

Außenwirtschaft

In den Herbstmonaten hat sich das weltwirtschaftliche Umfeld merklich eingetrübt. Die Wachstumsimpulse, die bis zum Sommer vom Auslandsgeschäft der deutschen Wirtschaft ausgegangen waren, sind weitgehend versiegt. Nachdem die Belastungen aus den Krisen in Südostasien, Lateinamerika sowie einigen osteuropäischen Staaten mittlerweile für fast alle westlichen Industriestaaten spürbar wurden, sind die deutschen Ausfuhren im vierten Quartal 1998 saisonbereinigt gegenüber dem Vorquartal weiter zurückgegangen. Die dämpfenden Wirkungen, die davon auf die Wirtschaftstätigkeit im Inland ausgingen, wurden per saldo betrachtet dadurch etwas abgemildert, daß gleichzeitig auch die Einfuhren gesunken sind. Allerdings war real gerechnet der Rückgang der Importe wesentlich schwächer als auf der Exportseite. Da sich die Einfuhren aber stärker als die Ausfuhren verbilligten, ging der Ausfuhrüberschuß im letzten Vierteljahr, dem Wert nach und saisonbereinigt gerechnet, nur um 2 ½ Mrd DM auf 30 Mrd DM zurück. Die „unsichtbaren“ Transaktionen des Leistungsverkehrs mit dem Ausland schlossen, vornehmlich aufgrund von gestiegenen Kapitalertragszahlungen an das Ausland, mit einem deutlich höheren Passivsaldo ab als in der Vorperiode. Daher wies die gesamte Leistungsbilanz im vierten Quartal ein saisonbereinigtes Defizit von 11 ½ Mrd DM auf, verglichen mit einem leichten Minus von knapp ½ Mrd DM im dritten Vierteljahr.

Überblick

Leistungsbilanz im einzelnen

Nachdem die deutschen Ausfuhren, dem Wert nach und saisonbereinigt gerechnet,

Ausfuhren

bereits im dritten Quartal 1998 um 1 ½ % gegenüber dem Vorquartal gesunken waren, nahmen sie im vierten um weitere 3 % ab. Sie lagen damit nur noch um 1 ½ % über ihrem Vergleichswert vom Vorjahr. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, daß sich die Ausfuhrpreise binnen Jahresfrist um gut 1 % ermäßigt haben, so daß der reale Exportzuwachs im Vergleich zum Vorjahr entsprechend höher war (rd. 2 ½ %). Die dahinterstehende Abschwächung ist dennoch beträchtlich, was auch daran zu erkennen ist, daß der Vorjahrsabstand im Frühsommer mehr als dreimal so groß war. Zu dieser Zeit stagnierte allerdings bereits das Neugeschäft der deutschen Industrie auf den Auslandsmärkten. Im Verlauf des Jahres ist es dann weiter zurückgegangen, so daß die Auftragseingänge des deutschen Verarbeitenden Gewerbes aus dem Ausland sowohl dem Wert als auch dem Volumen nach zuletzt ihren Vorjahrsstand deutlich unterschritten. Die Exporterwartungen der Industrie haben sich, den Ergebnissen des ifo Konjunkturtests zufolge, parallel dazu ebenfalls verschlechtert; erstmals seit fast fünf Jahren überwogen im letzten Quartal wieder die pessimistischen Stimmen.

Zu dieser Entwicklung hat eine Reihe von Faktoren beigetragen, die sich in ihren ungünstigen Auswirkungen auf das Exportgeschäft der deutschen Wirtschaft zum Teil wechselseitig verstärkten. Am Anfang standen dabei die Finanzkrisen in Südostasien, die sich jedoch in ihren direkten Effekten auf den deutschen Außenhandel angesichts der geringen Verflechtung mit der betroffenen Ländergruppe in Grenzen hielten. Die spätere Kumulation der weltwirtschaftlichen Wachs-



tumsrisiken, die aus der unerwarteten Zuspitzung der Lage der japanischen Wirtschaft und den Unsicherheiten über die weitere Entwicklung der chinesischen Wirtschaft, zusammen mit den negativen Vertrauenswirkungen der Krisen in Rußland und Lateinamerika entstanden waren, hat jedoch zu einer erkennbaren Beeinträchtigung der Wachstumsperspektiven Deutschlands und anderer Industrieländer für dieses Jahr geführt. Als weiterer Belastungsfaktor war die Nachfrageschwäche der Ölförderländer hinzugekommen, die sich durch die Ölpreizrückgänge in ihrem Ausgabenspielraum eingeschränkt sahen. Alles dies konnte letztlich auch für die Wirtschaftsentwicklung der westlichen Industrieländer auf Dauer nicht ohne Folgen bleiben, deren Marktwachstum bis zum Sommer letzten Jahres einen gewissen Ausgleich für

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd DM

| Position | 1997 | | 1998 | |
|---|--------|----------|--------|--------|
| | 4. Vj. | 3. Vj. | 4. Vj. | 4. Vj. |
| I. Leistungsbilanz | | | | |
| 1. Außenhandel | | | | |
| Ausfuhr (fob) | 238,9 | r) 231,5 | | 242,0 |
| Einfuhr (cif) | 205,8 | r) 198,9 | | 209,1 |
| Saldo | + 33,1 | + 32,6 | | + 32,9 |
| 2. Saldo der „unsichtbaren“ Leistungs-transaktionen | - 25,8 | - 40,9 | | - 36,0 |
| Saldo der Leistungsbilanz 1) | + 5,5 | - 8,5 | | - 3,7 |
| II. Saldo der Vermögensübertragungen | | | | |
| | + 0,0 | + 1,8 | | + 0,8 |
| III. Kapitalbilanz 2) | | | | |
| Direktinvestitionen | - 19,9 | - 15,3 | | - 63,4 |
| Wertpapiere 3) | + 6,5 | + 41,9 | | - 11,4 |
| Deutsche Anlagen im Ausland | - 20,1 | - 43,4 | | - 73,6 |
| Ausländische Anlagen im Inland | + 26,6 | + 85,3 | | + 62,2 |
| Kreditverkehr 3) 4) 5) | - 1,7 | - 8,9 | | + 53,8 |
| Saldo der gesamten Kapitalbilanz | - 15,1 | + 17,7 | | - 21,0 |
| IV. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten) | | | | |
| | + 9,9 | - 10,6 | | + 28,7 |
| V. Veränderung der Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank zu Transaktionswerten (Zunahme: +) 6) | | | | |
| (I + II + III + IV) | + 0,4 | + 0,5 | | + 4,8 |

1 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. — 2 Nettokapitalexport: -. — 3 Ohne Direktinvestitionen. — 4 Einschl. sonstige öffentliche und private Kapitalanlagen. — 5 Ohne die noch nicht bekannte Veränderung der Finanzbeziehungen inländischer Nichtbanken zu ausländischen Nichtbanken und der Handelskredite für Dezember 1998. — 6 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

die rückläufigen Bestellungen aus den Entwicklungs- und Schwellenländern geboten hatte.

In den Krisenregionen liegen weiterhin die Schwerpunkte der Exportabschwächung. Im Zweimonatszeitraum Oktober/November 1998 (weiterreichende Angaben liegen noch nicht vor) lagen die deutschen Ausfuhren in die Krisenländer Südostasiens um 30 ½ % unter dem vergleichbaren Vorjahrsstand; der Anteil dieser Ländergruppe am deutschen Gesamtexport sank dadurch von 5 ½ % im Jahr 1997 auf nur noch 3 ½ % im Berichtszeitraum. Außerdem haben die mittel- und osteuropäischen Reformländer, auf die Mitte 1998 rund 11% der deutschen Ausfuhren entfiel, binnen Jahresfrist ihre Bezüge aus Deutschland um 1 ½ % eingeschränkt. Die deutschen Lieferungen nach Rußland für sich genommen haben sich sogar mehr als halbiert (- 57 %). Kräftig zurückgegangen sind darüber hinaus die Warenlieferungen Deutschlands nach Japan (- 7 %). Die OPEC-Staaten, deren Devisenerlöse durch den drastischen Ölpreisrückgang erheblich geschrumpft sind, nahmen ebenfalls weniger Erzeugnisse aus Deutschland auf (- 3 ½ %). Einen gewissen Ausgleich für diese Absatzrückgänge stellte bislang die Nachfrage aus den EWU-Ländern dar, auf die rund 44 % der deutschen Exporte entfallen. Sie lagen auch zuletzt (Oktober/November) noch 7 ½ % über dem Vorjahr. Auf dem US-Markt konnten deutsche Unternehmen ebenfalls deutlich mehr als im Vorjahr absetzen; im Vergleich zu den vorangegangenen Monaten sind die deutschen Ausfuhren in die USA zuletzt aber saisonbereinigt gesunken.

*Regionale
Struktur der
Ausfuhren*

Warenstruktur

Die Abschwächung des Exportwachstums macht sich mittlerweile in den meisten Bereichen der deutschen Industrie bemerkbar. Allerdings konnte die Automobilindustrie, die sich seit zwei Jahren einer lebhaften Nachfrage aus dem In- und Ausland gegenüber sieht, ihr Umsatzwachstum im Ausland noch etwas erhöhen. Im Vorjahrsvergleich konnte sie bei ihren Exporten auf eine Zuwachsrate von gut 17 % zurückblicken. Stark getroffen wurden insbesondere von den Nachfragerückgängen in Südostasien der deutsche Maschinenbau und die Elektrotechnische Industrie, die in den Berichtsmonaten ihr Vorjahrsresultat nicht wieder erreichten. Auch einige konsumnahe Industriezweige erlitten im Exportgeschäft, im Vorjahrsvergleich gemessen, zuletzt einen leichten Rückschlag.

Einfuhren

Die deutschen Importe haben sich dem Wert nach in den Herbstmonaten weniger abgeschwächt als die Exporte; saisonbereinigt gerechnet lagen sie im vierten Quartal 1998 um knapp 2 ½ % unter dem Stand des Vorquartals, den Vergleichswert vom Vorjahr übertrafen sie aber um 1 ½ %. Allerdings sind diese Zahlen in besonders starkem Maße durch die rückläufige Preisentwicklung für eingeführtes Erdöl und sonstige Rohstoffe bestimmt. Gemessen am Preisindex für Einfuhrgüter waren die deutschen Importe im letzten Vierteljahr 1998 im Durchschnitt um fast 6 % billiger als ein Jahr zuvor. Schaltet man diese Preisbewegung aus, dann haben die deutschen Einfuhren binnen Jahresfrist in realer Rechnung immerhin um rund 7 ½ % zugenommen.

Die saisonbereinigt rückläufige Einfuhrfähigkeit der deutschen Wirtschaft im letzten Vier-

Regionale Entwicklung
des Außenhandels

Oktober/November 1998

| Ländergruppe/Land | Ausfuhr | | Einfuhr | |
|---|---------|--------------------------------------|---------|--------------------------------------|
| | Mrd DM | Veränderungen gegenüber Vorjahr in % | Mrd DM | Veränderungen gegenüber Vorjahr in % |
| Industrieländer | 127,9 | 5,7 | 103,4 | - 2,4 |
| EU-Länder | 94,5 | 6,3 | 73,9 | - 3,5 |
| davon: | | | | |
| EWU-Länder | 72,6 | 7,3 | 59,1 | - 2,7 |
| Belgien und Luxemburg | 9,5 | 6,9 | 7,9 | - 6,6 |
| Finnland | 1,9 | 32,8 | 1,4 | 6,3 |
| Frankreich | 19,3 | 12,5 | 15,0 | 0,0 |
| Irland | 0,8 | - 1,0 | 1,5 | 3,7 |
| Italien | 12,3 | 4,4 | 10,8 | - 1,6 |
| Niederlande | 10,9 | - 2,0 | 10,8 | - 11,9 |
| Österreich | 9,0 | 4,7 | 5,8 | 9,6 |
| Portugal | 2,0 | 13,1 | 1,6 | 9,5 |
| Spanien | 6,9 | 12,8 | 4,3 | - 5,0 |
| Übrige | | | | |
| EU-Länder | 21,9 | 3,3 | 14,8 | - 6,7 |
| Dänemark | 3,0 | 7,9 | 2,2 | - 22,3 |
| Griechenland | 1,3 | 10,2 | 0,5 | 6,5 |
| Schweden | 4,0 | 2,0 | 2,7 | 2,3 |
| Vereinigtes Königreich | 13,6 | 2,1 | 9,4 | - 5,3 |
| Sonstige Industrieländer | 33,4 | 4,2 | 29,5 | 0,3 |
| darunter: | | | | |
| Vereinigte Staaten von Amerika | 15,9 | 12,0 | 11,1 | 4,8 |
| Japan | 3,2 | - 7,1 | 7,2 | 2,8 |
| Reformländer | 19,2 | - 3,2 | 18,9 | 4,9 |
| darunter: | | | | |
| Mittel- und osteuropäische Reformländer | 16,9 | - 1,3 | 14,6 | 6,3 |
| China 1) | 2,0 | - 16,2 | 4,1 | - 1,0 |
| Entwicklungsländer | 18,2 | - 8,5 | 14,8 | - 6,2 |
| darunter: | | | | |
| OPEC-Länder | 3,4 | - 3,6 | 1,8 | - 27,5 |
| Südostasiatische Schwellenländer | 5,7 | - 30,4 | 7,3 | - 0,6 |
| Alle Länder 2) | 166,5 | 3,3 | 139,1 | - 0,6 |

1 Ohne Hongkong. — 2 Die Gesamtangaben für den Vergleichszeitraum 1997 enthalten Jahreskorrekturen, die bereits regional aufgliedert vorliegen, sowie von Januar bis November 1998 Korrekturen, die noch nicht regional aufgliedert sind.

Deutsche Bundesbank

*Regionale
Struktur der
Einfuhren*

teljahr betraf (nach den bislang allerdings nur bis November verfügbaren Regionaldaten) vor allem die EWU-Länder, aus denen Deutschland in den beiden Monaten Oktober/November rund 2 ½ % weniger Waren bezog als im Vorjahr. Nochmals deutlich zugelegt haben dagegen die Importe aus den Vereinigten Staaten. Vor allem aber die Bezüge aus den mittel- und osteuropäischen Reformländern übertrafen ihren Vorjahrswert mit fast 6 ½ % bemerkenswert stark. Deutschland trägt durch die fortschreitende Intensivierung der Außenhandelsverflechtung mit dieser Ländergruppe weiterhin in erheblichem Umfang zur wirtschaftlichen Stabilisierung und Modernisierung dieser Region bei. Nur scheinbar im Widerspruch dazu steht, daß die Einfuhren aus Rußland dem Wert nach um nahezu 20 % gesunken sind. Neben den strukturellen Mängeln und Lieferproblemen in diesem Land spielen dabei nämlich vor allem die kräftig gesunkenen Preise für Erdöl und Erdgas eine Rolle, die die Hauptausfuhr Güter Rußlands darstellen. Vornehmlich preisbedingt waren auch die starken Importrückgänge aus den OPEC-Ländern. Angesichts der kräftigen realen Abwertung der südostasiatischen Schwellenländer dürften auch aus dieser Region die Preise der importierten Erzeugnisse beträchtlich gesunken sein, so daß die leicht rückläufigen Einfuhrumsätze (– ½ %) keineswegs mit einem entsprechenden Rückgang des realen Einfuhrvolumens aus dieser Ländergruppe gleichzusetzen sind.

*Einfuhr nach
Warengruppen*

Preiseffekte dürften auch die Umsätze in den wichtigen Warengruppen verzerrt haben. So sanken die Einfuhrwerte der deutschen Ener-

gieimporte im Vorjahresvergleich um 35 ½ %. Ausschlaggebend dafür waren ganz überwiegend die drastischen Preiseinbrüche auf den internationalen Ölmärkten, die den deutschen Einfuhrpreis für Rohöl in dieser Zeit um 41 % sinken ließen. Aber auch die Importe von Rohstoffen (ohne Energie) und Vorzeugnissen, sowie besonders von Produkten der Ernährungswirtschaft, blieben dem Wert nach gerechnet hinter dem Niveau des Vorjahres zurück. Dagegen war der Wert der Importe von Fertigwaren um 3 ½ % höher als ein Jahr zuvor.

Den geringeren Überschüssen im Warenhandel standen im vierten Quartal zugleich stärker gestiegene Defizite im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungsbilanztransaktionen gegenüber. Das zusammengefaßte Ergebnis der Dienstleistungsbilanz, der Faktoreinkommen und der Laufenden Übertragungen übertraf in saisonbereinigter Rechnung mit einem Defizit von knapp 41 Mrd DM den Wert für das Vorquartal um 8 Mrd DM. Höhere Netto-Zahlungen aus Kapitalerträgen an das Ausland waren der wichtigste Grund dafür, während das Defizit bei den Laufenden Übertragungen den Wert des Vorquartals kaum überstieg.

Im Ergebnis verschlechterte sich die deutsche Kapitalertragsbilanz im letzten Quartal deutlich; saisonbereinigt stieg das Defizit gegenüber der Vorperiode um 6 Mrd DM auf rund 9 ½ Mrd DM. Zum einen finden darin weiterhin hohe Gewinne ausländischer Tochtergesellschaften in Deutschland sowie höhere an das Ausland geleistete Zinszahlungen für Kredite ihren Niederschlag. Zum anderen hat

*„Unsichtbare“
Transaktionen*

*Erwerbs- und
Vermögens-
einkommen*

| Leistungsbilanz | | | |
|--|--------|--------|--------|
| Mrd DM; saisonbereinigt | | | |
| Position | 1998 | | |
| | 2. Vj. | 3. Vj. | 4. Vj. |
| 1. Außenhandel | | | |
| Ausfuhr (fob) | 241,4 | 237,7 | 230,3 |
| Einfuhr (cif) | 207,5 | 205,2 | 200,4 |
| Saldo | 33,9 | 32,5 | 29,9 |
| 2. Dienstleistungen (Saldo) | - 15,5 | - 13,8 | - 16,0 |
| darunter: | | | |
| Reiseverkehr (Saldo) | - 13,0 | - 13,0 | - 14,4 |
| 3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Saldo) | - 6,1 | - 4,2 | - 9,8 |
| darunter: | | | |
| Vermögenseinkommen (Saldo) | - 5,5 | - 3,5 | - 9,3 |
| 4. Laufende Übertragungen (Saldo) | - 10,8 | - 14,8 | - 15,0 |
| Saldo der Leistungsbilanz 1) | 0,3 | - 0,4 | - 11,6 |

1 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr.

Deutsche Bundesbank

dazu beigetragen, daß die Kapitalertrags-einnahmen deutscher Investoren aus ihren ausländischen Beteiligungen und die Zinseinnahmen für Kredite an das Ausland vergleichsweise niedrig ausgefallen sind. Zusammen mit den Netto-Ausgaben im Bereich der grenzüberschreitenden Erwerbseinkommen – die geringeren Schwankungen unterliegen – schloß die Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen im letzten Quartal 1998 mit einem Minussaldo von fast 10 Mrd DM (saisonbereinigt) gegenüber 4 Mrd DM im Vorquartal.

Dienstleistungen

Das Defizit im grenzüberschreitenden Handel von Dienstleistungen ist nach Ausschaltung der Saisoneffekte im vierten Quartal 1998 mit 16 Mrd DM etwas gestiegen (3. Quartal: knapp 14 Mrd DM). Der größte Teil davon

entfiel auf die Netto-Ausgaben im Auslandsreiseverkehr, die im letzten Quartal stärker als saisonüblich zunahmen. Diese Entwicklung dürfte unter anderem durch geänderte Schulfertientermine in Nordrhein-Westfalen, dem bevölkerungsreichsten Bundesland beeinflusst worden sein; die erstmals längeren Herbstferien wurden anscheinend verstärkt auch für Auslandsreisen genutzt. Insbesondere die Ausgaben deutscher Touristen in Spanien, Italien, Griechenland und Portugal sind im vierten Quartal gegenüber der Vergleichsperiode des Vorjahres kräftig gestiegen, während die Ausgaben in einigen anderen EU-Partnerländern leicht gesunken sind. Beachtlich zugenommen haben auch die deutschen Reiseausgaben in die Schweiz, während sie im Falle der Vereinigten Staaten weitgehend stagnierten.

Die Laufenden Übertragungen an das Ausland summierten sich im letzten Quartal per saldo auf 15 Mrd DM. Damit hielten sie sich annähernd in der gleichen Größenordnung wie im vorangegangenen Vierteljahr. Der größte Teil davon entfiel auf die öffentlichen Übertragungen und dabei wie üblich auf die deutschen Beiträge zum EU-Haushalt. Darüber hinaus spielten aber auch private Transferleistungen an das Ausland eine wichtige Rolle, wie die Heimatüberweisungen der ausländischen Arbeitskräfte in Deutschland sowie Renten, Pensionen und andere Unterstützungsleistungen.

Laufende Übertragungen

Kapitalverkehr und Reservebewegungen

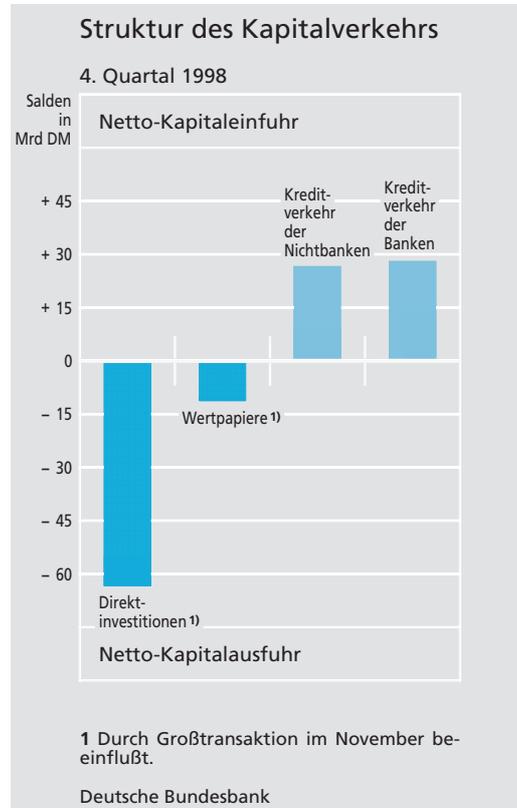
Tendenzen im Kapitalverkehr

Im Schlußquartal von 1998 scheint die Verunsicherung an den internationalen Finanzmärkten, die noch während der Sommermonate zu einer ausgeprägten Flucht der Anleger in „sichere Häfen“ geführt hatte, vorübergehend wieder etwas nachgelassen zu haben. Wichtige Aktienmärkte konnten jedenfalls nach zwischenzeitlichen Rückgängen wieder an die vorher erreichten Höchststände anknüpfen. An den Devisenmärkten hielten sich die Kursausschläge – von wenigen Ausnahmen abgesehen – in recht engen Grenzen. Im deutschen Wertpapierverkehr führten die Umschichtungen der internationalen Portfolios zu Netto-Kapitalexporten von 11 ½ Mrd DM, nach Zuflüssen von 42 Mrd DM im dritten Quartal. Der Umschwung wäre sogar noch bedeutend höher ausgefallen, hätte nicht die Abwicklung einer Großfusion für sich betrachtet zu umfangreichen Mittelzuflüssen im Wertpapierverkehr geführt. Diese Transaktion hat auch entscheidend zu einem außergewöhnlich hohen Minussaldo bei den Direktinvestitionen beigetragen (zu Einzelheiten siehe die Erläuterungen auf S. 73). Im nicht verbrieften Kreditverkehr flossen dagegen in der Netto-Betrachtung in größerem Umfang Auslandsgelder zu.

Wertpapier- verkehr

Die Passivierungstendenz im Wertpapierverkehr war das Ergebnis eines wieder deutlich belebten Interesses heimischer Investoren an ausländischen Titeln und eines schwächeren Engagements des Auslands am deutschen Markt. Inländische Anleger erwarben von Oktober bis Dezember für 73 ½ Mrd DM ausländische Wertpapiere, verglichen mit

Inländische Anlagen in ausländischen ...



43 ½ Mrd DM im Quartal davor. Im Berichtszeitraum richtete sich die Nachfrage vor allem auf ausländische Rentenwerte. Insgesamt wurden für 36 ½ Mrd DM derartige Papiere erworben, darunter für 31 Mrd DM Fremdwährungsanleihen. Die Erwartung einer weiteren Zinskonvergenz zwischen den Mitgliedsländern der EWU scheint dabei das Hauptmotiv der Investoren gewesen zu sein; denn nicht weniger als drei Fünftel der Mittel floß in italienische, spanische und portugiesische Anleihen. Im nachhinein betrachtet ist diese Erwartung auch aufgegangen: Die Zinsunterschiede öffentlicher Anleihen der EWU-Länder gingen Ende 1998 nicht über 29 Basispunkte hinaus, nachdem sie Anfang Oktober noch bis zu 49 Punkte ausgemacht hatten.

... Renten-
werten

... Aktien

Einen zweiten Anlageschwerpunkt bildeten – wie bereits in den Quartalen davor – ausländische Dividendenwerte. Im Berichtszeitraum ließen die Aktienkäufe zwar nach; gemessen an den Ergebnissen früherer Jahre waren sie mit 22 ½ Mrd DM aber immer noch recht beachtlich. Offenbar nutzten inländische Anleger das im Gefolge der Finanzmarktkrise vom August vorübergehend gesunkene Kursniveau wichtiger Auslandsbörsen zu einem erneuten Einstieg, zumal sich dort recht schnell – früher jedenfalls als in Deutschland – eine Erholung abzeichnete. Bei der Entscheidung für den Erwerb ausländischer Aktien mag auch eine Rolle gespielt haben, daß das Renditeniveau am Rentenmarkt vielerorts auf einen historischen Tiefstand gefallen ist und deshalb von Sparern – sieht man von kurzfristig orientierten spekulativen Engagements ab – offenbar als wenig attraktiv empfunden wird.

... Geldmarktpapieren und Investmentzertifikaten

Für 6 ½ Mrd DM erwarben hiesige Anleger darüber hinaus ausländische Geldmarktpapiere. Neben Lira-Titeln spielten auf Yen lautende Kurzläufer dabei die wichtigste Rolle. Ferner flossen knapp 3 Mrd DM in ausländische Investmentfonds.

Ausländische Anlagen in inländischen ...

Nach den hohen Wertpapierkäufen im dritten Vierteljahr hielten sich Anleger aus dem Ausland in den letzten drei Monaten des Jahres 1998 mit neuen Engagements in Deutschland merklich zurück. In den statistisch ausgewiesenen Zahlen – die Mittelzuflüsse sanken von 85 ½ Mrd DM auf 62 Mrd DM – wird dies allerdings nur zum Teil sichtbar. Bei der Interpretation der jüngsten Werte ist jedoch zu berücksichtigen, daß allein die erwähnte Einzel-

Zur Verbuchung einer Großfusion im November 1998 in der Zahlungsbilanz

Der statistisch erfaßte Kapitalverkehr mit dem Ausland ist im Berichtszeitraum maßgeblich von der Fusion zweier großer Industrieunternehmen beeinflusst worden. Der Zusammenschluß erfolgte in der Weise, daß die beiden bestehenden Unternehmen in eine neu gegründete, inländische Aktiengesellschaft eingebracht wurden. Die Übernahme der Aktien des ausländischen Unternehmens wurde in der Zahlungsbilanz als deutsche Direktinvestition in den USA verbucht. Internationalen zahlungsbilanzstatistischen Richtlinien folgend wurde diese Transaktion zu Börsenkursen bewertet; sie bewegte sich in einer Größenordnung von über 50 Mrd DM.

Die Ansprüche der bisherigen Eigner des ausländischen Unternehmens wurden durch die Übertragung von Aktien der neuen Gesellschaft abgegolten; dieser Vorgang ist nicht als Direktinvestition zu betrachten – hier galt 1998 noch eine Beteiligungsschwelle von 20 % des Kapitals beziehungsweise der Stimmrechte –, sondern dem Wertpapierverkehr zuzurechnen. Soweit der Umtausch der ausländischen gegen die neuen inländischen Anteilscheine Gebietsfremde betraf, wurde die Transaktion als amerikanische Anlage in deutschen Aktien in die Zahlungsbilanz eingestellt, da mit der Abwicklung der Transaktion ein amerikanisches Bankhaus beauftragt war. Die Rückgabe der von Gebietsansässigen gehaltenen Aktien – sie machten nur einen Bruchteil des Stammkapitals der amerikanischen Firma aus – ging hingegen als Verkauf ausländischer Aktien (an die USA) in die deutsche Zahlungsbilanz ein.

Die Verbuchung der Gesamttransaktion war somit ohne Einfluß auf den Saldo des Kapitalverkehrs insgesamt. Sie wirkte allerdings bilanzverlängernd und hat in den einzelnen Teilbilanzen – Direktinvestitionen und Wertpapierverkehr – zu starken Verzerrungen geführt. Angesichts der ungewöhnlichen Größenordnung wird sie in diesen Bereichen auch auf das Jahresergebnis durchschlagen.

Deutsche Bundesbank

Kapitalverkehr

Mrd DM, Netto-Kapitalexport: –

| Position | 1997 | | 1998 | |
|---|--------|--------|--------|--------|
| | 4. Vj. | 3. Vj. | 3. Vj. | 4. Vj. |
| 1. Direktinvestitionen | – 19,9 | – 15,3 | | – 63,4 |
| Deutsche Anlagen im Ausland | – 16,6 | – 17,1 | | – 70,8 |
| Ausländische Anlagen im Inland | – 3,3 | + 1,8 | | + 7,5 |
| 2. Wertpapiere | + 6,5 | + 41,9 | | – 11,4 |
| Deutsche Anlagen im Ausland | – 20,1 | – 43,4 | | – 73,6 |
| Aktien | – 10,3 | – 31,8 | | – 22,5 |
| Investmentzertifikate | – 0,8 | – 3,6 | | – 2,8 |
| Rentenwerte | – 7,7 | – 11,0 | | – 36,6 |
| Geldmarktpapiere | + 0,8 | + 0,4 | | – 6,3 |
| Finanzderivate ¹⁾ | – 2,0 | + 2,4 | | – 5,5 |
| Ausländische Anlagen im Inland | + 26,6 | + 85,3 | | + 62,2 |
| Aktien | – 2,3 | + 10,3 | | + 38,1 |
| Investmentzertifikate | – 2,9 | – 0,5 | | – 1,4 |
| Rentenwerte | + 30,2 | + 68,0 | | + 20,5 |
| Geldmarktpapiere | + 1,6 | + 7,1 | | + 1,1 |
| Optionsscheine | + 0,1 | + 0,5 | | + 4,0 |
| 3. Kreditverkehr | – 0,9 | – 5,4 | | + 54,9 |
| Kreditinstitute | – 26,6 | – 11,2 | | + 28,2 |
| langfristig | – 19,1 | – 12,3 | | + 1,5 |
| kurzfristig | – 7,5 | + 1,2 | | + 26,7 |
| Unternehmen und Privatpersonen | + 26,3 | + 3,0 | | + 26,1 |
| langfristig | + 0,3 | + 7,0 | | + 2,0 |
| kurzfristig ²⁾ | + 26,0 | – 4,0 | | + 24,1 |
| Öffentliche Stellen | – 0,6 | + 2,8 | | + 0,6 |
| langfristig | – 0,5 | – 1,6 | | – 5,7 |
| kurzfristig | – 0,1 | + 4,4 | | + 6,3 |
| 4. Sonstige Kapitalanlagen | – 0,8 | – 3,5 | | – 1,1 |
| 5. Saldo aller statistisch erfaßten Kapitalbewegungen | – 15,1 | + 17,7 | | – 21,0 |
| Nachrichtlich: Veränderung der Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank zu Transaktionswerten (Zunahme: +) ³⁾ | + 0,4 | + 0,5 | | + 4,8 |

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 1998. — ³ Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

transaktion mit über 50 Mrd DM zu Buch geschlagen hat. Ohne sie gerechnet kamen im Berichtszeitraum per saldo nur noch in geringem Umfang Auslandsgelder am deutschen Markt auf. Dies hängt vermutlich auch damit zusammen, daß über einen Teil der Mittel, die während der Turbulenzen im Sommer nach Deutschland geflossen waren, mit der leichten Beruhigung der Lage wieder anderweitig disponiert worden ist.

Am deutlichsten kommt die veränderte Risikoeinschätzung der Anleger bei festverzinslichen Wertpapieren zum Ausdruck. Nachdem Ausländer von Juli bis September 1998 noch für 68 Mrd DM derartige Titel in Deutschland erworben hatten, flossen in den letzten drei Monaten von 1998 lediglich 20 ½ Mrd DM zu. Belastend mag dabei auch gewirkt haben, daß der Renditevorsprung von Dollar-Anleihen gegenüber vergleichbaren DM-Titeln zum Jahresende hin merklich zugenommen hat.

... Rentenwerten

Der in der deutschen Zahlungsbilanz erfaßte Aktienwerb durch Ausländer wurde im Berichtszeitraum entscheidend von der oben (S. 73) ausführlich geschilderten Fusion zweier Industrieunternehmen geprägt. Unter Ein-schluß dieser Transaktion gerechnet belief er sich auf 38 Mrd DM. Klammert man den Sondereffekt jedoch aus, dann zeigt sich, daß sich ausländische Investoren von Oktober bis Dezember 1998 per saldo von inländischen Aktien getrennt haben, nachdem sie noch im Frühjahr und Frühsommer des letzten Jahres bedeutende Positionen am deutschen Aktienmarkt aufgebaut hatten.

... Aktien

... Investmentzertifikaten und Geldmarktpapieren

Bei inländischen Investmentzertifikaten standen ausländische Anleger im Schlußquartal 1998 ebenfalls auf der Verkäuferseite (- 1 ½ Mrd DM); dagegen übernahmen sie für 1 Mrd DM hiesige Geldmarktpapiere.

Direktinvestitionen

Wie im Wertpapierverkehr so kam es in den Monaten Oktober bis Dezember auch im Bereich der Direktinvestitionen zu Netto-Kapitalexporten; diese beliefen sich auf 63 ½ Mrd DM, nach 15 ½ Mrd DM im Dreimonatsabschnitt davor. Inländische Unternehmen erwarben im Berichtszeitraum ausländischen Beteiligungsbesitz im Rekordbetrag von 71 Mrd DM, wobei allerdings die erwähnte Großfusion mit über 50 Mrd DM das Ergebnis maßgeblich bestimmt hat. Ohne diese Transaktion gerechnet lagen die deutschen Direktinvestitionen im Ausland zuletzt in etwa auf dem Niveau des Quartals davor; damals hatten hiesige Unternehmen ihren ausländischen Tochterfirmen 17 Mrd DM an Investitionsmitteln zur Verfügung gestellt. Abgesehen von den Vereinigten Staaten konzentrierte sich das Engagement inländischer Unternehmen und Finanzinstitute vor allem auf die Partnerländer innerhalb der EU.

Deutsche Anlagen im Ausland

Ausländische Anlagen in Deutschland

Umgekehrt haben auch ausländische Firmen ihre Investitionen in Deutschland in jüngster Zeit wieder etwas erhöht. Per saldo flossen mit 7 ½ Mrd DM im Berichtszeitraum mehr Direktinvestitionen nach Deutschland als im Quartal davor (2 Mrd DM). Ausschlaggebend waren dabei konzerninterne Kreditdispositionen, die bei den ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland – nicht zuletzt aus steuerlichen Gründen – traditionell ein hö-

heres Gewicht haben als bei den deutschen Anlagen im Ausland.

Der nicht verbriefte Kreditverkehr inländischer Nichtbanken stand im Berichtszeitraum ganz im Zeichen der Jahresabschlußdispositionen. So flossen Unternehmen und Privatpersonen von Oktober bis Dezember 1998 – der Saisontendenz entsprechend – Mittel in Höhe von netto 26 Mrd DM zu. Ausschlaggebend hierfür war die deutliche Rückführung der kurzfristigen Einlagen bei ausländischen Banken, die in den Monaten davor noch spürbar aufgestockt worden waren. Zum Teil standen die Verfügungen über die Bankguthaben am Euromarkt offenbar im Zusammenhang mit deutschen Direktinvestitionen im Ausland. Möglicherweise spielte bei der Entscheidung für eine Repatriierung von Bankguthaben aber auch eine Rolle, daß der auf die Mindestreserve zurückgehende Zinsnachteil von Anlagen im Inland im Vergleich zu anderen EWU-Ländern inzwischen weggefallen und im Wettbewerb mit Drittländern wegen der Verzinsung der Mindestreserve zumindest geringer geworden ist; dies könnte bereits im Vorfeld der EWU entsprechende Umschichtungen ausgelöst haben.

Die grenzüberschreitenden Kredittransaktionen öffentlicher Stellen glichen sich netto betrachtet nahezu aus (+ 0,6 Mrd DM). Hier wurden die Mittelzuflüsse aus der Verringerung der bei ausländischen Banken unterhaltenen Guthaben von Kapitalexporten vornehmlich durch Tilgungen von zuvor im Ausland aufgenommenen langfristigen Darlehen weitgehend kompensiert.

Kreditverkehr der...

... Unternehmen und Privatpersonen

... öffentlichen Haushalte

... Banken

Die nicht verbrieften Kreditgeschäfte der Banken führten in den letzten drei Monaten von 1998 zu Netto-Kapitalimporten von 28 Mrd DM. Dabei glichen sich die Dispositionen im langfristigen Bereich weitgehend aus (+ 1 ½ Mrd DM). Vom Betrag wesentlich bedeutender war der Zustrom kurzfristiger Gelder (26 ½ Mrd DM), der als Gegenposten zu den ausgehenden Zahlungen in den übrigen Bereichen des Leistungs- und Kapitalverkehrs aufgefaßt werden kann.

Auslands-
position der
Deutschen
Bundesbank

Im Gegensatz zu den Kreditinstituten erhöhten sich die Netto-Auslandsaktiva der Deutschen Bundesbank im Schlußquartal 1998 zu Transaktionswerten gerechnet um knapp 5 Mrd DM, nachdem sie sich in den drei Monaten davor vergleichsweise wenig verändert hatten. Hinter dem Anstieg stand dabei zum einen die Zunahme der Auslandsforderungen, bedingt durch Dollarzinseinnahmen und den Zufluß von US-Truppendollar; zum anderen schmolzen die Auslandsverbindlichkeiten ab, da ausländische Währungsbehörden über einen Teil ihrer Guthaben bei der Bundesbank verfügten. Zu Bilanzkursen von Ende 1998 gerechnet beliefen sich die Netto-Auslandsaktiva zum Jahresende 1998 damit auf 119 Mrd DM, verglichen mit 111 Mrd DM zum Jahreswechsel 1997/98.

Wechselkursentwicklung

Start der EWU

In den Wintermonaten dürfte zumindest aus europäischer Sicht der nahezu reibungslose Start der Europäischen Währungsunion das wohl herausragende Ereignis an den Weltdevisenmärkten gewesen sein. Nachdem sich

die Wechselkurse der Teilnehmerwährungen zuvor kontinuierlich den geltenden Leitkursen im EWS angenähert hatten, gingen die D-Mark und die nationalen Währungen von zehn weiteren Mitgliedstaaten der Europäischen Union zum Jahreswechsel im Euro als gemeinsamer Währung auf. Der letzte, am 31. Dezember 1998 festgestellte Wechselkurs der D-Mark gegenüber dem Dollar belief sich auf 1,6763 DM. Auf dieser Basis und unter Berücksichtigung der im Maastricht-Vertrag vereinbarten Parität von 1:1 zwischen Ecu und Euro wurde ein (nun unwiderruflicher) Umrechnungskurs für die D-Mark gegenüber dem Euro von 1,95583 DM festgelegt. Das entsprach zu diesem Zeitpunkt einem Wert des Euro von 1,16675 Dollar.

Dollar

Nachdem sich die D-Mark in den Herbst- und Wintermonaten des letzten Jahres gegenüber dem Dollar bereits in einem recht engen Korridor entwickelte, bewegt sich seit Jahresbeginn nun der Euro gegenüber dem Dollar in einem Kursband zwischen 1,12 Dollar und 1,18 Dollar. Nach anfänglichen Festigungstendenzen des Euro gewann der Dollar wieder an Boden. Der Euro notierte zuletzt bei 1,12 Dollar und damit um gut 3 ½ % unterhalb seines Ausgangsniveaus. Darin könnte sich vor allem eine gewisse Neubewertung der Wachstumsaussichten für die US-Wirtschaft und Deutschland am Markt niedergeschlagen haben. Auch die Zinsdifferenz hat sich zugunsten der US-Währung ausgeweitet. Dagegen scheinen im Kalkül der Anleger mögliche Belastungsfaktoren, wie das hohe US-Leistungsbilanzdefizit oder die von einigen lateinamerikanischen Märkten ausgehen-

den Risiken im Berichtszeitraum wieder etwas stärker in den Hintergrund gerückt zu sein.

Yen

Trotz der schlechten Wirtschaftslage in Japan befestigte sich der Yen nach seinem Kursprung Anfang Oktober gegenüber den wichtigsten Weltwährungen weiter. Erst im Laufe des Januars wurde die Aufwertungstendenz unter anderem durch Devisenmarktinterventionen der japanischen Notenbank vorübergehend gebremst. Zwischen Mitte Oktober und dem Jahresende legte die japanische Währung gegenüber der D-Mark um weitere 5% zu und schloß auf einem Jahreshöchststand. Gegenüber dem Euro hat der Yen seit Jahresbeginn nochmals um etwa 2 1/2% an Wert gewonnen und notierte zuletzt bei 129,3 Yen. Gemessen am US-Dollar stieg die japanische Währung im Januar mit 110 Yen kurzzeitig sogar auf ihr höchstes Niveau seit fast 2 1/2 Jahren. Neben technischen Faktoren dürfte darin auch der hohe Überschuß in der japanischen Handelsbilanz (vor allem gegenüber den USA) sowie der Anstieg der langfristigen Zinsen in Japan seinen Niederschlag finden. Allerdings scheint am Markt in Anbetracht der anhaltenden Strukturprobleme der japanischen Volkswirtschaft noch ein hohes Maß an Unsicherheit zu herrschen. Jedenfalls sind die impliziten Volatilitäten weiterhin so hoch wie in den Herbstmonaten.

Neuer
Wechselkurs-
mechanismus

Mit Blick auf die Wechselkursverhältnisse in Europa außerhalb der EWU ist hervorzuheben, daß zum Jahreswechsel an die Stelle des bis dahin geltenden Wechselkursmechanismus (WKM) des EWS ein neuer, modifizierter Wechselkursmechanismus (WKM II) trat, an dem die Griechische Drachme mit der



Standardschwankungsmarge von $\pm 15\%$ und die Dänische Krone mit einer Bandbreite von $\pm 2\frac{1}{4}\%$ teilnehmen. Beide Währungen notieren gegenwärtig fester als die jeweiligen Euro-Leitkurse.

Gegenüber dem Pfund Sterling konnte sich der Euro infolge der sich eintrübenden Wachstumsaussichten in Großbritannien und damit aufkommenden Zinssenkungserwar-

*Pfund Sterling
und Schwedi-
sche Krone*

tungen zunächst leicht festigen; angesichts der in jüngerer Zeit wieder höher bewerteten Risiken hinsichtlich der weiteren Wirtschaftsentwicklung im Euro-Raum notiert der Euro inzwischen gegenüber der britischen Währung allerdings um gut 2 % schwächer als zum Jahresbeginn. Beachtlich ist ferner die Erholung der schwedischen Krone. Nachdem sie in den letzten fünf Monaten des zurückliegenden Jahres gegenüber der D-Mark noch um etwa 6 ½ % an Wert einbüßte, hat sie im Laufe des Januars gegenüber dem Euro etwa im gleichen Ausmaß wieder an Wert hinzugewonnen.

Brasilienkrise

Überschattet wurde die sonst recht ruhige Entwicklung an den Devisenmärkten von der Währungskrise in Brasilien sowie wiederaufkeimenden Besorgnissen hinsichtlich der Beständigkeit der Wechselkursanbindung der chinesischen Währung. Nach dem Versuch einer geregelten Abwertung des brasilianischen Real gaben die Behörden unter anhaltendem Druck den Wechselkurs Mitte Januar frei und intervenierten nur noch sporadisch zur Stützung der Währung. Seitdem hat die brasilianische Währung gegenüber dem Euro rund 35 % ihres Wertes verloren. In Anbe-

tracht der relativ geringen Bedeutung Brasiliens für den deutschen Außenhandel (0,9 %) dürften unmittelbar daraus allerdings keine allzu starken Belastungen für die deutsche Wirtschaft erwachsen.

Insgesamt gesehen hat sich der Außenwert der D-Mark gegenüber den Währungen von 18 Industrieländern in den letzten Monaten des vergangenen Jahres nur wenig verändert. Unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Preisentwicklung lag der reale DM-Außenwert Ende 1998 auf dem Stand von 1987 und entsprach damit etwa auch seinem langjährigen Durchschnittswert. Das läßt auf insgesamt recht ausgewogene Währungsverhältnisse gegenüber den Industrieländern schließen. Die Entwicklung des effektiven Wechselkurses des Euro gegenüber den wichtigsten Handelspartnern des gemeinsamen Währungsraums seit dem Eintritt in die dritte Stufe zu Anfang dieses Jahres schloß an diese Tendenzen an. Im gewogenen Durchschnitt gegenüber einer Gruppe von 15 Ländern bewegte er sich seitdem unter nur leichten Schwankungen in einer engen Bandbreite; zuletzt war er um knapp 3 % niedriger bewertet als zum Umstellungstermin Ende 1998.

*Außenwert
der D-Mark und
effektiver
Wechselkurs
des Euro*