

Außenwirtschaft

Die Wirtschaftsbeziehungen zum Ausland gaben der wirtschaftlichen Aufwärtsbewegung in Deutschland im dritten Vierteljahr 1996 die kräftigste Stütze. Nach einer bemerkenswerten Erholung der Auslandsnachfrage gegen Ende vorigen Jahres hatte die Ausfuhrfähigkeit zunächst zwar etwas verzögert reagiert; in den Sommermonaten belebte sie sich jedoch deutlich. Die Einfuhrentwicklung hat damit bei weitem nicht Schritt gehalten, so daß der deutsche Exportüberschuß im dritten Quartal mit 27 ½ Mrd DM, in saisonbereinigter Rechnung, einen neuen Rekordstand seit der Wiedervereinigung erreichte.

Überblick

Günstig für die deutsche Leistungsbilanz hat sich im dritten Vierteljahr auch der Saldo der übrigen Transaktionen im Leistungsverkehr mit dem Ausland entwickelt. Insbesondere das Defizit bei den laufenden Übertragungen an das Ausland hat sich merklich zurückgebildet. Allerdings haben dazu Rückerstattungen aus dem EG-Haushalt beigetragen, die in dieser Höhe nur ausnahmsweise zu erwarten sind. Die deutsche Leistungsbilanz schloß daher im dritten Vierteljahr dieses Jahres mit einem saisonbereinigten Defizit von nur 4 ½ Mrd DM ab, nach 12 Mrd DM im Vorquartal und 7 Mrd DM im dritten Vierteljahr von 1995.

Leistungsbilanz im einzelnen

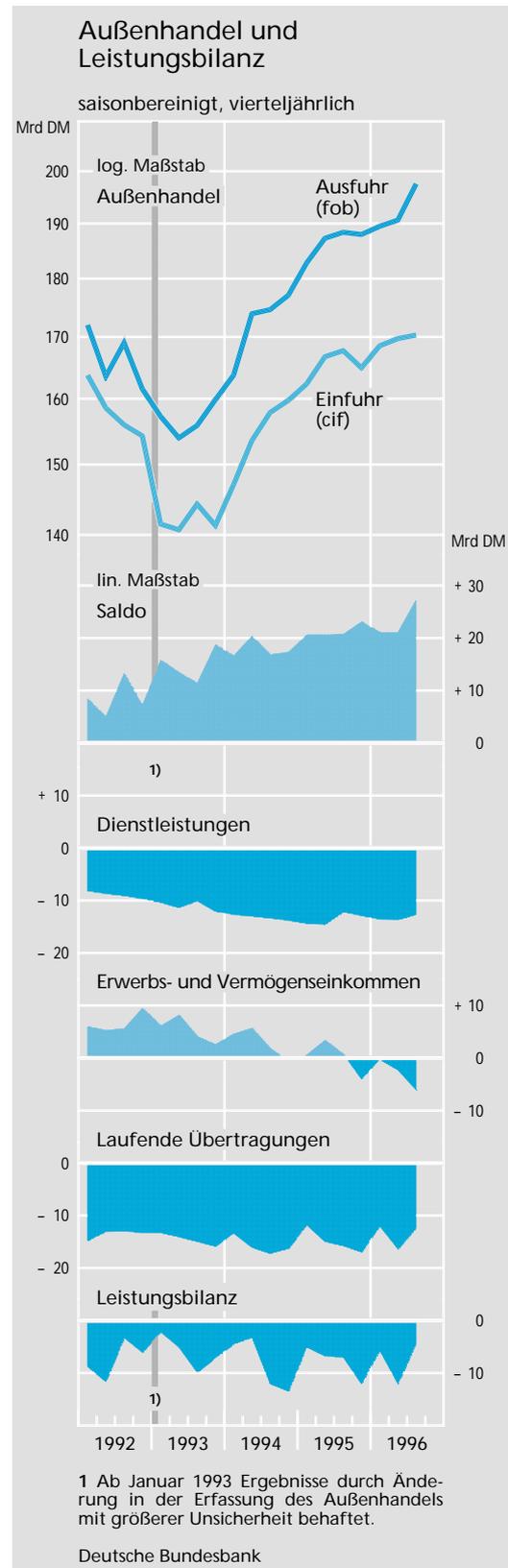
Nachdem die deutschen Ausfuhren in der ersten Jahreshälfte von 1996 nur mäßig gestiegen waren, hat das Exportwachstum im dritten Quartal, wie bereits erwähnt, merklich an Schwung gewonnen. In saisonbereinigter

Ausfuhren

Rechnung nahmen die Exporte zuletzt um gut 3 1/2% gegenüber dem Vorquartal zu, verglichen mit lediglich 1/2% im zweiten Vierteljahr dieses Jahres. Die deutliche Belebung der Lieferungen an ausländische Abnehmer in den Sommermonaten kam nach dem vorangegangenen Anstieg der Auftragseingänge der deutschen Industrie aus dem Ausland nicht unerwartet. Im dritten Quartal lagen die Exportaufträge des inländischen Verarbeitenden Gewerbes dem Volumen nach und saisonbereinigt gerechnet um 10 1/2% über dem Stand vom letzten Quartal des vorigen Jahres, in dem die Auslandsnachfrage einen Tiefpunkt erreicht hatte – während die Vergleichszahl für die Exportlieferungen im Berichtszeitraum nicht einmal halb so hoch war. Das könnte darauf hindeuten, daß die Aufwärtsbewegung im Exportbereich weiter anhalten wird. Auch die insgesamt wieder günstigeren Wachstumsperspektiven für wichtige Auslandsmärkte sind ein Indiz dafür, zumal sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Anbieter nach der Normalisierung der Wechselkurse gegenüber wichtigen Partnerwährungen und den maßvolleren Lohnabschlüssen im Vergleich zum Vorjahr entscheidend verbessert hat. Hierfür sprechen auch die günstigeren Exporterwartungen der Industrie nach dem ifo Konjunkturtest.

*Regionalstruktur
der Exporte*

Die Regionalstruktur der deutschen Warenlieferungen an das Ausland läßt ebenfalls erkennen, daß die deutsche Exportwirtschaft auf Auslandsmärkten mit hinreichend starker Wachstumsdynamik deutliche Geschäftserfolge aufzuweisen hat. Für das dritte Quartal dieses Jahres liegen die entsprechenden Zahlen zwar noch nicht vollständig vor. Nach den



Regionale Entwicklung des Außenhandels *)

April bis Juli 1996; saisonbereinigt

Ländergruppe/ Land	Ausfuhr	Einfuhr	Saldo in Mrd DM 1)
	Veränderung gegenüber Dezember 1995 bis März 1996 in %		April/ Juli 1996
Industrieländer	+ 2,0	- 0,7	27,4
EU-Länder	+ 1,4	- 1,7	24,5
darunter:			
Belgien/Luxemburg	+ 5,4	- 9,2	2,7
Frankreich 2)	+ 0,4	- 1,4	4,0
Großbritannien	- 2,5	- 3,5	5,8
Italien	- 3,1	+ 0,0	1,0
Niederlande	+ 1,1	- 0,5	0,1
Spanien	+ 1,1	- 1,4	2,0
Sonstige			
Industrieländer	+ 3,8	+ 1,5	2,9
darunter:			
USA	+ 7,6	+ 4,5	3,6
Japan	+ 2,9	- 1,7	- 4,4
Reformländer	+ 12,3	+ 9,3	0,4
darunter:			
Mittel- und osteuropäische Reformländer	+ 15,7	+ 9,2	3,1
China	+ 10,3	+ 8,9	- 2,9
Entwicklungsländer	+ 3,0	- 0,8	7,8
darunter:			
OPEC-Länder	+ 13,7	+ 10,3	1,5
Südostasiatische Schwellenländer	+ 0,0	- 1,6	2,7
Alle Länder	+ 1,9	+ 0,6	31,5

* Außenhandel der Bundesrepublik Deutschland nach neuem Gebietsstand. — 1 Die saisonbereinigten Salden sind mit einem erheblich größeren Unsicherheitsbereich behaftet als die Grundreihen, aus denen sie gebildet werden. Differenzen in den Summen bedingt durch getrennte Saisonbereinigung und durch Runden der Zahlen. — 2 Ohne Luftfahrzeuge.

Deutsche Bundesbank

bis Juli verfügbaren Angaben haben jedoch in den letzten Monaten die deutschen Ausfuhr vor allem in die kräftig wachsenden Reformländer sowie in die OPEC-Staaten, die aufgrund der Ölpreissteigerungen der letzten Zeit über hohe Deviseneinnahmen verfügen, mit zweistelligen Zuwachsraten zugenommen. Verhältnismäßig hoch waren daneben auch die Steigerungsraten im Exportgeschäft mit den Vereinigten Staaten, während die Lieferungen deutscher Erzeugnisse in die Mitgliedstaaten der Europäischen Union nur recht mäßig expandierten. Nach der spürbaren Abkühlung der Konjunktur in Italien sind die deutschen Ausfuhr dorthin sogar deutlich zurückgegangen. Auch die annähernd stagnierende Exportentwicklung nach Frankreich steht wohl im Zusammenhang mit dem schwachen Wirtschaftswachstum. Demgegenüber sind die Lieferungen nach Spanien etwas stärker gestiegen. Nicht ganz ins Bild paßt dagegen der Rückgang, den die deutsche Wirtschaft im Exportgeschäft mit Großbritannien zu verzeichnen hatte.

Zu dem Anstieg der Exporttätigkeit im Herbst dürfte vor allem die wieder gestärkte Investitionsneigung der Unternehmen in wichtigen europäischen Partnerstaaten beigetragen haben. Dafür sprechen jedenfalls die Angaben über die Auftragseingänge aus dem Ausland bei der deutschen Investitionsgüterindustrie, die insbesondere im dritten Quartal überdurchschnittlich kräftig gestiegen sind. In den bislang nur bis Juli reichenden Angaben über die Warenstruktur des deutschen Außenhandels ist dies allerdings nicht zu erkennen. Danach konzentrierte sich das Exportwachstum jedenfalls bis zum Sommer auf

Warenstruktur
der Exporte

Grundstoff- und Produktionsgüter, während der Auslandsabsatz von Investitionsgütern, denen in der deutschen Angebotspalette ein relativ hohes Gewicht zukommt, seit dem Ende des vergangenen Jahres praktisch stagnierte.

Einfuhren

Gemessen an der wieder lebhafteren Wirtschaftstätigkeit in Deutschland haben sich die Einfuhren aus dem Ausland recht schwach entwickelt. Dem Wert nach und saisonbereinigt sind die Importe im dritten Vierteljahr 1996 gegenüber dem zweiten Quartal zwar um knapp ½% gestiegen. Der Zuwachs dürfte aber nahezu ausschließlich auf den wertmäßigen Anstieg der Energieeinfuhren zurückzuführen sein, die sich als Folge der Ölpreissteigerungen im Zeitraum April bis Juli dieses Jahres gegenüber dem vorangegangenen Viermonatszeitraum saisonbereinigt um fast 11% erhöhten. Die Erdölimporte für sich gerechnet lagen in diesem Zeitraum dem Wert nach um nicht weniger als 18% über dem entsprechenden Vorjahrsstand; allein der Preisanstieg belief sich hier auf 19½%. Ohne Energieträger gerechnet sind die Einfuhren der gewerblichen Wirtschaft dagegen bis in den Sommer saisonbereinigt leicht zurückgegangen. Dabei wurden insbesondere weniger Rohstoffe und Halbwaren importiert, während die Fertigwareneinfuhren (Vorzugszeugnisse und Enderzeugnisse) kaum gesunken sind. Hierzu könnte nicht zuletzt die relativ robuste Automobilkonjunktur beigetragen haben.

Regionalstruktur der Importe

Daß das Wachstum der Gesamteinfuhren von den Energieimporten dominiert war, kommt auch in der regionalen Aufgliederung zum

Revision der monatlichen Außenhandelszahlen ab Januar 1995

Das Statistische Bundesamt hat die monatlichen Außenhandelszahlen für das Jahr 1995 und die ersten sieben Monate von 1996 nachträglich deutlich nach oben revidiert und damit die einzelnen Monatswerte an die bereits früher erfolgte Korrektur der Gesamtergebnisse für 1995 angepaßt. Dabei beliefen sich die Revisionen bei der Ausfuhr für das Jahr 1995 auf 17 Mrd DM; für die ersten sieben Monate von 1996 wurden darüber hinaus gut 12 Mrd DM zugeschätzt. Die Einfuhren sind um 24 Mrd DM (für das Gesamtjahr 1995) beziehungsweise gut 16 Mrd DM (für Januar bis Juli 1996) angehoben worden. Die Revisionen der Monatswerte 1995 konzentrieren sich auf das erste Halbjahr.

Die Zuschätzungen wurden erforderlich, weil es in der Vergangenheit durch Änderungen des Erhebungsverfahrens zu einer unzureichenden Erfassung des grenzüberschreitenden Warenverkehrs innerhalb der Europäischen Union gekommen war. Darüber hinaus wurden auch geringere Korrekturen beim Außenhandel mit Drittländern durchgeführt. Am Verlaufsbild der Export- und Importentwicklung für die letzten beiden Jahre hat sich durch die erwähnten Revisionen nichts Grundsätzliches geändert.

Deutsche Bundesbank

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd DM

Position	1995 1)		1996 1)	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj. 1)	
I. Leistungsbilanz				
1. Außenhandel 2)				
Ausfuhr (fob)	179,9	192,5	191,4	
Einfuhr (cif)	160,2	169,2	164,6	
Saldo	+ 19,6	+ 23,3	+ 26,9	
nachrichtlich: Saisonbereinigte Werte				
Ausfuhr (fob)	188,9	191,2	198,1	
Einfuhr (cif)	168,2	170,2	170,8	
2. Ergänzungen zum Warenverkehr 3)	- 0,5	- 0,8	- 0,3	
3. Dienstleistungen				
Einnahmen	33,6	32,5	35,1	
Ausgaben	51,4	46,1	53,5	
Saldo	- 17,8	- 13,6	- 18,3	
4. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Saldo)	- 0,4	+ 0,1	- 7,4	
5. Laufende Übertragungen				
Fremde Leistungen	4,8	5,4	5,8	
Eigene Leistungen	19,8	21,0	17,5	
Saldo	- 14,9	- 15,6	- 11,7	
Saldo der Leistungsbilanz	- 14,0	- 6,6	- 10,8	
II. Vermögensübertragungen				
Fremde Leistungen	0,4	1,0	1,0	
Eigene Leistungen	0,1	0,5	0,2	
Saldo	+ 0,3	+ 0,5	+ 0,7	
III. Kapitalbilanz (Netto-Kapitalexport: -)				
Direktinvestitionen	- 3,8	- 9,7	- 7,6	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 7,2	- 8,2	- 11,5	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 3,4	- 1,5	+ 3,8	
Wertpapiere 4)	+ 9,3	+ 21,9	+ 27,3	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 14,2	- 9,4	- 13,6	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 23,4	+ 31,3	+ 40,9	
Kreditverkehr 4)	+ 10,6	- 3,0	+ 1,4	
Kreditinstitute langfristig	+ 2,4	+ 4,6	- 20,3	
langfristig	+ 8,1	+ 5,0	+ 5,8	
kurzfristig	- 5,7	- 0,4	- 26,2	
Unternehmen und Privatpersonen langfristig	+ 4,4	- 4,9	+ 12,9	
langfristig	- 1,4	- 0,1	- 0,7	
kurzfristig	+ 5,9	- 4,8	+ 13,6	
Öffentliche Stellen langfristig	+ 3,7	- 2,7	+ 8,8	
langfristig	- 1,0	- 0,2	+ 2,0	
kurzfristig	+ 4,7	- 2,5	+ 6,8	
Sonstige Kapitalanlagen	- 0,8	- 0,9	- 1,0	
Saldo der gesamten Kapitalbilanz	+ 15,2	+ 8,3	+ 20,1	
IV. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)	+ 1,1	- 3,1	- 9,8	
V. Veränderung der Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank zu Transaktionswerten (Zunahme: +) 5) (I + II + III + IV)	+ 2,6	- 0,8	+ 0,2	

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

Ausdruck. Am kräftigsten sind die wertmäßigen Importe im Zeitraum April/Juli aus den OPEC-Staaten gestiegen (saisonbereinigt gegenüber den vorangegangenen vier Monaten um 10 1/2 %); auch die hohe Zunahme der Bezüge aus den mittel- und osteuropäischen Reformländern (+ 9 %) war nicht zuletzt durch die gestiegenen Erdöl- und Erdgaslieferungen aus Rußland bestimmt. Die Warenimporte aus den Industrieländern sind dagegen saisonbereinigt gesunken (um gut 1/2 %). Lediglich die Importe aus den USA haben zugenommen, während die Einfuhren aus den Mitgliedstaaten der Europäischen Union stärker rückläufig waren (- 1 1/2 %).

Das zusammengefaßte Defizit im Bereich des „unsichtbaren“ Leistungsverkehrs mit dem Ausland, in Form von Dienstleistungsexporten und -importen, grenzüberschreitenden Faktorleistungen und laufenden Übertragungen, ist im dritten Quartal weniger als saisonüblich gestiegen. Nach Ausschaltung der regelmäßigen Saisonschwankungen lag der Minussaldo mit gut 31 Mrd DM um 1 Mrd DM niedriger als im vorangegangenen Vierteljahr. Ausschlaggebend dafür waren Rückerstattungen aus dem EG-Haushalt, die das traditionelle Defizit der deutschen Übertragungsbilanz vermindert haben.

Saldo der „unsichtbaren Transaktionen“

Im Dienstleistungsverkehr ist das Defizit im dritten Quartal saisonbereinigt auf 12 1/2 Mrd DM nach 13 1/2 Mrd DM im vorangegangenen Vierteljahr gesunken. Dazu hat vor allem ein weiterer Rückgang der Reiseverkehrs Ausgaben im Berichtszeitraum beigetragen. Nach Ausschaltung der Saisonschwankungen beliefen sich die deutschen Netto-Ausgaben im

Dienstleistungsbilanz

Auslandsreiseverkehr auf 12 1/2 Mrd DM, verglichen mit rund 13 Mrd DM im ersten Quartal. Nach den zum Teil hohen Zuwachsraten in den Vorjahren scheint sich die Entwicklung in diesem Bereich unter dem Einfluß der schwächeren Einkommensentwicklung nun deutlich zu stabilisieren.

Reiseverkehr

Im Vergleich zu den Vorjahren haben sich die deutschen Touristen in letzter Zeit vor allem bei den Fernreisen in asiatische und afrikanische Länder stärker zurückgehalten. Überdies mußten die Alpenländer Schweiz und Österreich erneut leichte Einbußen hinnehmen. Dagegen erfreute sich in den Sommermonaten insbesondere der Mittelmeerraum weiterhin großer Beliebtheit bei deutschen Touristen; vor allem bei den Ausgaben deutscher Reisender in Italien und Spanien waren Zuwächse zu verbuchen, die sich aber nicht zuletzt auch aus der Stärkung der betreffenden Landeswährungen ergeben haben dürften und wohl weniger mit entsprechenden realen Zuwächsen im Reiseverkehr mit diesen Ländern gleichzusetzen sind. Weiter an Attraktivität gewonnen haben jedoch offenbar Reiseziele in Frankreich und Kanada sowie in der Türkei und den Reformländern Mittel- und Osteuropas.

*Erwerbs- und
Vermögens-
einkommen*

Das Defizit in der Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen hat sich dagegen im dritten Vierteljahr 1996 nach Ausschaltung der Saisoneffekte weiter erhöht; und zwar von gut 2 Mrd DM im zweiten Quartal auf 6 Mrd DM im dritten. Ausschlaggebend hierfür war wiederum die Entwicklung bei den grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen, deren Saldo im Jahresverlauf im

allgemeinen stärkeren Schwankungen unterliegt. Unterschiede im zeitlichen Auszahlungsprofil der Erträge aus den verschiedenen in- und ausländischen Vermögensanlagen spielen dabei ebenso eine Rolle wie unternehmenspolitische Vorgaben hinsichtlich Höhe und Zeitpunkt von Gewinnabführungen von verbundenen Unternehmen. Ungeachtet dessen belasten aber die anhaltenden Leistungsbilanzdefizite und der damit verbundene Rückgang des deutschen Netto-Auslandsvermögens weiterhin die deutsche Kapitalertragsbilanz.

Das hohe deutsche Defizit in der Bilanz der Laufenden Übertragungen ging im dritten Vierteljahr 1996 erstmals seit längerem spürbar zurück. In saisonbereinigter Rechnung fiel es mit 12 1/2 Mrd DM deutlich geringer aus als im Vorquartal (16 1/2 Mrd DM). Wie bereits erwähnt, haben dazu vor allem Rückerstattungen aus dem EG-Haushalt beigetragen, die Deutschland im September aus einem Nachtragshaushalt der EU zufließen. Infolgedessen sanken die deutschen Nettoszah-lungen an den EG-Haushalt im dritten Quartal deutlich unter die sonst gewohnten Größenordnungen. Die übrigen laufenden Transferzahlungen blieben praktisch unverändert. So wurden für Renten, Pensionen und Unterstützungen 3 Mrd DM (netto) an das Ausland geleistet, und die Heimatüberweisungen der Gastarbeiter erreichten einen Betrag von rund 2 Mrd DM.

*Laufende
Übertragungen*

Kapitalverkehr

Mrd DM, Netto-Kapitalexport: –

Position	1995	1996	
	Aug./ Okt.	Mai/ Juli	Aug./ Okt. p)
1. Direktinvestitionen	– 3,7	– 9,7	– 6,5
Deutsche Anlagen im Ausland	– 8,2	– 10,2	– 8,9
Ausländische Anlagen im Inland	+ 4,5	+ 0,6	+ 2,4
2. Wertpapiere	+ 5,9	+ 34,4	+ 22,4
Deutsche Anlagen im Ausland	– 15,4	– 11,5	– 7,9
Aktien	+ 1,2	+ 1,6	– 1,3
Investmentzertifikate	+ 0,4	– 1,4	+ 0,0
Rentenwerte	– 9,9	– 6,4	– 1,9
Geldmarktpapiere	– 2,5	– 4,9	– 0,8
Finanzderivate 1)	– 4,7	– 0,5	– 3,9
Ausländische Anlagen im Inland	+ 21,3	+ 46,0	+ 30,3
Aktien	+ 2,0	+ 15,8	+ 1,2
Investmentzertifikate	– 0,7	– 1,3	– 0,2
Rentenwerte	+ 15,6	+ 22,4	+ 21,5
Geldmarktpapiere	– 0,0	+ 8,7	+ 5,6
Optionscheine	+ 4,4	+ 0,3	+ 2,3
3. Kreditverkehr	+ 26,2	– 31,7	+ 10,4
Kreditinstitute	+ 14,9	– 33,1	– 2,7
langfristig	+ 9,9	+ 6,3	+ 1,0
kurzfristig	+ 5,0	– 39,4	– 3,7
Unternehmen und Privatpersonen	+ 13,0	– 1,8	+ 7,5
langfristig	– 0,7	– 0,5	– 0,4
kurzfristig 2)	+ 13,6	– 1,4	+ 7,9
Öffentliche Stellen	– 1,7	+ 3,2	+ 5,6
langfristig	– 2,3	+ 0,2	+ 1,2
kurzfristig	+ 0,6	+ 3,0	+ 4,4
4. Sonstige Kapitalanlagen	– 0,9	– 1,0	– 1,0
5. Saldo aller statistisch erfaßten Kapital- bewegungen	+ 27,4	– 8,0	+ 25,4
Nachrichtlich: Veränderung der Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank zu Transaktionswerten (Zunahme: +) 3)	+ 2,8	– 4,6	+ 3,5

1 Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie Finanztermingeschäfte. — 2 Ohne die noch nicht bekannte Veränderung der Finanzbeziehungen zu ausländischen Nichtbanken und der Handelskredite für Oktober 1996. — 3 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

Kapitalverkehr und Reservebewegungen

Die internationalen Kapitalbewegungen wurden in den Herbstmonaten von Konvergenz-erwartungen im Hinblick auf die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion geprägt. Starke Kapitalzuflüsse in die südeuropäischen EU-Länder führten bei insgesamt fallendem Zinstrend zu einer deutlichen Verringerung der internationalen Zinsabstände. Spiegelbildlich dazu ließ das Interesse des Auslands an inländischen Wertpapieren spürbar nach. Auch in den übrigen Bereichen des deutschen Kapitalverkehrs kam es im Berichtszeitraum von August bis Oktober 1996 zu einigen Verschiebungen. So hat sich das Defizit bei den Direktinvestitionen – netto gerechnet – im Vergleich zum vorangehenden Dreimonatszeitraum um ein Drittel verringert, und inländische Nichtbanken griffen verstärkt auf kurzfristige Finanzmittel im Ausland zurück. Gleichzeitig verbesserte sich die Auslandsposition der Kreditinstitute ebenso wie die der Bundesbank per saldo leicht.

*Tendenzen im
Kapitalverkehr*

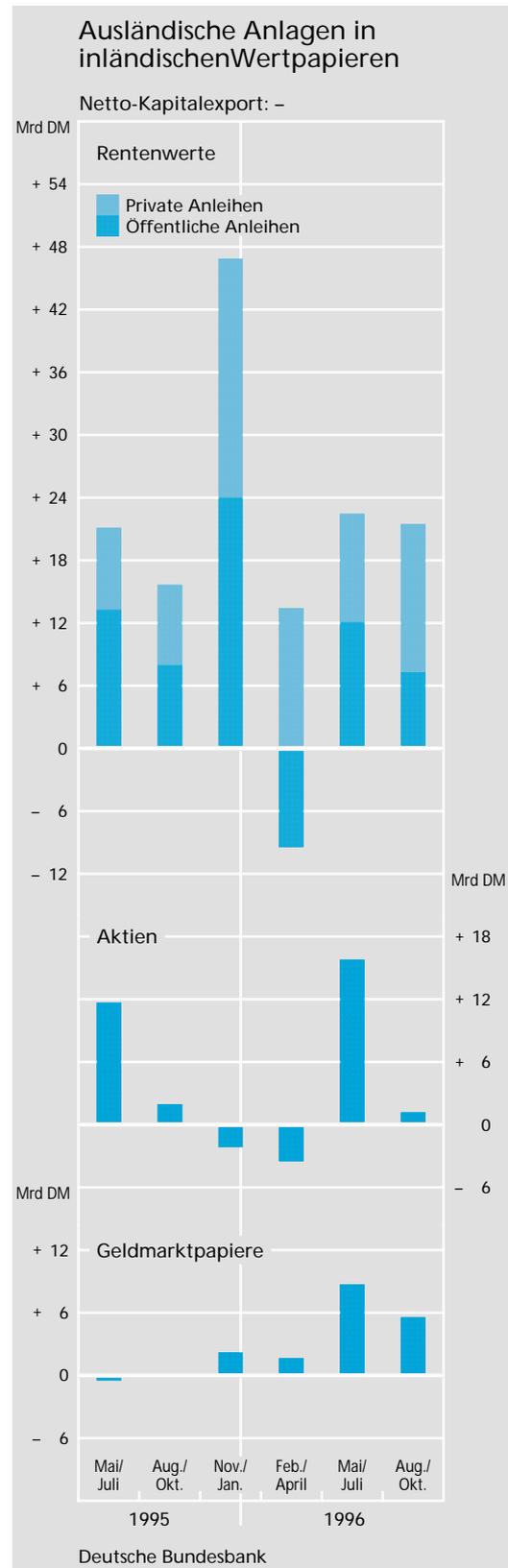
Zinssenkungserwartungen für einige europäische Länder mit hohem Zinsniveau und kaum Wechselkursphantasie zugunsten der D-Mark führten im Ergebnis offenbar zu einer Neuausrichtung der Wertpapierportefeuilles internationaler Anleger. Dies spiegelt sich sowohl im Verlauf wie auch in der Struktur der Auslandsnachfrage nach deutschen Wertpapieren wider. Hatten ausländische Anleger in den Monaten Mai bis Juli per saldo für 46 Mrd DM hiesige Wertpapiere erworben, so waren es im Berichtszeitraum von August bis Oktober nur noch 30½ Mrd DM – mit deutlich sinkender Tendenz von Monat zu

*Wertpapier-
verkehr*

*Ausländische
Anlagen im
Inland*

Monat. Ein Großteil des Rückgangs geht auf das geringere Engagement ausländischer Investoren am hiesigen Aktienmarkt zurück; mit gut 1 Mrd DM wurden weitaus weniger Dividendenpapiere vom Ausland nachgefragt als im Zeitraum von Mai bis Juli (16 Mrd DM). Eine gewisse Zurückhaltung in der Zeit nach den wichtigsten Dividendenterminen steht allerdings durchaus im Einklang mit dem in der Vergangenheit beobachteten Verhalten ausländischer Investoren am deutschen Aktienmarkt.

Im Vergleich zu den Aktien haben sich Rentenwerte – über die gesamte Berichtsperiode betrachtet – recht gut gehalten. Anleger aus dem Ausland legten mit 21 ½ Mrd DM einen fast ebenso hohen Betrag in hiesigen Schuldverschreibungen an wie in der Vorperiode. Allerdings schwächte sich die Nachfrage nach hohen Zuflüssen im August in der Folgezeit stark ab und versiegte im Oktober schließlich nahezu ganz. Dabei ergaben sich deutliche Verschiebungen in der Struktur der erworbenen Wertpapiere. Zwei Drittel der von Ausländern per saldo gekauften Rentenwerte entfielen auf private Anleihen, wobei Fremdwährungsemissionen der Kreditinstitute besonders begehrt waren (+ 10 Mrd DM). Öffentliche Anleihen, die normalerweise hoch in der Gunst ausländischer Anleger stehen, hatten dagegen Einbußen hinzunehmen; lediglich die im September erstmals angebotenen zweijährigen Schatzanweisungen des Bundes stießen auch im Ausland auf reges Interesse (+ 5 Mrd DM). Weiterhin lebhaft war die Nachfrage des Auslands nach hiesigen Geldmarktpapieren (+ 5 ½ Mrd DM), wengleich das Spitzenergebnis des vorange-



gangenen Dreimonatszeitraums (+ 8 1/2 Mrd DM) nicht gehalten werden konnte. Auch bei diesen Titeln spielten die neuen Produkte des Bundes („Bubills“) die dominierende Rolle.

Das Interesse inländischer Anleger am Erwerb ausländischer Wertpapiere hat schon vor einiger Zeit spürbar nachgelassen; per saldo flossen in dem Dreimonatszeitraum von August bis Oktober 8 Mrd DM in ausländische Wertpapieranlagen (Mai bis Juli: 11 1/2 Mrd DM). Zwar wurde das Interesse an Aktien von der günstigen Stimmung an wichtigen Weltbörsen angefacht (1 1/2 Mrd DM), zinstragende Titel waren dagegen mit 2 1/2 Mrd DM weniger stark gefragt als in der Vorperiode. Dabei bauten Inländer ihre Bestände an DM-Auslandsanleihen leicht ab, und auch bei Geldmarktpapieren war die Kaufneigung per saldo schwach ausgeprägt. Lediglich Fremdwährungsanleihen (2 1/2 Mrd DM) – darunter vor allem Dollar-Bonds, die einen Zinsvorsprung gegenüber DM-Papieren aufwiesen – zogen eine gewisse Nachfrage auf sich. Als Käufer ausländischer Wertpapiere traten insbesondere inländische Kreditinstitute in Erscheinung. Insgesamt gesehen haben die geschrumpften Zinsdifferenzen in Europa inländische Nichtbanken offenbar davon abgehalten, Gelder in größerem Umfang im Ausland anzulegen, zumal auch in Deutschland kräftige Kursgewinne bei Aktien wie bei Rentenwerten erzielt werden konnten. Die Transaktionen von Inländern in ausländischen Investmentzertifikaten glichen sich per saldo aus; dem Erwerb von Anteilsscheinen traditioneller Investmentfonds in Höhe von 1/2 Mrd DM stand die Abgabe von Geldmarktfondszertifikaten in gleicher Höhe gegenüber. Im

Ergebnis entfiel mit knapp 4 Mrd DM fast die Hälfte der Mittelabflüsse durch deutsche Wertpapieranlagen im Ausland auf Zahlungen für Finanzderivate. Hierin spiegeln sich größtenteils Absicherungsgeschäfte der Emittenten von Optionsscheinen wider.

Parallel zu den Portfolioinvestitionen haben auch die deutschen Direktinvestitionen im Berichtszeitraum nachgelassen. Inländische Unternehmen investierten zwischen August und Oktober 9 Mrd DM im Ausland; dem Betrag nach war dies reichlich 1 Mrd DM weniger als in den drei Monaten davor. Allerdings ist dabei zu beachten, daß der Beteiligungserwerb im Ausland von Monat zu Monat starken Schwankungen unterliegt. Faßt man deshalb die ersten zehn Monate zusammen, so investierten hiesige Unternehmen in diesem Zeitraum 32 Mrd DM jenseits der Grenzen – knapp ein Fünftel weniger als im entsprechenden Abschnitt des Vorjahres, als mehrere Großtransaktionen die deutschen Direktinvestitionen in die Höhe getrieben hatten. Gegen den allgemeinen Trend entwickelte sich der Auf- und Ausbau von Beteiligungen in Mittel- und Osteuropa, der im bisherigen Jahresverlauf um rund 50% zugenommen hat.

Ausländische Firmen haben ihre Investitionen in Deutschland ebenfalls gedrosselt; mit 4 1/2 Mrd DM kamen in den ersten zehn Monaten deutlich weniger Investitionsmittel auf als von Januar bis Oktober 1995 (12 1/2 Mrd DM); etwa die Hälfte des Beteiligungserwerbs im laufenden Jahr fand allerdings in den letzten drei Monaten statt. Im Ergebnis sind die Netto-Abflüsse aus deutschen Direktinvestitionen im Ausland und ausländischen Direkt-

investitionen in Deutschland im Berichtszeitraum auf 6 1/2 Mrd DM zurückgegangen, verglichen mit 9 1/2 Mrd DM in den vorangegangenen drei Monaten (Mai/Juli).

*Kreditverkehr
der
Nichtbanken*

Im Gegensatz zu den übrigen Bereichen des Kapitalverkehrs kam es im statistisch erfaßten Kreditverkehr der Nichtbanken zwischen August und Oktober mit 13 Mrd DM zu deutlich höheren Netto-Zuflüssen als in den drei Monaten davor (1 1/2 Mrd DM). Dies ist in erster Linie den kurzfristigen Finanzdispositionen der Unternehmen und Privatpersonen zuzuschreiben, die vor allem kurzfristige Finanzkredite im Ausland aufgenommen haben. Ebenso wie die Sozialversicherungen haben sie darüber hinaus ihre Guthaben bei ausländischen Banken („Euroeinlagen“) zurückgeführt. Daneben flossen öffentlichen Stellen durch die Aufnahme langfristiger Darlehen im Ausland in geringem Umfang Mittel zu.

*Kreditverkehr
der
Kreditinstitute*

Die Auslandsposition der Banken hat sich im Berichtszeitraum von August bis Oktober – im Gegensatz zum vorangegangenen Dreimonatsabschnitt – im Ergebnis nur recht wenig verändert. Im Kreditverkehr standen Kapitalzuflüssen von netto 1 Mrd DM im langfristigen Bereich Abflüsse kurzfristiger Gelder in Höhe von netto 3 1/2 Mrd DM gegenüber. Auffällig ist insbesondere, daß die Aufnahme langfristiger Mittel im Ausland, die im Vorjahr noch eine wichtige Rolle gespielt hatte, mehr und mehr abebbt. Dies geht einher mit einer wesentlich schwächeren Vergabe langfristiger Darlehen an das Ausland als noch 1995.

Der deutliche Rückgang der Mittelabflüsse im kurzfristigen Bereich – von 39 1/2 Mrd DM

zwischen Mai und Juli auf 3 1/2 Mrd DM in der Berichtsperiode – ist insofern etwas überraschend, als die bisher statistisch erfaßten übrigen Leistungs- und Kapitalverkehrstransaktionen keine derart ausgeprägte Veränderung in den kurzfristigen Zahlungsströmen der Banken hätten erwarten lassen. Dies könnte auf einen Swing im Restposten der Zahlungsbilanz hindeuten, für den derzeit freilich noch keine Angaben vorliegen.

Die Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank sind von August bis Oktober – zu Transaktionswerten gerechnet – um 3 1/2 Mrd DM gestiegen, nachdem sie in den drei Monaten davor hauptsächlich aufgrund von Transaktionen mit anderen Notenbanken noch um 4 1/2 Mrd DM gesunken waren. Die aktuelle Veränderung ist in erster Linie auf einen Anstieg der Währungsreserven zurückzuführen; die Auslandsverbindlichkeiten haben sich dagegen per saldo nur wenig verringert. Wie üblich schlugen auf der Aktivseite der Bundesbankbilanz Zinseinnahmen auf die Devisenanlagen und Zuflüsse von Truppendollar positiv zu Buche. Im November sind die Netto-Auslandsaktiva weiter gestiegen. Zu Bilanzkursen gerechnet beliefen sie sich Ende November auf 109 Mrd DM, verglichen mit 104 Mrd DM Ende Juli und 107 Mrd DM Ende 1995.

*Auslands-
position der
Bundesbank*

Wechselkursentwicklung

In den Herbstmonaten hat sich die für dieses Jahr kennzeichnende ruhige Wechselkursentwicklung der D-Mark fortgesetzt. Insbesondere gegenüber den Währungen, die im vori-

Dollar

gen Jahr unter starken Abwertungsdruck geraten waren, haben sich die Kursverhältnisse mittlerweile wieder fühlbar entspannt. So bewegt sich der Dollar nunmehr bereits seit dem Frühjahr in einem Kursband von 1,47 DM bis etwa 1,56 DM. In diesem Rahmen wechselte die Markttendenz allerdings mehrfach entsprechend der veränderten Einschätzung der Marktteilnehmer über die weiteren wirtschaftlichen Entwicklungsperspektiven für die beteiligten Volkswirtschaften und die daraus abgeleiteten Zinserwartungen. Nachdem der Dollar beispielsweise im Juli die Grenze von 1,50 DM unterschritten hatte, erholte er sich rasch wieder und durchbrach diese Marke bereits in der ersten Septemberhälfte erneut nach oben. Das weitgehend spannungsfreie Wirtschaftswachstum in den USA hat die Erwartung auf weitere zinspolitische Schritte der amerikanischen Notenbank jedoch bald wieder in den Hintergrund treten lassen – wie auch der geldpolitische Kurs der Bundesbank zu keinen grundlegenden Neueinschätzungen der Zinssichten für die D-Mark Anlaß gab. Bis Ende November hat sich die amerikanische Währung bei einem Kurs von gut 1,50 DM behauptet. Auch die Präsidentschaftswahlen in den USA führten zu keinen nennenswerten Wechselkursbewegungen, da das Wahlergebnis letztlich die Umfrageergebnisse bestätigte und somit für die wenigsten Beobachter eine Überraschung darstellte. Erst in den letzten Wochen hat sich die US-Währung wieder deutlich befestigt. Bei Abschluß dieses Berichts notierte sie mit 1,55 DM.

EU-Währungen

Gegenüber den europäischen Partnerwährungen bewegte sich die D-Mark im Herbst

Beitritt von Finnmark und Lira zum Europäischen Wechselkursmechanismus

Seit Herbst dieses Jahres nehmen zwei weitere Währungen am Europäischen Wechselkursmechanismus teil. Mit Wirkung vom 18. Oktober 1996 erfolgte der lange Zeit von den finnischen Behörden vorbereitete Beitritt der Finnmark zum Europäischen Wechselkursmechanismus. Finnland, das von den Umwälzungen in Osteuropa in besonderem Maße betroffen war, hatte zuvor mit glaubwürdigen wirtschaftspolitischen Reformmaßnahmen nachhaltige Stabilisierungsfortschritte erzielt. Ferner kehrte die italienische Lira zum 25. November 1996 in den Europäischen Wechselkursmechanismus zurück, nachdem sich der Wechselkurs der Lira seit seinem Tiefststand im März 1995 weitgehend erholt hatte und umfangreiche Konsolidierungsschritte seitens der italienischen Regierung angekündigt worden waren.

Die DM-Leitkurse wurden bei 32,89 DM je 100 Finnmark beziehungsweise 1,01 DM je 1000 Lira festgelegt, mit dem seit Anfang August 1993 erweiterten Abweichungsspielraum von $\pm 15\%$. Folglich belaufen sich die Höchstkurse in diesem Band im Falle Finnlands auf 38,20 DM und bei Italien auf 1,17 DM; die unteren Interventionspunkte liegen für die Finnmark bei 28,33 DM und für die Lira bei 0,87 DM.

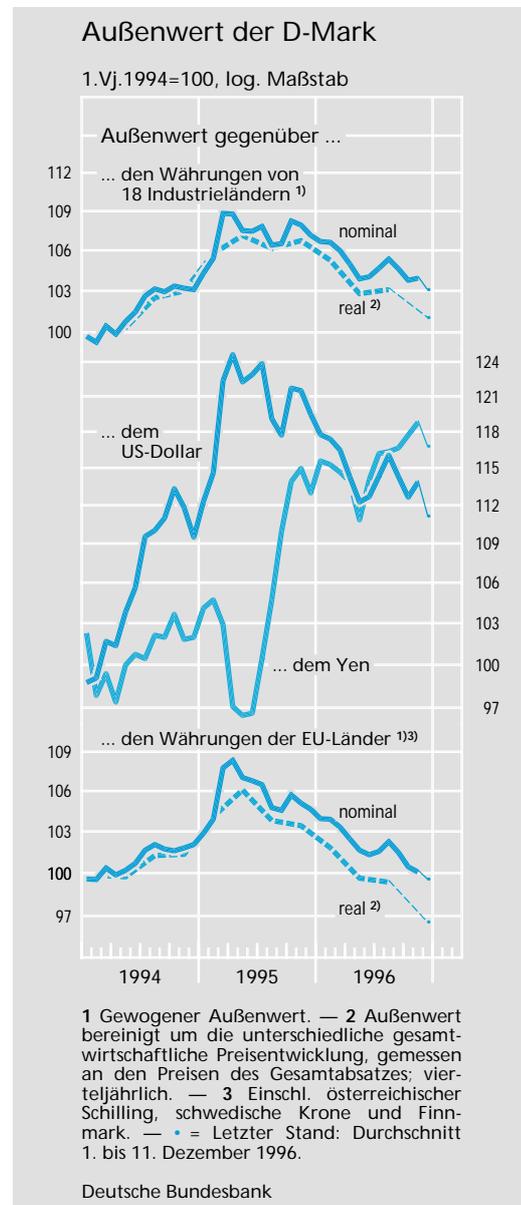
DM-Leitkurse und Interventionspunkte

Währung	DM-Leitkurs	Höchstkurs	Niedrigstkurs
Finnmark	32,89	38,20	28,33
Italienische Lira	1,01	1,17	0,87

Deutsche Bundesbank

ebenfalls weiterhin in ruhigem Umfeld. Das gilt insbesondere im Verhältnis gegenüber dem französischen Franc und den traditionell eng mit der D-Mark verbundenen Währungen wie dem holländischen Gulden, dem österreichischen Schilling und dem belgischen Franc, während andere wichtige europäische Währungen, die früher stark an Boden verloren hatten, deutlich an Stärke gewannen. Allen voran verdient in diesem Zusammenhang die erhebliche Aufwertung des Pfund Sterling Beachtung. Diese strahlte auch auf das irische Pfund aus, das nunmehr zur höchst bewerteten Währung im europäischen Wechselkursmechanismus avancierte. Die britische Währung setzte ihre bereits im Sommer dieses Jahres begonnene Aufwertungstendenz fort und notierte zuletzt bei 2,55 DM. Dies entspricht einer Aufwertung des Pfund Sterling gegenüber der D-Mark von rund 8 1/2 % während der letzten drei Monate und von 15 1/2 % seit Jahresbeginn. Zu dieser Entwicklung dürfte unter anderem die neue Zinsphantasie der Anleger vor dem Hintergrund des anhaltend kräftigen wirtschaftlichen Wachstums und der höher eingeschätzten Inflationsgefahren in Großbritannien beigetragen haben. Ferner könnte das Pfund Sterling für manche Anleger gegenüber dem Schweizer Franken als Währung außerhalb des EWS an Attraktivität gewonnen haben, nachdem die Schweizer Nationalbank Ende September ihren Diskontsatz auf 1% senkte.

Weiter befestigt hat sich in den Herbstmonaten auch die italienische Lira, die im Oktober die Marke von 1 DM für 1 000 Lire überschritt und sich seitdem etwa auf diesem Niveau bewegte. Hohe Kapitalzuflüsse in die italieni-



sche Wirtschaft im Vertrauen auf den Erfolg der eingeleiteten Konsolidierungsmaßnahmen haben entscheidend dazu beigetragen; andererseits haben wohl auch Spekulationen über die Teilnahme an der Währungsunion eine Rolle gespielt. Die italienische Regierung hat im November den Wiedereintritt der italienischen Lira in den europäischen Wechselkursmechanismus beantragt, aus dem sie im September 1992 ausgeschieden war. Im Mo-

nat zuvor war bereits die Finnmark den Regeln des Wechselkursmechanismus beigetreten. Nachdem sich die festgesetzten Leitkurse der beiden Währungen im Erwartungsspektrum der Marktteilnehmer bewegten und somit an den Märkten kaum für Überraschung sorgten, kam es auch in der Folgezeit in keinem der beiden Fälle zu außergewöhnlichen Kursbewegungen. Vor allem der für die Lira vereinbarte Leitkurs von 990 Lire für 1 DM erfordert von den italienischen Behörden jedoch eine konsequente Fortsetzung der eingeleiteten Konsolidierungspolitik, um das erforderliche Maß an Konvergenz für eine spannungsfreie Teilnahme am europäischen Wechselkursmechanismus alsbald dauerhaft zu sichern (siehe Seite 74).

Yen

In einem gewissen Gegensatz zu den allgemein recht entspannten Währungsrelationen stand die Entwicklung der japanischen Währung. Gegenüber dem Yen setzte sich der Aufwertungsrend der D-Mark im Herbst jedenfalls zunächst fort. Ende Oktober erreichten die Yen-Notierungen bei 1,32 DM ihren bisherigen Jahrestiefststand. Darin dürften sich wohl nicht allein die fortdauernden Probleme im japanischen Bankensystem widerspiegeln. Auch die zunehmende Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Wirtschaftsentwicklung nach dem Auslaufen der

fiskalpolitischen Stimulierungsmaßnahmen hat sicher eine Rolle gespielt. Erst nachdem es von politischer Seite Anzeichen für eine bevorstehende Wende zu einer restriktiveren Geld- und Finanzpolitik in Japan zu geben schien, hat sich die japanische Währung im Verhältnis zur D-Mark, ebenso wie gegenüber dem Dollar, wieder etwas befestigt. Im Ergebnis notierte sie zuletzt mit 1,36 DM aber immer noch rund 7 % niedriger als Ende April dieses Jahres.

Im gewogenen Durchschnitt der Währungen von 18 Industrieländern hat sich die vorangegangene Aufwertung der D-Mark in den Herbstmonaten weiter zurückgebildet. Bei Abschluß des Berichts notierte sie etwa auf dem Niveau von vor zwei Jahren. Nach Ausschaltung der unterschiedlichen Preisentwicklungen in Deutschland und seinen Partnerländern zeigt sich die Normalisierung der Wechselkursverhältnisse noch deutlicher. Der reale Außenwert der D-Mark entsprach zuletzt dem Stand von Mitte 1994. Noch etwas stärker ist der reale Außenwert gegenüber den Ländern der EU zurückgegangen. Damit dürften sich die Wettbewerbsbedingungen der deutschen Exportwirtschaft im allgemeinen, insbesondere jedoch gegenüber den wichtigsten europäischen Handelspartnern in letzter Zeit wieder fühlbar gebessert haben.

*Nominaler
und realer
Außenwert*