

## Außenwirtschaft

*Überblick*

Vom Exportgeschäft gingen auch in den letzten Monaten des Jahres 1996 die stärksten Wachstumsbeiträge zur inländischen Wirtschaftsentwicklung aus. So hat in den Herbstmonaten Oktober und November die Ausfuhrerxpansion weiter an Kraft gewonnen, und die hohen Umsätze des vorangegangenen Zweimonatszeitraums wurden nochmals erheblich übertroffen. Gleichzeitig hat sich zwar auch die Einfuhrtätigkeit, die in den Sommermonaten praktisch stagniert hatte, zuletzt wieder belebt; real betrachtet blieb sie aber ziemlich schwach. Der grenzüberschreitende Warenverkehr schloß im Zweimonatszeitraum Oktober/November nach Ausschaltung der Saisoneinflüsse mit einem kräftigen Überschuß von 19 Mrd DM ab; das waren rund 1 1/2 Mrd DM mehr als in den vorangegangenen Monaten August/September und fast 5 Mrd DM mehr als im Zweimonatsdurchschnitt des ersten Halbjahres 1996.

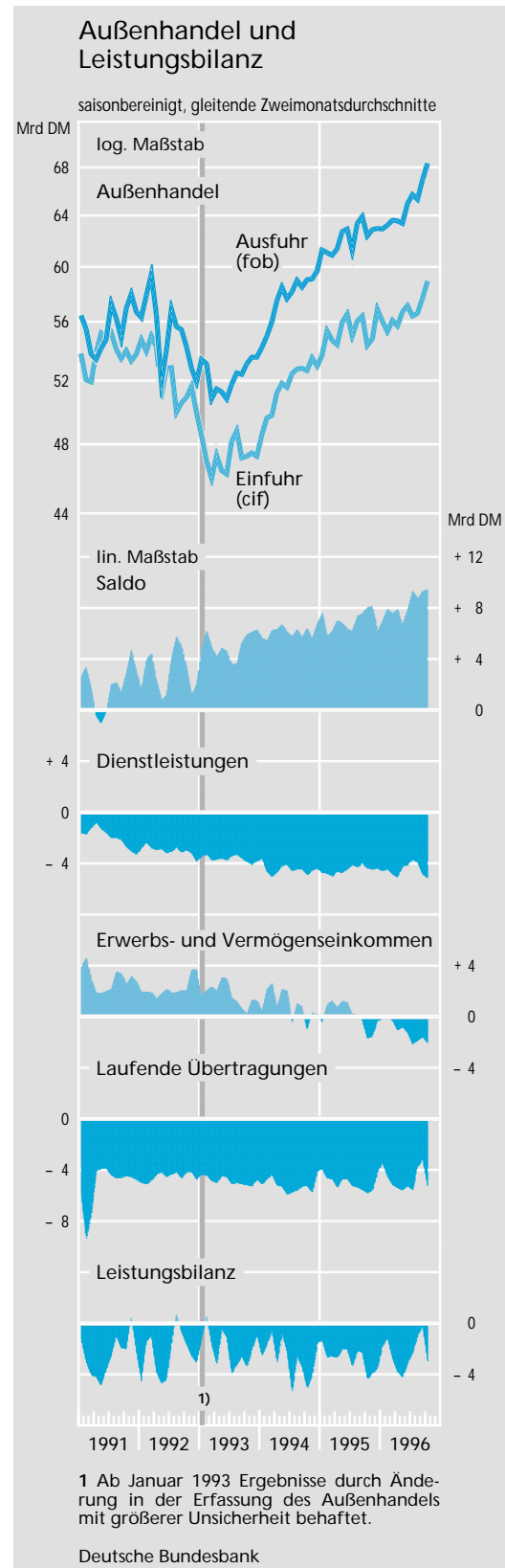
Allerdings hat sich im Berichtszeitraum auch das zusammengefaßte Defizit der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen erhöht, und zwar in saisonbereinigter Rechnung von gut 19 Mrd DM in den Monaten August/September auf rund 25 Mrd DM im Zweimonatszeitraum Oktober/November. Hierbei spielte jedoch eine Rolle, daß im September aufgrund einer Sonderbewegung der Passivsaldo bei den Laufenden Übertragungen besonders niedrig war. Das Defizit im gesamten Leistungsverkehr fiel daher trotz der starken Exportzunahme im Berichtszeitraum mit saisonbereinigt 6 Mrd DM etwas höher aus als in den zwei Monaten zuvor.

## Leistungsbilanz im einzelnen

### Ausfuhren

Die Ausfuhrtätigkeit, die sich zur Jahresmitte sprunghaft belebt hatte, setzte ihre Aufwärtsbewegung in den Herbstmonaten beschleunigt fort. Im Zweimonatszeitraum Oktober/November 1996 übertrafen die Exporte saisonbereinigt den Vergleichswert der vorangegangenen beiden Monate August/September um gut 4 1/2%; gegenüber dem Vorjahr sind sie damit (nach Ausschaltung der Kalendereinflüsse) um 9 1/2% gewachsen, verglichen mit einer Vorjahrsrate von knapp 5% im dritten Vierteljahr. Die Ausfuhren reagierten demnach zwar mit einer merklichen Verzögerung auf die Kräftigung der Auslandsnachfrage seit der Jahreswende 1995/96. Die Lücke zwischen Auslandsaufträgen und Ausfuhrlieferungen, die sich dadurch bis ins dritte Quartal ergab, hat sich durch das beschleunigte Exportwachstum in der Folgezeit aber deutlich verringert.

Für die Nachhaltigkeit der Ausfuhrbelebung sprechen nicht nur die anhaltend kräftigen Nachfrageimpulse, sondern auch die im Vergleich zu den Sommermonaten zuletzt nochmals günstigeren Exporterwartungen der deutschen Wirtschaft nach dem ifo Konjunkturtest. Daran gemessen schätzte die deutsche Wirtschaft die Lage im Auslandsgeschäft gegen Ende vorigen Jahres fast ebenso positiv ein wie zuletzt im Herbst 1994. Als günstig dürfte sich dabei die Korrektur der übersteigerten DM-Aufwertung aus dem Jahr 1995 und die dadurch verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Anbieter erwiesen haben, und zwar nicht nur im „Dollarraum“, sondern auch gegenüber



## Regionale Entwicklung des Außenhandels \*)

3. Quartal 1996, saisonbereinigt

Ländergruppe/Land	Ausfuhr		Einfuhr	
	Mrd DM	Veränd. in % geg. Vor- quartal	Mrd DM	Veränd. in % geg. Vor- quartal
Industrieländer	149,1	+ 0,9	130,5	+ 1,2
EU-Länder	110,8	0,0	94,5	+ 0,5
darunter:				
Belgien und Luxemburg	12,1	- 0,8	10,9	+ 5,8
Frankreich 1)	20,5	+ 2,0	17,1	- 1,7
Großbritannien	15,2	- 0,7	11,6	+ 3,6
Italien	14,7	+ 2,8	14,0	- 2,1
Niederlande	14,5	- 0,7	14,9	0,0
Österreich	11,1	+ 2,8	6,6	+ 4,7
Spanien	6,9	+ 1,5	5,6	0,0
Sonstige Industrieländer	38,2	+ 3,5	36,0	+ 2,6
darunter:				
Vereinigte Staaten von Amerika	15,7	+ 6,8	13,1	+ 9,2
Japan	5,4	- 1,8	8,1	- 9,0
Reformländer	21,6	+ 6,4	20,1	- 1,0
darunter:				
Mittel- und ost- europäische Reformländer	18,9	+ 10,5	15,6	- 1,9
China	2,7	+ 12,5	4,6	0,0
Entwicklungsländer	26,3	+ 5,2	19,2	- 2,5
darunter:				
OPEC-Länder	4,4	+ 4,8	3,1	- 6,1
Südostasiatische Schwellenländer	11,3	+ 3,7	8,7	- 4,4
Alle Länder	197,9	+ 3,5	170,0	- 0,1

\* Die Gesamtangaben für die Einfuhr bis Juli 1996 enthalten Korrekturen, die für die Nicht-EU-Länder noch nicht regional aufgliedert sind. — 1 Ohne Luftfahrzeuge.

Deutsche Bundesbank

wichtigen Handelspartnern in der Europäischen Union. Darüber hinaus haben aber vor allem auch die in letzter Zeit durchgeführten Anpassungs- und Rationalisierungsmaßnahmen in der deutschen Industrie sowie die moderateren Lohnabschlüsse die Wettbewerbsposition der deutschen Wirtschaft gestärkt. Letztlich ist dies neben einer ständigen Verbesserung der Angebotspalette der einzig verlässliche Weg, auf dem Unternehmen und Beschäftigte auch künftig am Wachstum des Welthandels partizipieren können.

Die kräftigsten Wachstumsimpulse für die deutsche Exportwirtschaft kamen nach den bislang allerdings nur bis zum September reichenden Angaben über die Regionalstruktur der deutschen Ausfuhren aus den Ländern außerhalb der Europäischen Union. Der Wert der Exporte in die EU-Länder, auf die fast 60% der deutschen Ausfuhren entfallen, blieb im dritten Quartal 1996 gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt unverändert. Demgegenüber wuchsen im Vergleichszeitraum die Warenlieferungen in die sonstigen Industrieländer nach Ausschaltung der Saisonschwankungen um 3 1/2%. Allein die Ausfuhren in die USA sind im dritten Quartal dem Wert nach um knapp 7% gestiegen; offenbar konnten die deutschen Anbieter aufgrund der wechselkursbedingten Preisvorteile die Absatzchancen auf dem expandierenden US-Markt nachhaltig nutzen. Anhaltend aufwärtsgerichtet blieben des weiteren die saisonbereinigten Ausfuhren in die mittel- und osteuropäischen Reformländer (10 1/2%) sowie in die Entwicklungsländer (5%).

*Regional-  
struktur*

Ausfuhr nach  
Warengruppen

Lebhaft gefragt waren bei der deutschen Exportwirtschaft vor allem deutsche Investitionsgüter. Nach den bislang ebenfalls nur bis September reichenden Angaben über die Warenstruktur wuchsen die Ausfuhr von Produkten der deutschen Investitionsgüterindustrie im dritten Quartal 1996 gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt um 4 1/2 %; den entsprechenden Vorjahrsstand übertrafen sie damit um 7 1/2 % (kalenderbereinigt). Die größten Zuwächse erzielten dabei die Ausfuhr von Straßenfahrzeugen (16 % gegenüber dem Vorjahr), die statistisch in vollem Umfang den Investitionsgütern zugeordnet werden. Gleichzeitig sind allerdings auch die Automobileinfuhren aus dem Ausland kräftig gestiegen (12 %). Dies kennzeichnet nicht zuletzt die wachsende internationale Verflechtung im Automobilsektor sowie die regionale Diversifizierung der Produktionsstandorte. Aber auch bei Investitionsgütern im engeren Sinn, wie Erzeugnissen des Maschinenbaus und der Elektrotechnischen Industrie, waren die Jahreszuwächsraten im dritten Quartal 1996 vergleichsweise hoch (7 1/2 % bzw. 6 %). Demgegenüber konnten die Hersteller von Verbrauchsgütern sowie von Grundstoffen und Produktionsgütern nur verhältnismäßig bescheidene Absatzserfolge im Auslandsgeschäft verbuchen.

Einfuhren

Zum Anstieg des Außenhandelsüberschusses hat in den Herbstmonaten auch die verhaltenere Inlandsnachfrage in Deutschland beigetragen, in deren Gefolge die realen Einfuhren verhältnismäßig schwach blieben. Zwar haben sich die wertmäßigen Importe im Zweimonatszeitraum Oktober/November gegenüber August/September nach einer län-

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Position	1995 1)		1996 1)	
	Okt./ Nov.	Aug./ Sept.	Okt./ Nov.	Aug./ Sept.
Mrd DM				
I. Leistungsbilanz				
1. Außenhandel 2)				
Ausfuhr (fob)	132,6	122,2	145,5	
Einfuhr (cif)	114,9	105,3	124,6	
Saldo	+ 17,7	+ 16,8	+ 20,9	
nachrichtlich:				
Saisonbereinigte Werte				
Ausfuhr (fob)	125,2	131,1	137,2	
Einfuhr (cif)	109,1	113,6	118,3	
2. Ergänzungen zum Warenverkehr 3)	- 0,9	- 0,1	0,2	
3. Dienstleistungen				
Einnahmen	21,3	23,1	23,7	
Ausgaben	28,6	34,7	32,2	
Saldo	- 7,3	- 11,6	- 8,5	
4. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Saldo)	- 3,3	- 3,7	- 4,2	
5. Laufende Übertragungen				
Fremde Leistungen	3,3	3,1	3,8	
Eigene Leistungen	13,7	10,2	13,2	
Saldo	- 10,4	- 7,1	- 9,4	
Saldo der Leistungsbilanz	- 4,3	- 5,7	- 1,0	
II. Vermögensübertragungen				
Fremde Leistungen	0,4	0,3	0,7	
Eigene Leistungen	0,2	0,2	0,2	
Saldo	+ 0,2	+ 0,1	+ 0,5	
III. Kapitalbilanz				
(Netto-Kapitalexport: -)				
Direktinvestitionen	- 2,0	- 3,9	- 9,3	
Deutsche Anlagen				
im Ausland	- 5,1	- 6,1	- 8,6	
Ausländische Anlagen				
im Inland	+ 3,2	+ 2,2	- 0,8	
Wertpapiere 4)	+ 10,9	+ 22,7	+ 21,7	
Deutsche Anlagen				
im Ausland	- 6,6	- 3,4	- 5,7	
Ausländische Anlagen				
im Inland	+ 17,6	+ 26,1	+ 27,4	
Kreditverkehr 4)	- 0,4	+ 1,6	- 1,8	
Kreditinstitute	- 2,1	- 14,2	+ 11,3	
langfristig	+ 6,3	+ 1,7	+ 2,1	
kurzfristig	- 8,3	- 15,9	+ 9,2	
Unternehmen und Privatpersonen	+ 5,2	+ 12,5	- 14,7	
langfristig	+ 0,3	- 0,3	- 3,4	
kurzfristig	+ 4,9	+ 12,8	- 11,3	
Öffentliche Stellen	- 3,5	+ 3,3	+ 1,6	
langfristig	- 3,0	+ 1,5	+ 0,1	
kurzfristig	- 0,4	+ 1,8	+ 1,5	
Sonstige Kapitalanlagen	- 1,4	- 0,5	- 0,8	
Saldo der gesamten Kapitalbilanz	+ 7,2	+ 20,0	+ 9,9	
IV. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)	- 2,0	- 11,5	- 7,4	
V. Veränderung der Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank zu Transaktionswerten (Zunahme: + ) 5)				
(I + II + III + IV)	+ 1,1	+ 2,9	+ 2,0	

1 Ergebnisse durch Änderung in der Erfassung des Außenhandels mit größerer Unsicherheit behaftet. — 2 Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik. — 3 Hauptsächlich Lagerverkehr auf inländische Rechnung und Absetzung der Rückwaren. — 4 Ohne Direktinvestitionen. — 5 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

geren Stagnationsphase saisonbereinigt um 4% erhöht, das entsprechende Vorjahrsniveau übertrafen sie damit (kalenderbereinigt) um 8½%, verglichen mit einer Jahressteigerungsrate von 9½% auf der Ausführseite. Der nominelle Zuwachs dürfte jedoch zu einem nennenswerten Teil auf preisbedingt höhere Energieimportrechnungen zurückzuführen sein; jedenfalls nahmen die Einfuhren von Energieträgern, den vorliegenden Angaben zufolge (die allerdings nur bis September reichen), im dritten Quartal 1996 gegenüber ihrem Vorjahrsstand um nicht weniger als 34% zu. Ausschlaggebend dafür war, daß sich die Importpreise für Erdöl binnen Jahresfrist um gut 28½% erhöht hatten. Auch die im dritten Quartal kräftig gestiegenen Importwerte aus den Vereinigten Staaten (saisonbereinigt 9%) dürften zu einem großen Teil auf höhere DM-Einfuhrpreise zurückzuführen sein, die sich aus der Aufwertung des Dollar ergeben haben. Im Durchschnitt sind die Importpreise in den beiden Berichtsmonaten Oktober und November gegenüber dem vorangegangenen Zweimonatszeitraum um 1% gestiegen; sie lagen damit 1½% höher als ein Jahr zuvor. Das (reale) Importvolumen ist daher vor allem in letzter Zeit deutlich schwächer gewachsen, als der Anstieg der nominellen Importwerte zunächst vermuten lassen mag.

„Unsichtbare“  
Transaktionen

Im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen mit dem Ausland, der den Dienstleistungsverkehr, die Erwerbs- und Vermögenseinkommen und die Laufenden Übertragungen umfaßt, ist das Defizit in den Monaten Oktober und November wieder gestiegen, nachdem Sondereinflüsse im September

das Vergleichsergebnis für die beiden Vormonate vorübergehend deutlich niedriger ausfallen ließen. Mit 25 Mrd DM lag der Minussaldo (in saisonbereinigter Rechnung) daher zwar um gut 5½ Mrd DM höher als im August/September, aber in einer ähnlichen Größenordnung wie in dem entsprechenden Vorjahrszeitraum (24 Mrd DM).

Knapp die Hälfte des Defizits entfällt auf den Passivsaldo der Dienstleistungsbilanz (10½ Mrd DM), der in den Monaten Oktober und November gegenüber den beiden Vormonaten saisonbereinigt um 2½ Mrd DM gestiegen ist. Das Defizit resultiert im wesentlichen aus dem Auslandsreiseverkehr, der (saisonbereinigt) in den Monaten Oktober und November mit Netto-Ausgaben in Höhe von 9 Mrd DM abschloß; das sind knapp 1 Mrd DM mehr als in dem vorangegangenen Zweimonatszeitraum. Hierin dürfte vor allem die Verteuerung der Auslandsreisen ihren Niederschlag gefunden haben, die sich aus der Stärkung der Währungen wichtiger Reiseländer für deutsche Geschäftsreisende und Touristen ergeben hat. Angaben über die regionale Struktur der deutschen Tourismusausgaben im Ausland, die diese Vermutung stützen könnten, liegen für den Berichtszeitraum zwar noch nicht vor. Das traditionell hohe Gewicht der deutschen Reiseausgaben in den Ländern des Mittelmeerraums ebenso wie die in den letzten Jahren gestiegene Beliebtheit von Fernreisen sprechen jedoch dafür, daß solche Einflüsse eine Rolle gespielt haben.

Dienstleistungs-  
bilanz

In der Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen bewegte sich das Defizit in den Monaten Oktober und November nach Ausschal-

Erwerbs- und  
Vermögens-  
einkommen

tung der saisonalen Schwankungen mit 4 Mrd DM auf dem Niveau der beiden vorangehenden Monate. Im wesentlichen handelt es sich dabei um den Saldo der Kapitalertragseinnahmen und -ausgaben, der vor allem aufgrund höherer Ausgaben seit dem Sommer vorigen Jahres noch etwas tiefer als zuvor ins Minus gerückt ist. Offenbar konnten die höheren Nettokapitalerträge aufgrund des gestiegenen Zinsvorsprungs für den Dollar und dessen höherer Bewertung an den Devisenmärkten die Belastung der Kapitalertragsbilanz aus dem sinkenden deutschen Netto-Auslandsvermögen nicht ausgleichen. Möglicherweise hat aber auch die bemerkenswerte Zinskonvergenz zwischen wichtigen Partnerwährungen in Europa und der D-Mark mit dazu beigetragen, obwohl der Anteil der nicht auf Dollar lautenden deutschen Fremdwährungsforderungen gegenüber dem Ausland nur verhältnismäßig klein sein dürfte.

*Laufende  
Übertragungen*

Das Defizit in der Übertragungsbilanz, das sich nach dem vorübergehenden Rückgang im September in der Folgezeit wieder in „normalen“ Größenordnungen bewegte, summierte sich in den Monaten Oktober und November auf 10 1/2 Mrd DM (saisonbereinigt), verglichen mit 7 1/2 Mrd DM in den beiden Vormonaten. Der Differenzbetrag von 3 Mrd DM geht auf die bereits erwähnten Rückerstattungen aus dem EG-Nachtragshaushalt im September zurück. Durch sie sanken die deutschen Netto-Zahlungen an die EU in der Vorperiode unter die sonst gewohnten Größenordnungen. Die übrigen laufenden Transferzahlungen blieben demgegenüber praktisch unverändert. So wurden für

Renten, Pensionen und Unterstützungen Zahlungen von rund 2 Mrd DM (netto) an das Ausland geleistet, und in Form von Heimatüberweisungen von in Deutschland beschäftigten ausländischen Arbeitskräften flossen gut 1 Mrd DM ab.

### Kapitalverkehr und Reservebewegungen

---

Vor dem Hintergrund anhaltender Verschiebungen im internationalen Zins- und Wechselkursgefüge verzeichneten die deutschen Kapitalmärkte im letzten Vierteljahr 1996 netto gerechnet ein deutlich geringeres Mittelaufkommen aus dem Ausland als in den Monaten von Juli bis September. Deutsche Wertpapiere konnten sich im Wettbewerb um internationales Anlagekapital dennoch vergleichsweise gut behaupten, da günstige Fundamentalfaktoren auch hierzulande Kursgewinne erwarten ließen. Zwar legten ausländische Anleger im Berichtszeitraum mit netto 31 Mrd DM rund 10 Mrd DM weniger in hiesigen Titeln an als im Quartal davor; dieser Rückgang ist aber fast ausschließlich einer Sonderentwicklung bei Optionsscheinen zuzuschreiben.<sup>1)</sup> Dagegen traten Ausländer nach einer Periode der Zurückhaltung wieder verstärkt als Käufer am deutschen Aktienmarkt auf; per saldo erwarben sie zwischen Oktober und Dezember für 6 Mrd DM inländische Aktien. Der weit überwiegende

*Ausländische  
Anlagen in  
deutschen  
Wertpapieren*

---

1 Inländische Emittenten von Optionsscheinen hatten aufgrund der so offenbar nicht erwarteten Kursentwicklung an vielen internationalen Aktienbörsen hohe Differenzzahlungen an das Ausland zu leisten. Diese werden in der deutschen Zahlungsbilanz wie Einlösungen inländischer Optionsscheine durch Ausländer gebucht, da ein gleichgerichteter Zahlungsstrom vom Inland ins Ausland fließt.

## Kapitalverkehr

Mrd DM, Netto-Kapitalexport: –

Position	1995		1996	
	4. Vj.	3. Vj.	3. Vj.	4. Vj.
1. Direktinvestitionen	– 9,9	– 7,6	– 14,9	
Deutsche Anlagen im Ausland	– 13,5	– 11,5	– 13,5	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 3,6	+ 3,8	– 1,4	
2. Wertpapiere	+ 5,3	+ 27,3	+ 12,6	
Deutsche Anlagen im Ausland	– 15,8	– 13,6	– 18,3	
Aktien	+ 0,0	– 0,7	– 9,8	
Investmentzertifikate	– 3,5	– 0,5	– 0,1	
Rentenwerte	– 5,1	– 5,6	– 5,2	
Geldmarktpapiere	– 4,7	– 2,6	– 4,1	
Finanzderivate 1)	– 2,5	– 4,2	+ 0,9	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 21,1	+ 40,9	+ 30,9	
Aktien	– 3,9	– 0,1	+ 5,9	
Investmentzertifikate	– 0,2	– 0,4	– 1,8	
Rentenwerte	+ 25,2	+ 28,6	+ 27,3	
Geldmarktpapiere	– 2,3	+ 10,2	+ 5,8	
Optionsscheine	+ 2,3	+ 2,8	– 6,3	
3. Kreditverkehr	+ 10,4	+ 1,4	– 18,0	
Kreditinstitute	– 11,0	– 20,3	– 21,2	
langfristig	+ 6,3	+ 5,8	+ 3,2	
kurzfristig	– 17,3	– 26,2	– 24,4	
Unternehmen und Privatpersonen	+ 20,7	+ 12,9	+ 1,6	
langfristig	+ 0,4	– 0,7	– 3,4	
kurzfristig 2)	+ 20,2	+ 13,6	+ 5,0	
Öffentliche Stellen	+ 0,7	+ 8,8	+ 1,6	
langfristig	+ 1,6	+ 2,0	+ 0,6	
kurzfristig	– 0,9	+ 6,8	+ 1,0	
4. Sonstige Kapitalanlagen	– 1,8	– 1,0	– 1,3	
5. Saldo aller statistisch erfaßten Kapitalbewegungen	+ 4,0	+ 20,1	– 21,5	
Nachrichtlich: Veränderung der Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank zu Transaktionswerten (Zunahme: +) 3)	+ 0,6	+ 0,2	– 2,0	

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 1996. — 3 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

Teil der Mittel dürfte letztlich der Neuemission der Telekom-Aktie zugute gekommen sein, was zum Teil sicherlich zu Lasten anderer Dividendenwerte gegangen ist. Vor allem aber festverzinsliche Wertpapiere inländischer Emittenten waren im Ausland weiterhin gefragt. Internationale Anleger stockten ihre deutschen Rentenportefeuilles im Berichtszeitraum um 27 1/2 Mrd DM auf und damit nahezu ebenso stark wie im Quartal davor (28 1/2 Mrd DM).

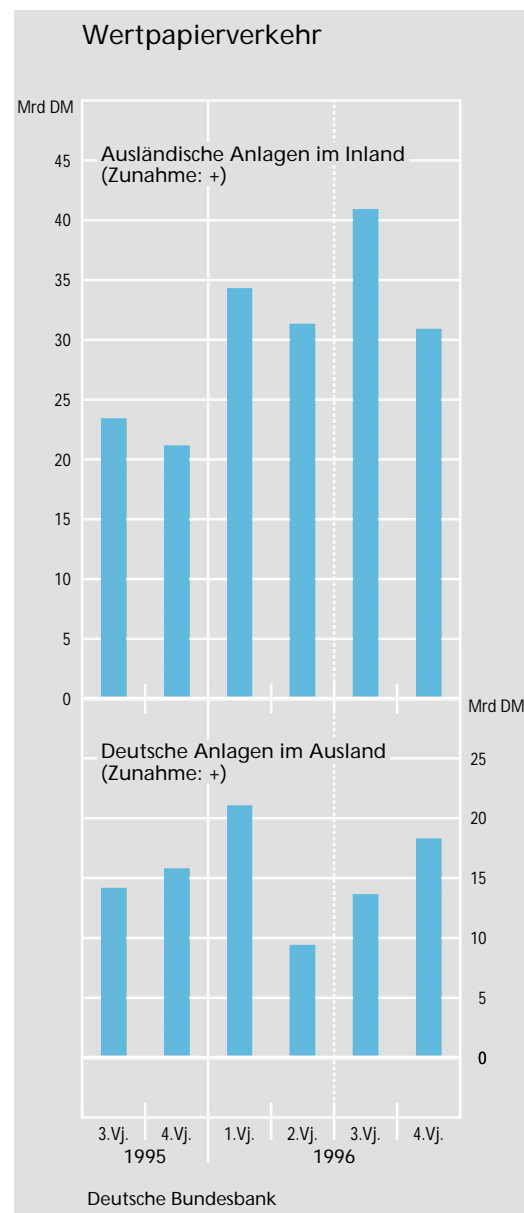
Die Netto-Käufe entfielen überwiegend auf Bankschuldverschreibungen. Von den Emissionen hiesiger Banken stießen international vor allem Fremdwährungsanleihen auf größeres Interesse (12 1/2 Mrd DM); zum Teil werden diese Papiere auf die Bedürfnisse der ausländischen Anleger hin „maßgeschneidert“. Unter den Emissionswährungen spielten zuletzt der Dollar und der französische Franc die bedeutendste Rolle. Im Bereich der Staatspapiere konnten sich neben Bundesanleihen und Bundesobligationen inzwischen auch die im September erstmals angebotenen zweijährigen Schatzanweisungen („Schätze“) im Ausland einen Markt erobern.

Im Gegensatz zu den längerfristigen Rentenwerten investierten Ausländer in Geldmarktpapiere mit knapp 6 Mrd DM nur gut halb so viel wie in den Monaten Juli bis September. Neben zins- und währungsspekulativen Überlegungen dürfte hierbei eine Rolle gespielt haben, daß die im Oktober emittierte zweite Tranche der „Bubills“ geringer ausfiel als die

erste vom Juli.<sup>2)</sup> Damals hatten sich Anleger aus dem Ausland (darunter auch ausländische Notenbanken) sehr stark in diesen Papieren engagiert. Alles in allem dürften sich am Jahresende 1996 schätzungsweise 70% der Gesamtemission in den Portefeuilles ausländischer Anleger befunden haben.

*Deutsche Wertpapieranlagen im Ausland*

Bei weiter sinkenden DM-Zinsen und offenbar als geringer eingeschätzten Wechselkursrisiken hat sich das Interesse inländischer Anleger an ausländischen Wertpapieren zuletzt spürbar belebt. Mit 18 1/2 Mrd DM erwarben sie im Berichtsquartal dem Betrag nach um rund 4 1/2 Mrd DM mehr ausländische Wertpapiere als im Vierteljahr davor, wobei als Käufer auch Kreditinstitute in Erscheinung traten. Dividendenwerte waren angesichts positiver Marktentwicklungen an vielen Auslandsbörsen – mit Ausnahme Japans, wo der Nikkei-Index in der Zeit um den Jahreswechsel regelrecht einbrach – besonders gefragt (10 Mrd DM); aber auch ausländische Geldmarktpapiere (4 Mrd DM) gewannen im Vergleich zum Vorzeitraum etwas an Boden. Dagegen haben sich die Käufe von Rentenwerten per saldo kaum verändert (5 Mrd DM). Insgesamt gesehen dominierten auch bei den zinstragenden Anlageformen die auf Fremdwährung lautenden Papiere. Neben dem Dollar standen mit Blick auf die näherrückende Währungsunion vor allem einige potentielle Teilnehmerwährungen hoch in der Gunst inländischer Anleger; sie versprachen angesichts des massiven „convergence-trading“ auf kurze Sicht beträchtliche Kursgewinne. Dagegen läßt sich – trotz des gewachsenen Zinsvorsprungs von Sterling-Anleihen – keine auffällig hohe Nachfrage aus Deutschland



nach derartigen Titeln feststellen, was nicht ausschließt, daß ausländische Anleger verstärkt in die britische Währung investiert haben.

<sup>2</sup> Der Gesamtumfang dieser unterjährigen Schatzanweisungen des Bundes ist für 1996 und 1997 auf jeweils höchstens 20 Mrd DM begrenzt; das Zuteilungsvolumen der ersten Tranche lag bei 11 Mrd DM, das der zweiten Tranche bei 8 1/2 Mrd DM.



Im Gegensatz zu den Vorjahren, in denen es aus steuerlichen Gründen zum Jahresende hin per saldo jeweils zu einem etwas umfangreicheren Erwerb ausländischer Investmentzertifikate gekommen war, hielten sich die Käufe und Verkäufe solcher Anteilscheine im letzten Vierteljahr 1996, wie auch in den drei Monaten davor, praktisch die Waage. Mit der beschlossenen (faktischen) Abschaffung der Vermögenssteuer scheint ein entscheidendes Anlagemotiv für solche Papiere entfallen zu sein.

Insgesamt sind aus den Wertpapiertransaktionen zwischen Inländern und Ausländern im letzten Quartal 1996 12 1/2 Mrd DM aufgenommen; das war weniger als halb so viel wie im Vorquartal. Diesen Kapitalimporten standen hohe Abflüsse in den übrigen Bereichen des Kapitalverkehrs gegenüber. So ist das Defizit bei den Direktinvestitionen recht deutlich auf netto 15 Mrd DM gestiegen. Entscheidend dazu beigetragen hat, daß ausländische Firmen zwischen Oktober und Dezember per saldo Gelder aus ihren hiesigen Tochterunternehmen abgezogen haben (- 1 1/2 Mrd DM), nachdem sie noch im Dreimonatsabschnitt davor fast 4 Mrd DM in Deutschland investiert hatten; dabei wurde im Ergebnis insbesondere die langfristige Darlehensverschuldung der hiesigen Auslandsniederlassungen gegenüber ihren Muttergesellschaften zurückgeführt. Dagegen gaben deutsche Firmen für den Erwerb von Auslandsbeteiligungen mit 13 1/2 Mrd DM etwas mehr aus als im dritten Vierteljahr. Dieser Anstieg entspricht allerdings den üblichen saisonalen Grundtendenzen der Direktinvestitionen zum Jahresende.

*Direktinvestitionen*

Im statistisch erfaßten Kreditverkehr der Nichtbanken ist es zuletzt mit 3 Mrd DM zu wesentlich geringeren Zuflüssen gekommen als im Quartal davor (21 1/2 Mrd DM): So führten die grenzüberschreitenden Kredit- und Anlageentscheidungen öffentlicher Stellen trotz Kreditaufnahmen im Ausland per saldo nur zu einem kleinen Plus von 1 1/2 Mrd DM, da die Sozialversicherungsträger am Jahresende ihre Guthaben am Euromarkt merklich höher dotiert haben. Im Gegensatz dazu zogen Unternehmen und Privatpersonen im Rahmen ihrer Ultimodispositionen – wie auch schon in früheren Jahren – in größerem Umfang Guthaben bei ausländischen Banken ab, nachdem sie diese vor allem im Oktober noch kräftig aufgestockt hatten. Zum Teil stellen diese kurzfristigen Geldimporte den Gegenposten zu den Entwicklungstendenzen im Inland dar, wo insbesondere die Sichteinlagen der privaten Nichtbanken zum Jahresende hin deutlich gestiegen sind. Alles in allem flossen den Unternehmen und Privatpersonen im Schlußquartal 1996 damit 1 1/2 Mrd DM an Kreditmitteln zu.

*Kreditverkehr  
der Nicht-  
banken*

Im Kreditverkehr der Banken setzte sich der seit Jahresbeginn zu beobachtende Rückgang der Zuflüsse langfristiger Mittel fort; per saldo kamen im Schlußquartal 1996 gerade noch 3 Mrd DM auf. Damit dominierten in diesem Bereich des Kapitalverkehrs einmal mehr die kurzfristigen Geldbewegungen, deren Saldo überwiegend als Gegenposten zu den übrigen Transaktionen im Leistungs- und Kapitalverkehr zu interpretieren ist. Im Ergebnis stiegen die kurzfristigen Netto-Auslandsforderungen der Banken in den Monaten Oktober

*Kreditverkehr  
der Banken*

bis Dezember um 24 1/2 Mrd DM und damit fast ebenso stark wie im Vierteljahr davor.

In der Gesamtbetrachtung der Zahlungsbilanz unterscheidet sich die Situation allerdings dadurch, daß die übrigen grenzüberschreitenden Transaktionen im Vorquartal per saldo zu einem Überschuß geführt hatten, der im Anstieg der kurzfristigen Auslandsposition der Banken seinen bilanzmäßigen Gegenposten fand. Dagegen ist – nach den bisher vorliegenden Angaben – für das Berichtsquartal im Leistungs- und Kapitalverkehr der Nichtbanken mit einem Passivsaldo zu rechnen, der zusammen mit dem hohen Minus im Kreditverkehr der Banken einen sehr hohen positiven Restposten als „Gegenbuchung“ in der Zahlungsbilanz impliziert. Nach den negativen Restposten in den vorangegangenen Quartalen könnte dies auf zeitliche Zuordnungs- und Abgrenzungsprobleme hindeuten, die offenbar eine vollständige und zeitgerechte Erfassung aller grenzüberschreitenden Leistungs- und Kapitalverkehrstransaktionen in letzter Zeit in besonderem Maße erschweren.

*Auslands-  
position der  
Bundesbank*

Im Gegensatz zur Auslandsposition der Kreditinstitute sind die Netto-Auslandsforderungen der Deutschen Bundesbank zum Jahresende hin etwas zurückgegangen; per saldo schmolzen sie zwischen Oktober und Dezember um 2 Mrd DM ab. Ausschlaggebend hierfür waren Abgaben von zuvor außerhalb des Marktes zugeflossenen Devisen, die nicht dauerhaft im Bestand der Währungsreserven bleiben sollten. Zu Transaktionswerten gerechnet sanken die Auslandsaktiva der Bundesbank im Berichtsquartal insgesamt gese-

hen um 2 1/2 Mrd DM und die Auslandspassiva um 1/2 Mrd DM. Unter Zugrundelegung der alten Bilanzkurse von Ende 1995 beliefen sich die Netto-Auslandsaktiva damit auf 105 Mrd DM nach 107 Mrd DM Ende 1995. Im Januar 1997, für den bereits Angaben vorliegen, hat sich die Netto-Auslandsposition der Bundesbank nur wenig verändert (– 1/2 Mrd DM).

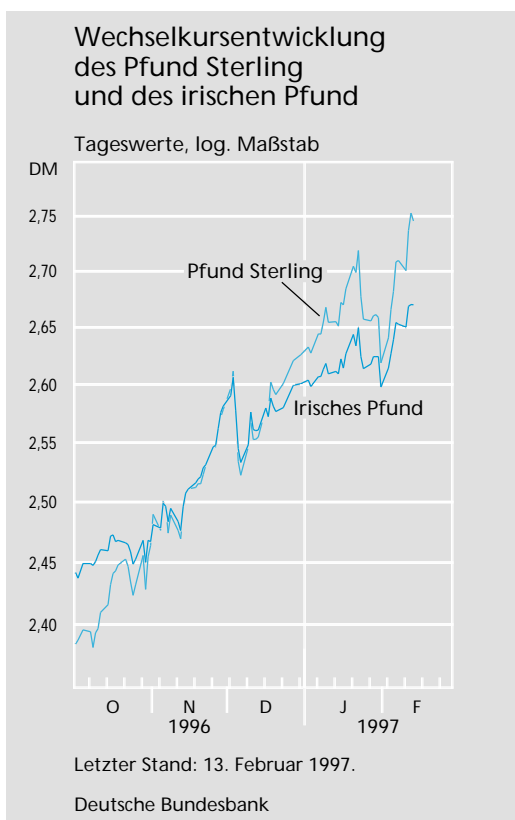
### Wechselkursentwicklung

---

Die Entwicklung an den Devisenmärkten stand in den Wintermonaten im Zeichen weiter fortschreitender Entspannung und Normalisierung. Gerade die Partnerwährungen, die im Frühjahr 1995 stark unter Druck geraten waren, haben mittlerweile wieder spürbar an Boden gewonnen.

Im Mittelpunkt des Interesses stand naturgemäß die weitere Kurserholung des US-Dollar, der zum Ende des Jahres erstmals wieder die Marke von 1,55 DM überschritt und sich im Anschluß daran weiter festigen konnte. Die weiterhin recht robuste Wirtschaftsentwicklung in den Vereinigten Staaten hat diese positive Grundstimmung für die amerikanische Währung ebenso gefördert wie die seit Anfang Dezember letzten Jahres zunehmende Zinsdifferenz zugunsten des Dollar. Strukturelle Belastungsfaktoren der amerikanischen Währung, wie die weiterhin unge lösten Defizitprobleme der US-Leistungsbilanz und das darin zum Ausdruck kommende interne Ersparnisungleichgewicht, scheinen angesichts der notwendigen Konsolidierungsaufgaben in Deutschland und Europa in den

*US-Dollar*



Hintergrund getreten zu sein. Bei Abschluß des Berichts notierte die US-Währung bei rund 1,68 DM; real betrachtet entspricht dies einem Niveau, welches der Dollar das letzte Mal Anfang 1994 erreicht hatte.

*Europäische  
Währungen...*

Auch einige europäische Partnerwährungen konnten sich nachhaltig gegenüber der D-Mark erholen. Auffällig ist hier der schon seit Mitte letzten Jahres andauernde Höhenflug des Pfund Sterling. Allein in der Berichtsperiode legte die britische Währung gegenüber der D-Mark um über 30 Pfennige zu. Mit 2,73 DM notierte sie zuletzt fast wieder auf dem Stand vom Herbst 1992. Das anhaltend kräftige Wachstum der britischen Wirtschaft und die damit verknüpften Zinserwartungen dürften zu diesen gewandelten Anlagepräferenzen zu Gunsten des englischen

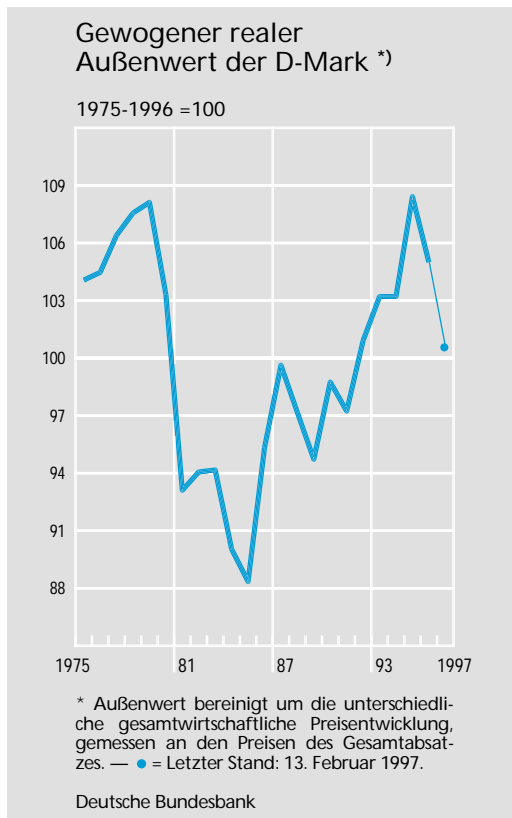
Pfund beigetragen haben. Darüber hinaus scheinen manche Anleger im Pfund Sterling zunehmend aber auch eine Alternative zum Schweizer Franken für Anlagen außerhalb des künftigen Euro-Raums zu sehen. Jedenfalls hat die schweizerische Währung in den letzten Monaten merklich gegenüber der D-Mark an Boden verloren, nachdem sie bis dahin sehr fest notiert hatte.

Die Entwicklung der D-Mark gegenüber den meisten am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmenden Währungen verlief in den Wintermonaten dagegen weitgehend ruhig – mit in jüngster Zeit leichten Terraingewinnen für die italienische Lira und den portugiesischen Escudo. Nur die irische Währung konnte während der Berichtsmonate – aufgrund der engen Verflechtung mit der britischen Wirtschaft – im Sog des Pfund Sterling nachhaltige Kursgewinne in der Größenordnung von ungefähr 9% für sich verbuchen. Damit blieb das irische Pfund die am höchsten bewertete Währung im Europäischen Wechselkursmechanismus. Gegenüber dem französischen Franc, der während des Beobachtungszeitraums weitgehend stabil blieb, verzeichnete es zuletzt sogar einen Kursvorsprung (im Vergleich zum Leitkurs) von rund 11%.

*... insbesondere  
EWS-  
Währungen*

Die Kursentwicklung gegenüber dem japanischen Yen ist schon seit einiger Zeit von besonderer Unsicherheit und entsprechenden Ausschlägen in beiden Richtungen gekennzeichnet. In den Wintermonaten hat diese Entwicklung angehalten. Dabei spielen neben den andauernden strukturellen Belastungsfaktoren auch die unklaren Perspektiven über

*Japanischer  
Yen*



die weitere Wirtschaftsentwicklung eine Rolle, zumal nach dem letztjährigen Rekord-

defizit des Gesamthaushalts von nahezu 7 % des Bruttoinlandsprodukts und einer derzeitigen Schuldenquote von knapp 90 % eine Konsolidierung der japanischen Staatsfinanzen dringender als zuvor erscheint. Im Ergebnis schwankte die japanische Währung seit Anfang Oktober in einer Bandbreite von 1,32 DM bis 1,38 DM. Zuletzt notierte sie mit knapp 1,36 DM etwas fester als Anfang Oktober.

Im gewogenen Durchschnitt wurde die D-Mark gegenüber den Währungen von 18 Industrieländern bei Abschluß des Berichts um gut 2 1/2 % niedriger bewertet als Anfang Oktober 1996. Unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Preis- beziehungsweise Kostenentwicklung im In- und Ausland bewegt sich der gewogene Außenwert damit – real betrachtet – in einer Größenordnung, die in etwa dem Durchschnitt der letzten zwanzig Jahre entspricht.

*Außenwert der D-Mark*