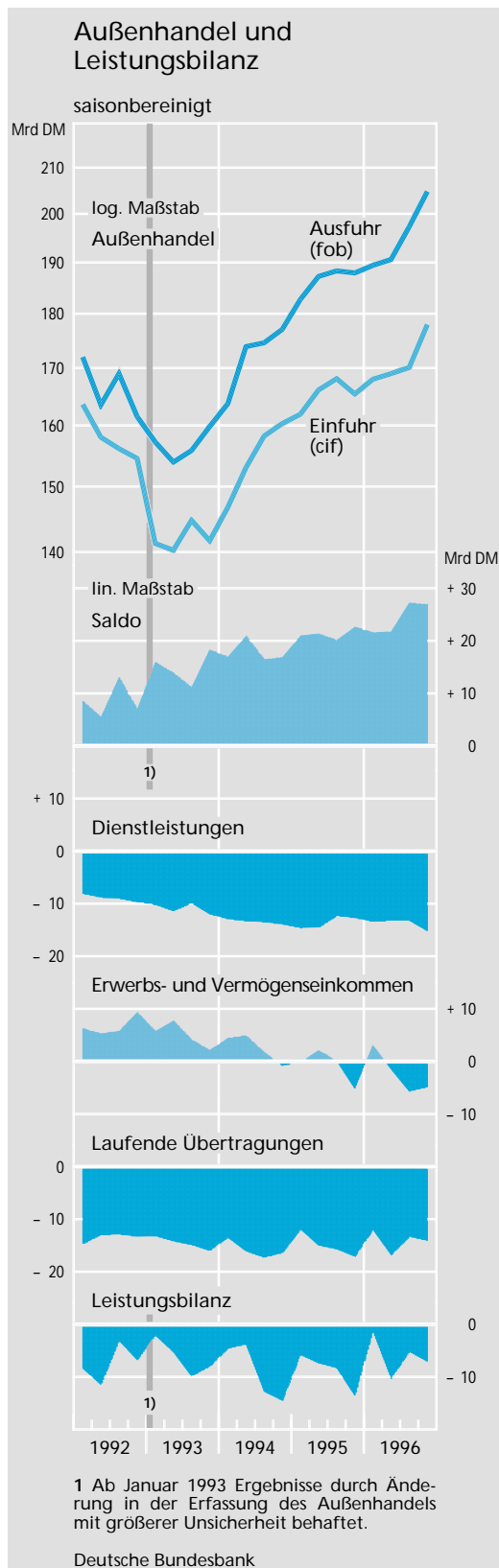


Die deutsche Zahlungsbilanz im Jahr 1996

Die Wirtschaftsbeziehungen zum Ausland sind im vergangenen Jahr zur Hauptstütze des wirtschaftlichen Wachstums in Deutschland geworden. Nach der Korrektur der hohen DM-Aufwertung vom Frühjahr 1995 hat sich das Auslandsgeschäft im Zusammenwirken mit der Belebung der Nachfrage auf wichtigen Absatzmärkten günstig entwickelt. Im Unterschied dazu hat die Einfuhrtätigkeit damit bei weitem nicht Schritt gehalten. Zwar sind die Importe dem Werte nach gestiegen, doch stehen dahinter zum Teil die Preissteigerungen auf den Erdölmärkten sowie die niedrigere Bewertung der D-Mark an den Devisenmärkten, durch die die Einfuhren nominal aufgebläht wurden. Im Ergebnis hat sich der deutsche Exportüberschuß 1996 um 12½ Mrd DM auf 97½ Mrd DM erhöht. Gleichzeitig waren bei den übrigen Leistungstransaktionen mit dem Ausland kaum höhere Defizite als im Vorjahr zu verzeichnen, so daß das gesamte deutsche Leistungsbilanzdefizit 1996 spürbar um rund 12 Mrd DM auf 22 Mrd DM sank. Auf der „Finanzierungsseite“ der Zahlungsbilanz standen dem hohe Kapitalzuflüsse an die deutschen Wertpapiermärkte aus dem Ausland gegenüber. Im folgenden werden die wichtigsten Entwicklungen im Leistungs- und Kapitalverkehr mit dem Ausland im einzelnen dargestellt.



Leistungsbilanz

Der deutsche Warenhandel mit dem Ausland hat sich im Verlauf des Jahres 1996 deutlich belebt. Nach zunächst noch stagnierenden Umsätzen nahmen die Ausfuhren seit der Jahresmitte kräftig zu; später sind auch die Einfuhren dem Werte nach deutlich gestiegen. Im Gesamtjahr 1996 übertrafen die Exporte schließlich mit 784 Mrd DM das Vorjahrsergebnis um 4 1/2%, und die Importe waren, zu jeweiligen Preisen gerechnet, mit 686 1/2 Mrd DM um 3 1/2% höher als vor Jahresfrist.

*Außenhandels-
überschuß*

Im Gesamtergebnis schloß der deutsche Außenhandel im Jahr 1996 mit einem Überschuß in Höhe von rund 97 1/2 Mrd DM ab, nach 85 1/2 Mrd DM im Jahr zuvor, womit wieder an die hohen Aktivsaldo zu Ende der achtziger Jahre – vor der deutschen Wiedervereinigung – angeknüpft werden konnte. Real gerechnet sind die Wachstumsanstöße sogar noch etwas kräftiger ausgefallen, als dies in dem Anstieg des nominalen Überschusses zum Ausdruck kommt. Durch die großenteils ölpreisbedingte Verteuerung der Importe in der zweiten Jahreshälfte und die damit eingetretene Verschlechterung der Terms of Trade ist allerdings der gesamtwirtschaftliche Verteilungsspielraum nicht in gleichem Maße gewachsen.

In der günstigeren Entwicklung des Exportgeschäfts der deutschen Wirtschaft spiegelt sich vor allem das kräftige Marktwachstum in den außereuropäischen Industrieländern, im asiatisch-pazifischen Raum und in den Reformländern Mittel- und Osteuropas wider. Er-

Ausfuhr

leichtert und unterstützt wurde die Belebung der Ausfuhrtätigkeit durch die zwischenzeitlich erfolgte Normalisierung der Währungsrelationen. Nicht zuletzt haben aber auch die erfolgreichen Umstrukturierungs- und Rationalisierungsmaßnahmen in der deutschen Industrie sowie die moderaten Lohnabschlüsse die Wettbewerbsposition deutscher Produkte wieder gestärkt.

Regionalstruktur der Exporte

Von den traditionellen Exportmärkten in Westeuropa gingen dagegen eher retardierende Einflüsse auf das deutsche Auslandsgeschäft aus. Nach den bislang allerdings nur bis Oktober 1996 vorliegenden Angaben über die Regionalstruktur des deutschen Außenhandels lagen hier die Exporte Deutschlands in den ersten zehn Monaten von 1996 lediglich um knapp 2% über dem entsprechenden Vorjahrswert. Die deutschen Ausfuhren in die außereuropäischen Industrieländer sind dagegen weit überproportional gestiegen. Insbesondere nach Japan (+ 14 1/2%) und in die Vereinigten Staaten (+ 10 1/2%) nahmen die Exporte lebhaft zu, wobei vor allem die deutsche Automobilindustrie hohe Zuwachsraten erzielen konnte.

Darüber hinaus stellten weiterhin die südostasiatischen Schwellenländer eine bedeutende Wachstumsregion für die deutsche Exportwirtschaft dar. Schon seit längerem erreicht Deutschland in diesen besonders dynamisch expandierenden Volkswirtschaften, die einen Wirtschaftsraum mit rund 400 Millionen Einwohnern umfassen, hohe Exportzuwächse. Im Vergleich zur entsprechenden Zuwachsrate von 1995 (+ 13%) fiel die Steigerung 1996 mit 7 1/2% zwar schwächer aus. Im we-

Regionale Entwicklung des Außenhandels *)

Januar/Oktober 1996

Ländergruppe/Land	Ausfuhr		Einfuhr	
	Mrd DM	% geg. Vorj.	Mrd DM	% geg. Vorj.
Industrieländer	494,5	3,3	434,2	2,6
EU-Länder	371,0	1,9	316,9	1,7
darunter:				
Belgien und Luxemburg	40,7	- 2,1	36,6	- 0,9
Frankreich	71,9	- 3,2	61,6	0,1
Italien	49,2	3,0	47,5	- 0,3
Niederlande	48,9	3,7	49,1	2,5
Österreich	37,1	8,1	21,6	3,8
Spanien	23,3	7,2	18,6	5,6
Vereinigtes Königreich	52,2	2,0	38,5	6,6
Sonstige Industrieländer	123,5	7,6	117,2	5,1
darunter:				
Vereinigte Staaten von Amerika	49,7	10,7	40,7	10,2
Japan	17,6	14,6	28,6	- 1,6
Reformländer	66,9	15,8	65,9	7,6
darunter:				
Mittel- und osteuropäische Reformländer	57,2	18,4	50,6	6,2
China	8,3	- 2,0	14,9	14,1
Entwicklungsländer	84,4	4,4	65,4	2,1
darunter:				
OPEC-Länder	13,7	0,4	10,2	9,0
Südostasiatische Schwellenländer	36,7	7,6	29,6	3,0
Alle Länder	647,6	4,6	567,0	3,1

* Die Gesamtangaben für die Ausfuhr in 1995 und die Einfuhr von Januar 1995 bis einschließlich Juli 1996 enthalten Korrekturen, die für die Nicht-EU-Länder noch nicht regional aufgliedert sind.

Deutsche Bundesbank

sentlichen geht dies jedoch auf die Dämpfung des allgemeinen Wirtschaftswachstums aufgrund der dort ergriffenen Restriktionsmaßnahmen zurück, mit denen den sich abzeichnenden Überhitzungserscheinungen entgegengewirkt wurde.

Die höchsten Zuwächse erzielte Deutschland bei den Ausfuhren in die mittel- und osteuropäischen Reformländer (+ 18 1/2 %). Abgesehen von Rußland und anderen GUS-Staaten, in denen der Prozeß der Stabilisierung und Umstrukturierung der Wirtschaft nur zäh vorankommt, konnte die deutsche Exportindustrie vor allem in den Staaten, die im Reformprozeß relativ weit vorangeschritten sind, erneut beträchtliche Geschäftserfolge aufweisen. Inzwischen nehmen diese Reformländer fast 9 % der deutschen Gesamtausfuhren auf (1993 erst 7 1/2 %), womit sie nun ein größeres Gewicht haben als beispielsweise die USA (7 1/2 %).

Warenstruktur
der Exporte

Vom Wachstum der Auslandsnachfrage haben im vergangenen Jahr erwartungsgemäß vor allem Zweige des Investitionsgütergewerbes profitiert. In den ersten zehn Monaten von 1996 übertrafen deren Ausfuhren das Vergleichsniveau des Vorjahres mit 7 % noch deutlicher als die gesamten Ausfuhren. Auf eine besonders günstige Entwicklung konnten dabei vor allem der Maschinenbau (+ 9 1/2 %) sowie die Automobilindustrie (+ 8 %) zurückblicken. Die Konsumgüterexporte sind in diesem Vergleichszeitraum lediglich um gut 2 1/2 % gestiegen; die Ausfuhren von Produkten des Grundstoff- und Produktionsgütergewerbes nahmen nur um 1/2 % zu.

Entwicklung des Außenhandels
nach Warengruppen

in %; Januar/Oktober 1996

Position	Veränderung gegen Vorjahr	Anteil an der Gesamt- ausfuhr bzw. -einfuhr
Ausfuhr		
Grundstoffe und Produktionsgüter ¹⁾	0,5	23,0
darunter:		
Chemische Erzeugnisse	2,6	13,2
Investitionsgüter	7,1	55,6
darunter:		
Maschinenbauerzeugnisse	9,7	15,2
Straßenfahrzeuge	7,8	17,3
Elektrotechnische Erzeugnisse	6,4	12,9
Datenverarbeitungsgeräte ²⁾	3,0	2,1
Verbrauchsgüter	2,7	10,9
Nahrungs- und Genußmittel ³⁾	5,7	5,2
Insgesamt ⁴⁾	4,6	100
Einfuhr		
Energieträger	26,7	7,5
Grundstoffe und Produktions- güter ⁵⁾ (ohne Energieträger)	- 8,1	19,4
darunter:		
Chemische Erzeugnisse	- 1,0	9,1
Investitionsgüter	6,6	39,3
darunter:		
Maschinenbauerzeugnisse	6,9	5,7
Straßenfahrzeuge	11,4	10,8
Elektrotechnische Erzeugnisse	3,3	11,3
Datenverarbeitungsgeräte ²⁾	1,4	4,0
Verbrauchsgüter	2,4	15,4
Nahrungs- und Genußmittel ³⁾	3,0	10,4
Insgesamt ⁴⁾	3,1	100

1 Einschl. Bergbau und Energie. — 2 Einschl. Büromaschinen. — 3 Einschl. landwirtschaftliche Produkte. — 4 Einschl. nicht nach Warengruppen aufgliederter Zuschätzungen. — 5 Einschl. Bergbau.

Deutsche Bundesbank

Einfuhr

Die deutschen Warenbezüge aus dem Ausland erhöhten sich im vergangenen Jahr dem Werte nach um 3 1/2 %, und damit deutlich schwächer als die Ausfuhren. Berücksichtigt man die binnen Jahresfrist eingetretene Erhöhung der Importpreise um ein halbes Prozent, so dürfte die volumenmäßige Einfuhrzunahme lediglich rund 3 % betragen haben. Entscheidend dafür war letztendlich die moderate Expansion der Binnennachfrage. Der Preisanstieg auf der Importseite ist vor allem das Ergebnis der erheblichen Verteuerung der Energieeinfuhren, was zum großen Teil auf die kräftig erhöhten Notierungen für Rohöl an den Weltmärkten zurückzuführen ist, die durch die Aufwertung des Dollar in D-Mark gerechnet noch höher als in Dollar ausfielen.

*Warenstruktur
der Importe*

In den ersten zehn Monaten des vergangenen Jahres übertrafen die Einfuhrpreise für Erdöl ihren Vorjahrsstand um 21%. Die wertmäßigen Erdöleinfuhren sind daher – trotz nur geringfügig höherer Importmengen – im Vorjahrsvergleich außerordentlich kräftig gestiegen (in den ersten zehn Monaten von 1996 um 22 %). Gemessen am Wert der gesamten Einfuhren erhöhte sich ihr Anteil im Jahr 1996 auf 3 1/2 %. Zusammen mit den anderen Energierohstoffen wie insbesondere Erdgas beliefen sich die deutschen Energieimporte im Zeitraum Januar bis Oktober 1996 auf 7 1/2 % des Werts für die Gesamteinfuhren. Die sonstigen Wareneinfuhren sind dagegen – insgesamt betrachtet – nur verhältnismäßig schwach gewachsen. Zwar sind die Importe von ausländischen Investitionsgütern relativ kräftig gestiegen. Aber der Absatz von ausländischen Konsumgütern am deutschen Markt hat 1996 angesichts der insgesamt zu-

rückhaltenden privaten Verbrauchsnachfrage nur leicht zugenommen, und die Bezüge von Erzeugnissen des Grundstoff- und Produktionsgütergewerbes waren sogar deutlich rückläufig.

Die Verschiebungen in der Warenstruktur der nominalen Einfuhren haben auch in der regionalen Zusammensetzung ihren Niederschlag gefunden. So sind insbesondere die Bezüge aus den OPEC-Ländern infolge der Ölpreissteigerungen im vergangenen Jahr dem Werte nach weit überdurchschnittlich gestiegen (+ 9 %). Hohe Umsatzzuwächse hatten darüber hinaus amerikanische Firmen am deutschen Markt zu verzeichnen (gut 10 %), wobei allerdings wechsellkursbedingte Preiserhöhungen eine Rolle gespielt haben dürften. Auch der Wert der Einfuhren aus den Reformländern Mittel- und Osteuropas ist erneut überdurchschnittlich gestiegen (6 %). Dagegen haben die EU-Staaten ihre Lieferungen nach Deutschland nur um 1 1/2 % steigern können.

Im Unterschied zum Warenhandel sind im Bereich des „unsichtbaren“ Leistungsverkehrs mit dem Ausland, in Form von Dienstleistungsexporten und -importen, grenzüberschreitenden Faktorleistungen und Laufenden Übertragungen, ebenso wie in den Vorjahren hohe Defizite zu verzeichnen gewesen. Im Jahr 1996 ist der Minussaldo nach den vorliegenden Angaben nur noch leicht gestiegen, und zwar um 2 1/2 Mrd DM auf 118 1/2 Mrd DM. Ausschlaggebend dafür waren die weiter gestiegenen Zinszahlungen auf die Kapitalanlagen ausländischer Investoren an den deutschen Finanzmärkten, wäh-

*Regional-
struktur der
Importe*

*Saldo der
„unsichtbaren“
Transaktionen*

rend sich die Defizite im Dienstleistungsverkehr mittlerweile stabilisiert haben und bei den Laufenden Übertragungen sogar verminderten.

Dienstleistungsverkehr

Knapp die Hälfte des zusammengefaßten Defizits im „unsichtbaren“ Leistungsverkehr entfiel auf den Dienstleistungshandel. Mit 55 Mrd DM bewegte sich das Minus in diesem Bereich in etwa in der gleichen Größenordnung wie im Vorjahr (54 Mrd DM). Der Betrag geht fast ausschließlich auf die deutschen Defizite im Auslandsreiseverkehr zurück. Nach einem lang anhaltenden und kräftigen Anstieg der deutschen Tourismusausgaben in der ersten Hälfte der neunziger Jahre ist das Minus im Auslandsreiseverkehr 1996 nur noch um 1 Mrd DM auf 50 Mrd DM gestiegen. Nach Abzug der Kaufkraftverluste aus Preissteigerungen und der Aufwertung wichtiger Reisewährungen dürfte die reale Nachfrage deutscher Geschäfts- und Urlaubsreisender nach ausländischen Tourismusleistungen sogar zurückgegangen sein. Die schwächere Einkommensentwicklung zusammen mit den erhöhten Beschäftigungsrisiken haben dazu wohl maßgeblich beigetragen.

Reiseverkehr

Angesichts der knapperen Haushaltsbudgets haben sich in der Struktur der deutschen Tourismusaufgaben im Ausland Verschiebungen zu Lasten kostspieliger Fernreisen ergeben, für die trotz der Verteuerung durch die Dollar-Aufwertung nicht mehr ausgegeben wurde als 1995. Weiterhin gefragt waren dagegen vor allem Reiseziele im Mittelmeerraum, die sich von jeher großer Beliebtheit erfreuen. Spanien und Italien, die mit Ab-

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd DM			
Position	1994 1)	1995 1)	1996 1)
I. Leistungsbilanz			
1. Außenhandel 2)			
Ausfuhr (fob)	694,7	749,5	784,2
Einfuhr (cif)	622,9	664,2	686,6
Saldo	+ 71,8	+ 85,3	+ 97,6
2. Ergänzungen zum Warenverkehr 3)	+ 0,1	- 2,9	- 1,0
3. Dienstleistungen			
Einnahmen	116,3	127,7	136,5
Ausgaben	169,6	181,6	191,7
Saldo	- 53,3	- 53,8	- 55,1
4. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Saldo)	+ 10,0	- 3,7	- 8,5
5. Laufende Übertragungen			
Fremde Leistungen	22,6	24,1	25,9
Eigene Leistungen	85,4	82,7	80,7
Saldo	- 62,8	- 58,7	- 54,8
Saldo der Leistungsbilanz	- 34,2	- 33,8	- 22,0
II. Vermögensübertragungen			
Fremde Leistungen	2,5	2,4	4,1
Eigene Leistungen	2,2	3,3	4,1
Saldo	+ 0,3	- 0,9	- 0,0
III. Kapitalbilanz			
(Netto-Kapitalexport: -)			
Direktinvestitionen	- 25,2	- 37,9	- 46,7
Deutsche Anlagen im Ausland	- 27,8	- 55,2	- 41,8
Ausländische Anlagen im Inland	+ 2,5	+ 17,2	- 4,9
Wertpapiere 4)	- 40,1	+ 56,5	+ 77,9
Deutsche Anlagen im Ausland	- 87,0	- 31,1	- 60,5
Ausländische Anlagen im Inland	+ 46,9	+ 87,6	+ 138,4
Kreditverkehr 4)	+ 131,8	+ 60,6	- 9,0
Kreditinstitute	+ 141,8	+ 43,5	- 4,3
langfristig	+ 15,9	+ 39,9	+ 23,8
kurzfristig	+ 125,8	+ 3,6	- 28,2
Unternehmen und Privatpersonen	- 16,8	+ 22,3	- 7,5
langfristig	- 1,7	- 2,3	- 4,9
kurzfristig	- 15,1	+ 24,6	- 2,6
Öffentliche Stellen	+ 6,9	- 5,2	+ 2,9
langfristig	- 6,7	- 1,1	- 1,2
kurzfristig	+ 13,5	- 4,1	+ 4,1
Sonstige Kapitalanlagen	- 1,6	- 5,1	- 4,0
Saldo der gesamten Kapitalbilanz	+ 64,9	+ 74,0	+ 18,2
IV. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)			
	- 18,7	- 21,6	+ 2,2
V. Veränderung der Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank zu Transaktionswerten (Zunahme: +) 5) 6)			
(I + II + III + IV)	+ 12,2	+ 17,8	- 1,6

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. — 6 Von März 1993 bis März 1995 einschl. der in dieser Zeit im Besitz von Gebietsfremden befindlichen Liquiditäts-U-Schätze.

Deutsche Bundesbank

stand zu den beliebtesten deutschen Sommerferienzielen zählen, verzeichneten einen Anstieg der Einnahmen von deutschen Touristen um 4 ½ % und 6 ½ %; die Türkei erzielte einen Zuwachs von 13 %. Dagegen setzten sich die rückläufigen Tendenzen der vergangenen Jahre in den Alpenländern Schweiz und Österreich weiter fort.

Übrige Dienstleistungen

In den übrigen Zweigen des Dienstleistungsverkehrs, wo sich die Umsätze ebenfalls in beträchtlichen Größenordnungen bewegen, glichen sich die Einnahmen und die Ausgaben weitgehend aus. Per saldo schloß dieser Bereich nahezu unverändert mit einem leichten Defizit von 5 Mrd DM ab. Insbesondere im Transithandel und bei den Transportleistungen sowie bei den Versicherungs- und den Finanzdienstleistungen flossen Deutschland größere Netto-Einnahmen zu (15 Mrd DM). Aus der Stationierung von ausländischen Truppen in Deutschland waren Einnahmen in Höhe von 7 ½ Mrd DM zu verzeichnen, die sich damit weitgehend auf dem Niveau von 1995 stabilisiert haben, nachdem die Anpassung der Truppenstärke an die veränderten militärischen Gegebenheiten in Europa mittlerweile einen vorläufigen Abschluß erreicht haben dürfte. Demgegenüber waren, wie auch schon in den Vorjahren, bei den „technologischen“ und den sonstigen Dienstleistungen (Patente und Lizenzen, Forschungs- und Entwicklungsleistungen, EDV-Leistungen, Ingenieur- und sonstige technische Dienstleistungen) zum Teil hohe Ausgaben an das Ausland zu verzeichnen.

Als überraschend hohe Belastung der deutschen Leistungsbilanz hat sich – wie bereits erwähnt – das nochmals gestiegene Defizit in der Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen erwiesen. Nachdem hier im vergangenen Jahr ein Passivsaldo von 3 ½ Mrd DM erzielt worden war, ergab sich für 1996 ein Minussaldo von 8 ½ Mrd DM. Ausschlaggebend dafür war der kräftige Anstieg der an das Ausland geleisteten Zinszahlungen, die zusammen mit den übrigen Kapitalertragszahlungen an das Ausland 1996 um 4 Mrd DM auf 137 Mrd DM zugenommen haben, während die deutschen Kapitalertragseinnahmen aus dem Ausland weitgehend unverändert blieben. Belastend hat das anhaltende Leistungsbilanzdefizit, das zum weiteren Rückgang des Netto-Auslandsvermögens führte, auf die deutsche Kapitalertragsbilanz gewirkt. Andererseits dürfte der Umschwung im Zinsgefälle zugunsten des Dollar, zusammen mit der beträchtlichen Dollaraufwertung, die Netto-Zinseinnahmen aus dem deutschen Auslandsvermögen für sich genommen günstig beeinflusst haben, da der Dollaranteil bei den deutschen Auslandsforderungen wesentlich höher ist als bei den deutschen Auslandsverbindlichkeiten.

*Erwerbs- und
Vermögenseinkommen*

All dies zusammengenommen läßt vermuten, daß darüber hinaus noch andere strukturelle Faktoren zu der Entwicklung des vergangenen Jahres beigetragen haben, die sich im einzelnen anhand der verfügbaren statistischen Informationen nur schwer nachvollziehen lassen. So könnte beispielsweise die längerfristige Ausrichtung der deutschen Auslandspassiva dazu beigetragen haben, daß sich Zinssenkungen auf der Seite der Verbind-

lichkeiten mit wesentlich größeren zeitlichen Verzögerungen in den laufenden Zinsausgaben entlastend bemerkbar machen als auf der Seite der vorwiegend kurzfristigen deutschen Auslandsforderungen. Nicht zuletzt mögen sich darin aber auch Erfassungsprobleme niederschlagen, die vor allem die deutschen Zinseinnahmen aus dem Ausland in zu ungünstigem Licht erscheinen lassen.

Laufende Übertragungen

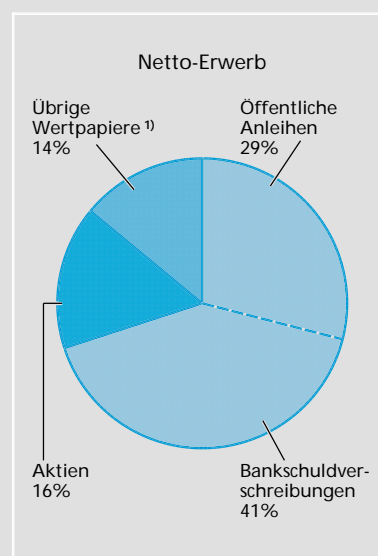
Das Defizit in der Übertragungsbilanz fiel 1996 mit 55 Mrd DM deutlich niedriger als im Vorjahr (58 1/2 Mrd DM) aus. Ausschlaggebend für diesen Rückgang war die Entwicklung der Netto-Zahlungen an den EG-Haushalt, die mit 27 Mrd DM im vergangenen Jahr um 2 Mrd DM niedriger als 1995 waren. Die laufenden Netto-Übertragungen im privaten Bereich sind dagegen mit 17 Mrd DM etwas höher als im Vorjahr ausgefallen. Dazu rechnen vor allem die Heimatüberweisungen der Gastarbeiter (7 1/2 Mrd DM) sowie die privaten Renten, Pensionen und Unterstützungszahlungen (4 1/2 Mrd DM).

Kapitalbilanz

Tendenzen im Kapitalverkehr

Bestimmend für den deutschen Kapitalverkehr mit dem Ausland im Jahr 1996 waren zum einen das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten, zum andern die Internationalisierungsbestrebungen deutscher und ausländischer Unternehmen. Im Ergebnis standen merklich gestiegene Netto-Kapitalzuflüsse im Wertpapierverkehr (78 Mrd DM) einem Rekorddefizit bei den Direktinvestitionen (- 46 1/2 Mrd DM) gegenüber. In den übrigen Bereichen des Kapitalverkehrs hielten

Struktur ausländischer Wertpapieranlagen im Inland 1996



¹ Investmentzertifikate, Geldmarktpapiere und Optionsscheine.

Deutsche Bundesbank

sich die grenzüberschreitenden Kapitalströme dagegen – netto betrachtet – in recht engen Grenzen, und auch die Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank veränderten sich kaum.

Vor dem Hintergrund haussierender Aktien- und Rentenmärkte und international stark geschrumpfter Zinsdifferenzen scheint die weltweite Diversifizierung von Vermögensanlagen weiter voranzuschreiten. Auch inländische Wertpapiere konnten daran partizipieren. Per saldo erwarben ausländische Anleger für 138 1/2 Mrd DM hiesige Titel; dies war nach dem Ausnahmejahr 1993 (235 1/2 Mrd DM) der zweithöchste im Wertpapierverkehr verzeichnete Zufluß. Mit 97 Mrd DM kam der Löwenanteil der Mittel dem deutschen Rentenmarkt zugute. Die Investoren aus dem Ausland favorisierten dabei im vergangenen

Wertpapierverkehr

Ausländische Anlagen in inländischen...

... Bankschuld-
verschreibungen

Jahr Bankschuldverschreibungen (57 Mrd DM), die zu zwei Dritteln auf Fremdwährungen lauteten. Angesichts der veränderten Marktgegebenheiten auf der Nachfrageseite dominierte der Dollar als Emissionswährung. Dagegen verlor der japanische Yen, der diese Position 1995 innegehabt hatte, unter dem Eindruck der anhaltenden Unsicherheiten im japanischen Finanzsystem und der Schwäche an den Devisenmärkten spürbar an Boden. Unter den in D-Mark denominierten Papieren nahmen Pfandbriefe, die in den letzten Jahren durch eine Erhöhung der Emissionsvolumina und eine globale Vermarktungsstrategie auch für international operierende Investoren interessant geworden sind, einen bemerkenswerten Aufschwung im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr. 1996 erwarben Anleger aus dem Ausland für 18 Mrd DM derartige Titel.

... öffentlichen
Anleihen

Öffentliche Anleihen sind dagegen zurückgefallen, und zwar sowohl am Auslandsabsatz der Bankschuldverschreibungen gemessen wie auch im Vergleich zum Jahr davor. Geänderte Währungspräferenzen auf der Anlegerseite, ein insgesamt relativ niedriges Emissionsvolumen und Alternativangebote durch Geldmarktpapiere öffentlicher Stellen dürften hierbei eine Rolle gespielt haben. Per saldo kauften ausländische Anleger für 40 1/2 Mrd DM Rentenwerte der öffentlichen Hand – nach 50 Mrd DM im Jahr 1995. Angesichts ihrer hohen Liquidität entfiel der überwiegende Teil des Mittelaufkommens wie üblich auf Bundesanleihen und Bundesobligationen; aber auch die neuen zweijährigen Schatzanweisungen, die der Bund seit September 1996 zur Abrundung des Laufzeitspektrums

Kapitalverkehr

Mrd DM, Netto-Kapitalexport: –

Position	1994	1995	1996
1. Direktinvestitionen	– 25,2	– 37,9	– 46,7
Deutsche Anlagen im Ausland	– 27,8	– 55,2	– 41,8
Ausländische Anlagen im Inland	+ 2,5	+ 17,2	– 4,9
2. Wertpapiere	– 40,1	+ 56,5	+ 77,9
Deutsche Anlagen im Ausland	– 87,0	– 31,1	– 60,5
Aktien	– 12,0	+ 1,5	– 21,1
Investmentzertifikate	– 22,1	– 1,0	– 5,2
Rentenwerte	– 27,3	– 24,1	– 21,7
Geldmarktpapiere	– 8,5	+ 0,7	– 5,1
Finanzderivate ¹⁾	– 17,2	– 8,2	– 7,3
Ausländische Anlagen im Inland	+ 46,9	+ 87,6	+ 138,4
Aktien	+ 1,3	– 1,7	+ 21,5
Investmentzertifikate	+ 5,1	– 0,8	– 2,4
Rentenwerte	+ 22,6	+ 86,1	+ 97,2
Geldmarktpapiere	– 0,3	– 2,7	+ 21,7
Optionsscheine	+ 18,2	+ 6,7	+ 0,3
3. Kreditverkehr	+ 131,8	+ 60,6	– 9,0
Kreditinstitute	+ 141,8	+ 43,5	– 4,3
langfristig	+ 15,9	+ 39,9	+ 23,8
kurzfristig	+ 125,8	+ 3,6	– 28,2
Unternehmen und Privatpersonen	– 16,8	+ 22,3	– 7,5
langfristig	– 1,7	– 2,3	– 4,9
kurzfristig	– 15,1	+ 24,6	– 2,6
Öffentliche Stellen	+ 6,9	– 5,2	+ 2,9
langfristig	– 6,7	– 1,1	– 1,2
kurzfristig	+ 13,5	– 4,1	+ 4,1
4. Sonstige Kapitalanlagen	– 1,6	– 5,1	– 4,0
5. Saldo aller statistisch erfaßten Kapitalbewegungen	+ 64,9	+ 74,0	+ 18,2
Nachrichtlich: Veränderung der Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank zu Transaktionswerten (Zunahme: +) ^{2) 3)}	+ 12,2	+ 17,8	– 1,6

¹ Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie Finanztermingeschäfte. — ² Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen. — ³ Von März 1993 bis März 1995 einschl. der in dieser Zeit im Besitz von Gebietsfremden befindlichen Liquiditäts-U-Schätze.

Deutsche Bundesbank

begibt, wurden von ausländischen Marktteilnehmern positiv aufgenommen.

... Geldmarkt-
papieren

Gleiches gilt auch für die zweite Neuemission des Bundes, die unterjährigen unverzinslichen Schatzanweisungen („Bubills“), die zu den Geldmarktpapieren rechnen. Von dem gesamten Emissionsvolumen dieser Titel in Höhe von knapp 20 Mrd DM flossen per saldo etwa 14 Mrd DM ins Ausland. Als Erwerber dürften unter anderem ausländische Notenbanken von Bedeutung gewesen sein. Außerdem erwarben Anleger aus dem Ausland für 7 1/2 Mrd DM Geldmarktpapiere hiesiger Banken und Unternehmen, so daß sich der Gesamtabsatz im Ausland auf 21 1/2 Mrd DM belief. In den Jahren davor hatten diese Titel per saldo kaum eine nennenswerte Rolle gespielt.

... Aktien

Starke Zuflüsse von Auslandsgeldern hatte 1996 auch der deutsche Aktienmarkt zu verzeichnen; bei hohen Umsätzen engagierten sich Ausländer per saldo mit 21 1/2 Mrd DM in deutschen Dividendenwerten. Dabei spielte die Markteinführung der Telekom-Aktie für das Gesamtergebnis zwar eine wichtige, nicht jedoch die entscheidende Rolle. Ausschlaggebend scheint gewesen zu sein, daß internationale Investoren der deutschen Wirtschaft nach der Korrektur der DM-Aufwertung vom Frühjahr 1995 wieder ein höheres Expansions- und Ertragspotential zubilligten und deshalb deutsche Aktien in ihren Portefeuilles stärker gewichteten; ihren Niederschlag fand die wachsende Zuversicht der Anleger in kräftigen Kursgewinnen (DAX: + 28 %).

Dem breiten Zustrom an Auslandsgeldern stand ein zwar wachsender, dem Betrag nach aber weniger als halb so großer Mittelabfluß aus dem Erwerb ausländischer Wertpapiere durch Inländer gegenüber (60 1/2 Mrd DM nach 31 Mrd DM). Der Anstieg rührte fast ausschließlich von umfangreichen Käufen ausländischer Aktien her (21 Mrd DM), nachdem inländische Anleger ihr Engagement in derartigen Titeln 1995 wohl aufgrund von Wechselkursüberlegungen und zur Sicherung damals bereits erzielter Kursgewinne noch zurückgeführt hatten. Im vergangenen Jahr trugen dagegen sowohl die Wechselkursentwicklung wie auch die anhaltenden Kurssteigerungen an den meisten Auslandsbörsen (mit Ausnahme Japans) zur Attraktivität ausländischer Dividendenwerte bei.

Deutsche
Anlagen
in aus-
ländischen...

... Aktien

Der Erwerb ausländischer Investmentzertifikate hat sich 1996 zwar etwas belebt, mit 5 Mrd DM lag er aber noch immer weit unter dem Mittelaufkommen von Anfang der neunziger Jahre. Mit dem Auslaufen der Vermögenssteuer dürfte ein bedeutendes Motiv für den Kauf von Investmentzertifikaten entfallen sein. Mittelzuflüsse gab es ausschließlich bei traditionellen Fonds. Ausländische Geldmarktfonds hatten dagegen Mittelabzüge zu verzeichnen; insgesamt dürften zum Jahresende 1996 damit nur noch rund 12 1/2 Mrd DM dort „geparkt“ gewesen sein.

... Investment-
zertifikaten

Im Vergleich zu 1995 wenig verändert hat sich demgegenüber die Nachfrage bei den übrigen verbrieften Anlageformen. Inländer erwarben per saldo für 21 1/2 Mrd DM ausländische Rentenwerte (1995: 24 Mrd DM); als Käufer traten im Ergebnis ausschließlich

... Renten-
werten

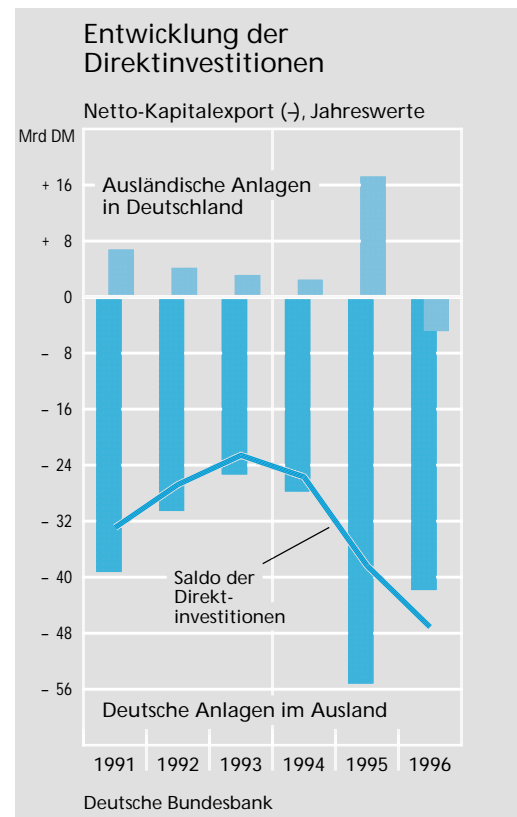
hiesige Kreditinstitute in Erscheinung. Der überwiegende Teil der Mittelabflüsse entfiel auf Fremdwährungsanleihen (14 Mrd DM), wobei Dollarbonds aus den geschilderten Zins- und Wechselkursbewertungen favorisiert wurden. In der zweiten Jahreshälfte stießen außerdem einige höher verzinsliche europäische Währungen auf verstärktes Interesse bei deutschen Anlegern, als sich an den dortigen Finanzmärkten gleichsam im Vorgriff auf den Erfolg der Konvergenzbemühungen dieser Länder und eine spätere Teilnahme an der Europäischen Währungsunion neue Kursphantasie verbreitete. Die Suche nach attraktiven Renditen begünstigte auch den Absatz von DM-Auslandsanleihen im Inland (7 1/2 Mrd DM); allerdings steht der höheren Verzinsung dieser Papiere vielfach auch ein höheres Bonitätsrisiko auf Seiten der Emittenten gegenüber.

... Geldmarktpapieren

Spürbar belebt hat sich auch das Interesse an ausländischen Geldmarktpapieren. Per saldo flossen 5 Mrd DM aus inländischen Quellen in diese Titel. Wie auch schon in der Vergangenheit dominierten dabei auf D-Mark lautende Papiere, die wohl vor allem von institutionellen Anlegern erworben wurden. Ebenfalls stark gefragt waren US-Treasury Bills, während andere Währungen per saldo kaum ins Gewicht fielen.

Direktinvestitionen

Den hohen Zuflüssen im Wertpapierverkehr standen umfangreiche Kapitalabflüsse durch Unternehmensbeteiligungen gegenüber. Netto gerechnet strömten auf dem Wege der Direktinvestitionen 46 1/2 Mrd DM ins Ausland – soviel wie noch nie zuvor (1995: 38 Mrd DM). Der erneute Anstieg des Saldos ist in



erster Linie einer verstärkten Zurückhaltung ausländischer Unternehmen bei Engagements im Inland zuzuschreiben. Den statistischen Meldungen zufolge zogen sie 1996 – trotz der Zuführung neuen Beteiligungskapitals – per saldo Mittel in Höhe von 5 Mrd DM aus Deutschland ab, nachdem sie noch im Jahr davor 17 Mrd DM investiert hatten. Dabei schlug insbesondere der Rückgriff auf Gewinnrücklagen¹⁾ stark negativ zu Buche; dies war im wesentlichen auf außergewöhnlich hohe Jahresfehlbeträge in den Bilanzen einiger Holdinggesellschaften sowie auf – gemessen an den jeweiligen Jahresüberschüssen – bemerkenswert umfangreiche Gewinnausschüttungen anderer Unternehmen zu-

Geringere ausländische Direktinvestitionen in Deutschland

¹ Dies kommt in einem negativen Wert für die reinvestierten Gewinne von Direktinvestitionsunternehmen zum Ausdruck.

rückzuführen. Darüber hinaus haben in Deutschland ansässige Auslandsfirmen per saldo langfristige Kredite an ihre ausländischen Eigner zurückgezahlt, was wohl im Zusammenhang mit der besonderen Finanzierungsstruktur des ausländischen Beteiligungsbesitzes in Deutschland zu sehen ist. Kredite von verbundenen Unternehmen im Ausland machen rund 50% des Bestandes an ausländischen Direktinvestitionen im Inland aus. Möglicherweise standen konzerninterne Zins- und Liquiditätsdispositionen speziell hinter diesen Mittelabzügen aus den in Deutschland tätigen Beteiligungsunternehmen ausländischer Firmen.

*Statistische
Diskrepanzen*

Allerdings ist bei der Interpretation der Zahlen über die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland besondere Vorsicht geboten, da die statistischen Angaben je nach der zugrundegelegten Quelle stark differieren. So lagen die aus den Meldungen der hiesigen Unternehmen errechneten Kapitalzuflüsse in der jüngeren Vergangenheit regelmäßig deutlich niedriger als die Angaben der Investorenländer über ihre Direktinvestitionen in Deutschland. Möglicherweise unterzeichnet die deutsche Direktinvestitionsstatistik das Volumen der Mittelzuflüsse in diesem Bereich, da sie die kurzfristigen Kreditströme zwischen verbundenen Unternehmen nicht einbezieht.²⁾

*Hohes
Auslands-
engagement
deutscher
Firmen*

Bei den deutschen Direktinvestitionen im Ausland scheint Diskrepanzen in den statistischen Angaben keine derartige Bedeutung zuzukommen. Alles in allem investierten hiesige Unternehmen im vergangenen Jahr 42 Mrd DM im Ausland. Das waren zwar

13½ Mrd DM weniger als im „Rekordjahr“ 1995; es wäre jedoch verfehlt, diesen Rückgang als Trendwende zu interpretieren. Im Jahr 1995 war es nämlich zu einer Häufung von Großinvestitionen gekommen, die im vergangenen Jahr so nicht mehr stattgefunden hat. Damit spiegelt die Entwicklung der deutschen Direktinvestitionen im Ausland wieder stärker die fundamentalen Einflußfaktoren wider. Dabei sprach die günstige Exportkonjunktur für ein weiter steigendes Auslandsengagement, während von der Normalisierung der Wechselkursrelationen ein gewisser dämpfender Effekt ausging.

Die Verschiebungen in der Regionalstruktur der Auslandsinvestitionen bestätigen im wesentlichen diese Überlegungen. So floß zwar der größte Teil der Investitionsmittel weiterhin in die EU-Länder; mit 47% war deren Anteil – angesichts der verbreiteten Konjunkturschwäche in Kontinentaleuropa – jedoch stark rückläufig. Insbesondere in Frankreich und Großbritannien, die 1995 noch von Großinvestitionen profitieren konnten, haben deutsche Firmen zuletzt deutlich weniger investiert. Die umgekehrte Entwicklung war für die Gruppe der übrigen Industrieländer zu beobachten, in der die Vereinigten Staaten wohl auch aufgrund der robusten Wirtschaftslage ihre Position als bevorzugtes Ziel-land von Unternehmensbeteiligungen weiter ausbauen konnten.

*Regional-
struktur der
Direkt-
investitionen*

2 Die Gründe für solche methodischen Abweichungen liegen unter anderem darin, daß die einzelnen Länder die Empfehlungen des IWF (5. Auflage des Balance of Payments Manual) bereits unterschiedlich weit umgesetzt haben. Die Deutsche Bundesbank geht den Diskrepanzen im Bereich der Direktinvestitionsstatistiken derzeit im Rahmen eines Forschungsprojekts nach.

Entgegen der allgemeinen Entwicklungstendenz hat sich der Betrag an Investitionsmitteln, den die Reformländer und die Entwicklungsländer 1996 aus Deutschland attrahiert haben, kaum verändert; inzwischen entfällt nahezu ein Viertel der Auslandsinvestitionen hiesiger Firmen auf diese beiden Ländergruppen. Aus der Sicht deutscher Investoren sprechen Kostenüberlegungen, die wirtschaftliche Dynamik und noch unerschlossene Marktpotentiale für ein Engagement vor allem in den benachbarten zentraleuropäischen Ländern und in den aufstrebenden asiatischen Schwellenländern.

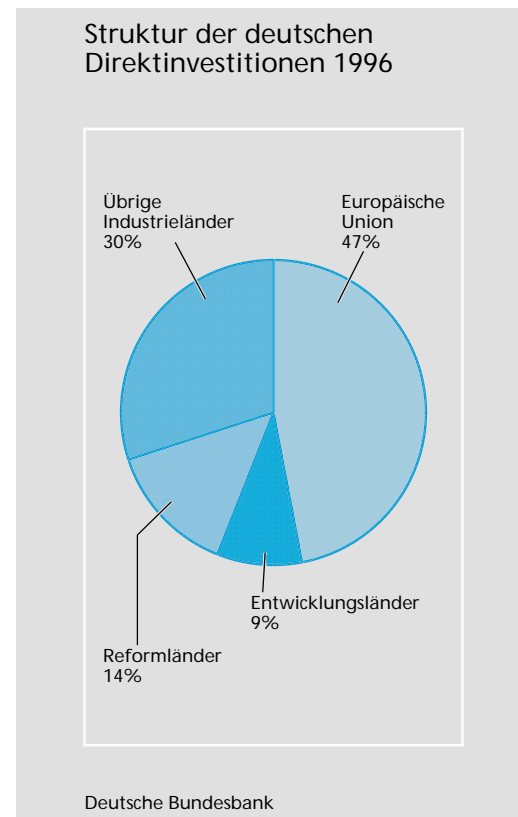
*Kreditverkehr
der Nicht-
banken*

Den umfangreichen, gegenläufigen Kapitalströmen im Wertpapierverkehr und bei den Direktinvestitionen standen 1996 vergleichsweise kleine Salden im Kreditverkehr gegenüber. Die statistisch erfaßten Kredittransaktionen der Nichtbanken führten dabei im vergangenen Jahr zu Kapitalexporten in Höhe von 4 1/2 Mrd DM, nachdem 1995 noch ein Import von 17 Mrd DM zu verzeichnen gewesen war. Entscheidend hierfür waren die Dispositionen von Unternehmen und Privatpersonen, die 1996 im Ergebnis zu Mittelabflüssen geführt haben. Dabei spielten die Stellung von Barsicherheiten im Rahmen von Wertpapierleihgeschäften sowie die vielfach zu beobachtende Zusammenfassung des konzerninternen Liquiditätsmanagements bei der Muttergesellschaft die ausschlaggebende Rolle.

*Unternehmen
und Privat-
personen*

*Öffentliche
Stellen*

Im Gegensatz zu den Unternehmen und Privatpersonen flossen den öffentlichen Stellen im Kreditverkehr per saldo in geringem Umfang Mittel zu (+ 3 Mrd DM nach - 5 Mrd DM



im Vorjahr). Hierzu trugen eine leichte Rückführung der Euroeinlagen und in bescheidenem Umfang Kreditaufnahmen im Ausland bei. Für die Kapitalbilanz insgesamt wie auch für die Finanzierung des öffentlichen Defizits spielen die grenzüberschreitenden Kredittransaktionen der öffentlichen Haushalte allerdings nur eine untergeordnete Rolle; hier sind die oben geschilderten Auslandskäufe öffentlicher Anleihen und Geldmarktpapiere von sehr viel größerer Bedeutung.

Im langfristigen Kreditverkehr der Banken waren 1996 mit netto 24 Mrd DM deutlich geringere Kapitalzuflüsse zu verzeichnen als im Jahr davor (40 Mrd DM). Insbesondere die Kreditaufnahmen im Ausland haben mit 39 Mrd DM im Vergleich zu 1995 deutlich nachgelassen (60 1/2 Mrd DM). Hintergrund dieser

*Langfristiger
Kreditverkehr
der Banken*

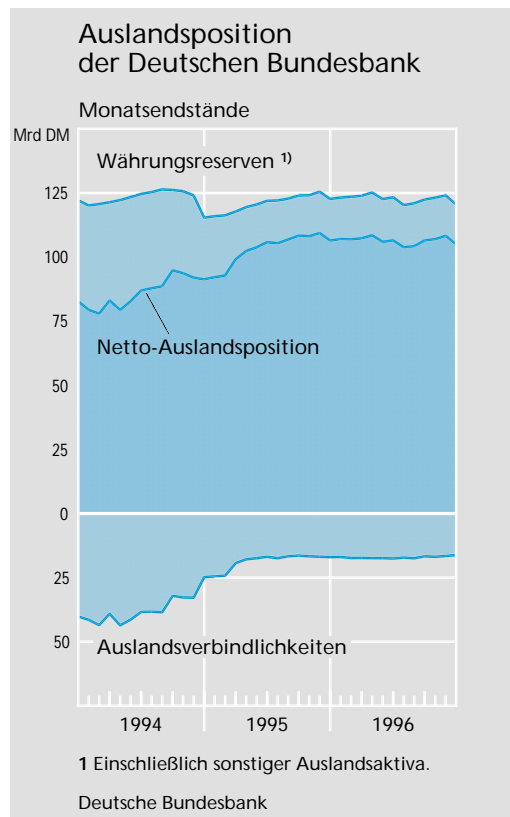
Transaktionen sind vielfach Wertpapieremissionen ausländischer Finanzierungstöchter deutscher Kreditinstitute, die ihre Emissionserlöse üblicherweise auf dem Kreditweg an ihre Muttergesellschaften in Deutschland weiterleiten. Diese ihrerseits verwenden die zufließenden Mittel zum Teil zur Vergabe von Fremdwährungskrediten ins Ausland, bei günstigen Swapmöglichkeiten aber auch für das inländische Kreditgeschäft. Offenbar haben sich die Zins- und Wechselkursrelationen sowie die Bedingungen für Swapgeschäfte an den internationalen Finanzmärkten 1996 in einer Weise verändert, daß derartige „Finanzierungsumwege“ tendenziell an Rentabilität eingebüßt haben.

*Kurzfristiger
Kreditverkehr
der Banken*

Im kurzfristigen Kreditverkehr der Banken, der im wesentlichen das Spiegelbild aller übrigen grenzüberschreitenden Leistungs- und Kapitalverkehrstransaktionen darstellt, ist es im vergangenen Jahr zu einem markanten Umschwung gekommen: Nach Mittelzuflüssen in Höhe von 3 1/2 Mrd DM im Jahr 1995 strömten 1996 – netto gerechnet – 28 Mrd DM an kurzfristigen Geldern ins Ausland. Insgesamt betrachtet – das heißt unter Berücksichtigung der oben genannten Zuflüsse im langfristigen Kreditverkehr der Banken – haben sich die (nicht verbrieften) Netto-Auslandsforderungen der Kreditinstitute somit leicht erhöht, nach einem deutlichen Rückgang im Jahr davor.

Auslandsposition der Bundesbank

Für die Netto-Auslandsposition der Deutschen Bundesbank ergaben sich in den letz-



ten beiden Jahren Veränderungen in entgegengesetzter Richtung; zu Transaktionswerten gerechnet sanken die Netto-Auslandsaktiva 1996 per saldo um 1 1/2 Mrd DM – nach einem Plus von 18 Mrd DM im Jahr davor.

Ausschlaggebend für den leichten Rückgang im Jahr 1996 war ein Abschmelzen der Auslandsaktiva um 2 1/2 Mrd DM. Dabei wurde ein Anstieg der Dollarreserven von einer deutlichen Rückführung der in ECU denominierten Forderungen gegenüber dem Europäischen Währungsinstitut überkompensiert, da ausländische Partnernotenbanken in größerem Umfang Reserve-ECU zurückgekauft haben, die im Zusammenhang mit früheren Interventionen im EWS auf die Bundesbank übertragen worden waren. Durch diese Rückkäufe wurden die Restbestände derartiger

*Auslands-
aktiva der
Bundesbank*

ECU-Forderungen der Bundesbank vollständig abgebaut.

*Auslands-
passiva der
Bundesbank*

Ähnlich wie bei den Auslandsaktiva hielten sich auch die Veränderungen der Auslandspassiva 1996 in sehr engen Grenzen. Per saldo sanken die Verbindlichkeiten der Bundesbank gegenüber dem Ausland um knapp 1 Mrd DM.

*Neubewertung
der Auslands-
position*

Die zum Jahresende übliche Neubewertung der Auslandsposition der Bundesbank führte im vergangenen Jahr nur zu minimalen Veränderungen; im Ergebnis stiegen die Netto-

Auslandsaktiva bewertungsbedingt um 0,1 Mrd DM.³⁾ Zu Bilanzwerten gerechnet beliefen sie sich damit Ende 1996 auf 105 1/2 Mrd DM; das waren 1 1/2 Mrd DM weniger als am Jahresende 1995. Auslandsaktiva in Höhe von 121 Mrd DM standen Auslandspassiva in Höhe von 15 1/2 Mrd DM gegenüber.

3 Der Anstieg ist im Ergebnis auf einen vom IWF vorgegebenen höheren Wertansatz für Sonderziehungsrechte zurückzuführen. Die „Zuschreibungen“ werden zwar in der Bundesbankbilanz durch die Bildung entsprechender Rückstellungen neutralisiert; diese gehen jedoch nicht in die Berechnung der Netto-Auslandsaktiva ein.