gebiet nach den vorangegangenen Zinserhöhungen angesichts der Unsicherheiten in der zweiten Jahreshälfte unverändert ließ. Vor diesem Hintergrund ge-

wann der Euro gegenüber wichtigen Währungen, vor allem aber gegenüber dem US-Dollar deutlich an Wert. Die skizzierten internationalen Einflüsse wirkten sich auf die Dispositionen deutscher und ausländischer Finanzmarktteilnehmer aus. Sie agierten im Jahresverlauf bei grenzüberschreitenden Engagements zunehmend vorsichtig und bevorzugten sichere und liquide Anlageformen.

Besonders deutlich zeigte sich dies im Wertpapierverkehr, in dem Deutschland im Jahr 2007 hohe Netto-Kapitalimporte zu verzeichnen hatte. Dagegen kam es in den übrigen Bereichen des Kapitalverkehrs zu Mittelabflüssen. Das gilt vor allem für die unverbriefte Kredittransaktionen der Banken, die ihre Netto-Auslandsforderungen stark ausgeweitet haben, aber auch für die Direktinvestitionen. In der Summe ergaben sich Netto-Kapitalexporte im Rekordbetrag von 221 Mrd €. Sie waren damit höher als der Leistungsbilanzüberschuss, was sich im Zahlungsbilanzzusammenhang in einem (positiven) Restposten niederschlug (siehe S. 33).

Im Wertpapierverkehr für sich genommen kam es zu Netto-Kapitalimporten, die sich im vergangenen Jahr auf 134½ Mrd € summieren; sie waren damit so hoch wie noch nie zuvor. 2006 waren dagegen Mittelabflüsse in Höhe von 10½ Mrd € verzeichnet worden. Maßgebend für den kräftigen Umschwung waren zwei Faktoren: Zum einen erwarben heimische Investoren – angesichts der robusten inländischen Konjunktur und der später im Jahr einsetzenden Finanzmarkturbulenzen – 2007 weniger ausländische Titel als im Jahr davor (133½ Mrd €, verglichen mit

*Wertpapier-
verkehr*

161½ Mrd €). Zum anderen erwiesen sich inländische Wertpapiere in Zeiten erhöhter Anspannungen einmal mehr als „sicherer Hafen“ für internationale Kapitalanleger. Daneben spielten aber auch statistische Neuabgrenzungen im Wertpapierverkehr eine Rolle, denn bestimmte Optionsscheine, die bislang gänzlich dem Bereich der Finanzderivate zugerechnet wurden, zählen seit Februar 2007 zu den Schuldverschreibungen. Nach der Änderung bleibt lediglich die Absicherung solcher Instrumente den Finanzderivaten zugeordnet (siehe Erläuterungen auf S. 26 f.), sodass im Ergebnis deutlich höhere Kapitalimporte unter den Rentenwerten und Geldmarktpapieren verbucht wurden.

Ausländische Anlagen in inländischen...

...Anleihen, ...

Insgesamt gesehen erwarben Ausländer für 268 Mrd € Wertpapiere deutscher Provenienz. Selbst unter Berücksichtigung des statistischen Bruchs ist das Interesse ausländischer Anleger an hiesigen Wertpapieren überaus beachtlich. Der Rekordanlagebetrag geht zum ganz überwiegenden Teil auf Käufe inländischer Schuldverschreibungen (Anleihen und Geldmarktpapiere) zurück, die in einem Gesamtvolumen von 258 Mrd € von ausländischen Adressen übernommen wurden. Im Vergleich zum Vorjahr stieg 2007 vor allem die Nachfrage des Auslands nach privaten Emissionen sprunghaft an, und zwar um 71½ Mrd € auf 144 Mrd €. Dahinter verbergen sich zum Teil grenzüberschreitende Transaktionen innerhalb verbundener Unternehmen und Finanzinstitute. Dabei wurden in Deutschland aufgelegte Finanzprodukte (vor allem Zertifikate und Optionsscheine) „en bloc“ an im Ausland ansässige Konzerngesellschaften abgegeben. Zielgruppe solcher

Kapitalverkehr

Mrd €; Netto-Kapitalexport: –

Position	2005	2006	2007
1. Direktinvestitionen	– 21,6	– 31,5	– 85,1
Deutsche Anlagen im Ausland	– 55,4	– 75,5	– 122,3
Ausländische Anlagen im Inland	+ 33,7	+ 44,0	+ 37,2
2. Wertpapiere	– 30,9	– 10,3	+ 134,6
Deutsche Anlagen im Ausland	– 204,9	– 161,3	– 133,3
Aktien	– 19,9	+ 7,0	+ 22,7
Investmentzertifikate	– 43,5	– 23,4	– 41,7
Anleihen 1)	– 136,4	– 137,2	– 95,8
Geldmarktpapiere	– 5,1	– 7,6	– 18,6
Ausländische Anlagen im Inland	+ 174,0	+ 151,0	+ 267,9
Aktien	+ 11,8	+ 20,7	+ 6,2
Investmentzertifikate	+ 6,0	+ 8,4	+ 3,7
Anleihen 1)	+ 159,3	+ 124,7	+ 207,8
Geldmarktpapiere	– 3,1	– 2,8	+ 50,2
3. Finanzderivate 2)	– 9,0	– 6,5	– 71,2
4. Übriger Kapitalverkehr 3)	– 71,3	– 105,7	– 198,1
Monetäre Finanzinstitute 4)	– 63,3	– 147,1	– 151,6
langfristig	– 79,8	– 83,5	– 111,0
kurzfristig	+ 16,5	– 63,6	– 40,6
Unternehmen und Privatpersonen	+ 9,5	+ 17,3	– 3,5
langfristig	+ 5,9	+ 3,1	– 29,6
kurzfristig	+ 3,6	+ 14,2	+ 26,1
Staat	+ 6,7	+ 0,9	+ 11,4
langfristig	+ 10,4	+ 8,4	– 1,3
kurzfristig	– 3,6	– 7,5	+ 12,7
Bundesbank	– 24,2	+ 23,2	– 54,4
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: –) 5)	+ 2,2	+ 2,9	– 1,0
Saldo der Kapitalbilanz 6)	– 130,7	– 151,1	– 220,9

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

Zertifikate und Optionsscheine in der Zahlungsbilanz

Der deutsche Markt für strukturierte Wertpapiere¹⁾ hat in den letzten Jahren ein dynamisches Wachstum erlebt. So stieg nach Angaben des Deutschen Derivate Verbandes²⁾ die Zahl der im Inland emittierten börsengehandelten Produkte allein innerhalb des letzten Jahres von knapp 138 000 Stück auf fast 300 000 Stück.³⁾ Das Marktvolumen dieser Wertpapiere wird vom Verband per Jahresresultimo 2007 auf 135 Mrd € geschätzt.⁴⁾ Als Emittenten treten vor allem deutsche Banken, verstärkt aber auch Tochtergesellschaften ausländischer Institute ohne eigene Banklizenz auf, die statistisch dem Sektor der inländischen Nichtbanken zugeordnet werden.

Im Jahr 2007 haben auch die in der Zahlungsbilanz erfassten grenzüberschreitenden Aktivitäten deutscher Marktteilnehmer mit diesen Produkten eine deutliche Ausweitung erfahren, die hauptsächlich auf die Zunahme konzerninterner Transaktionen von inländischen Zweckgesellschaften mit ausländischen Mutter- und Schwesterunternehmen zurückzuführen waren. An erster Stelle betrifft dies den Handel mit strukturierten Wertpapieren, der, wie nachstehend erläutert, zum weit überwiegenden Teil den Schuldverschreibungen zugeordnet wird. Einen beachtlichen Umfang haben aber auch die von inländischen Emittenten mit ausländischen Kontrahenten geschlossenen Gegengeschäfte, mit denen die aus dem Verkauf dieser Wertpapiere resultierenden Risiken abgesichert werden. Da es sich bei diesen Positionen in der Regel um nicht verbriefte Finanzterminkon-

trakte handelt, werden sie in der Zahlungsbilanz bei den Derivaten erfasst.

Vergleichsweise kompliziert ist die zahlungsbilanzstatistische Erfassung der Wertpapiertransaktionen, denn herkömmliche statistische Klassifikationen können die Vielfalt strukturierter Produkte, auch angesichts rascher Innovationen, meist nicht geeignet abbilden. Da die Wertentwicklung strukturierter Produkte von der Kursentwicklung eines Basiswerts⁵⁾ abhängt, handelt es sich wirtschaftlich um Derivate. Aus juristischer Sicht hingegen handelt es sich in aller Regel um Schuldverschreibungen im Sinne des § 793 BGB, weil die Wertpapiere auf den Inhaber lauten und ein Leistungsversprechen verbriefen.

Die Klassifizierung in der Zahlungsbilanz stellt auf die juristischen Merkmale dieser Wertpapiere ab. Grenzüberschreitende Transaktionen in strukturierten Produkten, welche die Voraussetzungen des § 793 BGB erfüllen, werden daher den Schuldverschreibungen zugeordnet.⁶⁾ Strukturierte Wertpapiere, welche die Voraussetzungen des § 793 BGB nicht erfüllen, zählen zu den Finanzderivaten.

Die strikte Anwendung dieses Klassifikationsschemas führte Anfang 2007 zu einer Änderung des zahlungsbilanzstatistischen Ausweises von Optionsscheinen, das heißt von in Wertpapieren verbrieften Optionsrechten,

1 Strukturierte Produkte entstehen durch die Kombination der Eigenschaften unterschiedlicher Finanzinstrumente (Aktien, Anleihen, Devisen etc.) in einem Wertpapier. Durch die Vielzahl der Kombinationsmöglichkeiten und den Einsatz von Derivaten können so Anlage- oder Spekulationsinstrumente mit verschiedensten Rendite-Risiko-Profilen erzeugt werden. Am Finanzmarkt werden strukturierte Wertpapiere für Privatanleger häufig auch als Zertifikate bezeichnet. Eine andere wichtige Gruppe strukturierter Produkte sind die sog. Optionsscheine,

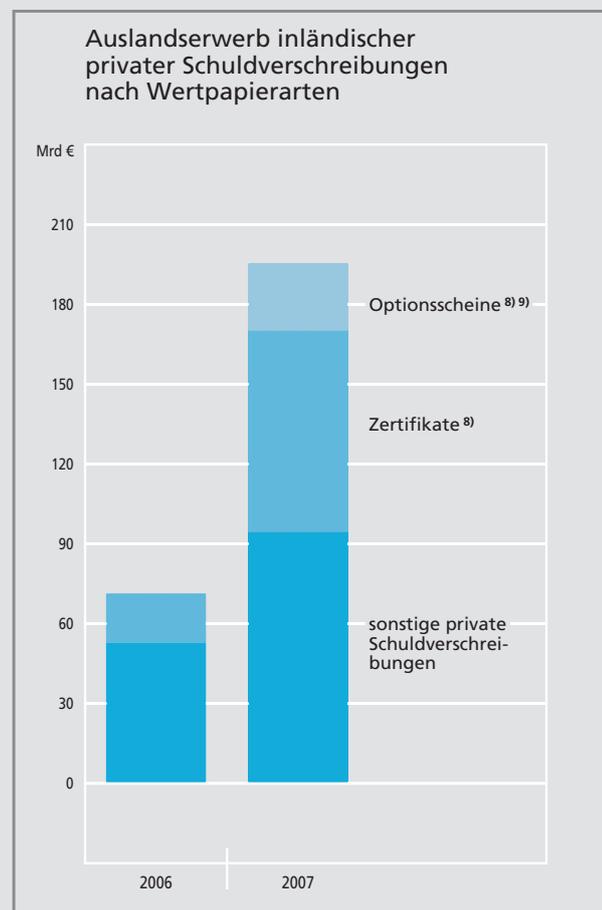
d.h. in Wertpapieren verbriefte Optionsrechte. — 2 Der Deutsche Derivate Verband e.V. ist Ende 2007 aus dem Zusammenschluss der beiden Branchenverbände Derivate Forum e.V. und Deutsches Derivate Institut e.V. hervorgegangen. — 3 Stand Ende 2006 bzw. Ende 2007 (Quelle: www.deutscher-derivate-verband.de). — 4 Die Schätzung des Marktvolumens erfolgt mit Hilfe des „Open Interest“ (offenen Positionen) der an der regelmäßigen Umfrage teilnehmenden Emittenten. Der „Open Interest“ eines einzelnen Wertpapiers wird als Produkt

die, wie erwähnt, ebenfalls zur Gruppe der strukturierten Produkte zählen. Bis einschließlich Januar 2007 wurden Optionsscheine generell in einer eigenen Unterkategorie innerhalb der Finanzderivate erfasst. Mit dem bankenstatistischen Rundschreiben 13/2007 vom 27. März 2007⁷⁾ aber wurde klargestellt, dass auch Optionsscheine ein Leistungsversprechen im Sinne des § 793 BGB verbiefen, wenn laut Emissionsbedingungen bei einem positiven Differenzbetrag am Fälligkeitstag beziehungsweise am letzten Tag der Ausübungsfrist das Optionsrecht ohne eine weitere Handlung des Inhabers als ausgeübt gilt. Da der weit überwiegende Teil der Optionsscheine das Merkmal der automatischen Ausübung aufweist, werden seit Februar 2007 so gut wie alle Transaktionen in diesen Wertpapieren nicht mehr den Finanzderivaten, sondern den Schuldverschreibungen zugerechnet.

Auf die Salden der betroffenen Zahlungsbilanzpositionen im Jahr 2007 hatten die vorgenannten Aktivitäten der Marktteilnehmer, auch wegen der Umklassifizierung der Optionsscheine, beachtliche Auswirkungen: So ist ein Großteil der Zunahme des Auslandserwerbs inländischer privater Schuldverschreibungen von 71 Mrd € im Jahr 2006 auf 195 ½ Mrd € im Jahr 2007 auf wachsende Käufe von Zertifikaten durch das Ausland (+ 57 ½ Mrd €) sowie den geänderten Ausweis von Optionsscheinen (+ 25 Mrd €) zurückzuführen. Spiegelbildlich hierzu haben inländische Emittenten ihre Nettokäufe von ausländischen Finanzterminkontrakten stark ausgeweitet,

der ausstehenden Stückzahl und des Marktpreises am Bewertungsstichtag ermittelt. Die Einzelwerte werden anschließend zum „Open Interest“ des Gesamtmarkts aufaddiert. — 5 Wobei der Basiswert (im Englischen „Underlying“ genannt) wiederum aus einem oder mehreren Finanzmarktinstrumenten (Aktien, Anleihen, Devisen, Indizes, etc.) bestehen kann. — 6 In Abhängigkeit von der Ursprungslaufzeit entweder den Geldmarktpapieren (unter einem Jahr) oder den Anleihen (über einem Jahr). — 7 http://www.bundesbank.de/download/presse/rundschreiben/2007/20070327_rs_13.pdf — 8 Wertpapiere die in der Wertpapierstammdatenbank „Wertpapiermitteilungen“ als Optionsscheine bzw. Zertifikate klassifiziert wurden und rechtlich Schuldverschreibungen nach § 793 BGB sind. — 9 Optionsscheine werden seit Februar 2007 als Schuldverschreibungen nach § 793 BGB klassifiziert, wenn sie das Merkmal der automatischen Ausübung aufweisen. Bis dahin wurden sie den Finanzderivaten zugeordnet.

die sich in dem von 6 ½ Mrd € im Jahr 2006 auf 71 Mrd € im Jahr 2007 gestiegenen Saldo der Finanzderivate niedergeschlagen haben.



load/presse/rundschreiben/2007/20070327_rs_13.pdf — 8 Wertpapiere die in der Wertpapierstammdatenbank „Wertpapiermitteilungen“ als Optionsscheine bzw. Zertifikate klassifiziert wurden und rechtlich Schuldverschreibungen nach § 793 BGB sind. — 9 Optionsscheine werden seit Februar 2007 als Schuldverschreibungen nach § 793 BGB klassifiziert, wenn sie das Merkmal der automatischen Ausübung aufweisen. Bis dahin wurden sie den Finanzderivaten zugeordnet.

Papiere waren zwar vorwiegend deutsche Privatinvestoren außerhalb des Finanzsektors, die letztendlich aber nur einen recht geringen Teil des Ursprungsvolumens von den zwischengeschalteten Intermediären erwarben. Der Restbetrag wird bis zur Endlaufzeit des Papiers von ausländischen Instituten gehalten und – soweit Meldungen vorliegen – schließlich wieder als Tilgung und damit gegenläufige Transaktion erfasst. Bei der Interpretation der durch den Verkauf von Schuldverschreibungen nach Deutschland fließenden Mittel ist deshalb das zurzeit dynamisch wachsende Geschäft mit innovativen Finanzprodukten zu berücksichtigen. Bei weiterer Marktreife und zunehmenden Tilgungen ist vermehrt mit gegenläufigen Finanzströmen zu rechnen.

Neben privaten Emissionen standen öffentliche Anleihen, die von der oben erwähnten Entwicklung unberührt blieben, weiterhin hoch in der Gunst ausländischer Investoren (64 Mrd €, nach 52 ½ Mrd €). Vor allem in Zeiten, in denen die Risikowahrnehmung der Marktteilnehmer geschärft ist, bevorzugen diese sichere und liquide deutsche Staatsanleihen. Wie stark solche Titel im vergangenen Jahr gefragt waren, spiegelte sich nicht nur in den hohen Anlagebeträgen wider. Auch die Zinsabstände zu Schuldverschreibungen anderer öffentlicher oder privater Emittenten haben sich deutlich ausgeweitet. So erreichte der Zinsvorteil der Benchmark-Anleihe des Bundes gegenüber anderen europäischen Staatsanleihen im November in der Spitze 24 Basispunkte, während er im Durchschnitt des ersten Quartals 2007 nur 8 ½ Basispunkte betragen hatte. Der Anstieg dürfte nicht zu-

letzt auf die hohe Liquidität von Bundesanleihen zurückzuführen sein.

Aber auch Geldmarktpapiere wurden stark nachgefragt, vor allem in der zweiten Jahreshälfte, als Sorgen um die Solidität einiger Finanzanlagen immer wieder aufflammten und die Abschätzung des eigenen Liquiditätsbedarfs für manche Marktteilnehmer sich als schwierig erwies. Hinzu kam der oben erwähnte Erfassungseffekt bei den Optionscheinen, deren Laufzeit zum Teil weniger als ein Jahr beträgt und die damit zu den Geldmarktpapieren rechnen. Alles in allem erwarben ausländische Anleger für 50 Mrd € hiesige „Kurzläufer“.

... Geldmarktpapieren, ...

Am deutschen Aktienmarkt traten gebietsfremde Investoren im Zuge ihrer weltweit ausgerichteten Portfolioentscheidungen auch im Jahr 2007 als Käufer in Erscheinung, wenngleich in geringerem Umfang als im Vorjahr (6 Mrd €, nach 20 ½ Mrd €). Vor allem in der ersten Jahreshälfte, als die „Großwetterlage“ an den Finanzmärkten durch vergleichsweise geringe Unsicherheiten – gemessen an den impliziten Volatilitäten von Optionen auf die Aktienindizes – und optimistische Schätzungen zur Gewinnentwicklung geprägt war, flossen ausländische Mittel nach Deutschland. Dass die internationale Verflechtung deutscher Großunternehmen auch von der Eigentumsseite her betrachtet inzwischen sehr eng ist, lässt sich nicht zuletzt daran ablesen, dass etwa die Hälfte der Aktien von DAX-Unternehmen in den Händen von Gebietsfremden ist.

... Aktien...

... und
Investment-
zertifikaten

Ebenfalls rückläufig war der Verkauf von Anteilscheinen inländischer Kapitalanlagegesellschaften an ausländische Anleger. Hier kamen im Berichtsjahr lediglich 3 ½ Mrd € auf und damit deutlich weniger als im Jahr davor (8 ½ Mrd €). Möglicherweise geht der Rückgang auf geschäftspolitische Entscheidungen in Deutschland ansässiger Kapitalanlagegesellschaften zurück, die in einem stärkeren Absatz von Fondsprodukten über ausländische Standorte zum Ausdruck kommt. Hierfür spricht, dass inländische Anleger – wie unten näher ausgeführt – in hohem Umfang ausländische Investmentzertifikate erworben haben.

Deutsche
Anlagen in aus-
ländischen...

Der Stimmungsumschwung an den Finanzmärkten im Jahresverlauf lässt sich sehr deutlich am Anlageverhalten deutscher Investoren ablesen. Zwar erwarben gebietsansässige Anleger 2007 für 133 ½ Mrd € Wertpapiere im Ausland. Mit 122 Mrd € entfiel der Löwenanteil aber auf die erste Jahreshälfte. Zudem blieb der Anlagebetrag in der Summe letztlich hinter dem Wert des Vorjahres zurück (161 ½ Mrd €).

... Renten-
werten, ...

Besonders betroffen von der Umorientierung waren auf Euro lautende ausländische Anleihen. Vorwiegend handelt es sich dabei um Titel, die von öffentlichen Schuldnern in anderen Ländern der Währungsunion begeben wurden, zum Teil aber auch um forderungsunterlegte Papiere (sog. Asset-Backed Securities), also Verbriefungen, die durch das Zusammenlegen unterschiedlicher Vermögenswerte besichert sind. Unter dem Eindruck der Finanzmarkturbulenzen wechselten deutsche Anleger Mitte letzten Jahres bei

in Euro denominierten Anleihen insgesamt von der Käufer- auf die Verkäuferseite. Hatten Inländer noch bis Ende Juni 2007 solche länger laufenden Zinstitel für 79 Mrd € erworben, trennten sie sich in der zweiten Jahreshälfte zum ersten Mal seit 15 Jahren in einem Sechsmonatsabschnitt von solchen Instrumenten (12 ½ Mrd €). Dabei ging die Umschichtung – wie erwähnt – mit deutlichen Preisabschlägen ausländischer Titel gegenüber Bundesanleihen einher.

Neben auf Euro lautenden Schuldverschreibungen mischten Inländer, wie auch schon in den Vorjahren, ihren Depots 2007 recht kräftig Fremdwährungsanleihen bei, und zwar für 29 ½ Mrd €, verglichen mit 22 Mrd € im Jahr davor. Außer klassischen Anlageformen, wie ausländischen Staatsanleihen, erwarben sie dabei auch neue Produkte, beispielsweise Verbriefungen traditioneller Bankkredite (13 Mrd €). Gegen Ende letzten Jahres trocknete aber die inländische Nachfrage nach solchen im Ausland aufgelegten Papieren nahezu aus. Insgesamt stießen vor allem auf US-Dollar lautende Anleihen auf das Interesse deutscher Anleger – und das trotz belastender Faktoren, wie der Schwäche des US-Dollar und des sich zunächst einengenden und dann zugunsten des Euro umschlagenden Zinsunterschieds.

Zudem engagierten sich hiesige Anleger im vergangenen Jahr mit größeren Beträgen in ausländischen Geldmarktpapieren (18 ½ Mrd €). Eine Rolle beim Erwerb dieser Produkte hat sicher gespielt, dass „Kurzläufer“ in unruhigen Zeiten ein günstiges Ertrags-Risiko-Profil bieten. Neben diesen Portfolioüberlegungen war die

... Geldmarkt-
papieren, ...

Übernahme von Geldmarktpapieren aber auch durch das Bestreben einiger Finanzinstitute motiviert, ihre im Ausland ansässigen Vertriebszweckgesellschaften, die im Zuge der Finanzmarkturbulenzen unter Druck geraten waren, kurzfristig zu stützen.

... Aktien...

Weiter zurückgezogen haben sich hingegen deutsche Anleger per saldo von den weltweiten Aktienmärkten, vor allem aber von den Börsenplätzen der EU-Partnerländer. So verkauften sie 2007 verbriefte Eigentumstitel ausländischer Firmen für 22 ½ Mrd €, nachdem sie sich auch schon im Jahr davor für 7 Mrd € von solchen Instrumenten getrennt hatten. Dabei dürfte bei den Portfolioentscheidungen weniger ein generelles Misstrauen gegenüber ausländischen Aktien vorgeherrscht haben. Vielmehr bot der deutsche Aktienmarkt eine besonders ertragreiche Perspektive. So wies der marktbreite CDAX mit 17 ½ % einen deutlich kräftigeren Wertzuwachs auf als viele ausländische Aktienindizes.

... und
Investment-
zertifikaten

Das indirekte Aktien-Engagement über ausländische Kapitalanlagegesellschaften gewinnt hingegen weiter an Bedeutung. Mit 41 ½ Mrd € zeichneten inländische Anleger Anteilscheine gebietsfremder Fondsgesellschaften deutlich über dem Vorjahrswert (23 ½ Mrd €). Auch ausländische Geldmarktfonds hatten an dieser Entwicklung teil (16 Mrd €). Wie in den vorangegangenen Jahren flossen die Mittel vor allem ausländischen Publikumsfonds deutscher Herkunft zu, die ihr Vermögen häufig von Luxemburg aus verwalten.⁹⁾

Finanzderivate

Die grenzüberschreitenden Transaktionen mit Finanzderivaten, die eine eigene Kategorie in-

nerhalb des Kapitalverkehrs bilden, schlossen im Berichtsjahr mit hohen Netto-Kapitalexporten (71 Mrd €). Dabei handelte es sich zum großen Teil um Absicherungsgeschäfte im Zusammenhang mit den erwähnten Emissionen strukturierter Produkte. Der Saldo wurde in geringerem Umfang auch durch eine Umklassifizierung von bestimmten Optionsscheinen ausgeweitet. Die Entwicklungen werden auf Seite 26 f. näher erläutert.

Die robuste Weltkonjunktur, die angesichts der günstigen Ertragslage gute Ausstattung vieler Unternehmen mit Barmitteln und die zunächst weiterhin vorteilhaften Finanzierungsbedingungen trugen im vergangenen Jahr zu einem erneuten Anstieg der globalen Direktinvestitionsströme bei. Mit einer Zunahme um ein Sechstel auf mehr als 1,5 Billionen US-Dollar (1,1 Billionen €) fiel das Wachstum – ersten Schätzungen der UNCTAD zufolge – allerdings nicht mehr ganz so stark aus wie im Jahr davor. Es wurde hauptsächlich von der lebhaften Entwicklung bei Fusionen und Übernahmen getrieben.¹⁰⁾

Direkt-
investitionen

9 Das Mittelaufkommen inländischer Investmentfonds war 2007 dagegen rückläufig und lag bei 13 ½ Mrd €. Heimische Publikumsfonds mussten sogar Mittelabzüge in Höhe von 8 Mrd € hinnehmen.

10 Das Volumen der abgeschlossenen Fusionen und Übernahmen legte – nach Angaben von Zephyr, Bureau van Dijk – dem Betrag nach weltweit auf rd. 1,7 Billionen € zu, verteilt auf mehr als 20 000 Transaktionen. Dabei entfiel deutlich mehr als die Hälfte auf grenzüberschreitende Abschlüsse. Die Kreditkrise, die vor allem ab dem zweiten Halbjahr die Mittelbeschaffung für fremdfinanzierte Vorhaben erschwert haben dürfte, führte im Verlauf des Jahres 2007 bei den tatsächlich durchgeführten Transaktionen – anders als bei den angekündigten M&As – nicht zu einem Einbruch. Das Volumen und die Zahl der weltweiten Fusionen und Übernahmen blieben im Jahresverlauf annähernd konstant. Dabei hat vermutlich eine Rolle gespielt, dass ein großer Teil der Firmenkäufe mit vorhandenen Barmitteln oder durch Aktien-tausch und damit ohne die Inanspruchnahme von Fremdkapital abgewickelt wurde.

Auch die grenzüberschreitenden M&A-Aktivitäten mit deutscher Beteiligung sind im Jahr 2007 kräftig gestiegen. Das Plus ist mit 45 % sogar deutlich höher ausgefallen als weltweit (19 ½ %). Diese Zunahme spiegelte sich letztlich in den höheren Direktinvestitionen deutscher Firmen im Ausland wider, welche daneben noch alle übrigen grenzüberschreitenden Finanztransaktionen zwischen verbundenen Unternehmen umfassen. Alles in allem kam es 2007 im Bereich der Direktinvestitionen zu Netto-Kapitalexporten von 85 Mrd €, gegenüber 31 ½ Mrd € im Jahr davor.

*Deutsche
Direkt-
investitionen
im Ausland*

Insbesondere hiesige Unternehmen haben 2007 ihre Präsenz im Ausland erheblich ausgeweitet. Sie stellten ihren ausländischen Niederlassungen mit 122 ½ Mrd € so viele Mittel wie noch nie zur Verfügung (2006: 75 ½ Mrd €). Maßgeblich für den Zuwachs war die Expansion des Kreditverkehrs mit verbundenen Unternehmen im Ausland. Hier flossen Gelder in Höhe von 45 Mrd € ab, nach Zuflüssen von 5 ½ Mrd € im Vorjahr. Knapp die Hälfte davon ging auf die Rückzahlung von Krediten zurück, die Auslandstöchter ihren hiesigen Müttern zuvor gewährt hatten. Hierbei spielten – wie bereits häufiger in der Vergangenheit – firmeninterne Transaktionen großer deutscher Unternehmen mit ihren Finanzierungsgesellschaften in den Niederlanden eine wesentliche Rolle. Darüber hinaus wurden den Tochterunternehmen im Ausland aber auch in hohem Umfang Gelder in Form von Krediten zur Verfügung gestellt. Mit beigetragen zum Gesamtergebnis der deutschen Direktinvestitionen haben zudem der Beteiligungserwerb (per saldo 46 ½ Mrd €) sowie die reinvestierten Gewinne (30 Mrd €),

deren beachtliche Höhe auf die weiterhin gute Ertragslage der im Ausland ansässigen Filialen und Tochterunternehmen schließen lässt.

Hauptzielländer der deutschen Direktinvestitionen waren im vergangenen Jahr die Niederlande (25 ½ Mrd €), die Vereinigten Staaten (16 Mrd €), das Vereinigte Königreich (14 Mrd €) sowie die Schweiz (13 Mrd €). Dabei schlugen sich in den Zahlen für die Niederlande die bereits angesprochenen Kredittransaktionen nieder, während im Fall der Schweiz eine größere Transaktion im Pharmasektor ausschlaggebend war. Mit insgesamt 101 ½ Mrd € flossen die Mittel überwiegend in Industrieländer. Das Auslandsengagement dürfte demnach erneut primär der Markterschließung gedient haben.¹¹⁾ Darüber hinaus spielen bei Standortentscheidungen aber stets auch andere Motive eine Rolle, darunter steuerliche Aspekte und Kostenüberlegungen.

Zielländer...

Eine sektorale Betrachtung zeigt, dass im vergangenen Jahr insbesondere Beteiligungsgesellschaften (35 ½ Mrd €), das Versicherungsgewerbe (14 ½ Mrd €) und der Fahrzeugbau (5 Mrd €) ihr grenzüberschreitendes Engagement ausgeweitet haben. Das Verarbeitende Gewerbe stellte seinen ausländischen Nieder-

*... und
investierende
Sektoren*

¹¹ Neben der Markterschließung durch die Ansiedlung von Produktionsstätten in den Gastländern spielen auch Vertriebstöchter deutscher multinationaler Unternehmen eine bedeutende Rolle. Dafür spricht, dass ein großer Teil der aus Ausfuhren resultierenden grenzüberschreitenden Forderungen deutscher Exporteure in Form von Handelskrediten gegenüber verbundenen Unternehmen im Ausland aufkam.

lassungen insgesamt 25 ½ Mrd € zur Verfügung.¹²⁾

Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland

Ausländische Unternehmen engagierten sich 2007 mit 37 Mrd € in Deutschland und damit in etwas geringerem Umfang als im Jahr zuvor (44 Mrd €). Mit 34 Mrd € stammte der wesentliche Teil der Investitionsmittel aus Industrieländern. Diese Zuflüsse kamen hauptsächlich aus den Partnerländern der EU, darunter aus den Niederlanden (18 Mrd €), aus Frankreich (14 ½ Mrd €) und dem Vereinigten Königreich (8 ½ Mrd €).¹³⁾ Im Zentrum des Interesses ausländischer Investoren stand der Dienstleistungssektor. Ein Großteil der Gelder floss in Beteiligungsgesellschaften (7 ½ Mrd €) sowie in Kreditinstitute und Versicherungen (7 Mrd €). Das Verarbeitende Gewerbe erhielt insgesamt Mittel in Höhe von 6 Mrd €.¹²⁾

Übriger Kapitalverkehr...

Wie der Bereich der Direktinvestitionen schloss auch der übrige Kapitalverkehr, der sowohl Finanz- und Handelskredite als auch Bankguthaben und sonstige Anlagen umfasst, 2007 mit Netto-Kapitalexporten. Diese lagen bei 198 Mrd €, nachdem die Abflüsse ein Jahr zuvor 105 ½ Mrd € betragen hatten.

... der Nichtbanken...

Im unverbrieften Kreditverkehr der Nichtbanken flossen allerdings – entgegen der Gesamttendenz – per saldo Mittel in Höhe von 8 Mrd € zu. Hierfür waren die Dispositionen staatlicher Stellen ausschlaggebend (11 ½ Mrd €), die ausländische Bankguthaben auflösten und die Gelder repatriierten. Bei den Unternehmen und Privatpersonen kam es hingegen zu leichten Mittelabflüssen (3 ½ Mrd €). Diese stockten einerseits ihre ausländischen Bankguthaben kräftig auf

(41 ½ Mrd €),¹⁴⁾ nahmen aber zugleich Finanzkredite im Ausland in etwas geringerem Umfang in Anspruch (35 ½ Mrd €).

Damit bildete in erster Linie der unverbriefte Kreditverkehr des Bankensystems (einschl. Bundesbank) mit Netto-Kapitalexporten in Höhe von 206 Mrd € den Gegenposten zum Leistungsbilanzüberschuss. Dabei weiteten die inländischen Kreditinstitute ihr Aktivgeschäft mit gebietsfremden Kunden per saldo beträchtlich aus. Alles in allem stieg die Netto-Forderungsposition inländischer Banken gegenüber dem Ausland im vergangenen Jahr um 151 ½ Mrd €. Die Auslandsposition der Bundesbank nahm um 54 ½ Mrd € zu, und dies per saldo ausschließlich über einen Aufbau von Forderungen im Rahmen des Großbetragszahlungsverkehrssystems TARGET.¹⁵⁾

... und des Bankensystems

Die Währungsreserven der Bundesbank haben sich 2007 transaktionsbedingt leicht erhöht, und zwar um knapp 1 Mrd €. Dazu hat eine Aufstockung der Devisenreserven um 1 ½ Mrd € beigetragen, wobei es sich im Wesentlichen um die Wiederanlage von Zins-

Währungsreserven

¹² Die sektorale Aufgliederung der Direktinvestitionen kann auf Grundlage der vorliegenden Daten nur eingeschränkt analysiert werden. Denn einerseits kommt bei den Beteiligungsgesellschaften, die im Berichtszeitraum fast ein Drittel der deutschen Direktinvestitionen ausmachten, das finale Anlageinteresse nicht unmittelbar zum Ausdruck und zweitens beruhen die Angaben zu den reinvestierten Gewinnen (etwa ein Viertel des Gesamtwerts) auf Schätzungen, die nicht sektoral aufgliedert vorliegen.

¹³ Die aus den Niederlanden zufließenden Mittel waren nahezu ausschließlich dem Kreditverkehr ausländischer Direktinvestoren zuzuordnen und gingen vorrangig auf die Verlagerung von Forderungen aus einem anderen EU-Land zurück.

¹⁴ Ein großer Teil dieses Betrages steht im Zusammenhang mit den erwähnten Zertifikatetransaktionen.

¹⁵ Ab 19. November 2007 TARGET2-Bundesbank.

erträgen handelte. Die Reserveposition im IWF (einschl. SZR) ist hingegen etwas zurückgegangen (½ Mrd €).

Durch ihre turnusmäßige Neubewertung zu Marktpreisen, die allerdings für die Zahlungsbilanz nicht relevant ist, haben die Währungsreserven rund 7 Mrd € an Wert gewonnen. Dabei schlug sich insbesondere der Anstieg des Goldpreises in einer Höherbewertung des Goldbestandes um 9 Mrd € nieder. Die Devisenreserven hingegen büßten – in erster Linie durch die Schwäche des US-Dollar – 2 ½ Mrd € ein. In bilanzieller Betrachtung erhöhten sich die Währungsreserven im Berichtszeitraum damit um 8 Mrd € und betragen zum Jahresultimo 92 ½ Mrd €.

Restposten

Alles in allem übertrafen im Jahr 2007 die statistisch erfassten Netto-Kapitalexporte den Leistungsbilanzüberschuss recht deutlich. Es

ist also auch im vergangenen Jahr zu einem entsprechenden Restposten in der Zahlungsbilanz gekommen (36 ½ Mrd €). Ein wesentlicher Teil hiervon entfällt vermutlich auf nicht erfasste grenzüberschreitende Bargeldtransaktionen. So werden deutsche Reiseverkehrsausgaben, soweit sie mit Euro-Bargeld getätigt werden, sowie Kapitalabflüsse aus der Versendung von Euro-Banknoten durch hiesige Kreditinstitute oder die Bundesbank jeweils nur einseitig – also ohne die entsprechende Gegenbuchung – erfasst.¹⁶⁾ Diese Vorgänge führen damit – zwangsläufig – zu einem Restposten, wie auch Meldefehler, Erfassungslücken oder zeitliche Zuordnungsprobleme.

¹⁶ Siehe hierzu auch die Erläuterungen in: Deutsche Bundesbank, Zur Darstellung grenzüberschreitender Bargeldtransaktionen in der Zahlungsbilanz, Monatsbericht, März 2005, S. 39.