

Außenwirtschaft

Die kräftigsten Anstöße auf das wirtschaftliche Wachstum in Deutschland gingen auch im zweiten Quartal dieses Jahres von den außenwirtschaftlichen Beziehungen aus. Die bereits seit Jahresfrist deutlich aufwärtsgerichtete Ausfuhrentwicklung gewann in den Monaten April bis Juni 1997 nochmals an Tempo und führte – trotz gleichzeitig zunehmender Einfuhren – zu einem Anstieg des Überschusses in der deutschen Handelsbilanz gegenüber dem Vorquartal um saisonbereinigt 7 Mrd DM auf knapp 34 Mrd DM im Berichtsquartal; eine vergleichbare Größenordnung erreichte der Ausfuhrüberschuß nur während des Exportbooms gegen Ende der achtziger Jahre. Da sich zuletzt auch die hohen Defizite im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen wieder etwas abschwächten, trat in der gesamten Leistungsbilanz zugleich ein ungewöhnlich kräftiger positiver „Umschwung“ ein: Nach einem Minus von gut 11 Mrd DM im ersten Quartal dieses Jahres (in saisonbereinigter Rechnung) ergab sich im zweiten Vierteljahr ein Überschuß von 2 ½ Mrd DM – das erste positive Quartalsergebnis seit Ende 1990.

Überblick

Leistungsbilanz im einzelnen

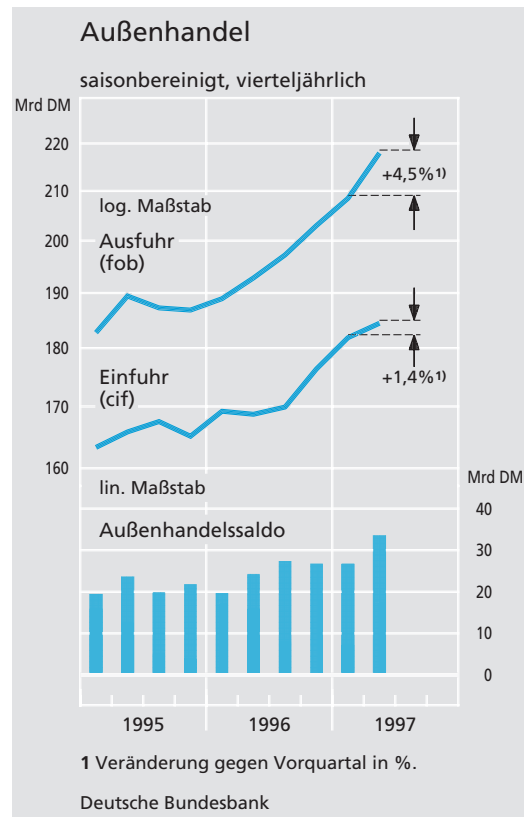
Die deutschen Ausfuhren stiegen im zweiten gegenüber dem ersten Quartal 1997 dem Wert nach und saisonbereinigt gerechnet um 4 ½ %. Ihren Vergleichswert vom Vorjahr übertrafen sie im Berichtszeitraum damit um nicht weniger als 15 %. Selbst unter Berücksichtigung des gleichzeitigen Anstiegs der Exportpreise um knapp 1 ½ % bedeutet dies im-

Ausfuhren

mer noch ein reales Exportwachstum von 13 ½ %.

Der nachhaltige, sich zuletzt sogar noch beschleunigende Exportanstieg steht offensichtlich auf einer soliden Basis. Dafür spricht nicht zuletzt, daß er sich über die gesamte Breite des Exportgüterassortiments erstreckt. Den letzten verfügbaren Angaben über die Warenstruktur der deutschen Exporte zufolge, die bis zum Mai dieses Jahres reichen, nahmen die Auslandslieferungen von Erzeugnissen des Investitionsgütergewerbes sowie des Grundstoff- und Produktionsgütergewerbes in den ersten fünf Monaten von 1997 gegenüber dem vorangegangenen Fünfmonatszeitraum saisonbereinigt um 7 % beziehungsweise 8 ½ % zu; bei den Verbrauchsgütern war der Anstieg mit 5 ½ % nur wenig schwächer. Daß die durchgreifende Belegung des Exportgeschäfts gut fundiert ist, zeigt sich auch in den noch deutlicher gestiegenen Auftragseingängen aus dem Ausland. Saisonbereinigt betrachtet haben die Exportorders im Verarbeitenden Gewerbe insbesondere in letzter Zeit verstärkt zugenommen; im zweiten Quartal übertrafen sie ihren Wert vom Vorquartal um 5 %.

In diesen Erfolgen kommt zum einen zum Ausdruck, daß sich die Wirtschaftslage auf wichtigen Absatzmärkten zunehmend zum Besseren gewendet hat. Darüber hinaus hat sich vor allem auch die internationale Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exportwirtschaft nach dem Abbau der Verzerrungen im Währungsgefüge von der Wechselkursseite her erheblich gekräftigt; außerdem haben die energischen Bemühungen in der Vergan-



genheit zur Steigerung der Produktivität und Senkung der Kosten die Wettbewerbsposition von der Kostenseite her gestärkt. Gemessen am gewogenen realen Außenwert der D-Mark, in dem diese Einflüsse in zusammengefaßter Form zum Ausdruck kommen, hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exportwirtschaft innerhalb der letzten zwei Jahre im globalen Durchschnitt um rund 10 % verbessert. Dem Niveau nach entspricht der reale DM-Außenwert damit fast wieder seinem Stand gegen Ende der achtziger Jahre, als sich die deutsche Wirtschaft in einem ausgeprägten Exportboom befand. Gestützt auf die derart verbesserten Umfeldbedingungen partizipiert die deutsche Industrie nun in überproportionalem Maß von dem Wachstum des Welthandels, das für das

Regional-
struktur der
Exporte

Gesamtjahr 1997 im allgemeinen auf etwa 7 % bis 8 % geschätzt wird.

Nähere Angaben dazu ließen sich grundsätzlich aus der regionalen Verteilung der deutschen Exporte gewinnen. Allerdings sind diese Zahlen erst bis einschließlich Mai verfügbar. Von welchen Märkten das beschleunigte Exportwachstum im zweiten Quartal ausgegangen ist, kann daher noch nicht genau festgestellt werden. Einige Anhaltspunkte über die wesentlichen Strukturmerkmale der allgemeinen Exportdynamik dürften jedoch bereits in den vorliegenden Angaben zum Ausdruck kommen. Erwartungsgemäß gingen danach im Zeitraum Januar bis Mai 1997 gegenüber August/Dezember des vergangenen Jahres besonders kräftige Impulse auf die deutsche Ausfuhr von den Vereinigten Staaten und Großbritannien aus, die sich schon länger eines robusten Wirtschaftswachstums erfreuen, während gleichzeitig die relative Stärke der betreffenden Währungen den deutschen Unternehmen günstige Wettbewerbsbedingungen eröffnet. In die USA wurden dem Wert nach und saisonbereinigt betrachtet fast 15 % mehr deutsche Produkte geliefert als in dem genannten Vorzeitraum; nach Großbritannien wurden in den ersten fünf Monaten dieses Jahres 9 ½ % mehr deutsche Erzeugnisse verkauft als in der Vorperiode. Zu den Schwerpunkten des deutschen Exportwachstums zählten darüber hinaus die Transformationsländer Mittel- und Osteuropas (16 %); außerdem wurden auch im Handel mit den Entwicklungsländern einschließlich der OPEC-Länder und der südostasiatischen Schwellenländer stärkere Exportzuwächse erzielt (8 %). Dagegen entwickel-

Regionale Struktur
des Außenhandels

Januar bis Mai 1997, saisonbereinigt

Ländergruppe/Land	Ausfuhr		Einfuhr	
	Mrd DM	Veränd. in % geg. Aug./ Dez. 1996	Mrd DM	Veränd. in % geg. Aug./ Dez. 1996
Industrieländer	264,9	+ 4,5	230,3	+ 3,9
EU-Länder	195,4	+ 2,7	165,7	+ 2,2
darunter:				
Belgien und Luxemburg	20,9	- 4,1	18,5	- 2,6
Frankreich 1)	34,6	+ 0,0	30,0	+ 2,4
Großbritannien	29,8	+ 9,6	21,2	+ 0,0
Italien	25,8	+ 6,2	24,1	+ 0,0
Niederlande	24,9	- 2,0	25,8	+ 2,8
Österreich	18,5	- 4,6	11,7	+ 2,6
Spanien	13,2	+ 6,5	10,3	+ 4,0
Sonstige Industrieländer	69,4	+ 9,5	64,5	+ 8,0
darunter:				
Vereinigte Staaten von Amerika	30,3	+ 14,8	23,4	+ 9,3
Japan	9,0	+ 1,1	15,1	+ 11,0
Reformländer	39,8	+ 9,0	38,7	+ 11,2
darunter:				
Mittel- und ost- europäische Reformländer	35,4	+ 16,1	30,3	+ 13,5
China	3,7	- 32,7	8,5	+ 10,4
Entwicklungsländer	47,1	+ 7,8	36,5	+ 11,6
darunter:				
OPEC-Länder	7,8	+ 8,3	5,7	+ 3,6
Südostasiatische Schwellenländer	20,5	+ 7,3	16,3	+ 11,6
Alle Länder	352,4	+ 5,5	305,0	+ 5,2

1 Ohne Luftfahrzeuge.

Deutsche Bundesbank

Einfuhren

ten sich die Ausfuhren in die kontinentaleuropäischen Mitgliedsländer der Europäischen Union nur unterdurchschnittlich.

Mit dem Tempo der Ausfuhrerxpansion konnte das Einfuhrwachstum in den Frühjahrsmonaten nicht ganz Schritt halten. Im zweiten Vierteljahr 1997 stiegen die wertmäßigen Importe gegenüber dem vorangegangenen Quartal saisonbereinigt um knapp 1½%; der Vorjahrsstand wurde um 11% übertroffen. Da sich binnen Jahresfrist auch die Importpreise merklich erhöhten, und zwar – vor allem wechselkursbedingt durch die Verteuerung des US-Dollar – im zweiten Vierteljahr 1997 gegenüber dem Vorjahrsstand um knapp 3%, belief sich die reale Einfuhrsteigerung im Vorjahrsvergleich auf etwa 8%. Der deutliche Anstieg der Importpreise ist gleichsam die „Kehrseite“ der verbesserten internationalen Wettbewerbsfähigkeit, die die DM-Abwertung für die deutsche Exportwirtschaft mit sich gebracht hat.

Eine wichtige Triebkraft des Importwachstums ist angesichts der insgesamt eher schwachen Inlandsnachfrage die dynamische Exportkonjunktur, die bei den deutschen Herstellern eine entsprechende Nachfrage nach ausländischen Vorleistungen, Rohstoffen und auch Fertigprodukten nach sich zieht. Saisonbereinigt betrachtet erhöhten sich die gesamten Bezüge von Rohstoffen, Halbwaren und Vorerzeugnissen in den ersten fünf Monaten dieses Jahres gegenüber dem vorangegangenen Fünfmonatszeitraum dem Wert nach um gut 5½%; der Wert der Importe von Enderzeugnissen nahm im gleichen Zeitraum allerdings noch kräftiger zu (um gut 7½%).

Kaum gestiegen ist dagegen der Wert der Energieeinfuhren, der gegen Ende des vergangenen Jahres durch kräftige Preissteigerungen aufgebläht war.

Von der verstärkten deutschen Importnachfrage profitierten, gemessen an den jeweiligen Zuwachsraten, die sich aus den ebenfalls nur bis Mai vorliegenden Regionaldaten ergeben, von den Industrieländern vor allem die Vereinigten Staaten und Japan mit Zuwächsen in den ersten fünf Monaten dieses Jahres gegenüber dem vorangegangenen Fünfmonatszeitraum in Höhe von 9½% beziehungsweise 11% (saisonbereinigt). Allerdings dürften diese wertmäßigen Angaben stark durch wechselkursbedingte DM-Einfuhrpreissteigerungen mitverursacht worden sein. Dagegen entwickelten sich die Bezüge aus der Gruppe der EU-Länder nur unterdurchschnittlich. Außerhalb der Industrieländer hatten insbesondere die Reformländer Mittel- und Osteuropas hohe Umsatzzuwächse im Handel mit der deutschen Wirtschaft zu verzeichnen (saisonbereinigt 13½%). Soweit es sich dabei um Rohstoffeinfuhren handelte, spielten zwar die Preissteigerungen auf diesem Gebiet sowie die Aufwertung des Dollar ebenfalls eine wichtige Rolle. Doch sind die Einfuhren aus den mittel- und osteuropäischen Reformländern bereits seit dem Jahresanfang 1996 aufwärtsgerichtet und lagen in den ersten fünf Monaten dieses Jahres um 20% über ihrem Vorjahrsstand, was zweifellos auch als ein Indiz für die Fortschritte bei der Integration dieser Ländergruppe in die Weltwirtschaft zu werten ist. Nach den regionalen Außenhandelsdaten zu urteilen, spielt die deutsche Wirt-

Regionalstruktur der Einfuhren

schaft sowohl auf der Export- als auch auf der Importseite dabei eine zentrale Rolle.

„Unsichtbare“
Leistungs-
transaktionen

Im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen mit dem Ausland, in dem Deutschland ständig relativ hohe Defizite verzeichnet, hat sich der Minusbetrag nach einem kräftigen Anstieg zu Anfang dieses Jahres im zweiten Vierteljahr 1997 wieder annähernd auf die zuvor übliche Größenordnung zurückgebildet. In saisonbereinigter Rechnung sank der Passivsaldo um 6 Mrd DM auf 30 ½ Mrd DM und lag damit auf dem entsprechenden Stand des Vorjahres. Zwar waren in allen Teilbereichen – den Dienstleistungen, Erwerbs- und Vermögenseinkommen und den Laufenden Übertragungen – die Defizite tendenziell rückläufig, der ausschlaggebende Effekt ging jedoch von den Übertragungen aus, wo der Minussaldo allein um rund 4 Mrd DM abschnolzte.

Dienst-
leistungen

Im Dienstleistungsverkehr mit dem Ausland sank der Passivsaldo im Berichtszeitraum saisonbereinigt auf 14 Mrd DM; das waren fast 1 ½ Mrd DM weniger als im Vorquartal. Er übertraf damit seinen vergleichbaren Vorjahrswert nur noch um gut ½ Mrd DM, was im wesentlichen auf die leichte Ausweitung des Minussaldos im Auslandsreiseverkehr, der den „Kernbereich“ des deutschen Dienstleistungsverkehrs mit dem Ausland bildet, zurückzuführen ist.

Reiseverkehr

Das traditionell hohe Defizit Deutschlands im grenzüberschreitenden Reiseverkehr übertraf mit rund 13 Mrd DM seinen Vorjahrswert im zweiten Quartal 1997 lediglich um knapp ½ Mrd DM. Gleichzeitig dürfte die mittlerweile

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd DM	1996 1)		1997 1)	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.	
I. Leistungsbilanz				
1. Außenhandel 2)				
Ausfuhr (fob)	192,5	202,6	221,2	
Einfuhr (cif)	169,2	178,2	187,8	
Saldo	+ 23,3	+ 24,5	+ 33,4	
nachrichtlich:				
Saisonbereinigte Werte				
Ausfuhr (fob)	193,4	209,1	218,6	
Einfuhr (cif)	169,2	182,4	185,0	
2. Ergänzungen zum Warenverkehr 3)	- 1,2	- 1,6	- 1,0	
3. Dienstleistungen				
Einnahmen	31,4	31,0	33,9	
Ausgaben	44,1	44,4	47,3	
Saldo	- 12,7	- 13,4	- 13,4	
4. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Saldo)	+ 1,2	- 5,1	- 0,8	
5. Laufende Übertragungen				
Fremde Leistungen	5,1	10,9	6,1	
Eigene Leistungen	21,0	24,5	19,0	
Saldo	- 15,9	- 13,6	- 12,9	
Saldo der Leistungsbilanz	- 5,3	- 9,2	+ 5,3	
II. Vermögensübertragungen				
Fremde Leistungen	1,0	1,5	0,5	
Eigene Leistungen	0,5	0,6	0,2	
Saldo	+ 0,5	+ 0,9	+ 0,4	
III. Kapitalbilanz				
(Nettokapitalexport: -)				
Direktinvestitionen	- 9,8	- 14,9	- 7,7	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 6,6	- 15,5	- 6,2	
Ausländische Anlagen im Inland	- 3,2	+ 0,6	- 1,5	
Wertpapiere 4)	+ 19,9	+ 0,0	- 12,7	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 10,5	- 43,7	- 46,5	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 30,4	+ 43,7	+ 33,8	
Kreditverkehr 4)	- 2,6	+ 30,6	+ 34,8	
Kreditinstitute	+ 5,0	+ 78,3	+ 18,0	
langfristig	+ 5,4	+ 13,4	+ 6,6	
kurzfristig	- 0,4	+ 65,0	+ 11,5	
Unternehmen und Privatpersonen	- 8,6	- 35,7	+ 17,9	
langfristig	- 0,5	- 1,0	- 1,1	
kurzfristig	- 8,1	- 34,7	+ 19,0	
Öffentliche Stellen	+ 0,9	- 12,0	- 1,1	
langfristig	- 0,1	- 5,4	- 0,6	
kurzfristig	+ 1,1	- 6,6	- 0,5	
Sonstige Kapitalanlagen	- 0,7	- 0,7	- 0,7	
Saldo der gesamten Kapitalbilanz	+ 6,7	+ 15,0	+ 13,6	
IV. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)	- 2,8	- 8,6	- 19,7	
V. Veränderung der Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank zu Transaktionswerten (Zunahme: +) 5)				
(I + II + III + IV)	- 0,8	- 1,9	- 0,5	

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

eingetretene Abwertung der D-Mark einzelne Reiseziele erheblich verteuert haben. Dies gilt besonders für die Länder des „Dollarraums“, nachdem die D-Mark gegenüber dem US-Dollar im zweiten Quartal 1997 gut 11% niedriger bewertet wurde als ein Jahr zuvor. Real gesehen, also bereinigt um die Wechselkurs- und teuerungsbedingten Mehrausgaben, haben die Ausgaben deutscher Touristen und Geschäftsreisender im Ausland daher im zweiten Quartal dieses Jahres den Vorjahresstand kaum erreicht. Dies wird besonders deutlich, wenn man die Regionalstruktur der deutschen Reiseverkehrausgaben mit ins Bild zieht. So sind vor allem die Ausgaben deutscher Auslandsreisender in Ländern, deren Währungen gegenüber der D-Mark stark an Wert gewonnen haben, kräftig gestiegen. Das gilt beispielsweise für die deutschen Tourismusausgaben in den Vereinigten Staaten, wo im zweiten Quartal dieses Jahres gegenüber der vergleichbaren Vorjahrszeit eine Zunahme von 10 ½ % verzeichnet wurde. Aber auch für Reisen nach Australien und Neuseeland (+ 19 ½ %) sowie nach Großbritannien (+ 10 %) wurden erheblich höhere DM-Beträge aufgewendet. Dagegen mußten einige „klassische“ Reiseländer in dieser Zeit Einbußen hinnehmen, so Österreich (– 4 %) und Italien (– 1 ½ %), oder konnten ihre Einnahmen von deutschen Touristen nur marginal erhöhen (Spanien: + ½ %).

Auch das Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen hat sich vom ersten auf das zweite Vierteljahr 1997 verringert. In saisonbereinigter Rechnung lag es mit 4 Mrd DM im zweiten Vierteljahr um rund ½ Mrd DM unter dem vorangegangenen Quartaler-

gebnis. Maßgeblich dafür war die Entwicklung des Saldos der Vermögenseinkommen; das Minus in diesem Bereich ist saisonbereinigt von 4 Mrd DM auf knapp 3 ½ Mrd DM gesunken. Entlastend dürfte sich dabei in letzter Zeit die relativ starke Position des Dollar ausgewirkt haben, da ein Großteil der Auslandsaktiva Deutschlands in US-Dollar denominated ist und damit die Erträge in D-Mark gerechnet entsprechend höher ausfallen. Dagegen waren von den Defiziten in der Leistungsbilanz und dem damit verbundenen Abbau des deutschen Netto-Auslandsvermögens bis in die ersten Monate dieses Jahres eher belastende Einflüsse ausgegangen.

Besonders deutlich ist vom ersten auf das zweite Vierteljahr 1997 das Defizit in der Bilanz der Laufenden Übertragungen an das Ausland zurückgegangen. Sie schloß in saisonbereinigter Rechnung mit einem Minus von 12 ½ Mrd DM ab; das waren rund 4 Mrd DM weniger als im Vorquartal. Ausschlaggebend dafür war, daß die geleisteten Zahlungen aufgrund des EU-Anteils am deutschen Mehrwertsteueraufkommen im zweiten Vierteljahr 1997 mit knapp 3 Mrd DM wesentlich niedriger als im ersten Vierteljahr (8 ½ Mrd DM) ausgefallen sind, nachdem bereits im ersten Quartal Vorauszahlungen von deutscher Seite geleistet worden waren. Die kurzfristigen Schwankungen im Zahlungsrhythmus sagen freilich nichts über die tatsächliche Belastung Deutschlands durch die Leistungen an die EU aus, die der Grundtendenz nach unverändert hoch blieb. Insgesamt beliefen sich die laufenden deutschen Netto-Zahlungen an die EU im Berichtsquartal auf 6 ½

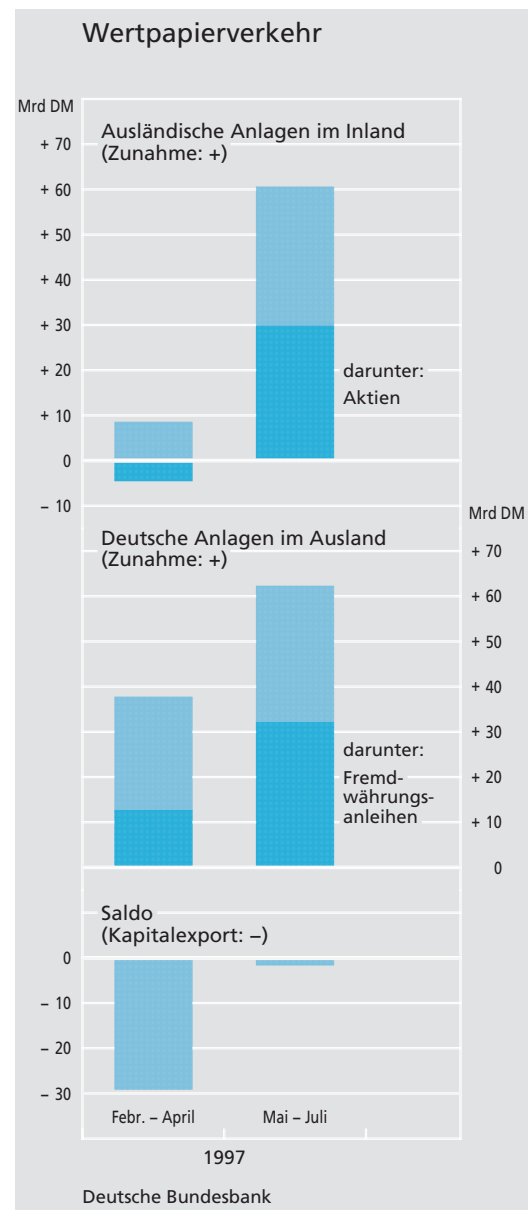
*„Unentgeltliche“
Leistungen*

Mrd DM. Die privaten Übertragungen lagen mit insgesamt gut 4 Mrd DM auf der Höhe der Vorquartale, wobei insbesondere die Heimatüberweisungen der Gastarbeiter (knapp 2 Mrd DM) ins Gewicht fielen.

Kapitalverkehr und Reservebewegungen

Tendenzen im Kapitalverkehr

Die internationalen Finanzmärkte präsentierten sich in den Fröhsommermonaten in ausgesprochen freundlicher Verfassung. Nachdem im Frühjahrs noch verbreitete Zinsunsicherheiten und zeitweilig damit verbundener Anlageattentismus das Bild bestimmt hatten, setzte Ende April an den internationalen Wertpapiermärkten eine ausgeprägte Aufwärtsbewegung ein, in deren Gefolge auch der deutsche Kapitalverkehr mit dem Ausland in beiden Richtungen sprunghaft anstieg. Auf der einen Seite profitierten die deutschen Wertpapiermärkte und darunter vor allem der Aktienmarkt von dem wieder lebhaften Anlageinteresse internationaler Investoren. Auf der anderen Seite nahmen auch die Wertpapiieranlagen von Inländern im Ausland insbesondere durch stark vermehrte Käufe von Fremdwährungsanleihen deutlich zu. Im Ergebnis glichen sich die Kapitalbewegungen im Wertpapierverkehr mit dem Ausland in dem gesamten Zeitraum von Mai bis Juli annähernd aus, während in den drei Monaten zuvor – bei deutlich niedrigeren Brutto-Bewegungen auf beiden Seiten der Kapitalbilanz – noch größere Mittelabflüsse von den deutschen Wertpapiermärkten zu verzeichnen waren. In den anderen Segmenten des Kapitalverkehrs standen unvermindert hohen Kapitalexporten im Bereich der Direktinvesti-



tionen umfangreiche Zuflüsse im Kreditverkehr der Nichtbanken gegenüber, so daß sich die Netto-Auslandsaktiva des Bankensystems, die bei einer relativ ausgeglichenen Leistungsbilanz den bilanziellen Gegenposten zu diesen Entwicklungen darstellen, nur geringfügig veränderten.

Das Auslandsinteresse an deutschen Wertpapiieranlagen hat sich im Anschluß an den ge-

Wertpapier-
verkehr

schilderten Stimmungswchsel an den internationalen Finanzmärkten stark belebt, nachdem bis dahin eine recht ausgeprägte Zurückhaltung auf der Seite des Auslands das Bild bestimmt hatte. So kamen in den drei Monaten von Februar bis April dieses Jahres an deutschen Wertpapiermärkten nur 8 ½ Mrd DM aus dem Ausland auf, während im Berichtszeitraum von Mai bis Juli Investoren aus dem Ausland für 60 ½ Mrd DM deutsche Wertpapiere erwarben.

*Rekord-
engagement
des Auslands
am deutschen
Aktienmarkt*

Vom Gesamtbetrag des ausländischen Wertpapierengagements in Deutschland entfiel mit netto 30 Mrd DM fast die Hälfte auf deutsche Aktien, nachdem internationale Anleger in den Monaten Februar bis April ihre deutschen Aktienbestände im Wert von 4 ½ Mrd DM abgebaut hatten. Die jüngere Entwicklung ist vornehmlich im Zusammenhang mit den veränderten internationalen Umfeldbedingungen zu sehen, die letztlich auch den Kursperspektiven am deutschen Aktienmarkt neuen Auftrieb gegeben hatten. Die günstigeren Gewinnerwartungen vieler deutscher Unternehmen aufgrund der zwischenzeitlich spürbar verbesserten Wettbewerbsposition bildeten freilich die Basis dafür.

*Auslands-
anlagen am
deutschen
Rentenmarkt*

Neben dem Aktienmarkt profitierte auch der deutsche Rentenmarkt von dem hohen Mittelaufkommen aus dem Ausland. Bei tendenziell sinkenden deutschen Kapitalmarktzinsen und leicht schrumpfendem Renditenvorsprung von Dollarpapieren gegenüber entsprechenden DM-Rentenwerten stieg der Zustrom ausländischer Mittel an den deutschen Rentenmarkt von 14 ½ Mrd DM in den Monaten Februar bis April auf 28 ½ Mrd DM in den

Monaten Mai bis Juli. Das ausländische Interesse richtete sich – wie üblich – vor allem auf öffentliche Anleihen (23 Mrd DM). Darunter waren weiterhin die zweijährigen Schatzanweisungen des Bundes (7 Mrd DM) stark gefragt, von denen im Juni eine größere Neu-Emission getätigt wurde. Daneben erwarben ausländische Anleger wieder in hohem Umfang Fremdwährungsanleihen inländischer Kreditinstitute (10 Mrd DM). Dagegen spielten inländische Geldmarktpapiere im Berichtszeitraum praktisch keine größere Rolle.

Spiegelbildlich zu den ausländischen Anlagen im Inland stiegen auch die deutschen Wertpapierkäufe im Ausland. Mit 62 ½ Mrd DM investierten deutsche Anleger in den Monaten Mai bis Juli nahezu doppelt so viel im Ausland wie in den drei Monaten zuvor (37 ½ Mrd DM). Darüber hinaus hat sich auch die Struktur des deutschen Wertpapierengagements im Ausland deutlich verändert. Während in den Vormonaten der größte Teil der deutschen Wertpapieranlagen auf den ausländischen Aktienmärkten getätigt wurde (21 Mrd DM), ebte das Interesse an ausländischen Dividendenwerten im Berichtszeitraum merklich ab (7 ½ Mrd DM).

*Deutsche
Anlagen im
Ausland*

Statt dessen sind verstärkt Fremdwährungsanleihen in den Mittelpunkt des inländischen Anlegerinteresses gerückt. Mit Nettoanlagen in Höhe von 32 Mrd DM (gegenüber 13 Mrd DM in der Vorperiode) übertraf das deutsche Engagement das relativ hohe Niveau von Ende der achtziger Jahre, als deutsche Sparer zuletzt – allerdings primär aus steuerlichen Gründen – große Beträge von ausländischen

*Hohe Käufe
von Fremd-
währungs-
anleihen*

Rentenwerten erworben hatten.¹⁾ Die deutschen Käufe von Fremdwährungsanleihen konzentrierten sich in den Berichtsmonaten neben Dollartiteln (7½ Mrd DM) insbesondere auf Lirapapiere (16 Mrd DM). Der italienische Rentenmarkt profitierte offenbar verstärkt vom „Konvergenz-Handel“, der im Kern auf erwartete Kursgewinne der früher hochverzinslichen Liratitel aus der Konvergenz der Zinssätze in der Europäischen Währungsunion setzt. Tatsächlich ist der Renditenabstand von beispielsweise zehnjährigen Lira-staatsanleihen vom Frühjahr bis zum Sommer dieses Jahres von fast zwei Prozentpunkten auf etwa einen Prozentpunkt zurückgegangen.

Neben Fremdwährungsanleihen erwarben inländische Käufer für 7 Mrd DM ausländische DM-Anleihen (nach zuvor 2 Mrd DM) sowie für 4 Mrd DM ausländische Investmentzertifikate. Im übrigen sind relativ hohe Beträge im Zusammenhang mit Transaktionen in Finanzderivaten und Optionsscheinen ins Ausland abgeflossen (netto 8½ Mrd DM).

*Direkt-
investitionen*

Im Gegensatz zum Wertpapierverkehr hielten bei den Direktinvestitionen die hohen Netto-Kapitalabflüsse in das Ausland an. In den Monaten Mai bis Juli bauten die deutschen Unternehmen ihre finanziellen Beteiligungen an ausländischen Firmen um 13 Mrd DM aus, gegenüber 9 Mrd DM in den drei Monaten zuvor. Seit Jahresbeginn sind insgesamt 30 Mrd DM an neuem Beteiligungskapital ins

1 Von der damals nur für kurze Zeit in Kraft getretenen Quellensteuer auf Zinseinnahmen waren nämlich die Zinsen aus Forderungen gegenüber ausländischen Schuldern ausgenommen.

Kapitalverkehr

Mrd DM, Netto-Kapitalexport: –

Position	1997		
	Mai/ Juli	Febr./ April	Mai/ Juli
1. Direktinvestitionen	– 11,7	– 10,2	– 9,8
Deutsche Anlagen im Ausland	– 9,6	– 8,9	– 13,0
Ausländische Anlagen im Inland	– 2,1	– 1,3	+ 3,3
2. Wertpapiere	+ 35,8	– 29,2	– 1,7
Deutsche Anlagen im Ausland	– 9,4	– 37,7	– 62,3
Aktien	+ 1,5	– 21,1	– 7,5
Investmentzertifikate	– 1,5	– 2,6	– 4,1
Rentenwerte	– 6,1	– 14,8	– 38,9
Geldmarktpapiere	– 2,9	– 1,3	– 2,6
Finanzderivate ¹⁾	– 0,4	+ 2,1	– 9,3
Ausländische Anlagen im Inland	+ 45,2	+ 8,5	+ 60,7
Aktien	+ 15,6	– 4,6	+ 29,9
Investmentzertifikate	– 1,1	+ 0,1	+ 0,7
Rentenwerte	+ 22,8	+ 14,3	+ 28,4
Geldmarktpapiere	+ 7,8	+ 2,8	+ 0,9
Optionsscheine	+ 0,1	– 4,2	+ 0,7
3. Kreditverkehr	– 30,3	+ 50,3	+ 11,0
Kreditinstitute	– 33,0	+ 50,7	– 1,6
langfristig	+ 6,4	+ 12,2	+ 2,1
kurzfristig	– 39,4	+ 38,5	– 3,7
Unternehmen und Privatpersonen	– 0,5	+ 2,0	+ 18,4
langfristig	– 0,9	– 1,3	+ 0,4
kurzfristig ²⁾	+ 0,4	+ 3,3	+ 18,1
Öffentliche Stellen	+ 3,2	– 2,3	– 5,9
langfristig	+ 0,2	– 3,9	– 3,7
kurzfristig	+ 3,0	+ 1,6	– 2,1
4. Sonstige Kapitalanlagen	– 1,0	– 0,8	– 0,7
5. Saldo aller statistisch erfaßten Kapital- bewegungen	– 7,1	+ 10,1	– 1,2
Nachrichtlich: Veränderung der Netto-Aus- landsaktiva der Bundesbank zu Transaktionswerten (Zunahme: +)	– 4,6	– 1,7	– 3,6

¹ Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie Finanztermingeschäfte. — ² Ohne die noch nicht bekannte Veränderung der Finanzbeziehungen zu ausländischen Nichtbanken und der Handelskredite für Juli 1997.

Deutsche Bundesbank

Ausland geflossen. Damit wird der Wert des entsprechenden Vorjahrszeitraums (22 Mrd DM) deutlich übertroffen. In den Berichtsmonaten entfiel mit jeweils 4 Mrd DM je knapp ein Drittel der deutschen Direktinvestitionen auf die EU-Partnerländer und auf die USA. Umfangreichere Anlagen wurden darüber hinaus in der Schweiz (1½ Mrd DM) und in den Reformländern Mittel- und Osteuropas (1 Mrd DM) getätigt.

Ausländische Unternehmen haben nach den entsprechenden Meldungen zur deutschen Zahlungsbilanzstatistik dagegen im Berichtszeitraum ihre Beteiligungen in Deutschland nur im Betrag von 3½ Mrd DM verstärkt, nachdem sie ihr Engagement in den Monaten Februar bis April per saldo sogar um 1½ Mrd DM abgebaut hatten. Allerdings sind diese Zahlen mit besonderer Vorsicht zu interpretieren. Sie stimmen jedenfalls nicht mit jüngeren Meldungen über ein spürbar gestiegenes ausländisches Interesse an Unternehmensbeteiligungen und -käufen in Deutschland überein.²⁾

*Kreditverkehr
der
Nichtbanken*

Im Kreditverkehr der inländischen Nichtbanken mit dem Ausland kam es im Berichtszeitraum zu erheblichen Mittelzuflüssen (netto 12½ Mrd DM). Ausschlaggebend dafür war eine Abnahme der kurzfristigen (Netto-) Forderungen inländischer Unternehmen und Privatpersonen gegenüber dem Ausland um 18 Mrd DM. Im wesentlichen handelt es sich dabei um Geldzuflüsse inländischer Unternehmen von ausländischen Banken, und zwar sowohl aufgrund von Kreditaufnahmen als auch aus dem Abbau von Euro-Einlagen. Demgegenüber flossen bei den öffentlichen

Haushalten in den Monaten Mai bis Juli insgesamt Geldmittel in Höhe von 6 Mrd DM ins Ausland ab.

Der Kreditverkehr der inländischen Banken mit dem Ausland war im Berichtszeitraum nahezu ausgeglichen. Per saldo kam es in den Monaten Mai bis Juli zu Kapitalabflüssen in Höhe von 1½ Mrd DM in das Ausland. Dabei stand geringen Zuflüssen langfristiger Finanzierungsmittel eine Zunahme der kurzfristigen Netto-Auslandsforderungen der Kreditinstitute gegenüber, die im wesentlichen als Reflex der geschilderten Entwicklungen in den übrigen Segmenten des Kapital- und Leistungsverkehrs zu interpretieren ist.

*Kreditverkehr
der Banken*

Im Gegensatz zur Auslandsposition der Kreditinstitute nahmen die Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank von Mai bis Juli – zu Transaktionswerten gerechnet – um 3½ Mrd DM ab. Während sich die Auslandsverbindlichkeiten kaum veränderten, schmolzen die Devisenreserven der Bundesbank aufgrund kommerzieller Devisenmarkttransaktionen um rund 3 Mrd DM ab. Im August reduzierten sich die Netto-Auslandsforderungen der Bundesbank um weitere 2½ Mrd DM. Zu Bilanzkursen von

*Auslands-
position der
Deutschen
Bundesbank*

2 Die Angaben über Unternehmensaufkäufe und -verschmelzungen stimmen mit den Angaben der Zahlungsbilanzstatistik meist nicht überein, da diese Transaktionen oft nicht mit grenzüberschreitenden Zahlungen verbunden sind oder die Beteiligungen und Aufkäufe aufgrund der besonderen Konstruktion des Beteiligungsverhältnisses und dem Rechtssitz der betroffenen Unternehmen definitionsgemäß nicht unter die Direktinvestitionen fallen. Zur Aussagekraft der Direktinvestitionszahlen und zur längerfristigen Entwicklung der grenzüberschreitenden Direktinvestitionen vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Problematik internationaler Vergleiche von Direktinvestitionsströmen, Monatsbericht, Mai 1997, S. 79 ff. und Deutsche Bundesbank, Entwicklung und Bestimmungsgründe grenzüberschreitender Direktinvestitionen, Monatsbericht, August 1997, S. 63 ff.

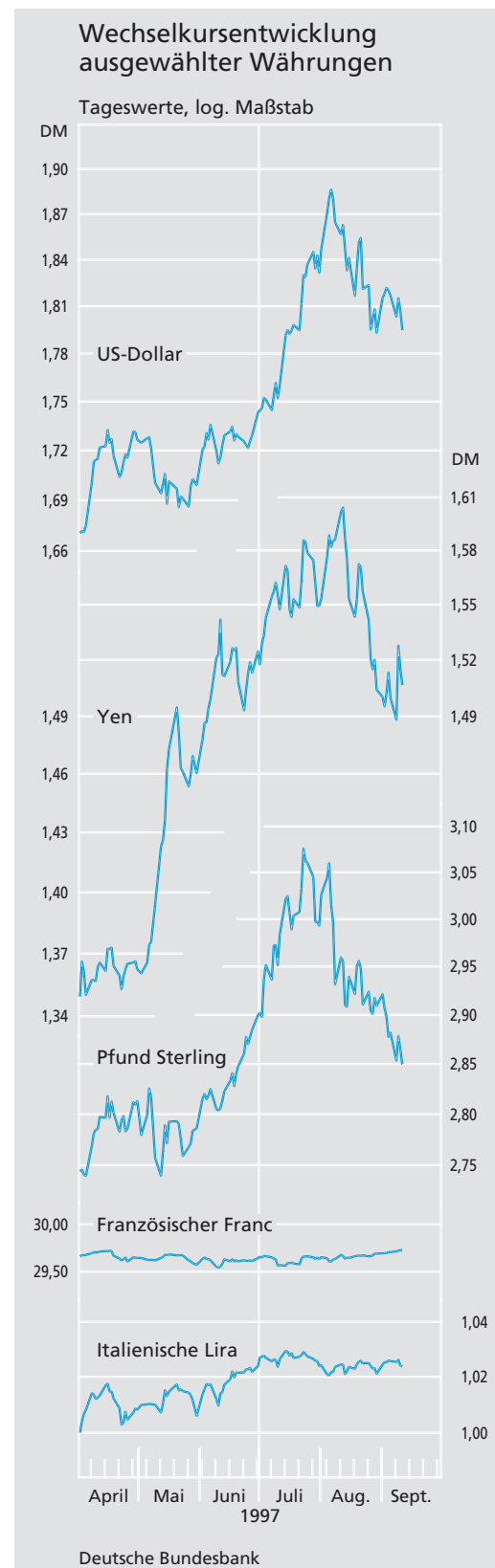
Ende 1996 gerechnet beliefen sie sich Ende August auf 99 Mrd DM, verglichen mit 105 ½ Mrd DM Ende 1996.

Wechselkursentwicklung

Dollar

Nachdem sich die D-Mark an den Weltdevismärkten im Frühjahr weitgehend stabilisiert hatte, verlor sie in den Sommermonaten an Boden. Insbesondere der US-Dollar erhielt um die Jahresmitte neuen Auftrieb, so daß dessen Notierungen innerhalb weniger Wochen bis knapp unter die Marke von 1,90 DM anstiegen, während sie sich in den Monaten davor in einem relativ engen Band um etwa 1,70 DM bewegt hatten.

Die im Verlauf des Sommers wieder günstiger eingeschätzten Wachstumsperspektiven für die amerikanische Volkswirtschaft und die damit verbundenen Zinserwartungen haben wohl maßgeblich zu dem Dollarkursanstieg Anlaß gegeben. Aber auch von einer gewissen Neubewertung der globalen wirtschaftlichen und politischen Risikolage durch die Marktteilnehmer scheint der Dollar profitiert zu haben. Dafür spricht jedenfalls der in der Berichtszeit etwas gesunkene Zinsvorsprung amerikanischer Staatsanleihen gegenüber vergleichbaren Bundeswertpapieren, der parallel zu der weiteren Befestigung der US-Währung in den Sommermonaten zu verzeichnen war. Angesichts der Schwierigkeiten bei der Durchsetzung der drängenden Reformvorhaben in Deutschland sowie der Unsicherheiten im Zusammenhang mit der geplanten Einführung der Europäischen Währungsunion sind die früher den Dollar bela-



stenden Faktoren, wie beispielsweise das hohe Leistungsbilanzdefizit und das darin zum Ausdruck kommende Ersparnisungleichgewicht, zumindest zeitweilig offenbar aus dem Blickfeld der Anleger gerückt. Das kräftige und überdies weitgehend spannungsfreie Wirtschaftswachstum der Vereinigten Staaten mag das Vertrauen der Märkte zusätzlich gestärkt haben.

Neben derartigen Verschiebungen in der Beurteilung der fundamentalen Faktoren können aber auch gewisse Übertreibungen und Übersteigerungen zu der Kursentwicklung im Sommer beigetragen haben. Dazu paßt zumindest, daß die implizite Volatilität von Dollaroptionen in letzter Zeit gestiegen ist. So erklärt sich vermutlich auch die Gegenbewegung des Dollarkurses im Verlauf des August, nachdem die Zinsnervosität im DM-Bereich fühlbar gestiegen war und zeitweilige Turbulenzen an den US-Finanzmärkten die Anleger verunsicherten. In den letzten Wochen bewegte sich der Dollar unter leichten Schwankungen um etwa 1,80 DM; bei Abschluß dieses Berichts notierte er mit 1,78 DM.

Auch der Yen hat in den Sommermonaten gegenüber der D-Mark an Boden gewonnen. Diese Entwicklung hatte bereits im Frühjahr eingesetzt, nachdem sich die Perspektiven für das weitere Wirtschaftswachstum in Japan deutlich zu verbessern schienen und sich in der japanischen Handelsbilanz neue Rekordüberschüsse abzeichneten. Seitdem wertete sich die japanische Währung gegenüber der D-Mark von etwa 1,35 DM im Frühjahr bis in der zweiten Julihälfte knapp unter 1,60 DM auf und bewegte sich in der Folgezeit bis

Mitte August in einem Kursband zwischen 1,54 DM und seinem bisherigen höchsten Stand seit Mitte 1995 von gut 1,60 DM. Ähnlich wie beim Dollar hat sich die Höherbewertung des Yen in den letzten Wochen allerdings nicht mehr fortgesetzt; sie ist vielmehr von Gegenbewegungen abgelöst worden. Dabei scheint die japanische Währung von den Unsicherheiten und Anspannungen an einigen südostasiatischen Devisenmärkten belastet worden zu sein, die sowohl den japanischen Außenhandel beeinträchtigen als auch die Lösung der strukturellen Probleme im Bankensystem Japans zusätzlich erschweren dürften. Überdies ist der Optimismus vom Frühjahr über die Aussichten für die weitere Wirtschaftsentwicklung einer skeptischeren Einschätzung gewichen. Zuletzt notierte der japanische Yen mit 1,47 DM.

Unter den EU-Währungen hatte vor allem das Pfund Sterling in weitgehendem Gleichlauf mit dem Dollar in den Sommermonaten kräftige Kursgewinne gegenüber der D-Mark zu verzeichnen. Unterstützt von dem robusten Wirtschaftswachstum in Großbritannien, aber auch unter dem Eindruck zunehmender Inflationsrisiken, die die Zinsphantasie der Anleger nährten, durchbrach die britische Währung im Juli die Schwelle von 3 DM und war mit 3,08 DM so teuer wie schon seit dem Sommer 1989 nicht mehr. Im Anschluß daran kam es allerdings auch hier – wiederum im Gleichlauf mit dem Dollar – im August zu einer recht sprunghaften Korrekturbewegung nach unten, so daß das Pfund Sterling bei Abschluß dieses Berichts wieder bei 2,86 DM gehandelt wurde. Auch die italienische Lira neigte tendenziell zur Stärke. Das Zinsgefälle

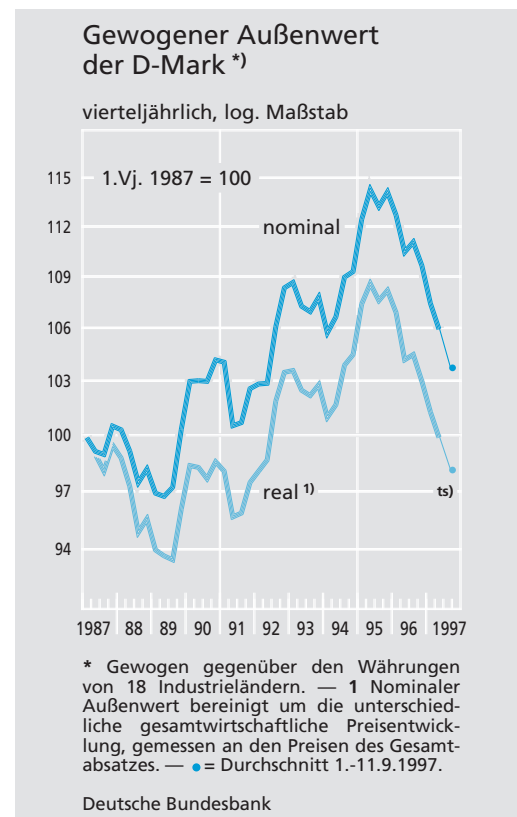
EU-Währungen

Yen

zwischen Lira- und DM-Anlagen ist weiter geschrumpft. In sehr engen Grenzen hielten sich im Ganzen gesehen die Kursveränderungen gegenüber den meisten anderen am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmenden Währungen. Fast alle notierten zuletzt in der Nähe ihrer Leitkurse. Lediglich das irische Pfund stand im zurückliegenden Quartal – im Sog des Pfund Sterling – erneut unter Aufwertungsdruck.

*Nominaler
und realer
Außenwert*

Im Ergebnis ist der Außenwert der D-Mark im gewogenen Durchschnitt gegenüber 18 Industrieländern vor allem durch die Stärke außereuropäischer Währungen in den Sommermonaten um 1% zurückgegangen; im Vergleich zum Jahresanfang wurde die D-Mark zuletzt um gut 4 ½% niedriger bewertet. Nach Ausschaltung der unterschiedlichen Preissteigerungsraten im In- und Ausland fällt die (reale) Abwertung der D-Mark im gewogenen Durchschnitt über alle Länder allerdings etwas schwächer aus; der gewogene reale Außenwert der D-Mark entspricht in etwa wieder seinem Stand gegen Ende der achtziger Jahre. Damit werden wohl auch



weiterhin von der deutschen Exportwirtschaft wichtige Impulse auf die deutsche Konjunktur ausgehen können. Andererseits werden die mit der Wechselkursentwicklung verbundenen Risiken auf der Preisseite sorgfältig beobachtet werden müssen.

