

Außenwirtschaft

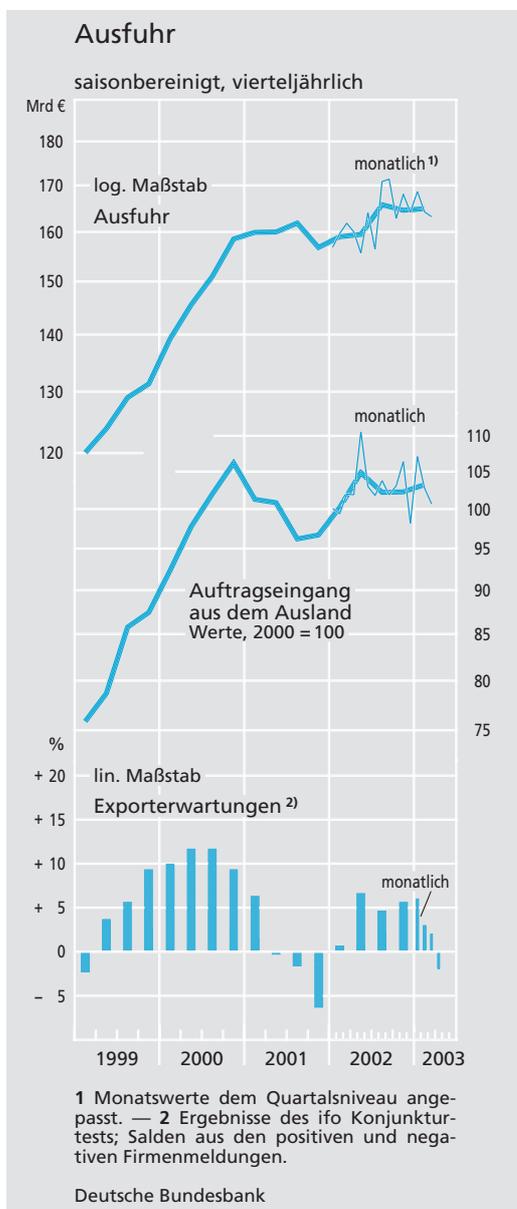
Außenhandel und Leistungsbilanz

Auch wenn mit dem Ende der Kampfhandlungen im Irak und dem jüngsten Rückgang der – spekulativ überhöhten – Ölpreise gravierende Belastungsfaktoren an Gewicht verloren haben, prägten die Unsicherheiten über die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen das außenwirtschaftliche Umfeld im ersten Quartal 2003 doch entscheidend. Insbesondere hat die Wirtschaft bei vielen wichtigen Handelspartnern noch nicht wieder richtig Tritt gefasst. Infolgedessen trübten sich die Exporteinschätzungen der deutschen Unternehmen für die kommenden Monate ein, vermutlich zum Teil noch immer unter dem Eindruck der geopolitischen Spannungen. Allerdings erwarten die deutschen Exporteure für dieses Jahr trotzdem weiterhin eine Zunahme ihres Auslandsgeschäfts. In den Ausfuhrlieferungen haben sich diese Erwartungen bislang jedoch lediglich zum Teil niedergeschlagen. Alles in allem haben die deutschen Exporte im ersten Quartal 2003 das Vorquartalsergebnis saisonbereinigt nur leicht übertroffen.

*Außenwirtschaftliches
Umfeld*

Mit der jüngsten Aufwertung des Euro ist die Besorgnis gewachsen, dass von der außenwirtschaftlichen Seite zusätzlich bremsende Effekte auf die Konjunktur in Deutschland ausgehen könnten. So hat der Euro gegenüber dem US-Dollar im Vergleich zum Durchschnitt des vierten Quartals 2002 um rund 16½ % an Wert gewonnen und notierte zuletzt bei knapp 1,17 US-\$. Damit übertraf das bilaterale Austauschverhältnis den im Oktober 2000 verzeichneten Tiefstand um 41 %.

*Euro-
Aufwertung
und ...*



Wechselkursänderungen beeinflussen auf der Ausfuhrseite – in Abhängigkeit vom Ausmaß der Überwälzbarkeit und den genutzten Absicherungsinstrumenten – die Absatzpreise und die Gewinnmargen der Exporteure sowie die nachgefragten Mengen.¹⁾ Der US-Dollar übt dabei eine direkte Wirkung auf den deutschen Warenaustausch mit den Vereinigten Staaten aus; etwa 10 % der deutschen Ausfuhr werden in den USA abgesetzt. Indirekt

stehen deutsche Unternehmen aber auch auf Drittmärkten mit amerikanischen Anbietern in Konkurrenz, so dass das Gewicht der US-Währung in einer erweiterten Betrachtung – unter Einschluss der Drittmarkteffekte – mit 13 ½% höher ist.

Insbesondere mit Blick auf die wechselkursbedingte Verbilligung der Einfuhren ist eine „importorientierte“ Betrachtung der Wechselkurseffekte ebenfalls von Bedeutung. Sie zeigt, dass der US-Dollar auf der Importseite wesentlich stärker zu Buche schlägt als auf der Exportseite, obwohl der Anteil der Importe aus den Vereinigten Staaten an den gesamten deutschen Importen lediglich bei 8 % liegt. Entscheidend für das höhere Gewicht der US-Währung ist zum einen, dass mit einem Anteil von schätzungsweise 21 % mehr Einfuhrgüter direkt in US-Dollar abgerechnet werden als Ausfuhrüter (18 %).²⁾ Zum anderen sind weitere Anbieter außerhalb der USA – unabhängig von der gewählten Fakturierungswährung – dem Dollar-Raum zuzurechnen.

1 Die Absicherung von Fremdwährungsforderungen (beispielsweise mit Termin- oder Optionsgeschäften) federt für eine bestimmte Zeit die unmittelbaren Ertragsauswirkungen von Wechselkursschwankungen auf den Exporteur ab, verursacht zugleich aber Absicherungskosten. Längerfristig schlagen die Wechselkursänderungen aber in jedem Fall durch, entweder weil Absicherungen nur noch auf Basis des neuen Wechselkursniveaus möglich sind oder weil die Absicherungskosten stark steigen. Im Herbst/Winter 2002/2003 waren Umfrageergebnissen zufolge schätzungsweise vier Fünftel aller Fremdwährungsforderungen aus Exportgeschäften abgesichert.

2 Schätzungsweise über 70 % der deutschen Aus- und Einfuhren werden in Euro fakturiert. Der Einfluss der Fakturierungswährung auf den Umfang der Außenhandels-geschäfte ist allerdings insofern zu relativieren, als das Wechselkursrisiko unabhängig von der gewählten Fakturierungswährung von den Vertragsparteien getragen werden muss.

... preisliche
Wettbewerbs-
fähigkeit

Neben dem US-Dollar sind auch die Kursveränderungen gegenüber anderen wichtigen Währungen einzubeziehen, die allerdings in jüngster Zeit weniger stark ausgefallen sind. Darüber hinaus ist schließlich zu berücksichtigen, dass der Handel mit den übrigen Euro-Ländern eine wesentliche Rolle für heimische Unternehmen spielt. Ein umfassendes Bild aller genannten Faktoren bietet der Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands.³⁾ Gemessen an diesem Indikator hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit heimischer Anbieter seit dem vierten Quartal 2002 im handlungsgewichteten Durchschnitt um 4 ½ % verringert; der Rückgang fiel also deutlich schwächer aus als die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar. Diese Abfederung des Aufwertungseffektes geht im Wesentlichen darauf zurück, dass rund 43 % der deutschen Ausfuhren in den Euro-Raum geliefert werden und daher von nominalen Wechselkursänderungen unabhängig sind. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands liegt damit gegenwärtig recht nahe bei ihrem langfristigen Durchschnittswert und auch annähernd bei ihrem Niveau von Anfang 1999. Sie kann insofern nahezu als „neutral“ eingestuft werden.

Exportgeschäft
schwieriger
geworden

Insgesamt betrachtet sind somit die aus der früheren Euro-Schwäche resultierenden Impulse abgeklungen, die in den letzten Jahren die Exportkonjunktur stimuliert hatten. Ihr Wegfall kommt nun allerdings zu einer Zeit, in der die Auslandsmärkte nur verhalten wachsen. Hierbei wirken sich in regionaler Hinsicht die schwache Konjunktur im Euro-Raum und mit Blick auf die Warenstruktur die weltweit nur zögerlich anziehende Investi-



tionsgüternachfrage dämpfend aus. Gerade das Marktwachstum aber ist es, das die Entwicklung der deutschen Exporte in aller Regel bestimmt. Die Aufwertung bewirkt zwar auch eine Verminderung des Kostendrucks

³⁾ In einer längerfristigen Betrachtung wird die Wettbewerbsfähigkeit – neben den bereits kurzfristig wirksamen Wechselkursänderungen – auch von unterschiedlichen Produktionskosten im In- und Ausland beeinflusst. Der Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit berücksichtigt beide Effekte.

Regionale Entwicklung des Außenhandels

Ländergruppe/Land	Anteile im Jahr 2002 in %	Durchschnitt Jan./Febr. 2003 gegenüber Durchschnitt Okt./Dez. 2002, saisonbereinigt in %
Ausfuhren		
Alle Länder	100,0	+ 0,9
darunter:		
EWU-Länder	42,6	- 4,1
Übrige EU-Länder	12,1	+ 2,8
Vereinigte Staaten von Amerika	10,3	+ 3,1
Japan	1,9	- 5,3
Mittel- und osteuropäische Reformländer	11,6	+ 4,8
OPEC-Länder	2,2	+ 8,8
Südostasiatische Schwellenländer	3,9	+ 4,9
Einfuhren		
Alle Länder	100,0	+ 1,0
darunter:		
EWU-Länder	41,6	- 3,6
Übrige EU-Länder	9,9	+ 2,6
Vereinigte Staaten von Amerika	7,7	+ 3,3
Japan	3,6	+ 0,9
Mittel- und osteuropäische Reformländer	13,5	+ 4,0
OPEC-Länder	1,3	+ 9,1
Südostasiatische Schwellenländer	5,1	+ 2,6

Deutsche Bundesbank

durch niedrigere Einfuhrpreise; die Unternehmen profitieren von diesem Entlastungseffekt jedoch je nach Branche in recht unterschiedlichem Maße. Nimmt man alles zusammen, ist das Geschäft der in Auslandskonkurrenz stehenden heimischen Unternehmen sowohl von der Wechselkursseite als auch von den Absatzmärkten aus betrachtet zweifellos schwieriger geworden.

Anfang 2003 – bis einschließlich Februar liegen die entsprechenden regional-statistischen Informationen vor – gingen Nachfrageimpulse für die deutsche Exportwirtschaft lediglich von den Absatzmärkten außerhalb der EWU aus.⁴⁾ Dabei verbuchten deutsche Exporteure im Durchschnitt der ersten beiden Monate dieses Jahres gegenüber dem Durchschnitt des vierten Quartals 2002 in saisonbereinigter Rechnung Umsatzsteigerungen vor allem in den mittel- und osteuropäischen Transformationsländern (+ 5 %), aber auch in den USA (+ 3 %). Darüber hinaus entwickelte sich das Geschäft mit Abnehmern in den südostasiatischen Schwellenländern lebhaft (+ 5 %). Eine kräftige Zunahme wurde bei den Warenausfuhren in die OPEC-Staaten, die von den zu Jahresbeginn zunächst nochmals gestiegenen Ölpreisen profitierten, verzeichnet (+ 9 %). Auch in den nicht der EWU angehörenden EU-Ländern konnten deutsche Exporteure ihren Absatz (um 3 %) erhöhen. Dagegen fielen die Warenlieferungen in EWU-Länder, nicht zuletzt wegen der anhaltenden Konjunkturschwäche im Euro-Raum,

Struktur der Ausfuhren

⁴ Dies mag auch an Nachholeffekten im Januar gelegen haben, da die Ausfuhrlieferungen im Dezember wegen der Lage der Feiertage recht niedrig ausgefallen sind. Im Zweimonatszeitraum Januar/Februar schlägt dieser Effekt relativ stark zu Buche.

zurück (– 4 %). Im Vorquartal war hier noch ein leichter Zuwachs verbucht worden.

Wegen der nur zögerlichen Aufgabe der Investitionszurückhaltung bei wichtigen Handelspartnern legte der Auslandsabsatz von Investitionsgütern, dem für die deutsche Exportwirtschaft bedeutendsten Produktbereich, zu Jahresbeginn lediglich moderat zu (+ 1 ½ %). So weitete sich das Auslandsgeschäft mit Maschinen nur geringfügig (+ 1 %) aus. Auch konnten sich die Ausfuhren von Kraftfahrzeugen, die im vergangenen Jahr die Exportentwicklung noch insgesamt gestützt hatten, nicht auf ihrem Niveau vom vierten Quartal halten (– 1 %). Positive Nachfrageimpulse aus dem Ausland verzeichnete dagegen die Informations- und Kommunikationsbranche, deren Exporte um 3 % zunahmen. Robust entwickelten sich auch die Konsumgüterexporte, die – trotz des eingetrübten Konsumentenvertrauens bei wichtigen Handelspartnern – nach einem starken vierten Quartal 2002 um 2 ½ % zulegen.

Waren- einfuhren

Mit der zum Jahreswechsel 2002/2003 gedämpften Nachfrageentwicklung in Deutschland nahmen im ersten Quartal auch die Einfuhren mit saisonbereinigt 1 ½ % lediglich verhalten gegenüber dem Vorquartal zu. Dem Wert nach stiegen die Warenimporte damit stärker an als die Exporte. Gleichzeitig erhöhten sich – vor allem getrieben durch die Verteuerung der Öleinfuhren – die Importpreise um knapp 1 %, so dass die Einfuhren auch in realer Rechnung das Niveau des vierten Quartals leicht überschritten.

Von der Nachfragezurückhaltung der deutschen Importeure waren vor allem die Warenbezüge aus den EWU-Ländern betroffen, die im Durchschnitt der Monate Januar und Februar – verglichen mit dem Durchschnitt des vierten Quartals 2002 – saisonbereinigt um 3 ½ % zurückgingen. Dagegen stiegen die Einfuhren aus Drittländern, die gut 58 % der gesamten deutschen Importe ausmachen, deutlich an. Stärker nachgefragt wurden vor allem Güter aus mittel- und osteuropäischen Ländern (+ 4 %) sowie aus den USA (+ 3 ½ %), die sich durch die im vergangenen Jahr einsetzende Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar spürbar verbilligt haben. Aber auch südostasiatische Schwellenländer und die restlichen EU-Staaten profitierten von den gestiegenen Bestellungen deutscher Importeure (jeweils + 2 ½ %). Die höchsten Zuwächse wiesen mit 9 % die Einfuhren aus den OPEC-Staaten auf.⁵⁾ Dieser Anstieg ging zum einen auf die im Berichtszeitraum erheblichen Preissteigerungen bei Erdöl zurück. Darüber hinaus haben Mengeneffekte eine Rolle gespielt, wozu die kühle Jahreszeit und vor dem Hintergrund der geopolitischen Spannungen durchgeführte Vorratsaufstockungen beigetragen haben dürften. Als Spiegel dieser Effekte nahmen die Energieeinfuhren mit 24 % entsprechend kräftig zu.⁶⁾ Darüber hinaus konnte der Absatz ausländischer Investitionsgüterhersteller auf dem deutschen Markt etwas zulegen (+ 2 ½ %). Dabei wurden vor allem auslän-

*Struktur der
Einfuhren*

⁵⁾ Allerdings betrug der Anteil der Importe aus OPEC-Staaten an den gesamten Einfuhren im letzten Jahr lediglich 1 ½ %.

⁶⁾ Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Anteil der Energielieferungen an den gesamten Importen etwa sechsmal höher war als der von Warenbezügen aus OPEC-Ländern.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Position	2002		2003
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
Mrd €			
I. Leistungsbilanz			
1. Außenhandel ¹⁾			
Ausfuhr (fob)	156,0	168,2	162,9
Einfuhr (cif)	124,2	136,8	133,6
Saldo	+ 31,8	+ 31,4	+ 29,4
2. Dienstleistungen (Saldo)	- 11,3	- 5,7	- 8,7
3. Erwerbs- und Vermögens- einkommen (Saldo)	- 4,0	+ 2,4	- 4,4
4. Laufende Übertragungen (Saldo)	- 5,1	- 7,4	- 5,4
Saldo der Leistungsbilanz ²⁾	+ 10,3	+ 18,8	+ 9,6
Nachrichtlich:			
Saisonbereinigte Werte, Salden			
1. Außenhandel	+ 32,2	+ 31,1	+ 29,4
2. Dienstleistungen	- 11,4	- 8,8	- 8,5
3. Erwerbs- und Vermögens- einkommen	- 1,1	+ 1,5	- 1,3
4. Laufende Übertragungen	- 6,5	- 6,7	- 6,9
Leistungsbilanz ²⁾	+ 11,7	+ 15,2	+ 11,0
II. Saldo der Vermögensüber- tragungen ³⁾	+ 0,2	- 0,4	- 0,0
III. Saldo der Kapitalbilanz ⁴⁾	+ 2,6	- 45,4	- 14,7
IV. Veränderung der Währungs- reserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) ⁵⁾	- 1,4	+ 0,9	- 1,5
V. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)	- 11,7	+ 26,0	+ 6,6

¹⁾ Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). — ²⁾ Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. — ³⁾ Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. — ⁴⁾ Vgl. zum Kapitalverkehr im Einzelnen Tabelle auf S. 47. — ⁵⁾ Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

dische Maschinen wieder stärker nachgefragt (+ 3 %), während die Umsätze mit importierten Kraftfahrzeugen nochmals sanken (- 1½ %). Auch die ausländischen Lieferungen von Vorleistungsgütern stiegen leicht an (+ 2 %). Dagegen konnten die Einfuhren von Erzeugnissen der Informations- und Kommunikationsindustrie ihr Ergebnis vom Jahreschlussquartal nicht ganz halten (- ½ %). Noch schwächer entwickelten sich die Konsumgüterimporte, die – nach einer merklichen Zunahme im vierten Quartal – ihr Vorquartalsniveau um fast 4 % unterschritten. Hier machte sich die zuletzt impulslose Nachfrageentwicklung bei den deutschen privaten Haushalten bemerkbar.

Im Ergebnis verringerte sich der Handelsbilanzüberschuss im ersten Quartal 2003 saisonbereinigt leicht um 1½ Mrd € auf 29½ Mrd €. Gleichzeitig stieg das Defizit bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen deutlich an. Dies ging vor allem auf den Umschwung in der Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen zurück, die in den ersten drei Monaten des Jahres saisonbereinigt einen Passivsaldo von knapp 1½ Mrd € aufwies, nachdem im Vorquartal noch ein Plus in nahezu gleicher Größenordnung verzeichnet worden war; speziell in dieser Leistungsbilanzposition sind allerdings kurzfristige Schwankungen durchaus üblich. Darüber hinaus erhöhten sich bei den laufenden Übertragungen die an das Ausland geleisteten Netto-Zahlungen leicht auf 7 Mrd €. Dagegen nahm das Minus in der Dienstleistungsbilanz geringfügig ab (auf 8½ Mrd €). Damit sank der Überschuss in der Leistungsbilanz im ersten Quartal 2003 (saisonberei-

Leistungsbilanz

nigt) auf 11 Mrd €, nach einem Plus von gut 15 Mrd € im Schlussquartal des Vorjahres.

Kapitalverkehr

Tendenzen im Kapitalverkehr

Die internationalen Finanzmärkte standen zu Jahresbeginn ganz im Zeichen der Irak-Krise und der global eingetrübten Konjunkturaussichten. Die an den Märkten vorhandene Unsicherheit schlug sich dabei in weiter sinkenden Anleiherenditen erstklassiger Emittenten nieder, während spiegelbildlich dazu die Aktienindizes auf den wichtigsten Finanzplätzen erneut nachgaben. Mit dem Waffengang und den raschen militärischen Erfolgen der Alliierten kam es dann aber zum Ende des ersten Quartals zu einer Gegenbewegung, deren Ausmaß sich allerdings durch das nun wieder verstärkt ins Blickfeld geratene fundamentale Wirtschaftsumfeld in recht engen Grenzen hielt. Zugleich war ein neuer Aufwertungsschub für den Euro zu verzeichnen, der seit Beginn des Jahres gegenüber den meisten Währungen Boden gut machen konnte und bis zuletzt sehr fest notierte. Die insgesamt von geopolitischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten geprägte Grundstimmung spiegelt sich zum Teil auch in dem statistisch erfassten Kapitalverkehr Deutschlands mit dem Ausland wider. Insgesamt gesehen waren in den ersten drei Monaten dieses Jahres bei den Portfoliotransaktionen kräftige Netto-Kapitalzuflüsse zu verzeichnen, während in den anderen Segmenten des Kapitalverkehrs die Mittelabflüsse per saldo dominierten.

Wertpapier- verkehr

Die skizzierten internationalen Einflüsse schlagen sich üblicherweise am stärksten im Wert-

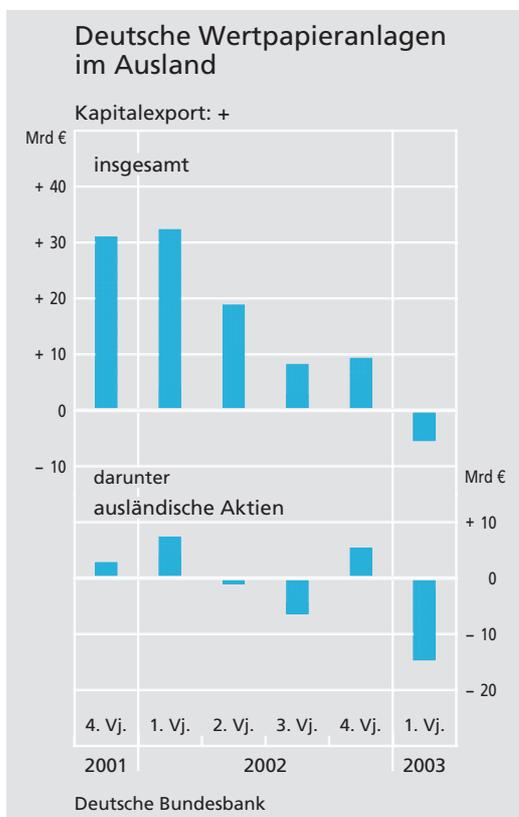
Kapitalverkehr

Mrd €; Netto-Kapitalexport: –

Position	2002		2003
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
1. Direktinvestitionen	+ 11,3	+ 1,3	– 7,8
Deutsche Anlagen im Ausland	– 2,6	– 5,6	– 15,2
Ausländische Anlagen im Inland	+ 13,9	+ 6,8	+ 7,4
2. Wertpapiere	– 5,6	– 12,3	+ 37,5
Deutsche Anlagen im Ausland	– 32,4	– 9,4	+ 5,5
Aktien	– 7,4	– 5,4	+ 14,7
Investmentzertifikate	– 5,1	+ 0,6	– 3,1
Rentenwerte	– 15,3	– 7,2	– 9,7
Geldmarktpapiere	– 4,5	+ 2,6	+ 3,6
Ausländische Anlagen im Inland	+ 26,8	– 2,9	+ 32,0
Aktien	+ 5,1	+ 2,5	– 2,6
Investmentzertifikate	+ 1,1	– 1,3	– 0,9
Rentenwerte	+ 30,0	– 0,6	+ 22,5
Geldmarktpapiere	– 9,3	– 3,6	+ 12,9
3. Finanzderivate 1)	+ 1,8	+ 0,3	+ 3,0
4. Kreditverkehr	– 4,5	– 34,3	– 46,8
Kreditinstitute	+ 13,6	– 49,8	– 33,0
langfristig	– 5,4	– 6,3	– 14,6
kurzfristig	+ 30,0	– 43,6	– 18,4
Unternehmen und Privatpersonen	– 0,7	+ 15,7	– 19,8
langfristig	+ 2,0	+ 1,1	– 6,6
kurzfristig	– 2,7	+ 14,6	– 13,2
Staat	– 0,2	– 0,4	+ 1,1
langfristig	– 0,2	– 0,1	+ 3,6
kurzfristig	– 0,0	– 0,2	– 2,5
Bundesbank	– 17,1	+ 0,2	+ 4,9
5. Sonstige Kapitalanlagen	– 0,4	– 0,3	– 0,5
6. Saldo aller statistisch erfassten Kapitalbewegungen	+ 2,6	– 45,4	– 14,7
Nachrichtlich: Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: –) 2)	– 1,4	+ 0,9	– 1,5

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

Deutsche Bundesbank



papierverkehr mit dem Ausland nieder; hier kam es von Januar bis März 2003 zu Netto-Kapitalimporten in Höhe von 37 ½ Mrd €. Verglichen mit dem Dreimonatszeitraum davor, in dem noch Mittelabflüsse von netto 12 ½ Mrd € verzeichnet worden waren, war das ein deutlicher Umschwung. Eine Neuausrichtung der Portfolios war sowohl bei inländischen als auch bei ausländischen Investoren zu beobachten. Alles in allem erwarben Letztere für 32 Mrd € verbrieft Anlagen in Deutschland; im Quartal zuvor hatten noch die Verkäufe heimischer Papiere überwogen (3 Mrd €). Dabei lösten ausländische Anleger vor dem Hintergrund des rauen wirtschaftlichen Klimas, der hohen Unsicherheit auf den Finanzmärkten sowie der ungünstigen Gewinneinschätzungen für viele deutsche Unternehmen im Berichtszeitraum einen Teil

ihres inländischen Aktienbestandes auf (2 ½ Mrd €) und veräußerten darüber hinaus Anteilscheine von hier aufgelegten Investmentfonds (1 Mrd €). Die Zurückhaltung ausländischer Anleger gegenüber heimischen Aktien besteht bereits seit einiger Zeit und spiegelt die ungünstigen Konjunkturperspektiven in Deutschland wider. So hielten sich über die letzten neun Monate gerechnet die Aktienkäufe und -verkäufe des Auslands nahezu die Waage, während im längerfristigen Mittel, etwa seit Beginn der Währungsunion, Auslandsgelder in Höhe von vierteljährlich etwa 6 Mrd € an die deutschen Aktienmärkte geflossen waren.

Als sehr attraktiv empfanden ausländische Anleger im ersten Quartal dieses Jahres dagegen zinstragende Papiere, die sie für 35 ½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen (-4 Mrd € im Quartal davor). Auf Anklang stießen dabei in erster Linie inländische Anleihen (22 ½ Mrd €), und zwar vor allem staatliche Emissionen, die in Zeiten globaler Unsicherheit als „sicherer Hafen“ gelten. Darüber hinaus erwarben ausländische Investoren für 13 Mrd € hiesige Geldmarktpapiere, also Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr, die sie möglicherweise wegen der zurzeit recht hohen Kursrisiken nutzen, um Gelder kurzfristig zu parken. Etwas verhaltener war dagegen die Nachfrage nach länger laufenden inländischen Bankschuldverschreibungen, was vermutlich mit einer Laufzeitverkürzung in ausländischen Portfolios und einem recht knappen Angebot am Primärmarkt zu tun hatte.

*Deutsche
Anlagen in
ausländischen
Wertpapieren*

Während sich ausländische Anleger also im Ergebnis wieder verstärkt dem deutschen Markt zuwendeten, zogen heimische Investoren angesichts des schwierigen Marktumfelds Kapital von den ausländischen Wertpapiermärkten ab. Insgesamt reduzierten sie ihren Bestand an ausländischen Wertpapieren um 5 ½ Mrd €, nachdem sie im Vorquartal noch 9 ½ Mrd € im Ausland angelegt hatten. Hinter dem Umschwung verbergen sich zudem beachtliche Umschichtungen, mit denen heimische Investoren auf die geänderten ökonomischen und politischen Rahmenbedingungen reagierten. So veräußerten sie – möglicherweise als Folge der Baisse auf den internationalen Aktienmärkten – vor allem ausländische Dividendenpapiere für 14 ½ Mrd €. Die frei gewordenen Mittel investierten inländische Sparer aber nur zum Teil in andere ausländische Wertpapiere. Neben Geldmarktfonds (3 ½ Mrd €) – ein Finanzprodukt mit schneller Verfügbarkeit und hohem Sicherheitsniveau – waren einmal mehr auf Euro lautende Rentenwerte gebietsfremder Emittenten (8 ½ Mrd €) gefragt. Diese Papiere erfreuen sich seit Beginn der Währungsunion regelmäßig großer Beliebtheit, wenngleich sich in den letzten Monaten der Zinsvorsprung gegenüber deutschen Staatsanleihen deutlich eingeengt hat.

*Direkt-
investitionen*

Anders als im Portfolioverkehr floss im Bereich der Direktinvestitionen von Januar bis März 2003 per saldo Kapital aus Deutschland ab (8 Mrd €, nach Netto-Kapitalimporten von 1 ½ Mrd € im Schlussquartal von 2002). Ausschlaggebend für den Umschwung war dabei das Investitionsverhalten von hier ansässigen Unternehmen, die sich mit 15 Mrd € wieder

verstärkt im Ausland engagierten. Ein großer Teil dieser Summe entfiel dabei auf Kredite, die hiesige Eigner ihren ausländischen Niederlassungen zur Verfügung stellten. Bevorzugtes Ziel deutscher Direktinvestitionen waren neben den USA vor allem andere EU-Länder.

In umgekehrter Richtung des Kapitalverkehrs, bei den nach Deutschland gerichteten Direktinvestitionsströmen, schlug sich das weltweit abgekühlte Klima für grenzüberschreitende Firmenübernahmen und -verschmelzungen weiterhin nieder. Insgesamt kamen in den Monaten von Januar bis März zwar 7 ½ Mrd € an ausländischen Finanzmitteln bei den hiesigen Töchtern und Filialen auf; den Löwenanteil davon machten aber Kapitalzuführungen aus, die ausländische Mütter ihren hier ansässigen Töchtern zur Tilgung langfristiger Bankdarlehen zur Verfügung gestellt haben.

Ebenso wie bei den Direktinvestitionen kam es in den Monaten Januar bis März auch im nicht verbrieften Kreditverkehr zu Kapalexporten (netto: 47 Mrd €). Hierzu trugen die Dispositionen von Unternehmen und Privatpersonen netto 20 Mrd € bei. Ausschlaggebend waren die saisonal üblichen Wiederaufstockungen ihrer bei ausländischen Banken gehaltenen Guthaben, nachdem sie diese aus bilanzpolitischen Gründen zum Jahresende hin zurückgeführt hatten, sowie die oben erwähnten Tilgungen langfristiger Kredite deutscher Unternehmen. Durch die Transaktionen staatlicher Stellen kamen dagegen im Berichtsquartal im Ergebnis nahezu 1 Mrd € in Deutschland auf. Dabei waren im langfristigen Bereich größere Kapitalimporte zu verzeichnen (3 ½ Mrd €) – in erster Linie durch

*Deutsche
Direkt-
investitionen
im Ausland*

*Ausländische
Direkt-
investitionen
im Inland*

*Kreditverkehr
der Nicht-
banken...*

... und des
Bankensystems

den Verkauf von Schuldscheinen der Bundesländer im Ausland.

Neben den Netto-Kapitalexporten des Nichtbankensektors waren es vor allem die – auch als Gegenposten zu allen anderen grenzüberschreitenden Transaktionen zu interpretierenden – unverbrieften Auslandsgeschäfte des Bankensystems (einschl. der im Kreditverkehr verbuchten Auslandstransaktionen der Bundesbank), die zu dem Mittelabfluss im nicht verbrieften Kreditverkehr führten (28 Mrd €). Dabei flossen 14 ½ Mrd € im langfristigen und weitere 18 ½ Mrd € im kurzfristigen Kreditgeschäft der Monetären Finanzinstitute ab.

Bei der Bundesbank entstand hingegen im ersten Quartal – in erster Linie durch die Verrechnung von TARGET-Salden – ein Verbindlichkeitsaldo in Höhe von 5 Mrd €.

Die Währungsreserven der Bundesbank, die in der Zahlungsbilanz getrennt von den Kapitalverkehrstransaktionen ausgewiesen werden, sind von Anfang Januar bis Ende März zu Transaktionswerten gerechnet um 1 ½ Mrd € gestiegen. Da in diesem Zeitraum aber vor allem der Goldpreis in Euro deutlich gesunken ist, betragen sie zu Marktpreisen bewertet Ende März lediglich 82 ½ Mrd €, verglichen mit 85 Mrd € zum Jahresultimo 2002.

*Währungs-
reserven der
Bundesbank*