

Außenwirtschaft

Die dynamischen Wachstumsimpulse, die bis in den Spätsommer von der Außenwirtschaft ausgegangen sind, haben in den Herbstmonaten etwas an Kraft verloren. Zum einen hat sich die Exportnachfrage bei der deutschen Wirtschaft nicht mehr weiter verstärkt, nachdem dort bis zum September letzten Jahres unerwartet hohe Zuwächse erzielt worden waren. Zum andern dämpfte die recht lebhaftere Einfuhrstätigkeit in den Herbstmonaten die Wachstumsanstöße, die vom Exportgeschäft auf die Binnenwirtschaft ausgegangen waren. Per saldo belief sich der Exportüberschuß im Oktober/November 1997, nach Ausschaltung der Saisoneffekte, aber immer noch auf 22 ½ Mrd DM und blieb damit nur wenig hinter dem besonders hohen Aktivsaldo der vorangegangenen beiden Monate (24 Mrd DM) zurück. Auch die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen schlossen in dem betrachteten Zweimonatszeitraum mit einem Defizit von gut 25 Mrd DM ungünstiger ab als in den beiden Vormonaten (20 ½ Mrd DM). Die deutsche Leistungsbilanz verzeichnete daher im Berichtszeitraum Oktober/November 1997 in saisonbereinigter Rechnung im Ergebnis ein Minus von 3 ½ Mrd DM, nachdem in den zwei Monaten August/September ein Überschuß in Höhe von 2 ½ Mrd DM ausgewiesen wurde.

Überblick

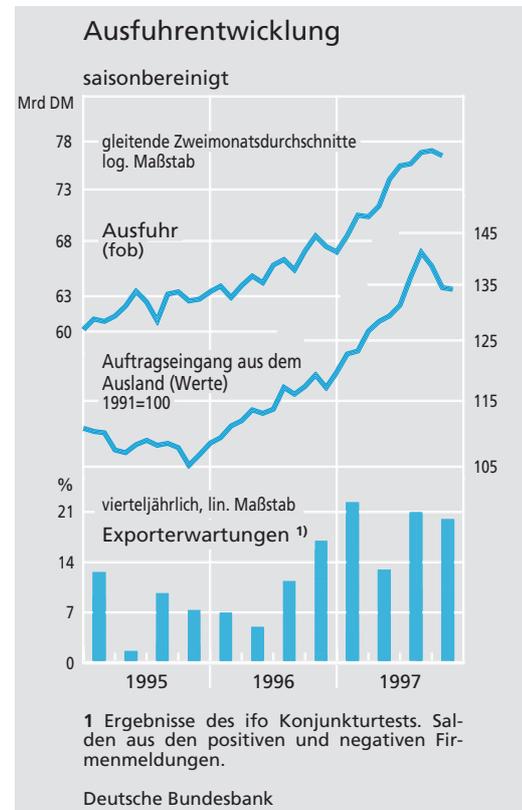
Leistungsbilanz im einzelnen

Nach der außergewöhnlich kräftigen Belegung des deutschen Exportgeschäfts in den Frühjahrs- und Sommermonaten hielt sich die Ausfuhrstätigkeit im Oktober/November 1997 annähernd auf dem erreichten Stand. In

Ausführen

diesem Zeitraum lagen die wertmäßigen Exporte in saisonbereinigter Rechnung leicht, nämlich um $\frac{1}{2}$ %, unter dem Niveau der vorangegangenen beiden Monate. Ihren Vergleichswert vom Vorjahr übertrafen sie damit aber immer noch um $11\frac{1}{2}$ %. Ein ähnliches Bild zeigt die Entwicklung der Auslandsorders der deutschen Industrie. Nachdem sie durch eine Häufung von Großaufträgen – unter anderem im Maschinen- und Anlagenbau – im August und September Spitzenwerte erreicht hatten, fielen sie in den beiden folgenden Monaten etwas niedriger aus. Es ist nicht auszuschließen, daß dabei auch die Krisensituation im ostasiatischen Wirtschaftsraum eine gewisse Rolle gespielt hat.

Genauere Angaben zu den Auswirkungen der Krisen in Ostasien lassen sich jedoch vorläufig nicht machen, da die regionale Aufgliederung des deutschen Außenhandels für die beiden Berichtsmonate zusammen noch nicht verfügbar ist. Allerdings ist anzunehmen, daß sich die von den Krisen in Ostasien unmittelbar ausgehenden negativen Effekte auf den deutschen Außenhandel in den Berichtsmonaten in engen Grenzen hielten, da die deutsche Wirtschaft insgesamt gesehen in dem genannten Länderkreis nicht sehr stark engagiert ist; so gehen nur knapp 5 % der deutschen Ausfuhren in die direkt betroffenen sieben Krisenländer.¹⁾ Für einzelne Branchen der deutschen Exportwirtschaft kann sich die Situation aber durchaus anders darstellen. Immerhin wurden 1996 rund 10 % der deutschen Maschinenbauerzeugnisse in die betreffende Region geliefert. Gravierendere Auswirkungen sind daher auf längere Sicht nicht auszuschließen, wenn das schwächere



Marktwachstum in Ostasien zu einer größeren Kaufzurückhaltung führt und die aufgrund der drastischen Abwertungen der ostasiatischen Währungen bedingten Wettbewerbsvorteile der dort ansässigen Anbieter das Neugeschäft für die deutsche Exportwirtschaft auf diesen Märkten zusätzlich erschweren.

Eine gewisse Entlastung ist dagegen von der bisher eher günstigen Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern zu erwarten, zumal sich mittlerweile auch die Wettbewerbsposition der deutschen Wirtschaft gegenüber dieser Ländergruppe fühlbar verbessert hat. Die Wechselkursverhältnisse haben sich deutlich entspannt, und die maßvollen Lohnabschlüsse sowie die erfolgreichen Rationalisierungsan-

¹ Thailand, Malaysia, Philippinen, Indonesien, Taiwan, Hongkong, Südkorea.

strebungen der letzten Jahre eröffnen den deutschen Unternehmen wieder neue Chancen auf den traditionellen Exportmärkten.

Nach den bislang verfügbaren Angaben über die Regionalstruktur der Exporte, die bis Oktober reichen, wird die Entwicklung der Ausfuhrfähigkeit jedenfalls deutlich von der Nachfrage der Industrieländer geprägt, auf die zuletzt rund drei Viertel der deutschen Exporte entfielen. Mit Abstand die dynamischsten Impulse gehen dabei weiterhin vom amerikanischen Markt aus, der bereits seit einigen Jahren kräftig wächst und auf dem deutsche Anbieter aufgrund der anhaltenden Dollarstärke überdies einen gewissen preislichen Wettbewerbsvorteil genießen. In den zwei Monaten September/Okttober 1997 übertraf der Absatz deutscher Erzeugnisse in den USA das entsprechende Vorjahrsergebnis um nicht weniger als 30 %. Die vergleichbare Zuwachsrates für die deutschen Ausfuhren in die EU-Länder lag mit knapp 11% zwar deutlich darunter; aufgrund des hohen Gewichts der europäischen Industrieländer (knapp 55% der deutschen Ausfuhren) hat die dahinter stehende Wachstumsbelebung aber maßgeblich zur Entwicklung der deutschen Warenexporte beigetragen. Im Unterschied dazu sind die Ausfuhren nach Japan binnen Jahresfrist um 8% gefallen, ein Indiz für hartnäckige Wachstumshemmnisse in diesem Land.

Außerhalb der Gruppe der Industrieländer sind schon seit langem bei den mittel- und osteuropäischen Reformländern überdurchschnittliche Zuwächse zu verzeichnen gewesen (September/Okttober 1997 gegenüber

Regionale Entwicklung des Außenhandels

September/Oktober 1997

Ländergruppe/Land	Ausfuhr		Einfuhr	
	Mrd DM	Veränderungen gegenüber Vorjahr in %	Mrd DM	Veränderungen gegenüber Vorjahr in %
Industrieländer	119,6	13,4	100,0	9,8
EU-Länder	86,8	10,9	71,0	7,2
darunter:				
Belgien und Luxemburg	8,9	0,3	8,4	2,6
Frankreich	16,7	13,4	14,2	16,3
Italien	11,6	13,7	9,7	0,8
Niederlande	11,0	3,7	10,9	6,0
Österreich	8,3	0,1	4,7	- 3,5
Spanien	5,9	24,1	4,1	13,0
Vereinigtes Königreich	12,8	22,4	9,5	12,4
Sonstige Industrieländer	32,8	20,7	29,1	17,0
darunter:				
Vereinigte Staaten von Amerika	14,8	29,8	10,4	22,9
Japan	3,6	- 7,9	6,7	20,1
Reformländer	19,9	31,1	18,0	22,4
darunter:				
Mittel- und osteuropäische Reformländer	17,4	36,3	13,7	21,7
China	2,1	2,5	4,2	24,1
Entwicklungsländer	21,4	18,0	16,5	19,5
darunter:				
OPEC-Länder	3,7	21,5	2,6	12,7
Südostasiatische Schwellenländer	8,7	9,8	7,7	21,0
Alle Länder	161,4	16,0	134,7	12,5

Deutsche Bundesbank

dem Vorjahr: 36 ½ %). Damit ist zugleich die Bedeutung dieser Region für den deutschen Außenhandel weiter gestiegen; zuletzt wurden etwa 11% der deutschen Ausfuhren dorthin geliefert. Mittlerweile rangiert diese Ländergruppe weit vor den südostasiatischen Schwellenländern, deren Bezüge aus Deutschland im Zweimonatszeitraum September/Oktober 1997 den Vergleichswert vom Vorjahr um 10% übertrafen. In die Gruppe der Entwicklungsländer haben deutsche Firmen in dem betrachteten Zweimonatszeitraum insgesamt 18% mehr als im Vorjahr geliefert; dazu hat vor allem die Nachfrage aus Lateinamerika sowie aus den OPEC-Staaten beigetragen.

Warenstruktur

Von der kräftigen Auslandsnachfrage profitierten praktisch alle Branchen der deutschen Industrie. An der Spitze rangierten die Hersteller von Investitionsgütern, die im Zweimonatszeitraum September/Oktober 1997 ihr Exportgeschäft binnen Jahresfrist um 17 ½ % ausweiteten. Maßgeblich dazu beigetragen haben die beachtlichen Absatzerfolge der deutschen Automobilindustrie, die den umsatzstärksten Bereich des Investitionsgütersektors darstellt. Daneben waren vor allem elektrotechnische Erzeugnisse sowie Büromaschinen und Datenverarbeitungsgeräte im Ausland lebhaft gefragt, während der deutsche Maschinenbau trotz zweistelliger Zuwächse im Vergleich dazu nur ein unterdurchschnittliches Ergebnis erzielte. Die Ausfuhren des Grundstoff- und Produktionsgütergewerbes stiegen in den Berichtsmonaten September/Oktober gegenüber dem Vorjahr um 14 ½ %, und die Zunahme der Auslandsumsätze des Verbrauchsgütergewerbes

lag bei 11 ½ %. Die etwas moderatere Entwicklung der gesamten deutschen Ausfuhren in der Folgezeit, für die bislang keine Strukturangaben vorliegen, läßt jedoch bereits erkennen, daß dieses Wachstumstempo nicht angehalten hat.

Im Verlauf der Herbstmonate hat sich das Einfuhrwachstum – im Vergleich zur Entwicklung bis zum Spätsommer vorigen Jahres – zwar etwas abgeschwächt, doch stieg in den beiden Monaten Oktober/November 1997 der Wert der Importe gegenüber August/September saisonbereinigt um knapp 1%. Im Vorjahresvergleich ergibt sich eine Zuwachsrate von gut 11%, die sich damit in der gleichen Größenordnung bewegt wie die entsprechende Zunahme der Exporte. Im Unterschied zu diesen geht der Anstieg der Einfuhrwerte allerdings zu einem nennenswerten Teil auf die vor allem wechsellkursbedingte Verteuerung der deutschen Wareneinfuhren zurück. Gemessen am Index der Einfuhrpreise belief sich der Preisabstand zum Vorjahr im Oktober/November auf gut 3%, so daß im Beobachtungszeitraum in realer Rechnung die Importe „nur“ um etwa 8% höher gewesen sind als ein Jahr zuvor. Im Vergleich zu der deutlich schwächeren Entwicklung der Inlandsnachfrage ist dieser Anstieg gleichwohl bemerkenswert.

Ein nicht unerheblicher Teil des Einfuhrwachstums dürfte in der Tat eher im Zusammenhang mit der lebhaften Exportkonjunktur zu sehen sein, die als Folge der starken interindustriellen Verflechtung über die Landesgrenzen hinaus einen wachsenden Bedarf an Vorerzeugnissen und Halbwaren aus anderen

Einfuhren

*Importe nach
Warengruppen
und Regionen*

Ländern zur Folge hatte. Den bis Oktober vorliegenden Daten über die Warenstruktur zufolge, stiegen die Einfuhren von Vorerzeugnissen und Halbwaren aus dem Ausland im Zweimonatszeitraum September/Okttober gegenüber dem Vorjahr um fast 10 %, während der Wert der Importe von Energie und anderen Rohstoffen nur stark unterdurchschnittlich (um knapp 4 %) zunahm.

Am Anstieg der Importnachfrage der deutschen Wirtschaft haben die Länder der Europäischen Union, die während der betrachteten zwei Monate 7 % mehr Waren nach Deutschland lieferten als vor Jahresfrist, allerdings nur unterdurchschnittlich partizipiert. Dagegen nahmen die Einfuhren aus den USA gegenüber dem Vorjahr um 23 % zu. Hierin dürften sich aber zu einem guten Teil Verteuerungen aufgrund der Höherbewertung des Dollar niederschlagen, die im Vorjahresvergleich 15 % betrug. Die Importe aus den südostasiatischen Schwellenländern, die vielfach wohl auch in Dollar fakturiert werden, wuchsen mit 21 % ebenfalls überdurchschnittlich. Aus den Transformationsländern in Mittel- und Osteuropa wurden dem Wert nach um 22 % mehr Waren bezogen – ein Zeichen für die wachsende Integration dieser Ländergruppe in die internationale Arbeitsteilung.

„Unsichtbare“
Transaktionen

Die leichte Passivierung der Leistungsbilanz im Zeitraum Oktober/November war vor allem die Folge eines höheren Defizits bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen mit dem Ausland, die den Dienstleistungsverkehr, die Erwerbs- und Vermögenseinkommen und die Laufenden Übertragungen umfassen. Ent-

Leistungsbilanz

Mrd DM; saisonbereinigt

Position	1997		
	Juni/ Juli	Aug./ Sept.	Okt./ Nov. p)
1. Außenhandel			
Ausfuhr (fob)	151,5	154,3	153,6
Einfuhr (cif)	126,8	130,2	131,3
Saldo	+ 24,7	+ 24,0	+ 22,3
2. Dienstleistungen (Saldo)	- 8,7	- 9,3	- 10,9
darunter:			
Reiseverkehr (Saldo)	- 7,7	- 8,2	- 8,9
3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Saldo)	- 1,2	- 0,9	- 2,8
darunter:			
Vermögenseinkommen (Saldo)	- 0,8	- 0,6	- 2,6
4. Laufende Übertragungen (Saldo)	- 9,5	- 10,5	- 11,5
Saldo der Leistungsbilanz 1)	+ 4,5	+ 2,5	- 3,7

1 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr.

Deutsche Bundesbank

gegen der üblichen jahreszeitlichen Entwicklung, die insbesondere von einem starken Rückgang der Ausgaben im Auslandsreiseverkehr geprägt wird, ist der Minussaldo dieser „Invisibles“ im Oktober/November nämlich leicht gestiegen. Bereinigt um solche Saison-effekte hat sich das Defizit in diesem Bereich auf gut 25 Mrd DM erhöht, verglichen mit 20½ Mrd DM im August/September und 21½ Mrd DM vor Jahresfrist.

Nahezu die Hälfte davon ging auf das Defizit in der deutschen Dienstleistungsbilanz zurück, das im Oktober/November gegenüber dem Stand von August/September 1997 saisonbereinigt um gut 1½ Mrd DM auf knapp 11 Mrd DM stieg. Der weitaus größte Teil des Defizits entfiel mit fast 9 Mrd DM wie üblich auf den Auslandsreiseverkehr. Der Anstieg ist

Dienstleistungs-
bilanz

jedoch vor allem auf höhere Passivsalden insbesondere bei den Zahlungen für Patente und Lizenzen, Ausgaben für Bauleistungen ausländischer Firmen im Inland, Werbe- und Messekosten oder Ingenieur- und sonstige technische Dienstleistungen zurückzuführen. Per saldo stieg das Defizit im grenzüberschreitenden Dienstleistungshandel außerhalb des Reiseverkehrs um 1 Mrd DM auf 2 Mrd DM.

Reiseverkehr

Die Netto-Reiseverkehrsausgaben sind dagegen in den Berichtsmonaten saisonbereinigt kaum gestiegen. Vor allem die schon länger stagnierenden Realeinkommen dürften den Spielraum für Reiseverkehrsausgaben beschränken. Insbesondere die „klassischen“ europäischen Reiseländer, wie Italien, Spanien und Österreich, waren nach den allerdings nur bis zum dritten Quartal 1997 reichenden Angaben über die Regionalstruktur der Reiseverkehrsausgaben von der Zurückhaltung betroffen. Dagegen hatten zahlreiche außereuropäische Länder, darunter insbesondere die Vereinigten Staaten, Australien und Neuseeland, im dritten Quartal 1997 gegenüber dem Vorjahr deutliche Zuwächse zu verzeichnen. Im wesentlichen dürften dahinter allerdings wechsellkursbedingte Verteuerungen und weniger ein realer Nachfrageanstieg stehen.

*Erwerbs- und
Vermögens-
einkommen*

Zum gestiegenen Defizit bei den „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen haben auch höhere Faktorzahlungen an das Ausland aus der grenzüberschreitenden Erwerbstätigkeit sowie aus ausländischem Vermögensbesitz beigetragen. Im Zeitraum Oktober/November stieg das Defizit in der Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen gegenüber den

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd DM				
Position	1996		1997	
	Okt./ Nov.	Aug./ Sept.	Okt./ Nov.	
I. Leistungsbilanz				
1. Außenhandel				
Ausfuhr (fob)	r) 145,2	145,0	161,6	
Einfuhr (cif)	r) 123,2	121,3	137,1	
Saldo	r) + 22,0	+ 23,7	+ 24,5	
2. Saldo der unsichtbaren Leistungstransaktionen				
	- 21,8	- 24,5	- 25,3	
Saldo der Leistungsbilanz 1)	r) - 0,6	- 1,7	- 1,6	
II. Saldo der Vermögensübertragungen				
	- 0,1	+ 1,6	+ 0,1	
III. Kapitalbilanz 2)				
Direktinvestitionen	- 9,2	- 5,7	- 4,6	
Wertpapiere 3)	+ 22,5	+ 4,8	- 9,8	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 3,7	- 20,2	- 18,3	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 26,2	+ 25,0	+ 8,5	
Kreditverkehr 3) 4)	- 0,9	+ 2,8	+ 16,4	
Saldo der gesamten Kapitalbilanz	+ 12,5	+ 1,9	+ 2,0	
IV. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)				
	r) - 9,8	- 5,0	- 1,0	
V. Veränderung der Netto- Auslandsaktiva der Bundesbank zu Transaktionswerten (Zunahme: +) 5)				
(I + II + III + IV)	+ 2,0	- 3,1	- 0,6	

1 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. — 2 Nettokapitalexport: -. — 3 Ohne Direktinvestitionen. — 4 Einschl. sonstige öffentliche und private Kapitalanlagen. — 5 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

beiden vorangegangenen Monaten (August/September) um 2 Mrd DM auf knapp 3 Mrd DM. Der Anstieg geht vor allem auf höhere Kapitalertragszahlungen an das Ausland zurück; insbesondere die an das Ausland geleisteten Ertragszahlungen aus Direktinvestitionen in Deutschland sind im Berichtszeitraum deutlich gestiegen, nachdem in Deutschland ansässige Unternehmen ihre Gewinnausschüttungen an die ausländischen Anteilseigner in Erwartung der im Herbst geplanten Steuerreform zunächst zurückgestellt hatten. Der dadurch entstandene „Ausschüttungsstau“ scheint sich nun aufzulösen, da das Reformvorhaben vorläufig wohl nicht realisiert werden kann.

Die Zins- und Dividendenzahlungen aus Portfolioinvestitionen wiesen im Oktober/November per saldo ebenfalls einen hohen Minussaldo auf, allerdings hat dieser gegenüber dem vorangegangenen Zweimonatszeitraum nicht weiter zugenommen. Dabei macht sich mittlerweile deutlicher bemerkbar, daß die in D-Mark umgerechneten Einnahmen für auf Dollar lautende Geld- und Kapitalanlagen im Ausland, die einen relativ großen Anteil der deutschen Auslandsforderungen ausmachen, infolge der höheren Bewertung des Dollar gestiegen sind, während der Dollar bei den deutschen Auslandsverbindlichkeiten eine wesentlich geringere Rolle spielt. Die Aufwertung der amerikanischen Währung entlastet so gesehen die deutsche Kapitalertragsbilanz. Belastend wirken dagegen weiterhin die Defizite in der Leistungsbilanz und der damit verbundene Abbau des deutschen Netto-Auslandsvermögens, der sich allerdings zuletzt wieder verringert hat.

Das Minus in der Übertragungsbilanz belief sich in den Monaten Oktober und November unverändert auf 11 Mrd DM. In saisonbereinigter Rechnung ist es jedoch ebenfalls etwas gestiegen, und zwar um knapp 1 Mrd DM (auf 11½ Mrd DM). Dabei gab den Ausschlag, daß die deutschen Leistungen an den EG-Haushalt mit 6½ Mrd DM etwas höher waren als in den vorangegangenen zwei Monaten. Die sonstigen öffentlichen und privaten Transferzahlungen beliefen sich dagegen im Zweimonatszeitraum nahezu unverändert auf netto 4½ Mrd DM. Davon entfiel gut die Hälfte auf Renten, Pensionen und Unterstützungsleistungen und der kleinere Teil auf die Heimatüberweisungen der in Deutschland beschäftigten ausländischen Arbeitskräfte.

*Laufende
Übertragungen*

Kapitalverkehr und Reservebewegungen

Das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten war im vierten Quartal 1997 von anhaltender Unsicherheit über den Fortgang der Krisen in Asien geprägt. Während viele Aktienmärkte als Folge der Neueinschätzung von Ertrags- und Risikoperspektiven zwischenzeitlich deutliche Einbußen hinzunehmen hatten, tendierten Rentenwerte bei insgesamt verbesserten Inflationsaussichten in den Herbstmonaten weiterhin freundlich. Diese generellen Tendenzen schlugen sich auch in der deutschen Kapitalverkehrsbilanz nieder, in der eine gewisse Zurückhaltung internationaler Anleger bei Neu-Engagements insbesondere am deutschen Aktienmarkt spürbar wurde. Da aber gleichzeitig Inländer ihre Nachfrage nach ausländischen Papieren

*Tendenzen im
Kapitalverkehr*

stärker reduzierten, schloß der deutsche Wertpapierverkehr mit dem Ausland im vierten Quartal 1997 gleichwohl mit einem Überschuß von netto 6 ½ Mrd DM ab, nach 3 Mrd DM in den Monaten Juli bis September. Auch im Kreditverkehr der Nichtbanken kam es im Berichtszeitraum zu Netto-Kapitalimporten; dagegen flossen im Bereich der Direktinvestitionen sowie im Kreditverkehr der Banken in nennenswertem Umfang Mittel ins Ausland ab.

Wertpapier-
verkehr

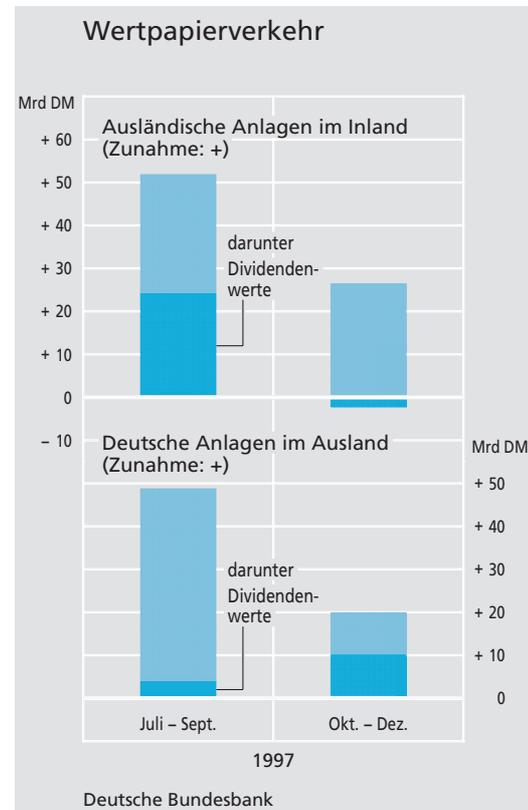
Die hohe Volatilität an den Finanzmärkten spiegelte sich im vierten Quartal 1997 in stark schwankenden Wertpapierströmen wider. Dies gilt insbesondere für das Verhalten ausländischer Anleger am deutschen Markt, die nach beträchtlichen Investitionen während der Sommermonate im Oktober plötzlich auf die Verkäuferseite wechselten und sich in den folgenden beiden Monaten – insgesamt betrachtet – aber wieder kräftig in hiesigen Papieren engagierten. Im Ergebnis kamen von Oktober bis Dezember dennoch nurmehr 26 ½ Mrd DM auf, nach 52 Mrd DM im dritten Quartal.

Ausländische
Anlagen in
inländischen
Aktien

Ausschlaggebend für diesen Rückgang war das nachlassende Interesse des Auslands am deutschen Aktienmarkt. Hatten Anleger aus dem Ausland von Juli bis September noch für 24 Mrd DM Dividendenwerte erworben, so gaben sie im Gefolge der Kurseinbrüche vom Oktober und anhaltender Kursvolatilität im Schlußquartal 1997 per saldo für 2 ½ Mrd DM Aktien ab.

... Renten-
werten

Die ausländischen Anlagen in deutschen Rentenwerten hielten sich demgegenüber auf



hohem Niveau. Nach 32 Mrd DM im Vorquartal waren zum Jahresende per saldo Zuflüsse in Höhe von 30 Mrd DM zu verzeichnen, wobei sich das Interesse des Auslands auf die Emissionen der öffentlichen Hand konzentrierte (23 ½ Mrd DM); gefragt waren dabei vor allem Bundesanleihen sowie die zweijährigen Schatzanweisungen des Bundes. Im Vergleich dazu blieb der Absatz von Bankschuldverschreibungen im Berichtszeitraum deutlich zurück (6 ½ Mrd DM). Die robuste Nachfrage nach DM-Rentenwerten (im Gegensatz zu Aktien) mag durch die veränderte Risikoeinschätzung aufstrebender Märkte gestützt worden sein. In Zeiten hoher Unsicherheit suchen internationale Anleger häufig den Schutz „sicherer Häfen“; hiervon hat der deutsche Markt auch schon in der Vergangenheit profitiert. Offenbar haben die Krisen

in Asien darüber hinaus auch dämpfend auf die Inflationserwartungen gewirkt. Für diese Interpretation könnten jedenfalls die im Verlauf des Schlußquartals 1997 in den Industrieländern insgesamt rückläufigen Anleiherenditen sprechen.

... Geldmarktpapieren und Investmentzertifikaten

Bei den Transaktionen des Auslands in den übrigen deutschen Wertpapieren standen im vierten Quartal 1997 dem Erwerb von Geldmarktpapieren durch ausländische Anleger (1½ Mrd DM) per saldo Verkäufe von Investmentzertifikaten gegenüber (3 Mrd DM).

Deutsche Anlagen im Ausland

Stärker noch als bei ausländischen Anlegern war das Anlageverhalten inländischer Investoren im Berichtszeitraum von Vorsicht bei Auslandsengagements geprägt. Die Nachfrage nach ausländischen Wertpapieren, die bis in die Sommermonate hinein ausgesprochen lebhaft gewesen war, ebte zum Jahresende hin spürbar ab. Insgesamt erwarben Inländer in den Monaten Oktober bis Dezember nur noch für 20 Mrd DM ausländische Papiere. Dies war weniger als die Hälfte der Nettokäufe in den drei Monaten zuvor (49 Mrd DM). Ausschlaggebend hierfür war das deutlich geringere Interesse an ausländischen Rentenwerten. Nach 30½ Mrd DM in der Vorperiode flossen im Schlußquartal 1997 nur noch 7½ Mrd DM in ausländische Schuldtitel, wobei auf der Erwerberseite hauptsächlich Banken auftraten. Die Nachfrage nach ausländischen Fremdwährungsanleihen schwächte sich dabei besonders stark ab.

Rentenwerte

Neben der Unsicherheit über die künftige Kursentwicklung an den internationalen Finanzmärkten, die generell zu einer geringe-

Kapitalverkehr

Mrd DM, Netto-Kapitalexport: –

Position	1997		
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.
1. Direktinvestitionen	- 16,2	- 9,8	- 16,0
Deutsche Anlagen im Ausland	- 13,7	- 15,9	- 13,2
Ausländische Anlagen im Inland	- 2,5	+ 6,1	- 2,7
2. Wertpapiere	+ 16,8	+ 3,1	+ 6,4
Deutsche Anlagen im Ausland	- 13,9	- 48,8	- 20,1
Aktien	- 10,1	- 4,1	- 10,3
Investmentzertifikate	- 0,1	- 7,8	- 0,9
Rentenwerte	- 3,9	- 30,3	- 7,7
Geldmarktpapiere	- 3,2	- 3,9	+ 0,8
Finanzderivate ¹⁾	+ 3,3	- 2,7	- 2,0
Ausländische Anlagen im Inland	+ 30,8	+ 51,9	+ 26,5
Aktien	+ 5,8	+ 24,2	- 2,3
Investmentzertifikate	- 1,8	- 3,2	- 2,9
Rentenwerte	+ 28,5	+ 31,7	+ 30,1
Geldmarktpapiere	+ 4,6	+ 1,8	+ 1,5
Optionsscheine	- 6,5	- 2,8	+ 0,1
3. Kreditverkehr	- 19,2	- 9,6	- 13,2
Kreditinstitute	- 21,2	- 7,0	- 26,0
langfristig	+ 3,2	- 5,9	- 18,6
kurzfristig	- 24,4	- 1,2	- 7,4
Unternehmen und Privatpersonen	+ 0,8	+ 0,1	+ 11,7
langfristig	- 3,0	+ 0,7	- 0,0
kurzfristig ²⁾	+ 3,8	- 0,6	+ 11,7
Öffentliche Stellen	+ 1,2	- 2,7	+ 1,1
langfristig	+ 2,4	- 3,4	- 0,6
kurzfristig	- 1,2	+ 0,7	+ 1,7
4. Sonstige Kapitalanlagen	- 1,8	- 1,7	- 0,6
5. Saldo aller statistisch erfaßten Kapitalbewegungen	- 20,4	- 18,0	- 23,4
Nachrichtlich: Veränderung der Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank zu Transaktionswerten (Zunahme: +) ³⁾	- 2,0	- 6,5	+ 0,4

¹ Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie Finanztermingeschäfte. — ² Ohne die noch nicht bekannte Veränderung der Finanzbeziehungen zu ausländischen Nichtbanken und der Handelskredite für Dezember 1997. — ³ Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

ren Bereitschaft zu Auslandsengagements geführt haben mag, reflektiert das rückläufige Interesse an Fremdwährungsanleihen möglicherweise auch die abnehmende Attraktivität des „Konvergenzhandels“ im Vorfeld der Europäischen Währungsunion. Nachdem sich die Renditen der potentiellen EWU-Teilnehmer – zumindest im langfristigen Bereich – sehr stark angenähert haben, dürfte die Phantasie auf weitere Kurssteigerungen bei Anlagen in früheren Hochzinswährungen weitgehend geschwunden sein. Während Inländer im dritten Quartal 1997 beispielsweise noch für 13½ Mrd DM Lira-Titel erworben hatten, entfielen im Schlußquartal auf derartige Papiere nur noch gut 3 Mrd DM. Dementsprechend lösten Dollar-Emissionen die Lira als bevorzugte Anlagewährung ab; mit 4½ Mrd DM waren aber auch hier die Käufe im vierten Quartal geringer als in den Spätsommermonaten (7½ Mrd DM).

*Ausländische
Aktien*

Im Gegensatz zu ausländischen Rentenwerten stießen ausländische Dividendenwerte im Schlußquartal 1997 bei inländischen Anlegern wieder auf stärkeres Interesse. Nach 4 Mrd DM im dritten Quartal flossen im Berichtszeitraum per saldo 10½ Mrd DM in ausländische Aktien. Heimische Investoren nutzten offenbar das niedrigere Kursniveau zu einem (Wieder-) Einstieg und knüpften damit – zumindest teilweise – an die in der ersten Jahreshälfte 1997 beobachteten Bestrebungen zur Internationalisierung ihrer Aktienportefeuilles an. In den übrigen Segmenten des Wertpapierverkehrs war dagegen insgesamt ein rückläufiges Interesse festzustellen. So überwogen bei ausländischen Geldmarktpapieren per saldo die Verkäufe, und Anlagen in

ausländischen Investmentzertifikaten hielten sich in engen Grenzen (1 Mrd DM).

Den Zuflüssen im Wertpapierverkehr standen in den Monaten Oktober bis Dezember Netto-Kapitalexporte in Höhe von 16 Mrd DM durch Direktinvestitionen gegenüber. Dabei weiteten inländische Unternehmen ihren Beteiligungsbesitz im Ausland um 13 Mrd DM aus, nach 16 Mrd DM im Vorquartal; bevorzugte Zielregion war dabei die EU. Bei den ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland überwogen im Berichtszeitraum zwar ebenfalls die Mittelabflüsse in das Ausland (2½ Mrd DM), nachdem ausländische Unternehmen im Vorquartal noch 6 Mrd DM in ihre inländischen Tochterfirmen investiert hatten. Entscheidend geprägt wurden die Ergebnisse zuletzt aber durch größere Umstrukturierungen in der Versicherungswirtschaft.

*Direkt-
investitionen*

Im nicht verbrieften Kreditverkehr der Nichtbanken überwogen im Berichtszeitraum – wie zum Jahresende üblich – die Mittelzuflüsse (13 Mrd DM). Ausschlaggebend hierfür waren in erster Linie die kurzfristigen Transaktionen von Unternehmen, die vor allem im Dezember – primär wohl aus Gründen der Bilanzoptik – ihre Bankguthaben am Euromarkt spürbar zurückgeführt haben. Diese Gelder fließen regelmäßig im Januar wieder ins Ausland zurück. Auch die öffentlichen Haushalte importierten im vierten Quartal in geringem Umfang Finanzmittel aus dem Ausland.

*Kreditverkehr
der Nicht-
banken*

Im Gegensatz zu den Nichtbanken führten die Kredittransaktionen der Banken im Ergebnis zu Mittelabflüssen. Dabei weiteten die

*Kreditverkehr
der Banken*

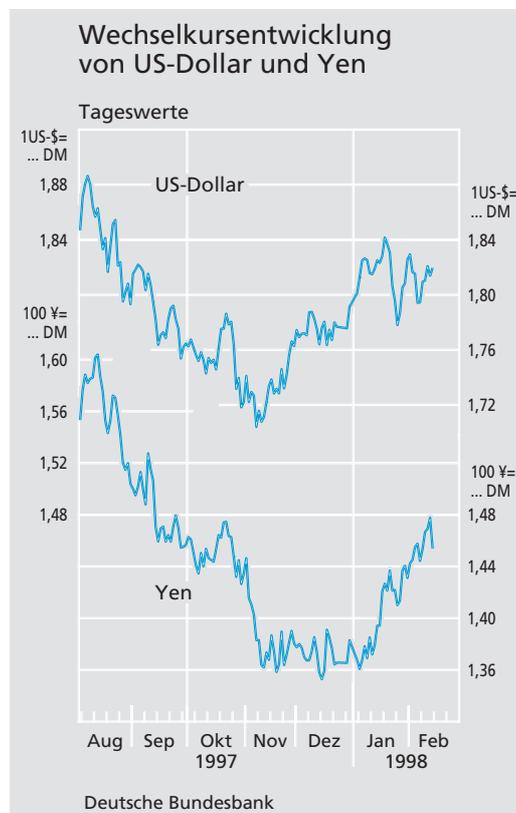
hiesigen Kreditinstitute ihre langfristigen Ausleihungen um netto 18 ½ Mrd DM aus. Überdies flossen kurzfristige Gelder in Höhe von insgesamt 7 ½ Mrd DM ins Ausland ab – großenteils wohl als Reflex der oben erwähnten Repatriierung von im Ausland gehaltenen Bankguthaben inländischer Unternehmen zum Jahresende.

*Auslands-
position der
Bundesbank*

Im Gegensatz zur Auslandsposition der Kreditinstitute blieben die Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank im Schlußquartal 1997 nahezu unverändert. Zu Transaktionswerten gerechnet stiegen sie um ½ Mrd DM, nachdem sie in der Vorperiode noch um 6 ½ Mrd DM abgeschmolzen waren. Dabei wurden die Dollarzinseinnahmen und zufließende Truppendollar im Berichtszeitraum fast vollständig wieder in den Markt eingeschleust. Die im Rahmen von IWF-Beistandskrediten für ostasiatische Länder bereitgestellten Dollarbeträge berührten die Auslandsposition der Bundesbank hingegen nicht, da sie in gleicher Höhe zu einem Anstieg der auf Sonderziehungsrechte lautenden Forderungen an den Internationalen Währungsfonds geführt haben. Zu Bilanzkursen von Ende 1996 gerechnet beliefen sich die Netto-Auslandsaktiva damit Ende Dezember 1997 auf 100 Mrd DM, verglichen mit 105 ½ Mrd DM zum Jahreswechsel 1996/97. Im Januar reduzierten sich die Netto-Auslandsforderungen der Bundesbank, zu Transaktionswerten gerechnet, um ½ Mrd DM.

Wechselkursentwicklung

Die Krisen in Asien und die möglichen Folgewirkungen für die Weltwirtschaft prägten



auch in den Wintermonaten die Entwicklung an den Devisenmärkten. Im Sog des steilen Abwärtstrends einer Reihe „kleinerer“ ostasiatischer Währungen gerieten auch die Währungen größerer junger Industriestaaten wie Südkorea ins Wanken, was seinerseits den japanischen Finanzsektor und den Yen zeitweilig in ernste Mitleidenschaft zog.

Innerhalb weniger Wochen fiel die japanische Währung bis Mitte Dezember auf 1,35 DM je 100 Yen und damit fast wieder auf ihren tiefsten Stand des letzten Jahres von Anfang Februar 1997. Erst nachdem die japanische Regierung mit Maßnahmen zur Stärkung des Bankensektors und des Wirtschaftswachstums an die Öffentlichkeit trat, erholte sich der Yen wieder. Zuletzt notierte er bei 1,45 DM; das entspricht in etwa dem Kursniveau

Yen

*Weltdevisen-
märkte*

vom Oktober, vor der offenkundigen Verschärfung der Krise durch den Zusammenbruch eines großen japanischen Finanzinstituts.

Dollar

Besonders ausgeprägt war zur Jahreswende die Abwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar. Die amerikanische Währung notierte im Zusammenhang mit der Ausweitung der Finanzkrisen in Ostasien nach einer Phase der Konsolidierung im November in der Folgezeit aber auch gegenüber der D-Mark erneut fester. Zum Jahresende erreichte der Dollarkurs fast wieder die Marke von 1,80 DM. Von zeitweiligen Unterbrechungen abgesehen, hat sich diese Entwicklung auch nach der Jahreswende fortgesetzt. Vorübergehend erreichten die Notierungen für die US-Währung bei knapp 1,85 DM sogar annähernd ihren Höchststand vom vergangenen Sommer; zuletzt lag der Kurs mit 1,82 DM ebenfalls nur wenig darunter. In zunehmendem Maße scheinen dabei in den vergangenen Monaten Zinsspekulationen als die vorher treibende Kraft der Dollarkursentwicklung in den Hintergrund getreten und von größeren Portfolioverschiebungen zugunsten des Dollar als „sicherem Hafen“ abgelöst worden zu sein. Jedenfalls haben sich die Zinsdifferenzen zwischen Dollar- und DM-Anlagen nur wenig verändert und die Wachstumsperspektiven für die Vereinigten Staaten und Europa, aufgrund der für die USA wohl eher etwas stärker dämpfenden Einflüsse, tendenziell weiter angeglichen. Im übrigen haben von der Umorientierung der international operierenden Anleger zwar auch die D-Mark und die eng mit ihr verbundenen europäischen Währun-

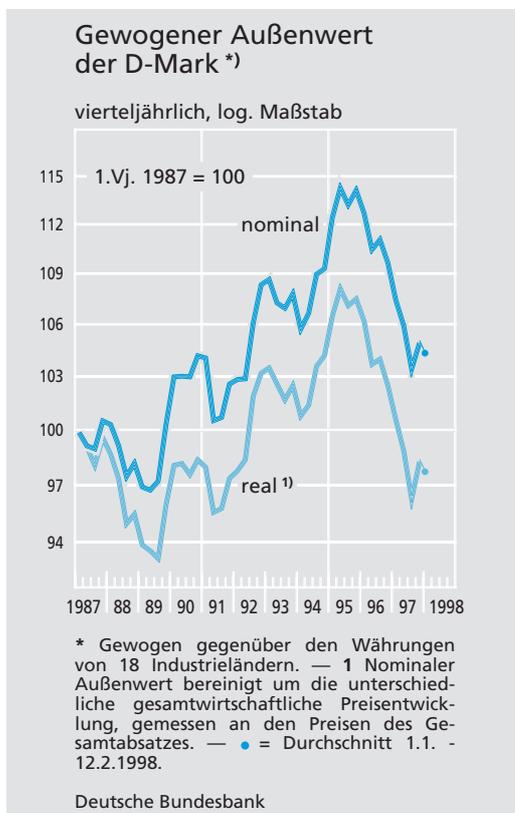
gen profitiert – aber offenbar nicht in gleichem Umfang wie der Dollar.

Die Kursveränderungen gegenüber den meisten EU-Währungen hielten sich dagegen in sehr engen Grenzen. Das gilt insbesondere für die am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Währungen, die sich mit Ausnahme des irischen Pfund praktisch seit dem Herbst letzten Jahres in einer engen Schwankungsmarge um ihre bilateralen Leitkurse zur D-Mark bewegen. Die an den Devisenmärkten weiter gefestigten Erwartungen auf einen pünktlichen Beginn der Währungsunion haben zu dieser Entwicklung sicher maßgeblich beigetragen.

EU-Währungen

Eine Sonderentwicklung weisen dagegen schon seit langem das britische und das irische Pfund auf. Sie resultiert vor allem aus dem Wachstumsvorsprung dieser Länder gegenüber Kontinentaleuropa und der engen Verflechtung der beiden Volkswirtschaften. So wertete sich das britische Pfund, das nicht am Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems teilnimmt, in den letzten Monaten unter kleineren Schwankungen kontinuierlich gegenüber der D-Mark auf und durchbrach Mitte Januar 1998 kurzzeitig die Marke von 3,00 DM. Entscheidend dafür war neben dem weiterhin kräftigen Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich die Anhebung der Notenbankzinsen durch die Bank of England Anfang November, durch die sich der Zinsvorsprung des Pfund gegenüber der D-Mark im kurzfristigen Bereich auf vier Prozentpunkte ausweitete. Darüber hinaus profitiert die britische Währung mit dem Näherrücken der Europäischen Wäh-

*Britisches und
irisches Pfund*



rungsunion offenbar auch von ihrer Stellung als Anlagealternative zu den in den Euro übergehenden europäischen Währungen. Zuletzt notierte das Pfund Sterling bei 2,98 DM.

Der sich nähernde Starttermin zur Europäischen Währungsunion hat auch die Kursentwicklung des irischen Pfund in letzter Zeit beeinflusst – wenn auch in anderer Weise als dies möglicherweise beim Pfund Sterling der Fall gewesen ist. Nachdem die irische Währung, die in den Wechselkursmechanismus des EWS eingebunden ist, bis Ende November letzten Jahres die Aufwärtsbewegung des englischen Pfund weitgehend mitvollzogen hatte, koppelte sie sich in der Folgezeit deutlich von der Entwicklung der britischen Währung ab und nähert sich seither ihrem DM-

Leitkurs. Zuletzt notierte das irische Pfund bei 2,51 DM. Gegenüber dem Ende November erreichten Kursniveau (von 2,61 DM) hat sich damit der Abstand vom bilateralen Leitkurs zur D-Mark von 8 % auf 4 % verkürzt.

Im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 18 Industrieländern hat sich der (nominale) Außenwert der D-Mark seit Anfang Oktober 1997 – trotz der beträchtlichen Kursverschiebungen zwischen einzelnen Währungen – bis zum Abschluß dieses Berichts im Ergebnis nur wenig verändert. Auch nach Ausschaltung der unterschiedlichen Preisentwicklungen im In- und Ausland blieb der (reale) Außenwert der D-Mark gegenüber den Währungen der Industrieländer stabil; er lag damit um rund 5 % unter seinem Stand von vor einem Jahr. Dieses Bild ändert sich nicht grundsätzlich, wenn man auch die Währungen der ostasiatischen Krisenländer in die Berechnung des realen Außenwertes der D-Mark mit einbezieht. Aufgrund des relativ geringen Anteils dieser Staaten am Außenhandel Deutschlands verbleibt auch in dieser erweiterten Abgrenzung noch eine reale Abwertung. Gleichwohl ist nicht zu übersehen, daß die positiven Auswirkungen der Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exportwirtschaft, die in den letzten beiden Jahren durch die Korrektur der vorangegangenen DM-Aufwertung im Zusammenwirken mit der Kostendisziplin im Inneren erreicht worden ist, durch die Krisen in Ostasien an Gewicht verlieren können. Auch deshalb kommt der Sicherung der Standortqualität für die deutsche Wirtschaft trotz der zurückliegenden Exporterfolge weiterhin eine hohe Priorität zu.

*Nominaler
und realer
Außenwert der
D-Mark*