

## Außenwirtschaft

*Überblick*

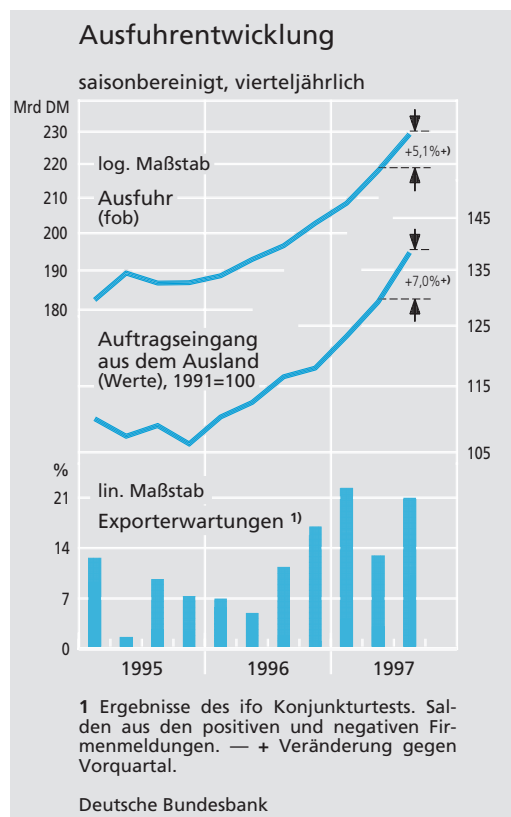
Das kräftige Ausfuhrwachstum, das die deutsche Wirtschaft seit mehr als einem Jahr zu verzeichnen hat, setzte sich im dritten Vierteljahr 1997 fort und blieb damit bis zuletzt die Hauptantriebskraft des deutschen Wirtschaftswachstums. Neben der insgesamt weiter aufwärtsgerichteten Weltkonjunktur war auch die mittlerweile deutlichere Belebung in den westeuropäischen Volkswirtschaften – den traditionellen Exportmärkten der deutschen Wirtschaft – eine wichtige Voraussetzung dafür. Ohne die verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der gesunkenen Lohnstückkosten und der wieder günstigeren Wechselkursverhältnisse hätte die deutsche Exportwirtschaft aber kaum in dem beobachteten Maße von der lebhaften Auslandsnachfrage profitieren können. Im Ergebnis übertraf der deutsche Außenhandelsüberschuß mit saisonbereinigt 36 ½ Mrd DM den im Vorquartal erzielten damaligen Spitzenwert von 34 Mrd DM noch einmal deutlich. Bei den übrigen Transaktionen im Leistungsverkehr mit dem Ausland, die für Deutschland traditionell mit relativ hohen Defiziten abschließen, hat sich die Entwicklung mit einem gesamten Passivsaldo von saisonbereinigt rund 31 ½ Mrd DM zumindest stabilisiert. Die deutsche Leistungsbilanz wies daher im Zeitraum Juli bis September, nach Ausschaltung der Saisoneffekte, abermals einen Überschuß auf, und zwar in Höhe von 5 Mrd DM. Das waren gut 2 ½ Mrd DM mehr als im Vorquartal, während sich im entsprechenden Vergleichszeitraum des Vorjahres noch ein saisonbereinigtes Defizit von 4 Mrd DM ergeben hatte.

## Leistungsbilanz im einzelnen

### Ausfuhr- entwicklung

Die deutsche Ausfuhr stieg im dritten Quartal saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode dem Wert nach um gut 5 %; ihren Vergleichswert vom Vorjahr übertraf sie damit um gut 16 ½ %. Angesichts der relativ moderaten Ausfuhrpreisentwicklung fällt der Zuwachs auch in realer Rechnung mit 4 ½ % gegenüber dem Vorquartal und 14 % gegenüber dem Vorjahr nur etwas geringer aus. Gemessen am Welthandelswachstum, das sich nach den Schätzungen internationaler Organisationen im Jahr 1997 um etwa 7 % bewegen dürfte, bedeutet dies, daß es der deutschen Exportwirtschaft offenbar gelungen ist, die günstigeren Wettbewerbsbedingungen auf den Exportmärkten zur Stärkung und zum Ausbau ihrer Position zu nutzen und dabei auch früher verlorengegangene Marktanteile zurückzugewinnen.

Die Chancen sind gut, daß sich dies auch in der näheren Zukunft nicht grundlegend ändert. Der Auftragseingang aus dem Ausland im Verarbeitenden Gewerbe bewegt sich weiterhin auf hohem Niveau. Im dritten Quartal lag er dem Wert nach um 7 % und real um 6 % über dem Ergebnis vom vorangegangenen Vierteljahr. Und die im ifo Konjunkturtest zum Ausdruck kommenden Exporterwartungen waren so günstig wie zuletzt im Boomjahr 1994. Allerdings sind auch die Risiken nicht zu übersehen, die der deutschen Exportwirtschaft aus der weiterschwellenden Krise in Südostasien und den davon möglicherweise ausgehenden Wirkungen auf die Industrieländer erwachsen könnten.



Die regionale Struktur der Exportnachfrage deutet darauf hin, daß sich die Exporte in die bis zu Beginn des Jahres ausgesprochen dynamisch wachsenden Schwellenländer Südasiens bereits im bisherigen Jahresverlauf abgeschwächt haben, ohne daß davon die Dynamik des deutschen Exportgeschäfts insgesamt in Mitleidenschaft gezogen worden wäre. Nach den allerdings nur bis August reichenden Regionalangaben der deutschen Außenhandelsstatistik sind die Exporte dorthin in der Zeit von Mai bis August gegenüber den vorangegangenen vier Monaten saisonbereinigt mit gut 1 % nur noch unterdurchschnittlich gewachsen. Der Export nach Japan war im betrachteten Zeitraum sogar rückläufig. Ausgesprochen kräftig war hingegen die Zunahme der Ausfuhren nach China, nachdem die Lieferungen dorthin in den ersten

*Regionalstruktur der Exporte*

vier Monaten zurückgegangen waren. Weiterhin kräftig gestiegen sind mit gut 6 ½ % auch die Ausfuhren in die mittel- und osteuropäischen Reformländer, deren Bedeutung für den deutschen Außenhandel mit einem Anteil von rund 10 % mittlerweile beträchtlich ist. Noch stärker ist die Ausfuhr in die Gruppe der OPEC-Länder gewachsen (+ 13 %), deren Anteil an der Gesamtausfuhr mit gut 2 % allerdings recht gering ist.

Die unmittelbare Auswirkung der Krise in Südostasien auf die deutsche Exportwirtschaft wird vor allem dadurch relativiert, daß sich die Nachfrage nach deutschen Ausfuhrgütern aus den Ländern der Europäischen Union, auf die mehr als die Hälfte der deutschen Exporte entfällt, mit einer Zuwachsrate von 9 ½ % saisonbereinigt im Viermonatsvergleich deutlich verstärkt hat. Bei fortgesetzter konjunktureller Erholung in den westeuropäischen Partnerstaaten hat damit die Nachfrage aus den traditionellen Exportmärkten der deutschen Wirtschaft den retardierenden Einflüssen aus dem asiatischen Raum merklich entgegengewirkt. Weiterhin durch hohe Zuwächse gekennzeichnet waren auch die Lieferungen in die Vereinigten Staaten, auf die ein Anteil von rund 8 % an der deutschen Warenausfuhr entfällt; im Viermonatsvergleich Mai/August 1997 nahmen die Exporte gegenüber Januar/April saisonbereinigt um 4 ½ % zu. Im Vorjahresvergleich wird die Dynamik der Ausfuhr in die Vereinigten Staaten in den Monaten Mai bis August noch deutlicher: Die Steigerung betrug nicht weniger als 24 ½ %.

### Regionale Entwicklung des Außenhandels \*)

Mai bis August 1997; saisonbereinigt

Ländergruppe/Land	Ausfuhr	Einfuhr	Saldo in Mrd DM 1)
	Veränderung gegenüber Januar bis April 1997 in %		Mai/ August 1997
Industrieländer	+ 7,9	+ 7,4	30,4
EU-Länder	+ 9,5	+ 8,4	26,8
darunter:			
Belgien/Luxemburg	+ 8,4	+ 13,2	1,7
Frankreich 2)	+ 7,4	+ 7,2	3,5
Vereinigtes Königreich	+ 9,4	+ 10,3	7,5
Italien	+ 10,4	+ 4,7	2,2
Niederlande	+ 10,8	+ 12,4	- 1,2
Spanien	+ 10,7	+ 13,9	2,4
Sonstige Industrieländer	+ 3,6	+ 4,7	3,7
darunter:			
USA	+ 4,5	+ 5,9	5,7
Japan	- 4,1	- 0,8	- 5,0
Reformländer	+ 9,5	+ 4,5	2,3
darunter:			
Mittel- und osteuropäische Reformländer	+ 6,7	+ 0,8	5,6
China 3)	+ 32,1	+ 2,9	- 3,3
Entwicklungsländer	+ 5,1	+ 1,0	10,1
darunter:			
OPEC-Länder	+ 13,1	+ 2,2	2,3
Südostasiatische Schwellenländer	+ 1,2	+ 2,3	3,3
Alle Länder	+ 7,9	+ 6,3	44,4

\* Zuordnung der Länder zu den Ländergruppen nach dem neuesten Stand. — 1 Die saisonbereinigten Salden sind mit erheblich größerer Unsicherheit behaftet als die Grundreihen, aus denen sie gebildet wurden. Differenzen in den Summen bedingt durch getrennte Saisonbereinigung und durch Runden der Zahlen. — 2 Ohne Luftfahrzeuge. — 3 Ohne Hongkong.

Deutsche Bundesbank

*Warenstruktur  
der Exporte*

Von der Belebung der Investitionstätigkeit in vielen westeuropäischen Staaten und der weiterhin kräftigen Ausdehnung der Investitionen in anderen Regionen profitiert die deutsche Exportwirtschaft aufgrund des relativ hohen Anteils von Investitionsgütern an der Produktpalette erfahrungsgemäß in überdurchschnittlichem Maße. Dementsprechend verzeichnete die Ausfuhr von Investitionsgütern von Mai bis August (neuere Angaben zur Warenstruktur liegen zur Zeit nicht vor) gegenüber der Vorperiode mit 7 ½ % saisonbereinigt einen beachtlichen Anstieg. Besonders stark belebte sich die Ausfuhr von Straßenfahrzeugen und elektrotechnischen Erzeugnissen. Die Ausfuhr von Grundstoffen und Produktionsgütern stieg im Viermonatsvergleich Mai/August gegenüber Januar/April mit gut 9 ½ % ebenfalls sehr kräftig, während der Auslandsabsatz von Verbrauchsgütern nur um 3 ½ % zulegte. Gemessen an den Auftragseingängen aus dem Ausland dürfte sich die skizzierte Entwicklung im dritten Quartal insgesamt weitgehend unverändert fortgesetzt haben.

*Einfuhren*

Auch die Einfuhr gewann im dritten Quartal an Schwung. Der saisonbereinigte Anstieg der wertmäßigen Importe gegenüber dem Vorquartal belief sich auf fast 5 %; unter Berücksichtigung des gleichzeitigen Anstiegs der Einfuhrpreise im dritten Quartal fiel der Anstieg in realer Rechnung mit knapp 3 ½ % jedoch deutlich niedriger aus. Im Ergebnis übertrafen damit die Einfuhren ihren Vergleichswert vom Vorjahr real um 9 %. Obgleich diese Rate deutlich hinter der entsprechenden Zunahme der Ausfuhr von 14 % zurückbleibt, ist der Anstieg, gemessen an dem

Wachstum der inländischen Wirtschaftsleistung ebenso wie an der Gesamtnachfrage, bemerkenswert hoch. Hierin könnte die spezielle Struktur der Nachfrage ihren Niederschlag gefunden haben, die sich möglicherweise stärker als früher auf Industrien mit geringerer Fertigungstiefe richtet, wie etwa auf die Automobilindustrie mit ihren eng verflochtenen in- und ausländischen Produktionsstandorten und der daraus resultierenden größeren Bedeutung des intraindustriellen Handels. Bis zu einem gewissen Grad scheinen dabei – nicht zuletzt vor dem Hintergrund steigender Preise – aber auch Lageraufstockungen von Rohstoffen und Vorzeugnissen eine Rolle gespielt zu haben.

Darauf deutet jedenfalls auch die Warenstruktur der Importe hin, für die allerdings die Daten ebenfalls nur bis August vorliegen. Sie zeigen saisonbereinigt einen starken Anstieg der Bezüge von Rohstoffen, Halbwaren und Vorzeugnissen im Zeitraum Mai/August gegenüber der Vorperiode. Darüber hinaus kann auch bei vielen statistisch als Endzeugnisse erfaßten Waren, deren Einfuhren gleichfalls relativ stark gewachsen sind, davon ausgegangen werden, daß es sich hierbei um Produkte handelt, die als Zulieferungen in industrielle Produktionsverfahren eingehen. In dem kräftigen wertmäßigen Anstieg der Einfuhren dürften sich aber auch Preiseffekte niedergeschlagen haben, da die Preise für Rohstoffe in der Berichtsperiode deutlich gestiegen sind.

In das skizzierte Bild eines lebhaften intraindustriellen Handels passen auch Indizien, die sich aus der regionalen Gliederung der

*Warenstruktur  
der Importe*

*Regional-  
struktur der  
Importe*

Leistungsbilanz			
Mrd DM; saisonbereinigt			
Position	1997		
	1. Vj.	2. Vj.	3. Vj.
1. Außenhandel			
Ausfuhr (fob)	209,3	218,9	230,2
Einfuhr (cif)	182,7	185,0	193,9
Saldo	26,6	33,9	36,3
2. Dienstleistungen (Saldo)	- 15,3	- 13,8	- 13,0
darunter:			
Reiseverkehr (Saldo)	- 12,3	- 13,1	- 11,7
3. Erwerbs- und Vermögens- einkommen (Saldo)	- 3,8	- 3,9	- 1,2
darunter:			
Vermögenseinkommen (Saldo)	- 3,5	- 3,4	- 0,7
4. Laufende Übertragungen (Saldo)	- 16,6	- 12,8	- 15,6
Saldo der Leistungsbilanz 1)	- 10,7	2,3	5,0
1 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr.			
Deutsche Bundesbank			

deutschen Einfuhren ergeben (die allerdings wie die Angaben zur Warenstruktur nur bis August vorliegen). So sind die Einfuhren aus den EU-Ländern, mit denen eine enge Handelsverflechtung besteht, stark gestiegen. Bezeichnend ist in diesem Zusammenhang beispielsweise das kräftige Einfuhrwachstum aus Spanien, einem wichtigen Produktionsstandort der europäischen Automobilindustrie. Unter den außereuropäischen Industrieländern haben im Zeitraum Mai bis August gegenüber der Vorperiode insbesondere die Bezüge aus den Vereinigten Staaten zugenommen. Hingegen stieg die Einfuhr aus den südostasiatischen Schwellenländern und China im betrachteten Zeitraum nur unterdurchschnittlich. Auch die Entwicklung der Lieferungen aus den mittel- und osteuropäischen Reformländern konnte im betrachteten

Zeitraum nicht an das Expansionsstempo früherer Perioden anknüpfen.

Den kräftig gestiegenen Überschüssen im Warenverkehr standen hohe Defizite im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen mit dem Ausland gegenüber, die unter anderem die Ausgaben für Auslandsreisen deutscher Touristen und Geschäftsleute sowie die unentgeltlichen Leistungen an das Ausland enthalten. Im Dreimonatszeitraum Juli bis September, der die Haupturlaubszeit einschließt, hat sich der zusammengefaßte Passivsaldo daher zwar saisonbedingt erhöht; insgesamt summierte sich das Minus auf gut 39 Mrd DM, verglichen mit 28 Mrd DM im vorangegangenen Quartal. Schaltet man jedoch die Saisoneinflüsse aus, dann war das aggregierte Defizit im Beobachtungszeitraum mit 31½ Mrd DM ebenso hoch wie im Vierteljahr zuvor.

*Saldo der  
„unsichtbaren“  
Transaktionen*

Etwa die Hälfte davon geht auf den Dienstleistungsverkehr zurück. Dort ergab sich im Berichtszeitraum ein saisonbereinigtes Defizit von gut 13 Mrd DM, verglichen mit knapp 14 Mrd DM im vorangegangenen Vierteljahr. Von kleineren Schwankungen von Quartal zu Quartal abgesehen, bewegt es sich damit bereits seit drei Jahren in dieser Größenordnung. Hierin spiegelt sich vor allem die Entwicklung im Auslandsreiseverkehr wider, auf den mit saisonbereinigt gut 11½ Mrd DM fast das ganze Defizit in der Dienstleistungsbilanz entfiel. Im Vorquartal waren die Nettoausgaben deutscher Auslandsreisender mit 13 Mrd DM noch etwas höher ausgefallen. Offenbar haben deutsche Auslandstouristen ihre Reisebudgets, angesichts gesunkener

*Dienst-  
leistungen*

Einkommensspielräume und der je nach Reiseziel zum Teil beträchtlich verminderten Kaufkraft, etwas eingeschränkt oder sind auf preisgünstigere Angebote ausgewichen. Dafür spricht, daß vor allem die Ausgaben deutscher Reisender in Portugal, der Türkei, einigen nordafrikanischen sowie südostasiatischen Reiseländern deutlich zugenommen haben. Dagegen blieben die Ausgaben deutscher Touristen in einigen wichtigen europäischen Urlaubsländern, wie Italien, Spanien und Österreich, im dritten Vierteljahr 1997 deutlich unter dem entsprechenden Vorjahrsstand oder erreichten ihn nur knapp, wie im Fall Frankreichs und der Schweiz. Andererseits konnten Reiseziele wie die Vereinigten Staaten, trotz der kräftigen Höherbewertung des Dollar, die zu einer erheblichen Verteuerung führte, weiterhin hohe Zuwachsraten verzeichnen. Das könnte auf eine relativ geringe Preiselastizität hindeuten, mag aber auch im Zusammenhang mit Wirkungsverzögerungen zu erklären sein, die sich aus den zum Teil langen Vorlaufzeiten bei der Reisebuchung ergeben.

*Erwerbs- und  
Vermögens-  
einkommen*

Der Passivsaldo bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen ist im dritten Vierteljahr saisonbereinigt um 2½ Mrd DM, auf gut 1 Mrd DM, zurückgegangen. Gegenüber dem Vorjahr, als sich mit 5½ Mrd DM das bisher höchste Defizit in diesem Bereich ergeben hatte, ist dies eine sichtbare Verbesserung. Den Ausschlag dafür gab, wie üblich, die Entwicklung der Vermögenseinkommen, die im Berichtszeitraum bei Kapitalertragseinnahmen von saisonbereinigt gut 30 Mrd DM und Ausgaben von knapp 31 Mrd DM mit einem Defizit von nur noch ½ Mrd DM abschlossen, gegen-

über 5 Mrd DM ein Jahr zuvor. So sind die vom Ausland erhaltenen Vermögenseinnahmen binnen Jahresfrist um 13 % gestiegen, wozu vor allem beigetragen haben dürfte, daß Deutschland derzeit wegen des höheren Dollarkurses steigende Kapitalerträge aus seinen in Dollar denominierten Auslandsaktiva erzielt, während der Anteil der auf Dollar lautenden deutschen Auslandsverbindlichkeiten und die daraus resultierenden Zinsausgaben vergleichsweise gering sind. Überdies sanken die gesamten deutschen Kapitalertragsausgaben gegenüber dem Vorjahr um 2½ %, wobei den Ausschlag gab, daß deutsche Unternehmen ihre Gewinnausschüttungen an ausländische Anteilseigner (die vor Jahresfrist kräftig gestiegen waren) im Vorfeld der vielfach erwarteten Steuerreform im Berichtsquartal erheblich verringerten. Nach dem vorläufigen Scheitern des Reformvorhabens dürfte dieser Einflußfaktor in nächster Zeit aber wieder an Bedeutung verlieren und sich mit der Auflösung des „Ausschüttungsstaus“ vorübergehend sogar ins Gegenteil verkehren.

Im Bereich der Laufenden Transferzahlungen an das Ausland nahm der traditionell ohnehin hohe Passivsaldo Deutschlands im dritten Quartal dieses Jahres dagegen weiter zu. Nach Ausschaltung der Saisonschwankungen stieg das Defizit gegenüber dem Vorquartal um fast 3 Mrd DM auf 15½ Mrd DM. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, daß das Ergebnis für das zweite Vierteljahr aufgrund von zeitlichen Verschiebungen bei den Zahlungen an den EG-Haushalt besonders niedrig ausgefallen war. Dementsprechend sind allein die öffentlichen Übertragungen um gut 3

*Laufende Über-  
tragungen*

Mrd DM auf 12 Mrd DM gestiegen; insbesondere die laufenden Nettozahlungen Deutschlands an den EG-Haushalt waren im Berichtszeitraum mit 8½ Mrd DM um 2 Mrd DM höher als im Vorquartal. Die privaten Transfers hielten sich dagegen in der gleichen Größenordnung wie zuvor; hier beliefen sich die Renten, Pensionen und Unterstützungszahlungen an das Ausland unverändert auf 1,2 Mrd DM, und die Heimatüberweisungen der ausländischen Arbeitskräfte in Deutschland lagen bei knapp 2 Mrd DM.

### Kapitalverkehr und Reservebewegungen

#### Tendenzen im Kapitalverkehr

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten Asiens strahlten auch auf die Industrieländer aus und hinterließen in den Herbstmonaten nicht zuletzt in der deutschen Kapitalverkehrsbilanz ihre Spuren. Die Verunsicherung der Investoren über die Entwicklungsperspektiven der aufstrebenden Märkte führte offenbar vielfach zu einer Präferenz für heimische Anlagen und dämpfte das Interesse an Auslandsengagements. Für Deutschland sind diese Tendenzen am deutlichsten im Wertpapierverkehr zu erkennen, wo die Finanzströme in den Monaten August bis Oktober 1997 – im Vergleich zum vorangegangenen Dreimonatszeitraum – in beiden Richtungen spürbar nachließen. Netto gerechnet schlossen die Wertpapiertransaktionen mit dem Ausland dabei mit einem Mittelabfluß in Höhe von 12 Mrd DM, nach 2½ Mrd DM in der Vorperiode. Zu Netto-Kapitalexporten kam es auch im Bereich der Direktinvestitionen. Dagegen strömten im Kreditverkehr – hauptsächlich durch kurzfristige Geldge-

### Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd DM			
Position	1996		1997
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.
<b>I. Leistungsbilanz</b>			
1. Außenhandel			
Ausfuhr (fob)	191,2	221,3	223,2
Einfuhr (cif)	164,2	188,2	186,9
Saldo	+ 27,1	+ 33,1	+ 36,2
2. Saldo der unsichtbaren Leistungstransaktionen <sup>1)</sup>	- 39,3	- 28,1	- 39,2
Saldo der Leistungsbilanz	- 12,2	+ 5,0	- 3,0
<b>II. Saldo der Vermögensübertragungen</b>			
	- 1,0	+ 0,4	+ 2,2
<b>III. Kapitalbilanz <sup>2)</sup></b>			
Direktinvestitionen	- 9,8	- 7,7	- 9,8
Wertpapiere <sup>3)</sup>	+ 29,6	- 12,7	+ 3,1
Deutsche Anlagen im Ausland	- 11,3	- 46,5	- 48,8
Ausländische Anlagen im Inland	+ 40,9	+ 33,8	+ 51,9
Kreditverkehr <sup>3) 4)</sup>	+ 1,2	+ 34,2	- 11,3
Saldo der gesamten Kapitalbilanz	+ 21,0	+ 13,7	- 18,0
<b>IV. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)</b>			
	- 7,5	- 19,5	+ 12,2
<b>V. Veränderung der Netto-Auslandsaktiva der Bundesbank zu Transaktionswerten (Zunahme: +) <sup>5)</sup></b>			
(I + II + III + IV)	+ 0,2	- 0,5	- 6,5

<sup>1</sup> Saldo der Dienstleistungen, Erwerbs- und Vermögenseinkommen, Laufenden Übertragungen sowie der Ergänzungen zum Warenverkehr. — <sup>2</sup> Nettokapitalexport: -. — <sup>3</sup> Ohne Direktinvestitionen. — <sup>4</sup> Einschl. sonstige öffentliche und private Kapitalanlagen. — <sup>5</sup> Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

schäfte der Banken, die großenteils wohl im Zusammenhang mit der Auflösung von ausländischen Wertpapieranlagen am deutschen Markt standen – in beträchtlichem Umfang Mittel zu, und auch die Netto-Auslandsposition der Deutschen Bundesbank verringerte sich leicht.

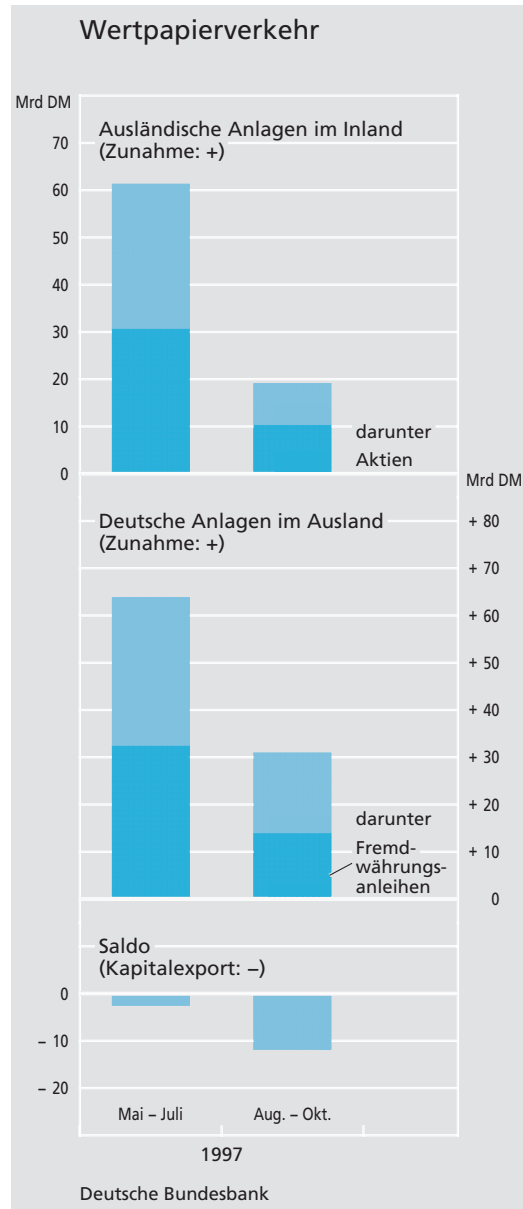
Wertpapier-  
verkehr

Auslands-  
anlagen ...

Unter dem Eindruck der gestiegenen Unsicherheit an den internationalen Finanzmärkten hielten sich ausländische Anleger in den Monaten August bis Oktober 1997 bei Engagements in deutschen Wertpapieren spürbar zurück. Mit 19 Mrd DM kam per saldo nur ein Drittel der Mittel auf, die im vorangegangenen Dreimonatszeitraum auf diesem Weg nach Deutschland geflossen waren.

... am Aktien-  
markt

Gemessen am gesamten Mittelaufkommen aus dem Wertpapiererwerb ausländischer Investoren war deren Interesse an deutschen Aktien jedoch auch im Berichtszeitraum weiterhin recht hoch. Die Zuflüsse summierten sich per saldo auf 10 ½ Mrd DM; das ist zwar wesentlich weniger als in den Monaten Mai bis Juli (30 ½ Mrd DM), machte aber rund die Hälfte der gesamten ausländischen Wertpapieranlagen am deutschen Markt aus. Dies ist insofern durchaus bemerkenswert, als sich auch der hiesige Aktienmarkt den aus dem Ausland kommenden belastenden Faktoren nicht entziehen konnte und der Tendenz nach Kursverluste hinnehmen mußte. Gleichwohl wurde das Ertragspotential deutscher Unternehmen offenbar weiterhin als vielversprechend eingeschätzt, wozu nicht zuletzt die jüngsten Exporterfolge beigetragen haben dürften.



Am deutschen Rentenmarkt schwächte sich das Auslandsengagement ebenfalls ab; nach 28 ½ Mrd DM von Mai bis Juli kamen im Berichtszeitraum lediglich 16 Mrd DM auf. Neben Pfandbriefen stießen im Ausland vor allem auch auf Fremdwährung lautende Emissionen inländischer Kreditinstitute auf Interesse – trotz Kursgewinnen der D-Mark gegenüber wichtigen Währungen. Neben dem Dollar waren unter anderem Titel in französi-

... am Renten-  
markt



schen Franc gefragt. Unter Abgabedruck standen dagegen insbesondere Bundesanleihen und -obligationen, während die Neuemission der zweijährigen Schatzanweisungen des Bundes im September speziell im Ausland gut aufgenommen wurde. Im Ergebnis erwarben Anleger aus dem Ausland insgesamt für rund 13 ½ Mrd DM inländische Bankschuldverschreibungen und für 2 ½ Mrd DM öffentliche Wertpapiere.

*... in sonstigen Wertpapieren*

In den übrigen Segmenten des deutschen Wertpapiermarktes hielten sich die Auslandstransaktionen per saldo in recht engen Grenzen. Zuflüssen von 1 ½ Mrd DM durch den Netto-Erwerb von Geldmarktpapieren standen Abflüsse aus dem Verkauf inländischer Investmentzertifikate<sup>1)</sup> in Höhe von 6 Mrd DM und Zahlungen an das Ausland im Zusammenhang mit Optionsscheinen (2 ½ Mrd DM) gegenüber.

*Deutsche Anlagen in ausländischen Wertpapieren*

Nach den sehr hohen Portfolioinvestitionen inländischer Anleger im Ausland im vorangegangenen Dreimonatszeitraum hielten sich diese in den Monaten August bis Oktober beim Erwerb ausländischer Wertpapiere ebenfalls merklich zurück. Per saldo floß mit 31 Mrd DM gerade einmal die Hälfte des zuvor investierten Betrages ins Ausland. Das Anlageinteresse richtete sich dabei vor allem auf ausländische Rentenwerte (19 Mrd DM) und hier wiederum schwerpunktmäßig auf Fremdwährungsanleihen (14 Mrd DM). Allerdings waren in diesem letztgenannten Bereich auch die größten Einbußen im Vergleich zum Vorzeitraum (32 ½ Mrd DM) zu verzeichnen. Gesuchte Anlagewährungen aus deutscher Sicht waren insbesondere der französi-

*Rentenwerte*

sche Franc und im Rahmen des sogenannten Konvergenzhandels („convergence trade“) die Lira, wobei es unter anderem inländische Kreditinstitute waren, die zusätzliche Fremdwährungsanleihen in ihre Portefeuilles nahmen.

Im Gegensatz zu den noch immer beachtlichen Auslandsinvestitionen am deutschen Aktienmarkt hielten sich inländische Anleger beim Erwerb von ausländischen Dividendenwerten zuletzt spürbar zurück. Per saldo flossen im Berichtszeitraum lediglich 2 Mrd DM in diese Anlageform. Vermutlich dürften nicht zuletzt die Unsicherheit über die Auswirkungen der gravierenden Wechselkursverschiebungen in Asien sowie der Kursrutsch an wichtigen Auslandsbörsen zu einer stärkeren Vorsicht bei den inländischen Anlegern geführt haben, zumal diese in den ersten sieben Monaten dieses Jahres bereits für rund 38 Mrd DM ausländische Aktien erworben hatten (Gesamtjahr 1996: 21 Mrd DM).

*Aktien*

Mit 1 Mrd DM flossen zuletzt in ausländische Geldmarktpapiere etwas weniger Mittel als in den Monaten Mai bis Juli (2 ½ Mrd DM). Bevorzugte Währung war dabei der Yen. Entgegen den geschilderten generellen Trends nahm die Nachfrage nach ausländischen Investmentzertifikaten im Berichtszeitraum zu. Inländer erwarben für 8 Mrd DM (Vorzeitraum: 4 Mrd DM) Anteilscheine an ausländischen Investmentgesellschaften; dabei handelte es sich ausschließlich um „traditionelle“ Fonds.

*Geldmarktpapiere und Investmentzertifikate*

---

1 Hierbei handelt es sich überwiegend um konzerninterne Transaktionen im Zusammenhang mit Spezialfonds.

## Kapitalverkehr

Mrd DM, Netto-Kapitalexport: –

Position	1996		1997	
	Aug./ Okt.		Mai/ Juli	Aug./ Okt.
1. Direktinvestitionen	- 10,3		- 8,8	- 7,8
Deutsche Anlagen im Ausland	- 9,2		- 11,9	- 9,9
Ausländische Anlagen im Inland	- 1,1		+ 3,1	+ 2,2
2. Wertpapiere	+ 22,7		- 2,6	- 11,9
Deutsche Anlagen im Ausland	- 5,9		- 63,9	- 31,0
Aktien	- 1,3		- 8,5	- 2,1
Investmentzertifikate	- 0,1		- 4,2	- 7,8
Rentenwerte	- 1,8		- 39,2	- 19,0
Geldmarktpapiere	+ 0,6		- 2,3	- 1,0
Finanzderivate <sup>1)</sup>	- 3,3		- 9,6	- 1,3
Ausländische Anlagen im Inland	+ 28,6		+ 61,3	+ 19,1
Aktien	+ 1,2		+ 30,7	+ 10,3
Investmentzertifikate	- 0,3		+ 0,7	- 6,2
Rentenwerte	+ 20,8		+ 28,3	+ 16,0
Geldmarktpapiere	+ 4,8		+ 0,9	+ 1,7
Optionsscheine	+ 2,1		+ 0,7	- 2,7
3. Kreditverkehr	+ 10,1		+ 7,9	+ 45,9
Kreditinstitute	- 2,7		- 1,6	+ 35,0
langfristig	+ 1,0		+ 2,1	- 10,7
kurzfristig	- 3,7		- 3,7	+ 45,7
Unternehmen und Privatpersonen	+ 6,2		+ 17,1	+ 5,2
langfristig	+ 0,6		+ 0,5	+ 0,1
kurzfristig <sup>2)</sup>	+ 5,6		+ 16,6	+ 5,1
Öffentliche Stellen	+ 6,6		- 7,6	+ 5,7
langfristig	+ 2,6		- 3,8	- 0,5
kurzfristig	+ 4,0		- 3,8	+ 6,2
4. Sonstige Kapitalanlagen	- 1,0		- 0,7	- 1,5
5. Saldo aller statistisch erfaßten Kapital- bewegungen	+ 21,4		- 4,2	+ 24,7
Nachrichtlich: Veränderung der Netto-Aus- landsaktiva der Bundesbank zu Transaktionswerten (Zunahme: +) <sup>3)</sup>	+ 3,5		- 3,6	- 3,8

<sup>1</sup> Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie Finanztermingeschäfte. — <sup>2</sup> Ohne die noch nicht bekannte Veränderung der Finanzbeziehungen zu ausländischen Nichtbanken und der Handelskredite für Oktober 1997. — <sup>3</sup> Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

Im Bereich der Direktinvestitionen, die üblicherweise nicht so stark von kurzfristigen Bewegungen an den Finanzmärkten beeinflusst werden wie der Wertpapierverkehr, ließen die Transaktionen von August bis Oktober gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum per saldo zwar ebenfalls nach. So haben die deutschen Direktinvestitionen im Ausland von 12 Mrd DM auf 10 Mrd DM und die ausländischen Investitionen in Deutschland von 3 Mrd DM auf 2 Mrd DM abgenommen. Der Rückgang dürfte jedoch zumindest für den deutschen Beteiligungserwerb im Ausland eher auf die üblichen Schwankungen von Monat zu Monat zurückzuführen sein als eine generelle Trendwende im starken Auslandsengagement deutscher Unternehmen darstellen. Im bisherigen Jahresverlauf haben hiesige Firmen mit insgesamt 39 Mrd DM per saldo jedenfalls mehr in ihre ausländischen Tochterunternehmen investiert als im entsprechenden Vorjahrszeitraum (31 Mrd DM). Für ein anhaltend starkes Interesse am weiteren Ausbau der Präsenz im Ausland spricht auch die kräftig zunehmende Exporttätigkeit, die sich in der Vergangenheit als wichtiger Bestimmungsfaktor der deutschen Direktinvestitionen erwiesen hat. Bevorzugte Zielländer des Beteiligungserwerbs deutscher Unternehmen waren zuletzt die Vereinigten Staaten und die Schweiz.

*Direkt-  
investitionen*

Im Kreditverkehr der Nichtbanken ist es im Berichtszeitraum – wie in den drei Monaten zuvor – zu Mittelzuflüssen gekommen (rund 11 Mrd DM). Dabei griffen die Unternehmen und Privatpersonen ebenso wie die öffentlichen Haushalte jeweils in geringem Umfang auf ihre (kurzfristigen) Bankguthaben am

*Kreditverkehr  
der Nicht-  
banken*

Euromarkt zurück. Die langfristigen Kredittransaktionen der Nichtbanken glichen sich dagegen nahezu vollständig aus.

Im nicht verbrieften Kreditverkehr der Banken kam es in den Monaten August bis Oktober 1997 zu gegenläufigen Entwicklungen. Auf der einen Seite flossen im langfristigen Bereich mit 10 ½ Mrd DM erstmals seit längerer Zeit netto gerechnet wieder Mittel ins Ausland ab, da die traditionellen Kreditaufnahmen deutscher Banken im Ausland – unter anderem bei ihren eigenen Finanzierungstöchtern – von hohen grenzüberschreitenden Kreditvergaben überkompensiert wurden. Auf der anderen Seite strömten den inländischen Kreditinstituten in beträchtlichem Umfang kurzfristige Gelder aus dem Ausland zu (45 ½ Mrd DM), nachdem in diesem Segment des Kapitalverkehrs in den vorangegangenen drei Monaten noch ein Passivsaldo zu verzeichnen gewesen war. Dabei haben die inländischen Kreditinstitute nahezu ausschließlich ihre kurzfristigen Auslandspassiva ausgeweitet, während sich die entsprechenden Auslandsaktiva kaum veränderten. Die Mittelzuflüsse dürften zum Teil im Zusammenhang mit den Kapitalexporten aus dem Wertpapierverkehr und den Direktinvestitionen stehen. Die kurzfristigen Netto-Auslandsforderungen der Kreditinstitute haben damit im Berichtszeitraum deutlich abgenommen. Gestiegen sind dagegen – wie oben geschildert – die langfristigen und die verbrieften Auslandsforderungen der Banken, so daß die Netto-Auslandsposition der Kreditinstitute insgesamt weniger stark gesunken ist, als dies der kurzfristige Kreditverkehr nahelegt.

Die Netto-Auslandsposition der Deutschen Bundesbank hat sich ebenfalls verringert; zu Transaktionswerten gerechnet belief sich der Rückgang auf rund 4 Mrd DM. Im Gegensatz zu den Veränderungen in der Auslandsposition der Kreditinstitute rührte dieser allerdings zum weit überwiegenden Teil von Transaktionen auf der Aktivseite der Bundesbankbilanz her. So schmolzen die Währungsreserven weiter ab (– 3 Mrd DM) – insbesondere durch die Abgabe von zuvor außerhalb des Marktes zugeflossenen Devisen. Die Auslandsverbindlichkeiten der Bundesbank stiegen dagegen leicht um knapp ½ Mrd DM. Im November verbesserte sich die Netto-Auslandsposition der Bundesbank dann wieder etwas. Zu Bilanzwerten gerechnet belief sie sich Ende November 1997 somit auf 98 Mrd DM, verglichen mit 105 ½ Mrd DM Ende 1996.

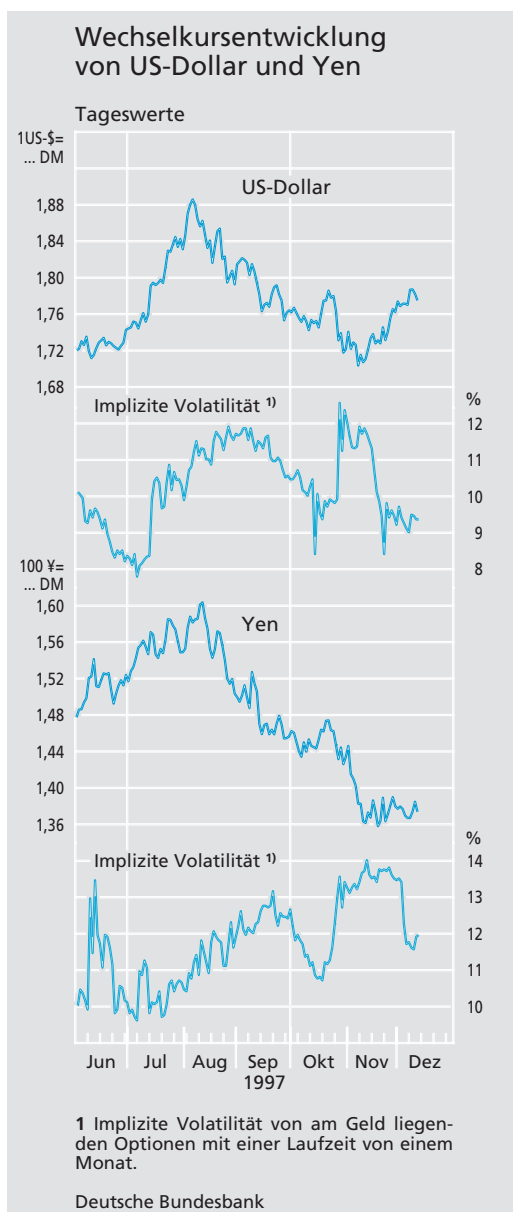
*Auslandsposition der Deutschen Bundesbank*

## Wechselkursentwicklung

---

Die Entwicklung an den Weltdevisenmärkten stand in den Herbstmonaten im Zeichen der anhaltenden Krise der Finanzmärkte in Südostasien. Die starke Abwertung einer Reihe südostasiatischer Währungen und die deutlich nach unten korrigierten Wachstumserwartungen für die Region beeinflussten die Wechselkursentwicklung der wichtigsten Weltwährungen in unterschiedlichem Ausmaß. Angesichts der relativ geringen Verflechtung der deutschen Wirtschaft mit den asiatischen Krisenländern konnte sich dabei die D-Mark relativ gut behaupten. Im Ergebnis hat sich die Abwertung, insbesondere gegenüber dem Dollar, die Anfang August mit rund 1,90 DM je Dollar ihren Höhepunkt

*Weltdevisenmärkte in Anspannung*



erreicht hatte, in der Folgezeit wieder teilweise zurückgebildet.

Dollar

Entscheidend für die leichte Korrekturbewegung waren wohl vor allem die Neueinschätzungen der Wachstumsaussichten und Inflationserwartungen sowie die daraus abgeleiteten Zinsperspektiven für die amerikanische und deutsche Wirtschaft. In Deutschland wie in Europa insgesamt stellte sich die Wirt-

schaftslage zunehmend günstiger als zuvor dar, während sich das Preisklima zeitweilig etwas einzutrüben drohte. Jenseits des Atlantik setzte sich dagegen im weiteren Jahresverlauf an den Märkten die Meinung durch, daß das Risiko von zunehmenden Überhitzungserscheinungen der amerikanischen Wirtschaft und die Möglichkeit einer präventiven Anhebung der US-Notenbankzinsen in nächster Zeit wieder eher geringer zu veranschlagen seien. Die damit in beiden Ländern veränderten Zinserwartungen haben angesichts des erreichten Kursniveaus im August den Höhenflug des Dollar gebremst und eine gewisse Konsolidierung eingeleitet. Gleichzeitig hat sich auch der Zinsvorsprung von Dollar-Anlagen gegenüber entsprechenden DM-Titeln wieder etwas verringert.

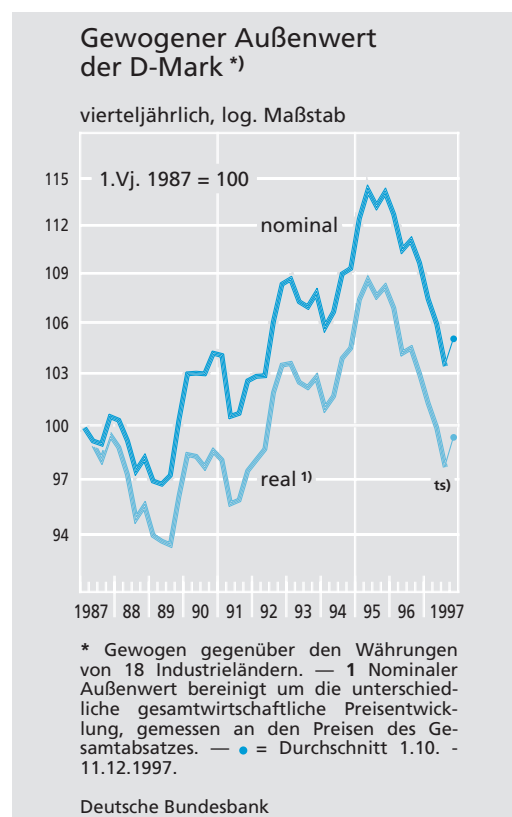
Bei Abschluß dieses Berichtes notierte die D-Mark gegenüber dem US-Dollar bei 1,76 DM. Gegenüber dem Höchststand von Anfang August hat sich die amerikanische Währung damit um rund 6 ½ % abgewertet; im Vergleich zum Stand am Jahresanfang ergibt sich aber immer noch eine Aufwertung gegenüber der D-Mark um 14 %. Dabei scheint das erreichte Kursniveau von den Marktteilnehmern mittlerweile auch als besser fundiert angesehen zu werden; jedenfalls haben sich die marktmäßigen Risikoeinschätzungen, die in den impliziten Volatilitäten von Dollaroptionen zum Ausdruck kommen, wieder merklich zurückgebildet, nachdem diese im Sommer und in den letzten beiden Monaten im Zusammenhang mit der sich weiter ausbreitenden Währungskrise in Südostasien deutlich angestiegen waren.

Yen

Während die Dollarkursentwicklung der letzten Monate also wohl in erster Linie im Zusammenhang mit einer gewissen Neubewertung der allgemeinen Wachstums- und Zinsperspektiven diesseits und jenseits des Atlantiks zu sehen ist, geriet der japanische Yen in den letzten Monaten zunehmend in den unmittelbaren Sog der Währungsturbulenzen, die zunächst von Thailand ausgegangen waren, zuletzt aber bis auf Südkorea ausstrahlten. Das hohe Engagement der japanischen Wirtschaft und des Bankensystems in dieser Region hat erneut die strukturellen Schwächen im japanischen Finanzsektor offengelegt und entsprechenden Druck auf den Yen ausgelöst. Zuletzt notierte er mit 1,36 DM um rund 15 % unter seinem Höchststand von 1,60 DM Anfang August dieses Jahres. Am Jahresanfang hatte der Yen-Kurs mit 1,34 DM aber noch 2 % niedriger gelegen.

EU-Währungen

Parallel zum Dollar und zum Yen verlor auch das britische Pfund in den Spätsommermonaten gegenüber der D-Mark an Boden, nachdem es im Juli nach einer längeren Aufwertungsphase mit 3,08 DM den höchsten Stand seit sieben Jahren erreicht hatte. Seit Mitte Oktober stieg der Kurs des Pfund Sterling jedoch wieder an, als sich angesichts des anhaltenden robusten Wirtschaftswachstums und der zunehmenden Inflationsgefahren die Erwartungen auf eine Anhebung der Notenbankzinsen durch die Bank of England im Markt verfestigten. Anfang Dezember erreichte das Pfund ein Kursniveau von rund 2,95 DM. Im Sog der britischen Währung wertete das irische Pfund, das seit einiger Zeit die am höchsten bewertete Währung im europäischen Wechselkursmechanismus ist,



im Spätsommer ebenfalls gegenüber der D-Mark ab. Im Gegensatz zum Pfund Sterling hat sich das irische Pfund allerdings seit Mitte Oktober weitgehend stabilisiert. Mit einem Kursniveau von rund 2,60 DM verlor das irische Pfund im Vergleich zu seinem Höchststand von Ende Juli rund 3 1/2 %. Im Gegensatz dazu bewegten sich die Wechselkurse der anderen Teilnehmerwährungen am europäischen Wechselkursverbund in den vergangenen Monaten weiterhin in einem sehr engen Kursband zur D-Mark.

Im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 18 Industrieländern ist der (nominal) Außenwert der D-Mark infolge der Abschwächung des US-Dollar und der deutlichen Abwertung des japanischen Yen von Anfang August bis zum Abschluß dieses

*Nominaler  
und realer  
Außenwert*

Berichts um 2 ½ % gestiegen. Dadurch wurde zwar ein Teil der starken Abwertung der D-Mark, die im Sommer ihren Höhepunkt erreichte, wieder ausgeglichen. Die D-Mark notierte damit aber – auch nach Ausschaltung der unterschiedlichen Preisentwicklungen im In- und Ausland – immer noch rund 3 ½ % niedriger als zu Anfang dieses Jahres. Für die deutsche Exportwirtschaft haben sich die Wettbewerbsbedingungen so gesehen in

den letzten Monaten also kaum verschlechtert. Die wieder etwas gefestigte Position der D-Mark im Weltwährungsgefüge und die damit verbundenen „ausgewogeneren“ Kursrelationen haben vielmehr die zeitweilig von der Wechselkursentwicklung ausgehenden externen Preisrisiken spürbar verringert und damit die längerfristigen Perspektiven für die deutsche Wirtschaft gestärkt.