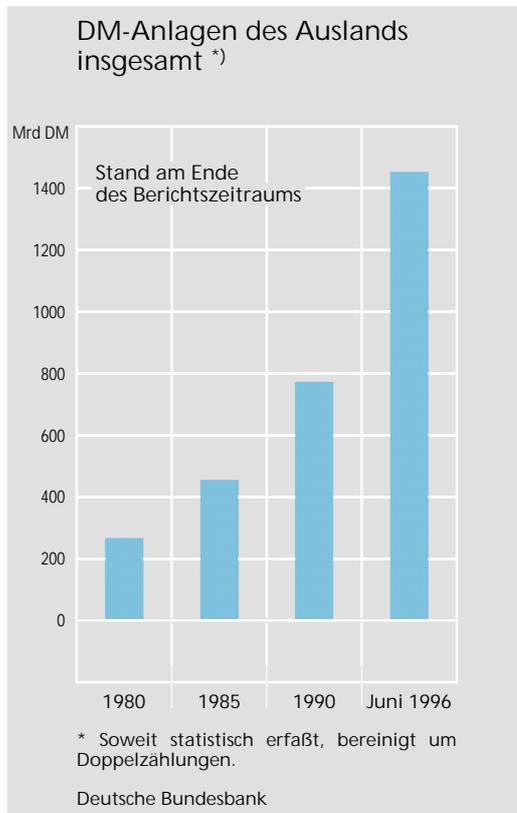


Die Rolle der D-Mark als internationale Anlage- und Reservewährung

Die D-Mark ist seit langem – nach dem US-Dollar – die zweitwichtigste Anlage- und Reservewährung. Auch in den neunziger Jahren hat sie an dem anhaltenden Trend zur Internationalisierung und Diversifizierung von Vermögensanlagen partizipiert und ihre Rolle an den internationalen Finanzmärkten weiter gefestigt. Insgesamt beliefen sich die finanziellen DM-Anlagen des Auslands Mitte 1996 auf über 1 400 Mrd DM; sie waren damit fast doppelt so hoch wie zu Anfang der neunziger Jahre. Gleichzeitig ist es zu beträchtlichen Strukturverschiebungen zwischen den verschiedenen Anlageformen gekommen. Während DM-Wertpapiere besonders hoch in der Gunst des internationalen Anlegerpublikums rangierten, haben auf D-Mark lautende Euroeinlagen relativ gesehen an Attraktivität eingebüßt. Erhebliche Veränderungen waren auch bei den offiziellen DM-Reserven zu verzeichnen, die von ausländischen Notenbanken als Teil ihrer Währungsreserven gehalten wurden. Der folgende Bericht schildert die jüngere Entwicklung der DM-Anlagen des Auslands und ihre Zusammensetzung im einzelnen; er schließt damit zugleich an frühere Veröffentlichungen der Deutschen Bundesbank zu diesem Thema an.¹⁾

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die DM-Anlagen und DM-Verbindlichkeiten des Auslands am Jahresende 1990, Monatsbericht, Mai 1991, S. 23 ff.



DM-Anlagen des Auslands: Zur Begriffsabgrenzung

Ansatz

Unter DM-Anlagen des Auslands werden in diesem Bericht finanzielle Forderungen verstanden, die von ausländischen Anlegern in D-Mark gehalten werden. Forderungen aus ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland und aus Handelskrediten ausländischer Lieferanten an ihre deutschen Abnehmer bleiben dagegen außer Betracht, da es sich hierbei weniger um das Ergebnis von Portfolioentscheidungen, sondern um Forderungsbeziehungen handelt, die primär durch realwirtschaftliche Überlegungen begründet sind. Ausländische Portfolioinvestitionen in DM-Titeln können an den deutschen Wertpapiermärkten, bei inländischen Kreditinstituten und an ausländischen Finanzplätzen erfolgen.

Aus statistischen Gründen wird im folgenden deshalb zwischen den DM-Forderungen gegenüber inländischen Sektoren und den DM-Forderungen gegenüber ausländischen Anleiheschuldnern oder Banken unterschieden.

Zwischen den verschiedenen Märkten für DM-Anlagen gibt es vielfältige Verbindungen, vor allem durch die marktübergreifenden und grenzüberschreitenden Aktivitäten von Finanzintermediären. So nehmen beispielsweise im Ausland ansässige Kreditinstitute DM-Einlagen herein, um sie anschließend an Banken in Deutschland weiterzuleiten. Diese Intermediation führt dazu, daß Anlagemittel zum Teil über weitverzweigte Kreditketten laufen, bevor sie von den Sparern zu den eigentlichen Kreditnehmern gelangen. Im Ergebnis können die gesamten Forderungsbestände erheblich aufgebläht werden. Es erscheint daher wünschenswert, die dadurch bedingten Mehrfachzahlungen – wo immer möglich – zu vermeiden. Aus diesem Grund bietet es sich an, grundsätzlich nur auf die DM-Forderungen im Besitz ausländischer Nichtbanken abzustellen. DM-Aktiva ausländischer Banken, die als Intermediäre aus aufsichtsrechtlichen Gründen ohnehin nur in begrenztem Umfang Währungsrisiken eingehen, bleiben daher unberücksichtigt. Allerdings läßt sich diese Trennung nicht in jedem Fall strikt durchhalten, da vor allem beim ausländischen Wertpapierbesitz eine Aufgliederung nach den Anlegergruppen „ausländische Banken“ und „ausländische Nichtbanken“ nicht immer möglich ist.

Probleme durch ...

... Doppelzählungen

DM-Anlagen des Auslands: Statistische Quellen

Wichtigste Informationsquelle für die ausländischen DM-Anlagen in Deutschland ist der Auslandsvermögensstatus, der von der Deutschen Bundesbank aufbereitet wird (Zahlungsbilanzstatistik, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 3, Tabellen II.7). Dieser stellt die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten inländischer Sektoren nach Instrumenten und Währungen in halbjährlichem Turnus umfassend dar. Jüngster „Bilanzstichtag“ war der 30. Juni 1996; mit diesem Termin wurden bei der aggregierten Darstellung der DM-Anlagen des Auslands auch alle anderen Angaben abgestimmt.

Angaben über den Umlauf von in D-Mark denominierten Wertpapieren ausländischer Emittenten enthält die Kapitalmarktstatistik der Bundesbank (Kapitalmarktstatistik, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2, Tabellen III). Die von Ausländern gehaltenen Titel dieser Art werden nach Abzug der von Inländern erworbenen Papiere als Rest errechnet. Für Vergleiche mit anderen wichtigen Emissionswährungen kann auf die Kapitalmarktstatistiken der OECD zurückgegriffen werden (OECD Financial Statistics).

Über die DM-Anlagen bei ausländischen Banken berichtet die BIZ im Rahmen ihrer Euromarktstatistiken. Die BIZ veröffentlicht vierteljährlich detaillierte Anga-

ben über die Bankpassiva der wichtigsten Industrieländer nach Ländern, Währungen und den wichtigsten Sektoren sowie stärker aggregierte Daten für einige Offshore-Bankplätze (BIZ: Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts und der internationalen Finanzmärkte). Die dort in Dollar ausgewiesenen Zahlenwerte wurden zu den jeweiligen Kursen in D-Mark umgerechnet.

Die Angaben über die DM-Anlagen von Währungsbehörden werden vom IWF bereitgestellt. Diese Daten erlauben allerdings nur eine grobe Zuordnung der Währungsreserven auf Ländergruppen und keine Analyse der von Notenbanken bevorzugten Anlageinstrumente, reichen aber bis Ende 1996.

Bei allen von internationalen Organisationen bereitgestellten Daten ist zu beachten, daß die nationalen Währungen in US-Dollar umgerechnet wurden und die Zeitreihen damit im Verlauf auch Wechselkursveränderungen widerspiegeln (können). Für den Stichtagsvergleich bei den DM-Anlagen des Auslands ist diese Einschränkung zwar ohne Bedeutung, da die Ursprungszahlen bereits auf D-Mark lauteten; die vergleichsweise kleinen Marktanteilsverschiebungen einzelner Währungen könnten hiervon allerdings mit beeinflußt worden sein.

... DM-Anlagen
von Inländern
im Ausland

Ein besonderes Problem stellen in diesem Zusammenhang die großenteils wohl steuerlich motivierten DM-Anlagen von Inländern an den internationalen Finanzmärkten dar, die in großem Umfang von dort wieder ins deutsche Finanzsystem zurückgeschleust werden. Die Mittelzuflüsse aus dem Ausland werden insoweit also aus inländischen Ersparnissen gespeist und sind daher weniger Ausdruck der Präferenzen ausländischer Investoren für die D-Mark, als vielmehr der Niederschlag von Sparvorgängen im Inland. Aus konzeptioneller Sicht wären derartige Forderungen bei der Betrachtung der DM-Anlagen des Auslands daher eigentlich auszuklammern. Praktisch ist dies aber nur teilweise möglich. Insbesondere im Zusammenhang mit der Einführung des steuerlichen Zinsabschlags 1993 dürften die dadurch bedingten „Unschärfen“ nennenswert ins Gewicht gefallen sein. Einigermaßen verlässliche Größenordnungen lassen sich dafür aber nicht angeben.

Die D-Mark
als Reserve-
währung

Eine spezielle Form der DM-Anlagen des Auslands stellen die von den nationalen Währungsbehörden gehaltenen Devisenreserven dar. Sie sind vielfach von anderen Formen nicht unterscheidbar in den DM-Anlagen des Auslands enthalten, bilden aber wegen ihres eigenständigen Charakters eine besondere Kategorie.

Gliederungs-
übersicht

Der vorliegende Bericht stellt dementsprechend in dem folgenden Abschnitt zunächst auf die DM-Anlagen des Auslands in Deutschland ab. Im Anschluß daran werden die ausländischen DM-Forderungen gegenüber Schuldern außerhalb des inländischen Finanzsystems betrachtet – also die im Aus-

landsbesitz befindlichen DM-Anleihen von ausländischen Emittenten sowie die an den internationalen Bankplätzen von Ausländern gehaltenen DM-Einlagen (Euro-DM-Einlagen). Zusammengefaßt ergeben sich daraus, nach Ausschaltung der Doppelzählungen, die gesamten DM-Anlagen im Auslandsbesitz, unter denen den DM-Anlagen ausländischer Währungsbehörden besondere Bedeutung zukommt. Mit zusammenfassenden Schlußfolgerungen wird der Bericht abgeschlossen.

DM-Anlagen des Auslands in Deutschland

Anleger aus dem Ausland hielten Ende Juni 1996 Forderungen gegenüber Schuldnern in Deutschland in Höhe von 2 283 Mrd DM; davon waren reichlich drei Viertel in D-Mark denominated. Auf die hier interessierenden finanziellen DM-Forderungen des Auslands entfielen 1 417 Mrd DM.²⁾

Struktur

Seit 1990 haben sich die finanziellen ausländischen DM-Anlagen in Deutschland damit mehr als verdoppelt; verglichen mit dem bereits dynamischen Wachstum in den achtziger Jahren hat das Expansionstempo sogar noch zugenommen. Allerdings hat sich auch die außenwirtschaftliche Situation der Bundesrepublik Deutschland seit dieser Zeit grundlegend gewandelt. Während die deutsche Wirtschaft im Verlauf der achtziger Jahre

*Verdopplung
der DM-
Anlagen in
Deutschland*

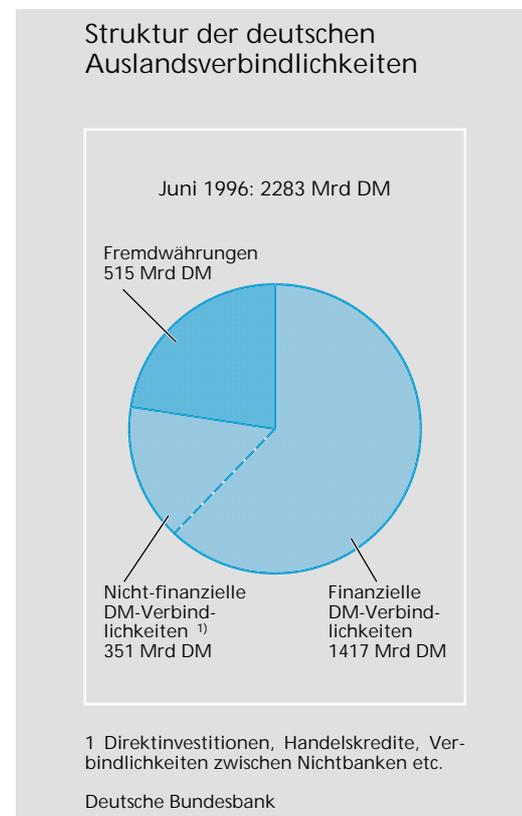
² Die nichtfinanziellen DM-Forderungen – im wesentlichen ausländische Direktinvestitionen in Deutschland und Handelskredite – machten Ende Juni 1996 zusammen rund 350 Mrd DM aus.

hohe Leistungsbilanzüberschüsse zu verzeichnen hatte, bestimmen seit 1991 außenwirtschaftliche Defizite das Bild. Überdies haben steuerbedingte Verlagerungen inländischer Ersparnisse ins Ausland und die Rückschleusung der Gelder durch die begünstigten Kapitalsammelstellen im Ausland die statistischen Angaben zu Beginn der neunziger Jahre nach oben verzerrt.

Trotz der dadurch bedingten statistischen Unschärfen bleibt die Dynamik der Entwicklung der ausländischen DM-Anlagen am deutschen Markt bemerkenswert. Während sich nämlich das DM-Engagement des Auslands in Deutschland – wie erwähnt – etwa verdoppelt hat, stieg beispielsweise das Bruttokreditvolumen am Euromarkt lediglich um etwa ein Viertel, und das inländische Geldvermögen hat von Ende 1990 bis Ende 1995 „nur“ um rund die Hälfte zugenommen. Diese markanten Unterschiede lassen zweifellos erkennen, daß Anleger aus dem Ausland offenbar eine hohe Präferenz für DM-Titel besitzen.

*Öffentliche
Anleihen
besonders
gefragt*

Die starke Zunahme der ausländischen DM-Forderungen gegenüber inländischen Schuldnern ist aber auch im Zusammenhang mit dem im Gefolge der deutschen Vereinigung gewaltig gestiegenen Finanzbedarf des Staates zu sehen. Unter den gegebenen Umständen zogen Bundesanleihen und -obligationen in beträchtlichem Umfang Auslandsgelder an; ausschlaggebend dafür war die Solidität und Kreditwürdigkeit der Schuldner, die hohe Rentabilität und Liquidität der angebotenen Papiere sowie nicht zuletzt das Vertrauen in die Stabilität der Währung. Innerhalb des Berichtszeitraums (Ende 1990 bis Juni 1996)



haben sich die in ausländischen Portefeuilles befindlichen festverzinslichen Staatspapiere dem Betrag nach auf 515 Mrd DM verdreifacht. Schuldscheindarlehen, die bis zur Abschaffung der Kuponsteuer im Jahr 1984 eine bedeutende Rolle als Anlageinstrument von Ausländern gespielt hatten, verloren dagegen relativ gesehen weiter an Boden. Alles in allem hielten Anleger aus dem Ausland Ende Juni 1996 DM-Forderungen gegenüber inländischen öffentlichen Stelle in Höhe von 573 Mrd DM; das war ein Plus von rund 160 % im Vergleich zu 1990. Durch dieses überproportionale Wachstum rückte der öffentliche Sektor zum größten inländischen Schuldner von DM-Titeln gegenüber dem Ausland auf; rund 28 % seiner gesamten Verschuldung wurde vom Ausland aufgebracht. Von den verbrieft-

*Ausländische
Anlagen im
Bankensektor*

ten Schulden wurden Ende Juni 1996 sogar 47 % im Ausland gehalten.

Kaum weniger dynamisch entwickelte sich die DM-Auslandsverschuldung inländischer Kreditinstitute. So erwarben Anleger aus dem Ausland in den letzten Jahren verstärkt inländische Bankschuldverschreibungen, die ihrerseits wiederum großenteils zur Finanzierung von Krediten an staatliche Stellen begeben wurden. In den Jahren 1992 und 1993 stand dies zweifellos im Zusammenhang mit den oben geschilderten steuerbedingten „Karusellgeschäften“. Daneben haben Wertpapieremissionen inländischer Kreditinstitute in jüngster Zeit jedoch auch aus anderen Gründen international an Profil gewonnen – beispielsweise durch die globale Vermarktungsstrategie „öffentlicher“ Pfandbriefe (den früheren Kommunalobligationen). Im Vergleich zu Bundesanleihen bieten Bankschuldverschreibungen außerdem etwas höhere Renditen, wenngleich die Zinsdifferenzen bei entsprechenden Laufzeiten in jüngerer Zeit geschrumpft sind. Ende Juni 1996 hielten ausländische Anleger für 143 Mrd DM auf D-Mark lautende Schuldverschreibungen hiesiger Banken; das war fast sechsmal soviel wie Ende 1990.

Auch in den übrigen Bereichen des Passivgeschäfts sind den deutschen Banken umfangreiche Finanzmittel zugeflossen. Indirekt steht ein Großteil davon allerdings ebenfalls im Zusammenhang mit der Begebung von Wertpapieren. Insbesondere bei den unter den langfristigen Finanzkrediten verbuchten Mittelaufnahmen deutscher Institute im Ausland handelt es sich vielfach um die Gegenwerte

von Wertpapieremissionen ausländischer Finanzierungstöchter hiesiger Banken an den internationalen Finanzmärkten, die regelmäßig als langfristige Darlehen an die Mutterinstitute im Inland weitergeleitet werden. Im Ergebnis hat sich der Bestand der langfristigen (unverbrieften) Bankverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland seit 1990 etwa verdoppelt.

Die ebenfalls sehr kräftige Zunahme der kurzfristigen DM-Auslandspassiva der hiesigen Kreditinstitute spiegelt dagegen im wesentlichen die im übrigen Zahlungsverkehr zwischen Inland und Ausland aufgelaufenen Salden wider. Darüber hinaus dürften Rückverlagerungen vom Euro-Markt ins inländische Bankensystem eine Rolle gespielt haben. Alles in allem entfielen mit 550 Mrd DM knapp 40 % der gesamten gegen Inländer gerichteten DM-Forderungen des Auslands auf Kreditinstitute – etwas weniger als auf öffentliche Stellen.

Sowohl vom Anteil an den gesamten DM-Auslandsanlagen in Deutschland (knapp ein Fünftel) als auch vom Wachstumstempo her gesehen (um etwa die Hälfte) blieben die in D-Mark denominierten Auslandsforderungen gegenüber inländischen Unternehmen und Privatpersonen (260 Mrd DM) hinter den entsprechenden Vergleichsgrößen für die beiden bereits genannten Sektoren zurück. Unter anderem liegt dies daran, daß mit den Direktinvestitionen und den Handelskrediten zwei für die Unternehmensfinanzierung wichtige Positionen nicht zu den finanziellen DM-Auslandsanlagen in dem hier betrachteten Sinne rechnen.

*Ausländische
Anlagen bei
Unternehmen
und Privat-
personen*

Wichtiger aber noch ist, daß die Finanzierungsstruktur deutscher Unternehmen den Kapitalimport nicht eben erleichtert. So ist die Börsenkapitalisierung des hiesigen Aktienmarktes verglichen mit anderen Ländern recht gering, und Emissionen festverzinslicher Wertpapiere von Unternehmen erfolgen, falls sie denn überhaupt stattfinden, oftmals im Ausland.³⁾ In der hier gewählten Abgrenzung der finanziellen DM-Auslandsanlagen spielten aus der Sicht des Unternehmenssektors Aktien die wichtigste Rolle (170 Mrd DM). Der relativ starke Zuwachs im Aktienbesitz von Ausländern (+ 64 %) ist allerdings überwiegend durch Kurssteigerungen zustande gekommen, die sich zwischen Ende 1990 und Ende Juni 1996 auf 38 % beliefen.

*Sinkende
Auslands-
passiva der
Bundesbank*

Gegen den allgemeinen Trend haben sich die Auslandspassiva der Deutschen Bundesbank entwickelt. Ende Juni 1996 unterhielten ausländische Notenbanken und internationale Institutionen Guthaben in Höhe von 17 Mrd DM bei der Bundesbank; dies war lediglich ein Drittel des Betrages von 1990.⁴⁾ Darin finden allerdings nur Reservedispositionen einzelner Notenbanken ihren Niederschlag, die nicht repräsentativ für die gesamte DM-Reservehaltung der ausländischen Währungsbehörden sind. Der weitaus größte Teil der gesamten in D-Mark denominierten Währungs-

³ Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Die Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument, Monatsbericht, Januar 1997, S. 27 ff.

⁴ Die im Ausland umlaufenden DM-Noten sind in diesen Angaben nicht enthalten. Eine eher „konservative“ Schätzgröße wird unter den Sonstigen Anlagen ausgewiesen. Andere Schätzungen sind zu weitaus höheren Werten gekommen. Vgl.: Seitz, F., Der DM-Umlauf im Ausland, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, Diskussionspapier 1/95, Mai 1995.

DM-Anlagen des Auslands in Deutschland *)

Mrd DM; Stand am Jahres- bzw. Monatsende

Position	1990	1993	Juni 1996
Deutsche Bundesbank	52,2	39,5	16,9
Kreditinstitute 1)			
Festverzinsliche Wertpapiere 2)	25,6	120,6	142,6
Kredite 3)	187,9	268,7	407,2
darunter: kurzfristig	84,5	130,3	202,6
Zusammen	213,5	389,3	549,8
Unternehmen und Privatpersonen			
Wertpapiere	126,7	178,7	208,0
Aktien 4)	103,9	140,7	170,2
Investmentzertifikate	8,0	12,2	15,0
Festverzinsliche Wertpapiere 2)	14,7	25,9	22,9
Kredite	50,8	60,6	52,2
Zusammen	177,5	239,3	260,2
Öffentliche Stellen			
Festverzinsliche Wertpapiere 2)	174,9	447,9	515,1
Kredite 5)	44,2	45,8	58,1
darunter: Schuldscheindarlehen	44,1	44,6	53,6
Zusammen	219,1	493,7	573,2
Sonstige Anlagen	10,5	11,9	16,3
Insgesamt	672,7	1 173,8	1 416,5
darunter: Wertpapiere	327,2	747,3	865,8

* Ohne Direktinvestitionen, sonstige Kapitalanteile, Kreditbeziehungen zwischen Unternehmen und Privatpersonen sowie Grundbesitz. Einschl. der von Inländern über ausländische Finanzplätze getätigten Anlagen in inländischen DM-Wertpapieren. — 1 Einschl. Bauspar-Kassen. — 2 Einschl. Geldmarktpapiere. — 3 Buchkredite, Schuldscheindarlehen, Bankguthaben, im Wege der Abtretung erworbene Forderungen u.ä. — 4 Einschl. Anlagen in deutschen Bankaktien. — 5 Ohne Guthaben auf Verrechnungskonten.

Deutsche Bundesbank

reserven wird außerhalb der Bundesbank gehalten. Nur in der Zeit von März 1993 bis März 1995, als die Bundesbank mit eigenen Liquiditäts-U-Schätzen („Bulis“) an den Markt getreten war, spielten auch Anlagen bei der Bundesbank eine etwas größere Rolle. In der Spitze hielten Ausländer (darunter vermutlich insbesondere Notenbanken) für schätzungsweise 20 Mrd DM derartige Titel, die insoweit zu dieser Zeit mit unter den Auslandsverbindlichkeiten der Bundesbank erfaßt waren.

Ausländische DM-Forderungen gegenüber Schuldern im Ausland

DM-Auslandsanleihen im Auslandsbesitz

Der Trend zur Verbriefung von Kreditbeziehungen begünstigte in besonderer Weise die Marktentwicklung für DM-Auslandsanleihen, die von ausländischen Emittenten seit Jahren zur Mittelbeschaffung rege genutzt werden. Vielfach handelt es sich dabei um Tochtergesellschaften inländischer Unternehmen und Kreditinstitute. Mitte 1996 liefen DM-Auslandsanleihen im Nominalwert von 439 Mrd DM um; dem Betrag nach lag der Umlauf damit fast doppelt so hoch wie Ende 1990. Etwa zwei Drittel davon befanden sich im Auslandsbesitz; das entspricht seit 1990 einem Plus von 130 %.

Marktanteil der D-Mark als Emissionswährung gestiegen

Die D-Mark konnte damit ihre Position als eine der führenden Anlagewährungen an den internationalen Kapitalmärkten ausbauen. Reichlich 11% des Nominalwertes der am Euromarkt umlaufenden Schuldverschreibungen entfielen Ende Juni 1996 auf DM-Titel – nach 10 % Ende 1990. Höhere Marktanteile hatten in diesem Bereich lediglich der

Dollar (37 %) und der Yen (17 %), dessen Bedeutung am Euro-Anleihemarkt im Zusammenhang mit regulatorischen Zugangsschwernissen im japanischen Finanzsystem schon seit längerer Zeit im Steigen ist.

Außer DM-Auslandsanleihen werden seit einigen Jahren auch DM-Geldmarktpapiere von ausländischen Emittenten begeben; dabei handelt es sich praktisch ausschließlich um DM-Commercial-Paper ausländischer Nichtbanken. Mit einem Umlauf von 11½ Mrd DM (Juni 1996) ist dieses Marktsegment allerdings noch recht klein, und die Papiere werden offenbar fast ausschließlich von Inländern gehalten.

Ausländische DM-Geldmarktpapiere als neues Instrument

Neben DM-Anlagen in Deutschland sowie auf D-Mark lautenden Auslandsanleihen halten ausländische Anleger in großem Umfang auch DM-Guthaben am Eurogeldmarkt; Ende Juni 1996 wiesen die Banken der zur BIZ-Bankenstatistik berichtenden Länder⁵⁾ (ohne Deutschland) DM-Verbindlichkeiten gegenüber nichtdeutschen Gläubigern in Höhe von 850 Mrd DM aus. Das waren rund 30 % mehr als Ende 1990.

Gedämpfte Expansion am Eurogeldmarkt

Das Wachstum der DM-Euroeinlagen von Ausländern hat sich damit nicht nur im Vergleich zu den achtziger Jahren spürbar abgeschwächt, es ist auch deutlich hinter der Nachfrage nach anderen in D-Mark denomi-

Gründe

⁵⁾ Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Schweiz, Spanien, Vereinigtes Königreich, Kanada, Japan, Vereinigte Staaten sowie einige Off-shore-Bankplätze. Eine umfassende Währungsaufgliederung der Bankpositionen liegt allerdings nur für die europäischen Länder, Kanada und Japan vor; Meldelücken werden von der BIZ zum Teil durch Schätzungen geschlossen.

nierten Anlageformen zurückgeblieben. Neben der allgemein zu beobachtenden Verbriefungstendenz dürften die schrittweise Senkung der Mindestreservesätze im Inland und Umschichtungen zugunsten längerfristiger Anlageformen als Reaktion auf die Zinswende im DM-Bereich vom Herbst 1992 hierbei eine Rolle gespielt haben. Auch sind die statistisch nachgewiesenen DM-Einlagen von Währungsbehörden bei Eurobanken, die zu Beginn der achtziger Jahre zeitweilig noch knapp 20 % der gesamten DM-Euroeinlagen des Auslands ausgemacht hatten, möglicherweise als Folge eines geänderten Managements von Devisenreserven seit 1990 dem Betrag nach per saldo praktisch nicht gestiegen.

Schließlich scheint sich die Länge der Kreditketten zwischen Banken, die am Euromarkt besonders ausgeprägt sind, etwas verkürzt zu haben. Verschiedene Meßgrößen deuten jedenfalls darauf hin, daß die Interbankpositionen sowohl am Gesamtmarkt als auch im DM-Segment des Euromarktes relativ gesehen an Bedeutung verloren und damit im Ergebnis das Marktwachstum gedämpft haben.⁶⁾ Dies könnte mit einer stärkeren Marktpräsenz international orientierter Unternehmen als Kreditgeber wie auch als Kreditnehmer zusammenhängen, die das Geschäft der international tätigen Banken mit entsprechenden Adressen aus dem Nichtbankensektor erleichtert hat.

Sonderentwicklung bei Auslandsniederlassungen deutscher Banken

Von den zur internationalen Bankenstatistik der BIZ berichtenden Banken konnten insbesondere die Auslandsniederlassungen inländischer Kreditinstitute – entgegen dem allge-

DM-Anlagen des Auslands bei ausländischen Banken und in DM-Wertpapieren ausländischer Emittenten

Mrd DM; Stand am Jahres- bzw. Monatsende

Position	1990	1993	Juni 1996
Bankeinlagen			
DM-Verbindlichkeiten von Banken außerhalb der Bundesrepublik Deutschland gegenüber Gebietsfremden (ohne Deutschland)	485,6	473,4	533,7
Banken	348,6	352,0	385,5
Währungsbehörden	65,0	37,3	66,2
Nichtbanken	72,0	84,1	82,0
Gegenüber Gebietsansässigen der berichtenden Länder	170,3	257,0	316,6
Banken	113,7	172,1	186,7
Nichtbanken	56,6	84,9	129,8
Insgesamt gegenüber nicht-deutschen Einlegern	655,9	730,4	850,3
darunter:			
DM-Verbindlichkeiten der Auslandsniederlassungen inländischer Kreditinstitute gegenüber dem Ausland	89,5	158,9	265,6
Wertpapiere			
DM-Auslandsanleihen im Besitz von Ausländern	134,7	207,4	308,4
Deutsche Bundesbank			

meinen Trend – bemerkenswerte Marktanteilsgewinne verbuchen. Mit 266 Mrd DM entfiel knapp ein Drittel der gesamten ausländischen DM-Guthaben auf die Filialen und Töchter hiesiger Banken im Ausland, deren Anzahl auch in den neunziger Jahren als Folge der Internationalisierungsstrategie des deutschen Finanzgewerbes deutlich gestiegen ist.

Trotz der im Vergleich zu den achtziger Jahren etwas gedrosselten Expansion der in D-Mark denominierten Einlagen bei allen Eurobanken hat die deutsche Währung ihre Stellung am

Anteil der D-Mark auch am Eurogeldmarkt gestiegen

⁶ Aus den Angaben der BIZ zum Netto-Kreditvolumen (net international bank lending) am Eurogeldmarkt errechnet sich ein Rückgang des Anteils der ausstehenden Interbankforderungen von 53 % (1990) auf 48 % (Ende Juni 1996). Im DM-Segment des Euromarktes ist der Anteil der Interbankeinlagen um drei Prozentpunkte gefallen.

Eurogeldmarkt gut behauptet. Das Wachstum des traditionellen internationalen Bankgeschäfts hat sich nach der zuvor stürmischen Entwicklung insgesamt zwar abgeschwächt und zugunsten der Wertpapiermärkte verlagert. Mit einem Anteil von gut 15 % (1990: 13 ½ %) der nachgewiesenen Forderungen und Verbindlichkeiten von Eurobanken nimmt die D-Mark dabei aber weiterhin den zweiten Rang hinter dem Dollar (44 %) und noch vor dem Yen (8 %) ein.

DM-Anlagen des Auslands insgesamt

Ausschaltung von Doppel- zählungen

Bei der Aggregation der einzelnen DM-Positionen ausländischer Anleger tritt, wie eingangs erläutert, das Problem der Doppelzählungen auf. Da nur die Mittelbereitstellung der jeweils „letzten“ ausländischen DM-Gläubiger erfaßt werden soll, sind zunächst einmal die genannten Interbankpositionen am Euromarkt herauszurechnen, da ihnen bereits erfaßte DM-Einlagen von Nichtbanken zugrunde liegen.⁷⁾ Gleiches gilt auch für die DM-Forderungen von (den zur BIZ-Statistik berichtenden) Banken gegenüber Schuldern in Deutschland, da diese grundsätzlich in den Angaben über die ausländischen Anlagen in Deutschland enthalten sind. Darüber hinaus wären schließlich auch die Doppelzählungen zu eliminieren, die sich daraus ergeben, daß die Gegenwerte der von ausländischen Finanzierungstöchtern deutscher Banken und Unternehmen bei ausländischen Anlegern platzierten DM-Auslandsanleihen zum Teil auch in den vom Ausland an deutsche Kreditinstitute und Unternehmen gewährten DM-Darlehen enthalten sind. Mangels geeigneter

Daten lassen sich diese Doppelzählungen aber nicht ausschalten.

Insgesamt ergeben sich nach Abzug der so ermittelten Doppelzählungen DM-Anlagen des Auslands in Höhe von 1 439 Mrd DM; seit 1990 hat sich der Bestand an DM-Anlagen in den Portefeuilles ausländischer Anleger damit nahezu verdoppelt. Das steigende DM-Engagement international orientierter Investoren in diesem Zeitraum deutet auf ein hohes Vertrauen in die deutsche Währung hin, das auch in einer Zeit bewahrt werden konnte, in der die deutsche Wirtschaft unter anderem durch die finanziellen Folgen der Vereinigung sowie Strukturprobleme besonders belastet gewesen ist. Bemerkenswert ist dieses Ergebnis aber auch mit Blick auf die gravierenden Störungen, denen die internationalen Finanzmärkte beispielsweise durch die Krisen im EWS und die starken Ausschläge des Dollarkurses in den letzten Jahren ausgesetzt waren. Stabile Rahmenbedingungen im Inneren und die konsequente Stabilitätspolitik der Bundesbank – gerade auch nach dem „Vereinigungsschock“ – haben DM-Anlagen das Ertrags- und Risikoprofil bewahrt, das sie im Wettbewerb der Währungen seit langem attraktiv erscheinen läßt.

Starkes Wachstum der DM-Anlagen des Auslands ...

... als Ausdruck eines hohen Vertrauens in die deutsche Währung

⁷ Als Interbankpositionen gelten dabei alle DM-Einlagen von Ausländern, die nicht nachweislich dem Nichtbankensektor zuzurechnen sind. Dieser Ansatz unterscheidet sich von dem früher üblichen Vorgehen in Publikationen der Bundesbank, wonach für Interbankpositionen – in Anlehnung an die von der BIZ für den Gesamtmarkt ermittelten Größenordnungen – pauschal ein Anteil von 50 % bis 60 % angesetzt worden war. Die Beibehaltung des alten Verfahrens würde allerdings den spezifischen Veränderungen des DM-Segments des Euromarktes, das im Berichtszeitraum durch kräftig wachsende Einlagen inländischer Nichtbanken und einen Rückgang der Interbankpositionen gekennzeichnet ist, nicht angemessen Rechnung tragen.

*Netto-Position
des Auslands*

Diese Schlußfolgerungen werden auch nicht durch den Verweis auf die ebenfalls hohen DM-Verbindlichkeiten ausländischer Anleger relativiert, die sich Ende Juni 1996 schätzungsweise auf reichlich 800 Mrd DM beliefen. Die Netto-Position des Auslands in D-Mark ist somit deutlich positiv, und sie hat seit 1990 überdies stark zugenommen. Auch die Netto-Rechnung belegt damit letztlich, daß ausländische Investoren eine hohe Präferenz für Anlagen in der deutschen Währung haben.

*Auswirkungen
auf DM-Kurs ...*

In welcher Weise dies den Wechselkurs der D-Mark beeinflußt haben könnte, muß allerdings offenbleiben. Ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen den DM-Anlagen des Auslands und der Wechselkursentwicklung der D-Mark ist insofern nicht zwingend, als die finanziellen DM-Anlagen des Auslands nur einen Teil der gesamten (Bestands-) Nachfrage nach DM-Titeln darstellen; zu berücksichtigen wäre in jedem Fall auch das Anlageverhalten der Inländer.

*... und
Währungsrisiko
ungewiß*

Auch läßt sich selbst aus der Netto-Position nicht erkennen, ob mit dem DM-Engagement ein Währungsrisiko für das Ausland insgesamt verbunden ist. Die Termin- und Derivatemärkte, die in den letzten Jahren einen lebhaften Aufschwung zu verzeichnen hatten, bieten vielfältige Möglichkeiten zur Absicherung. Inwieweit diese von DM-Haltern genutzt werden, ist jedoch nicht bekannt. Aussagen über die Wechselkursempfindlichkeit einzelner Portefeuilles lassen sich nur auf individueller Basis und bei Kenntnis der jeweiligen Absicherungsstrategie treffen.

DM-Anlagen des Auslands insgesamt *)

Mrd DM; Stand am Jahres- bzw. Monatsende

Position	1990	1993	Juni 1996
DM-Anlagen			
in Deutschland 1)	673	1 174	1 417
bei Eurobanken 2)	656	730	850
in DM-Auslandsanleihen	135	207	308
abzgl. Doppelzählungen 3)	- 692	- 942	- 1 136
Insgesamt	771	1 170	1 439

* Soweit statistisch erfaßt; teilweise geschätzt. — 1 DM-Forderungen gegenüber Banken (einschl. Bundesbank) und Nichtbanken in Deutschland ohne Direktinvestitionen, sonstige Kapitalanteile, Kreditbeziehungen zwischen Unternehmen und Privatpersonen sowie Grundbesitz. — 2 DM-Verbindlichkeiten der zur BIZ meldenden Banken (ohne Deutschland) gegenüber Ausländern. — 3 Interbankpositionen des Euro-DM-Marktes und DM-Forderungen der Eurobanken gegenüber Deutschland.

Deutsche Bundesbank

DM-Anlagen von Währungsbehörden

In den DM-Anlagen des Auslands sind – größtenteils von anderen Positionen nicht unterscheidbar – die in D-Mark denominierten Währungsreserven ausländischer Währungsbehörden enthalten. Aufgrund ihrer besonderen Funktionen kommt diesen DM-Anlagen eine eigenständige Bedeutung zu. Notenbanken halten Devisenreserven mit Blick auf ihre währungspolitische Zielsetzung, und sie orientieren sich daher auch in ihrem Anlageverhalten in aller Regel an anderen Kriterien als private Investoren. Nicht zuletzt diese Sonderstellung rechtfertigt eine separate Analyse der Entwicklung der Währungsreserven.

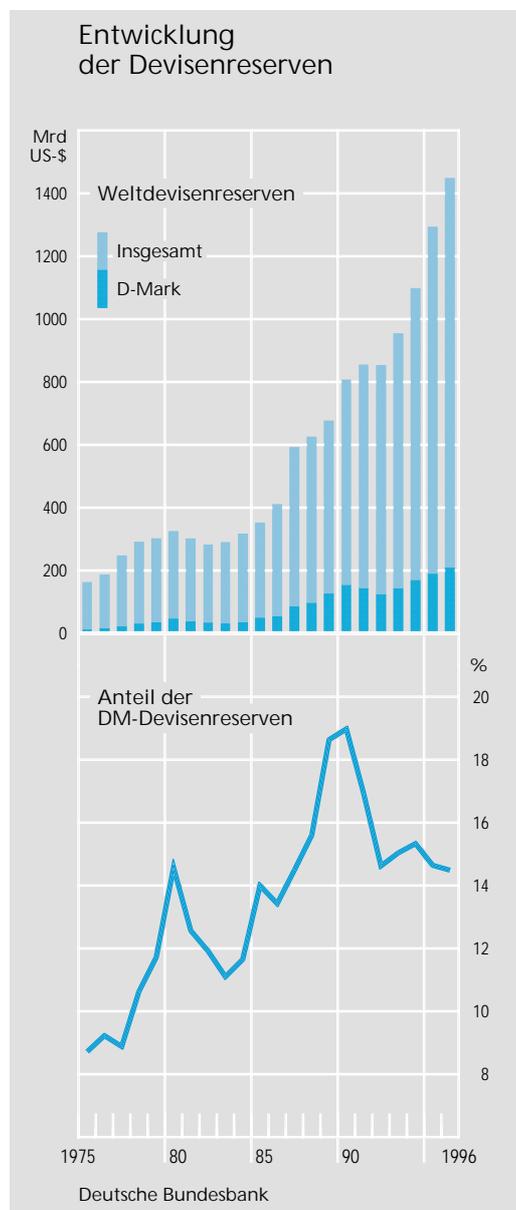
*Besondere
Stellung von
Währungs-
reserven*

Vor dem Hintergrund eines raschen Wachstums der Weltwährungsreserven haben sich

Nur moderater
Anstieg der
DM-Reserven

in den letzten Jahren signifikante Strukturänderungen vollzogen, die nicht ohne Bedeutung für die relativen Positionen der einzelnen Reservewährungen geblieben sind. Von Ende 1990 bis Ende 1996 sind die nachgewiesenen, weltweiten Devisenreserven insgesamt gesehen um 80 % auf 1 449 Mrd US-\$ angestiegen. Auf die D-Mark entfielen davon zuletzt 14 ½ % oder 328 Mrd DM. Trotz eines Anstiegs um fast 100 Mrd DM ist der Anteil der in D-Mark denominierten Guthaben ausländischer Notenbanken verglichen mit 1990 damit um etwa 4 ½ Prozentpunkte gesunken, wobei der Rückgang praktisch ausschließlich in die Jahre 1991 und 1992 fiel. Ausschlaggebend hierfür waren die massiven Interventionen im EWS im Vorfeld und während der Währungsturbulenzen 1992/93, nachdem insbesondere die europäischen Partnernotenbanken noch bis 1990 in größerem Umfang DM-Reserven aufgebaut hatten.

Hinzu kamen Verschiebungen in der regionalen Verteilung der Devisenreserven, die zu Lasten der D-Mark gingen. So hat der Anteil der Reservehaltung der Entwicklungsländer an den gesamten Weltwährungsreserven weiter zugenommen, die trotz einer zunehmenden Diversifizierung ihrer Reserven im Hinblick auf die Währungen noch immer in vergleichsweise geringem Umfang D-Mark halten. Ende 1996 entfielen reichlich 50 % der Weltdevisenreserven auf Entwicklungsländer (einschließlich der Erdöl exportierenden Länder) – verglichen mit rund 37 % Ende 1990. Auch die starke Ausweitung der Devisenreserven Japans während der Phase der Yen-Aufwertung dürfte eher dem Dollar zugute gekom-



men sein und damit vor allem in den letzten Jahren – für sich genommen – den DM-Anteil vermindert haben.

Bei einer Bewertung der jüngeren Entwicklung des DM-Anteils an den weltweiten Devisenreserven ist zu berücksichtigen, daß dieser – jenseits aller trendmäßigen Verschiebungen in der Währungsstruktur – auch schon in der Vergangenheit kurz- und mittelfristigen

„Normalisierung“ des DM-Anteils an den Währungsreserven

Schwankungen unterlag, die Veränderungen in der regionalen Aufteilung der Reserven, Wechselkursbewegungen und – damit teilweise zusammenhängend – Portfolioentscheidungen der Halter widerspiegeln. Über längere Zeitabschnitte hinweg betrachtet hat sich der DM-Anteil gleichwohl kaum verändert; mit 14 ½ % liegt er praktisch auf dem Niveau von 1980 und entspricht damit auch dem Durchschnittswert für den Zeitraum von 1980 bis 1996. Von daher dürfte der jüngste Rückgang, der zudem von einem ausgesprochen hohen Niveau erfolgte, eher als „Normalisierung“ und nicht als Trendwende zu interpretieren sein.

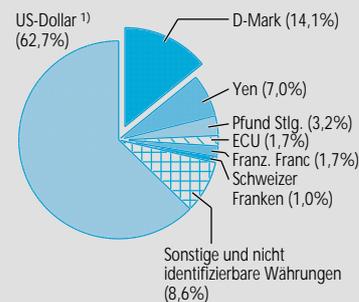
*Geändertes
Portfolio-
management
offenbar auch
bei Noten-
banken*

Trotz aller Unterschiede in der Funktion von Währungsreserven auf der einen Seite und privaten Portfolioanlagen auf der anderen Seite gibt es auch gewisse Parallelen zwischen dem Anlageverhalten privater Investoren und demjenigen von Notenbanken. So zeigt sich die oben angesprochene Verbriefungstendenz indirekt auch bei den von Notenbanken bevorzugten Anlageinstrumenten für ihre Devisenreserven. Waren Ende 1990 noch mehr als die Hälfte der DM-Reserven ausländischer Währungsbehörden als Einlagen bei der Bundesbank und inländischen Kreditinstituten oder am Eurogeldmarkt nachweisbar, so ist dieser Anteil inzwischen auf knapp ein Drittel der gesamten DM-Reserven gesunken. Der Rest dürfte großteils in Wertpapieren angelegt sein – überwiegend wohl in Emissionen des Bundes. Zu den schon bislang von Notenbanken erworbenen Bundesanleihen und -obligationen kamen in der zweiten Jahreshälfte von 1996 mit den „Bubills“ (Laufzeit sechs Monate) und den zweijährigen Schatzanwei-

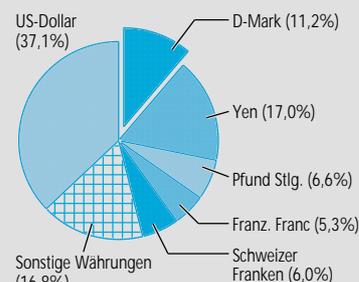
Internationale Bedeutung der Währungen *)

Stand: Ende Juni 1996

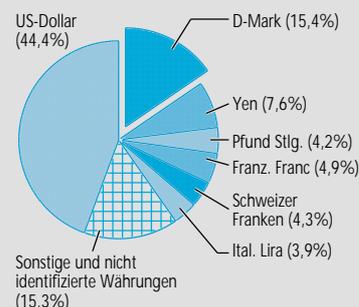
Anteile an den Weltdevisenreserven (einschl. Guthaben in privaten ECU)



Anteile am Umlauf internationaler Anleihen



Anteile an den internationalen Bankeinlagen in den Industrieländern 2)



* Einschl. ECU. — 1 Einschl. der in das EWI eingebrachten Dollarreserven — 2 Grenzüberschreitend gehaltene Bankguthaben sowie auf Fremdwährung lautende Inlandsanlagen der an die BIZ berichtenden Banken in den Industrieländern; keine Aufgliederung der Fremdwährungsposition amerikanischer Banken. — Quellen: IWF, BIZ.

Deutsche Bundesbank

sungen zwei neue Instrumente hinzu, die aufgrund ihres Laufzeitprofils für Währungsbehörden vermutlich besonders attraktiv sind.

Fazit und Ausblick

Zusammenfassung

Die verfügbaren Informationen zeigen, daß die international operierenden Investoren auch in den neunziger Jahren ein hohes Vertrauen in die D-Mark setzten. Sowohl die finanziellen Belastungen aus der Wiedervereinigung, als auch die Turbulenzen an den Finanzmärkten haben nicht zu einer Abkehr des Auslands von in D-Mark denominierten Titeln geführt. Im Gegenteil: Trotz einiger Verschiebungen in Teilbereichen konnte die D-Mark ihre Position als die zweitwichtigste internationale Anlage- und Reservewährung – alles in allem – offenbar festigen.

Einfluß der Europäischen Währungsunion

Der für 1999 vorgesehene Eintritt in die dritte Stufe der Europäischen Währungsunion zwingt allerdings auch zu einem Blick nach vorne. Die Einführung des Euro bedeutet für die Finanzmärkte eine Zäsur, die nicht ohne Auswirkungen auf die Rangordnung unter den internationalen Anlagewährungen bleiben wird. Teilweise wird vermutet, „Euro“-skeptische Anleger würden bereits weit im Vorfeld der dritten Stufe (manche meinen bereits heute) die D-Mark meiden und ihre Portefeuilles in andere Währungen – genannt werden der Dollar, das Pfund Sterling und der Schweizer Franken – umschichten.

Abgesehen davon, daß die bislang vorliegenden Daten über die Währungsstruktur internationaler Anlagen (bei aller Vorsicht in der

Interpretation) gegen die These von einem „Ausstieg aus der D-Mark“ sprechen, legt auch die bisherige Wechselkursentwicklung keine grundsätzlich andere Bewertung nahe. Zwar haben Dollar und Pfund in den letzten Monaten spürbar an Wert gewonnen, doch ist der Kursanstieg in Verbindung mit den vorangegangenen Schwächetendenzen dieser Währungen im Jahr 1995 und mit der derzeit günstigen Konjunkturlage in den beiden Ländern zu sehen, die sich auch in positiven Zinsdifferenzen im Vergleich zu Deutschland ausdrückt. Dagegen hat der Schweizer Franken nach einer Phase ausgeprägter Stärke in letzter Zeit einen Teil seiner früheren Kursgewinne wieder abgegeben. Im Ergebnis spricht somit auch die aktuelle Zins- und Wechselkurskonstellation nicht gegen die anhaltende Attraktivität der D-Mark als internationale Anlagewährung.

Für die geplante gemeinsame europäische Währung – den Euro – stellt die herausgehobene internationale Rolle der D-Mark zweifellos eine erhebliche Herausforderung dar. Um auch in dieser Hinsicht den reibungslosen Übergang von der D-Mark zum Euro zu sichern, wird es insbesondere darauf ankommen, daß dieser an den internationalen Finanzmärkten von Anfang an die gleiche Wertschätzung genießt, die sich die D-Mark in den letzten Jahrzehnten erworben hat. Dazu gehört vor allem eine strikte und stabilitätspolitisch kompromißlose Beachtung der Konvergenzkriterien des Vertrags von Maastricht, die keinen Zweifel am stabilitätspolitischen Kurs der künftigen europäischen Geldpolitik aufkommen lassen darf.

Herausforderung für den Euro