

Auszug aus dem Jahresgutachten 2007/08

Deutschlands Interesse an offenen Finanzmärkten
(Ziffern 590 bis 599)

sechsten Abschnitt werden die vorliegenden Vorschläge zur Investitionsbeschränkung auf die Frage hin untersucht, ob sie zum Erreichen der angestrebten Ziele beitragen und welche Nebenwirkungen sie haben könnten.

II. Deutschlands Interesse an offenen Kapitalmärkten

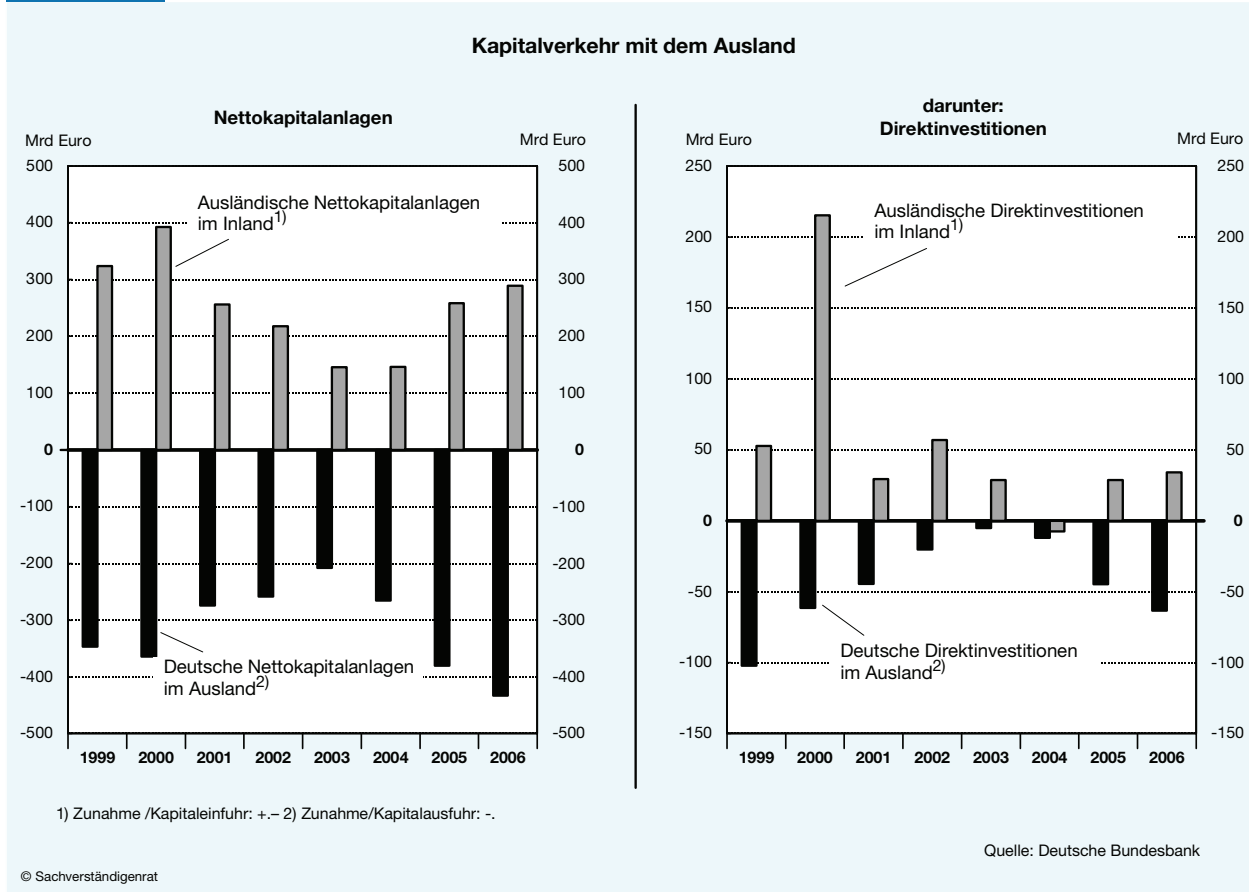
590. Im Sommer dieses Jahres wurde anlässlich des G8-Gipfels in Heiligendamm eine gemeinsame Erklärung der deutschen G8-Präsidentschaft und der Regierungschefs von Brasilien, Indien, Mexiko und Südafrika verabschiedet, in der es um die Schaffung von Rahmenbedingungen für eine globalisierte Weltwirtschaft geht. Der erste Punkt der Erklärung setzt sich mit der **Förderung grenzüberschreitender Investitionen** „zu unserem gegenseitigen Nutzen“ auseinander. Darin wird anerkannt, dass grenzüberschreitende Direktinvestitionen die Gestaltung der Weltwirtschaft maßgeblich beeinflussen und einen wichtigen positiven Beitrag zum Wachstum und zur nachhaltigen Entwicklung leisten. Wörtlich heißt es: „Es liegt in unserem gemeinsamen Interesse, Investitionen zu fördern und ein solides globales Investitionsumfeld zu gewährleisten und weiterzuentwickeln. Deshalb werden wir zusammenarbeiten, um in unseren Ländern günstigere Investitionsbedingungen zu fördern, sowohl für Inlands- als auch für Auslandsinvestitionen [...]“ (G8-Gipfel, 2007). Der Inhalt dieser Erklärung von Heiligendamm, die durch die deutsche Präsidentschaft vorbereitet und verhandelt wurde, liegt offensichtlich im eigenen wohlverstandenen Interesse.

591. Die deutsche Wirtschaft ist durch eine ausgesprochen **hohe internationale Verflechtung** gekennzeichnet. Per saldo hat Deutschland in den letzten Jahren etwa im Umfang von 5 vH seines Bruttoinlandsprodukts mehr Güter und Dienstleistungen exportiert als importiert. Das Spiegelbild zu diesem Leistungsbilanzüberschuss findet sich in der Kapitalbilanz. Im Jahr 2006 haben Deutsche im Ausland Kapitalanlagen im Umfang von etwa 430 Mrd Euro getätigt. Die ausländischen Kapitalanlagen im Inland betragen hingegen nur etwa 290 Mrd Euro (Schaubild 84, linker Teil, Seite 390). Dieser Anlageüberschuss im Ausland ist das Gegenstück zum Exportüberschuss bei Waren und Dienstleistungen, denn ein Land, das mehr Waren und Dienstleistungen exportiert als es importiert, muss Forderungen im Ausland aufbauen. Inkonsequent wäre es, den Exportüberschuss zu begrüßen, für eine weitere Marktöffnung in den Zielländern zu plädieren und sich gleichzeitig für Restriktionen im Kapitalverkehr einzusetzen.

592. Werden anstelle der gesamten Kapitalanlagen nur die **Direktinvestitionen** betrachtet, so zeigt sich ein ähnliches Bild. Die laufenden Direktinvestitionen deutscher Unternehmen waren in den letzten Jahren stets höher als die von ausländischen Unternehmen in Deutschland. Im Jahr 2006 haben deutsche Unternehmen Direktinvestitionen in Höhe von 63 Mrd Euro im Ausland getätigt, während das Ausland etwa 34 Mrd Euro in Deutschland investierte (Schaubild 84, rechter Teil, Seite 390).

593. Der Blick auf den **Bestand** an deutschen Direktinvestitionen im Ausland zeigt wiederum das Bild von weltweit investierenden deutschen Unternehmen. Der gesamte Bestand an deutschen Direktinvestitionen im Ausland belief sich im Jahr 2005 auf etwa 800 Mrd Euro. Darunter findet sich eine Reihe von Direktinvestitionen deutscher Unternehmen, an denen der Staat beteiligt ist.

Schaubild 84



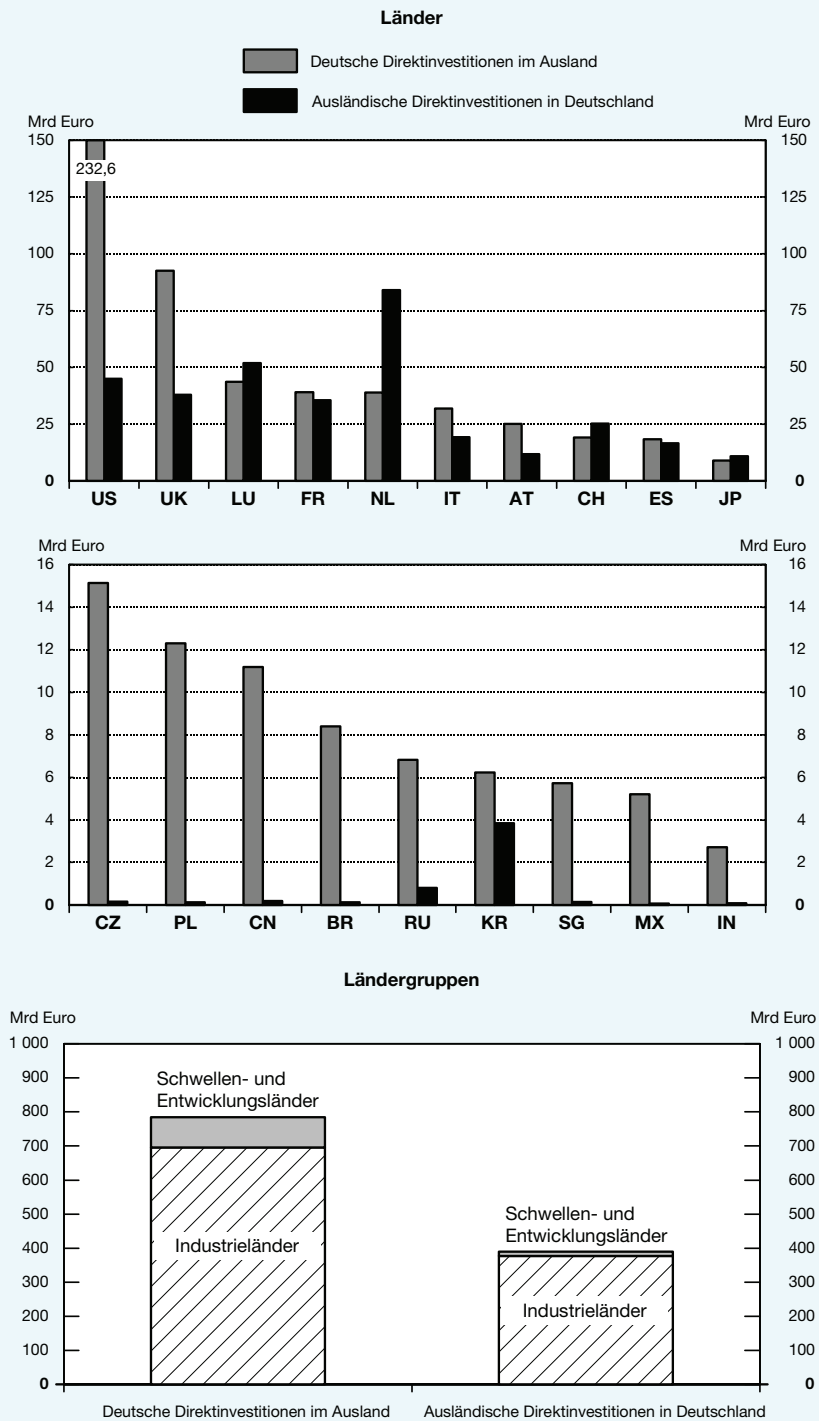
Deutsche Unternehmen sehen verschiedene Vorteile für Investitionen im Ausland. Einerseits sollen ausländische Märkte erschlossen und andererseits soll die Wettbewerbsfähigkeit der eigenen Produkte durch Auslagerungen von Teilen der Wertschöpfungskette gesteigert werden. Allgemein wird das Markterschließungsmotiv für das wichtigere gehalten. Dies korrespondiert mit der Beobachtung, dass der Hauptanteil der Kapitalverflechtungen zwischen den Industrieländern stattfindet (Schaubild 85, unterer Teil).

Das wichtigste Zielland waren mit einem Bestand an **Direktinvestitionen deutscher Unternehmen** von über 230 Mrd Euro mit weitem Abstand die Vereinigten Staaten. Es folgt das Vereinigte Königreich mit etwa 90 Mrd Euro vor Luxemburg, Frankreich und den Niederlanden mit Beständen an Direktinvestitionen in Höhe von jeweils weniger als 50 Mrd Euro (Schaubild 85, oberer Teil). Unter den Schwellenländern sind die Tschechische Republik, Polen und China die wichtigsten Zielländer für deutsche Unternehmen mit Direktinvestitionsbeständen zwischen 12 Mrd Euro und 15 Mrd Euro. In Brasilien und Russland hingegen betragen diese nur zwischen 7 Mrd Euro und 8 Mrd Euro (Schaubild 85, mittlerer Teil).

Die Bestände an Direktinvestitionen **aus Schwellenländern in Deutschland** sind bisher verschwindend klein. Der Bestand an Investitionen aus den so genannten BRIC-Ländern (Brasilien, Russland, Indien und China) erreicht zusammen rund 1 Mrd Euro.

Schaubild 85

Unmittelbare und mittelbare Direktinvestitionen nach ausgewählten Ländern und Ländergruppen¹⁾: Bestände²⁾ im Jahr 2005



1) AT = Österreich, BR = Brasilien, CH = Schweiz, CN = China, CZ = Tschechische Republik, ES = Spanien, FR = Frankreich, IN = Indien, IT = Italien, JP = Japan, KR = Korea, LU = Luxemburg, MX = Mexiko, NL = Niederlande, PL = Polen, RU = Russland, SG = Singapur, UK = Vereinigtes Königreich und US = Vereinigte Staaten.– 2) Ordinateenmaßstäbe unterschiedlich.

Quelle: Deutsche Bundesbank

594. Dies liegt zum einen daran, dass die Schwellenländer im Vergleich zu Deutschland immer noch relativ arm sind, zum anderen haben sie bisher Anlagen der überschüssigen Devisenreserven in kurzfristigen, wenig rentablen amerikanischen Staatspapieren getätigt. Nach einer Studie von Summers (2007) könnten Schwellenländer die Rendite ihrer überschüssigen Reserven bereits um 5 Prozentpunkte steigern, wenn sie diese wie Pensionsfonds anlegen würden. Die Überlegungen der Schwellenländer, wie sie ihr akkumuliertes Vermögen zugunsten zukünftiger Generationen rentabler anlegen könnten, scheinen somit nur vernünftig.

595. Die Abschottungstendenzen gegenüber Unternehmensbeteiligungen aus Schwellenländern sind teilweise eine Reaktion auf das **neue Muster der internationalen Kapitalströme**. In der Vergangenheit floss Kapital per Saldo vom Zentrum zur Peripherie. Die Industrieländer fungierten als Nettokapitalexporture, Schwellen- und Entwicklungsländer hingegen als Importeure. Dies mag erklären, weshalb die Industrieländer in der Vergangenheit die treibenden Kräfte der weltweiten Öffnung des Kapitalverkehrs waren. In den letzten Jahren hat sich die Richtung der Kapitalflüsse jedoch umgedreht. Die Schwellen- und Entwicklungsländer exportieren Kapital in erster Linie in die Vereinigten Staaten. Einige Schwellenländer sind mit hohem Wachstum und beträchtlichen Leistungsbilanzüberschüssen zu bedeutenden Akteuren auf den internationalen Kapitalmärkten herangewachsen. Diese grundsätzlich erfreuliche Situation ist noch ungewohnt und ruft in den Industrieländern ein Unbehagen hervor. Sie könnte jedoch ebenso als Chance verstanden werden, vermehrt Kapitalanlagen aus diesen Ländern anzuziehen.

596. Mitunter wird zwischen unterschiedlichen **Arten von Direktinvestitionen** differenziert. Danach wären „gute“ Investitionen solche, die auf der grünen Wiese stattfinden (*Greenfield Investment*) und „schlechte“ Investitionen demgegenüber Beteiligungen an und Übernahmen von bestehenden Firmen (M&A - Mergers and Aquisitions). Vermutet wird, dass nur bei Neugründungen positive Auswirkungen beispielsweise auf die Beschäftigung zu verzeichnen wären. Hier ist allerdings auf eine Verwechslung zwischen einzelwirtschaftlicher und gesamtwirtschaftlicher Perspektive hinzuweisen, denn auch ein neues Unternehmen tritt mit bestehenden Unternehmen in Konkurrenz um Ressourcen etwa auf dem Arbeitsmarkt. Es hängt von der Flexibilität des Arbeitsmarkts ab, ob zusätzliche Beschäftigung entsteht oder eine Anpassung über die Löhne erfolgt. Die empirische Evidenz zeigt zudem, dass die Vorteile von Direktinvestitionen – unabhängig davon, ob es M&A oder Neugründungen sind – weniger in zusätzlichen Arbeitsplätzen als in einem erhöhten Produktivitätswachstum liegen (OECD, 2007).

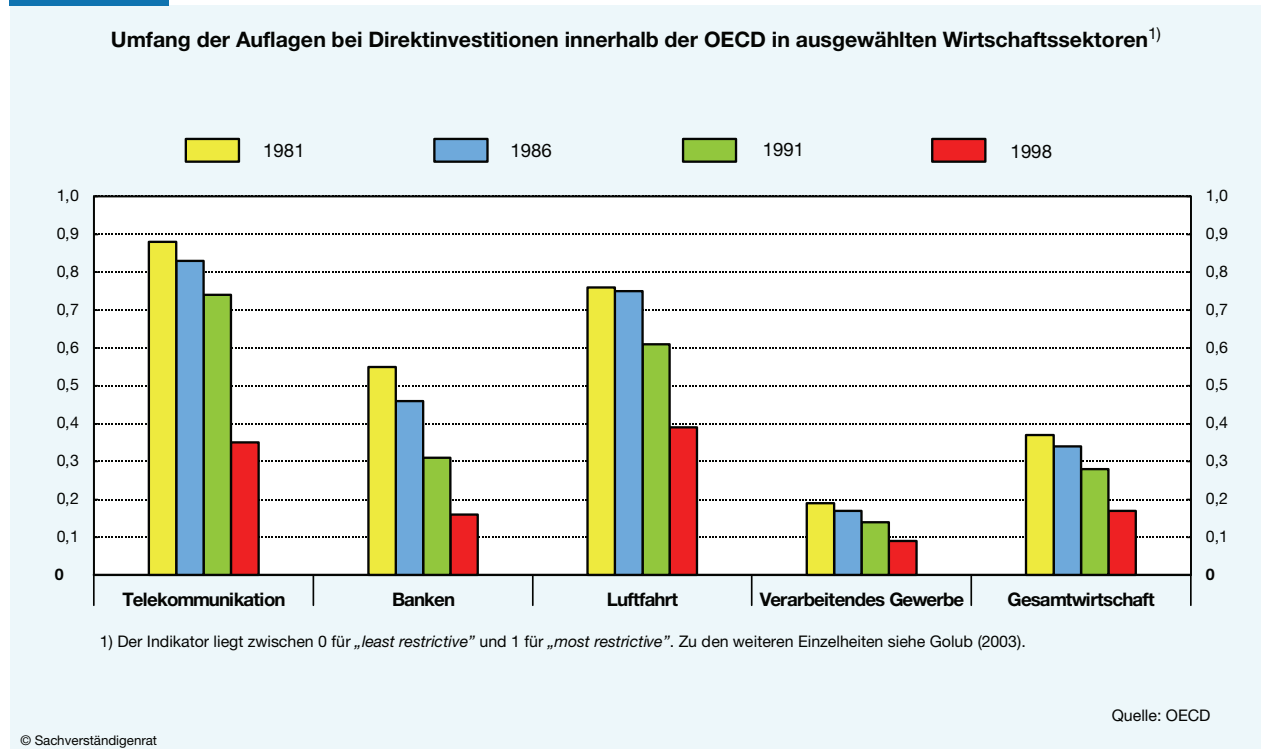
597. Auf der internationalen Ebene befasst sich eine Vielzahl von multilateralen, regionalen und bilateralen Initiativen mit dem Abbau der Beschränkungen für Direktinvestitionen. Die Bemühungen insbesondere der OECD-Länder waren in der Regel dadurch geprägt, Kapitalverkehrsfreiheit zu fördern und Restriktionen abzubauen. Weltweit wurden in den letzten zehn Jahren durchschnittlich etwa 170 Regulierungsänderungen pro Jahr zugunsten der Direktinvestitionsfreiheit vorgenommen, während Beschränkungen im Durchschnitt nur in etwa 20 Fällen zu verzeichnen waren (UNCTAD, 2007). Am aktuellen Rand lässt sich allerdings eine Zunahme von Maßnahmen zur Abschottung feststellen.

Neben multilateralen Abkommen gibt es eine Vielzahl regionaler, sektoraler und bilateraler Abkommen, die auf den Zu- und Abfluss von Direktinvestitionen einen Einfluss ausüben. Im Rahmen

multilateraler Investitionsabkommen sollen die Rahmenbedingungen des internationalen Kapitalverkehrs für eine große Anzahl an Ländern vereinheitlicht und verbessert werden. Besonders erstrebenswert wäre ein *MAI (Multilateral Agreement on Investment)*, um dessen Etablierung sich die OECD lange Zeit bemühte. Die OECD kann als einer der wichtigsten Akteure für die Verhandlung internationaler Investitionsregelungen betrachtet werden, verantwortlich ist vor allem das *OECD Investment Committee*. Der *OECD Code of Liberalisation of Capital Movements* ist ein multilateraler Rahmen für die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und regelt neben reinen Finanzinvestitionen auch die ausländischen Direktinvestitionen. Die *OECD Declaration on International Investment and Multinational Enterprises* bezweckt mittels einer Reihe von Verhaltensregeln eine Gleichbehandlung nationaler, multinationaler und ausländischer Unternehmen sowie eine Erleichterung internationaler Verflechtungen durch den Abbau widersprüchlicher oder restriktiver Anforderungen an multinationale Unternehmen (Steys, 2006). Weitere internationale Abkommen, die den internationalen Kapitalverkehr regeln, sind beispielsweise: *TRIMS (Agreement on Trade Related Investment Measures)*, eine Vereinbarung zum Abbau investitionsfeindlicher Maßnahmen wie nationaler Mindestanteile; *GATS (General Agreement on Trade in Services)*, eine Vereinbarung zur Liberalisierung der Dienstleistungsmärkte, die Regelungen zur Erleichterung von Handel und Investitionen bietet; *TRIPS (Trade-Related Aspects of Intellectual Property Rights)*, ein umfangreiches multilaterales Abkommen, welches den Bereich der Schutzrechte abdeckt. Viele **regionale Integrationsabkommen** beinhalten Regelungen zur Kapitalverkehrs- und Investitionsfreiheit. Als fortschrittlichste regionale Organisation die Deregulierung zwischenstaatlicher Verflechtungen betreffend wird die EU angesehen. Hier besteht ein weitgehend freier Verkehr von Kapital, Gütern, Personen und Dienstleistungen. Doch nicht nur zwischen den Mitgliedstaaten herrscht ein hoher Liberalisierungsgrad, gegenüber Drittstaaten wird ebenfalls ein vergleichbarer Offenheitsgrad angestrebt. Zudem bestehen mit anderen Ländern oder regionalen Organisationen bilaterale Abkommen. Als Beispiele sind die *ASEAN (Association of Southeast Asian Nations)*, einige *EMEA-Staaten (Euro-Mediterranes Assoziierungsabkommen)*, *ACP-Länder (African Caribbean Pacific)* und der *Mercosur (Mercado Común del Sur/Gemeinsamer Markt des Südens)* zu nennen. Die *NAFTA (North American Free Trade Agreement)* fordert explizit die Nicht-Diskriminierung von Investoren aus einem Mitgliedsland. In den Vereinigten Staaten gibt es des Weiteren die *OAS (Organization of American States)*, welche mit Hilfe der *FTAA (Free Trade Area of the Americas)* die Freiheit von Handel und Investitionstätigkeit ihrer Mitgliedsländer sichert. Die *EFTA (European Free Trade Association)* regelt den freien Kapitalverkehr nicht nur unter den Mitgliedstaaten Island, Norwegen, Schweiz und Liechtenstein, sondern zudem mit einigen Drittländern, beispielsweise Singapur. Vor allem in letzter Zeit spielt die Kooperation von Entwicklungsländern beziehungsweise Schwellenländern untereinander eine zunehmende Rolle (zum Beispiel: *ASEAN, CAD (Comunidad Andina de Naciones, Andenpakt), CARICOM (Caribbean Community and Common Market)*, *Mercosur* und viele mehr) (UNCTAD, 2006). Die häufigste Form von Regelungen der Kapitalverkehrsfreiheit sind **bilaterale Vereinbarungen**. Deutschland beispielsweise hatte zum 1. Juni 2006 Abkommen mit 133 Ländern unterzeichnet, von denen 116 bereits in Kraft getreten waren. Eine Reihe dieser Vereinbarungen datiert auf den Beginn der 1960er Jahre, das älteste gar auf das Jahr 1959 (Pakistan) (UNCTAD, 2007). Doppelbesteuerungsabkommen können im weiteren Sinn ebenso zu den bilateralen Investitionsabkommen gezählt werden, Anfang 2007 bestanden solche zwischen Deutschland und 104 Staaten.

598. Die OECD berechnet einen aggregierten Indikator der Investitionsbeschränkungen, in dem Investitionshemmnisse nicht nur gezählt, sondern zusätzlich gewichtet werden. Die Gewichtung berücksichtigt, dass einige Hindernisse gravierendere Folgen als andere haben. Beispielsweise stellen Eigentumsbeschränkungen und Genehmigungspflichten höhere Hürden dar als Regulierungen über den Anteil heimischer und ausländischer Arbeitskräfte. Zudem erlaubt dieser Indikator eine Differenzierung der Auflagen für Direktinvestitionen nach spezifischen Sektoren. Die am stärksten beschränkten Sektoren sind die Energie-, Transport- und Telekommunikationsindustrie sowie das Finanzwesen. Doch selbst diese Sektoren, die oftmals aus Sicherheitsgründen von einer Liberalisierung der Märkte ausgenommen wurden, weisen eine deutliche Deregulierungstendenz auf (Schaubild 86, Seite 394).

Schaubild 86



599. Der Befund einer allgemeinen Liberalisierung des Kapitalverkehrs gilt für alle OECD-Länder (Schaubild 87). Innerhalb der EU ist der Abbau von Hemmnissen für Direktinvestitionen auf die Verankerung der Kapitalverkehrsfreiheit als eine der Grundfreiheiten zurückzuführen. Sogar in Deutschland, das im internationalen Vergleich ohnehin bereits ein offenes Kapitalverkehrsregime pflegt, wurden zwischen den Jahren 1980 und 2000 die Regulierungen in etwa halbiert. Im Jahr 2000 gehörte Deutschland mit dem Vereinigten Königreich, Irland und den Niederlanden zu der Spitzengruppe der offenen Länder.

Wie oben gezeigt, ist die Position Deutschlands nicht etwa mit Naivität, sondern mit Eigeninteresse erklärbar. Als exportorientiertes Land wusste man schon früh, die internationale Verflechtung der Wirtschaft zu nutzen und erkannte, dass eine verstärkte internationale Arbeitsteilung und eine intensivere Kapitalverflechtung zwei Kehrseiten ein und derselben Medaille sind. Deutsche Unternehmen waren und sind immer noch darauf angewiesen, weltweit offene Türen vorzufinden.

Ein möglicher Einwand könnte sein, dass sich das deutsche Interesse insofern gewandelt hat, als dass nun neue Akteure auf den internationalen Kapitalmärkten, insbesondere ausländische Staatsfonds, aufgetreten sind.

III. Staatsfonds: Neue Akteure auf internationalen Kapitalmärkten?

600. Mit der Ankündigung Chinas, einen Fonds mit einem Anlagevolumen in Höhe von 200 Mrd US-Dollar aufzulegen, gerieten Staatsfonds als scheinbar neue Akteure auf internationalen Kapitalmärkten in jüngster Zeit in den Blick einer breiteren Öffentlichkeit. Tatsächlich war die Gründung eines Staatfonds keinesfalls ein Novum, und China folgte vielmehr dem Beispiel anderer