

Außenwirtschaft

Außenhandel und Leistungsbilanz

Nach dem scharfen Einbruch im Auslandsgeschäft der deutschen Wirtschaft gegen Ende des vergangenen Jahres, der erheblich zur Eintrübung des konjunkturellen Bildes beigetragen hatte, scheint sich die Lage an den Auslandsmärkten in den ersten Monaten dieses Jahres wieder etwas aufgehellt zu haben. Die deutschen Exporte sind jedenfalls nicht weiter zurückgegangen, sondern erstmals wieder (saisonbereinigt) etwas gewachsen. Auch die Auftragseingänge aus dem Ausland setzten ihre Abwärtsbewegung im ersten Quartal dieses Jahres nicht mehr weiter fort. Die Stabilisierungstendenzen im weltwirtschaftlichen Umfeld lassen erwarten, daß sich das Auslandsgeschäft der deutschen Wirtschaft in nächster Zeit weiter erholt. Darauf deuten im übrigen auch die Ergebnisse der Konjunkturumfragen über die Exporterwartungen in der deutschen Industrie hin, bei denen – nach den sehr negativen Einschätzungen der befragten Unternehmen in den letzten Monaten des vergangenen Jahres – zuletzt wieder die positiven Stimmen überwogen.

*Tendenzen im
Auslands-
geschäft*

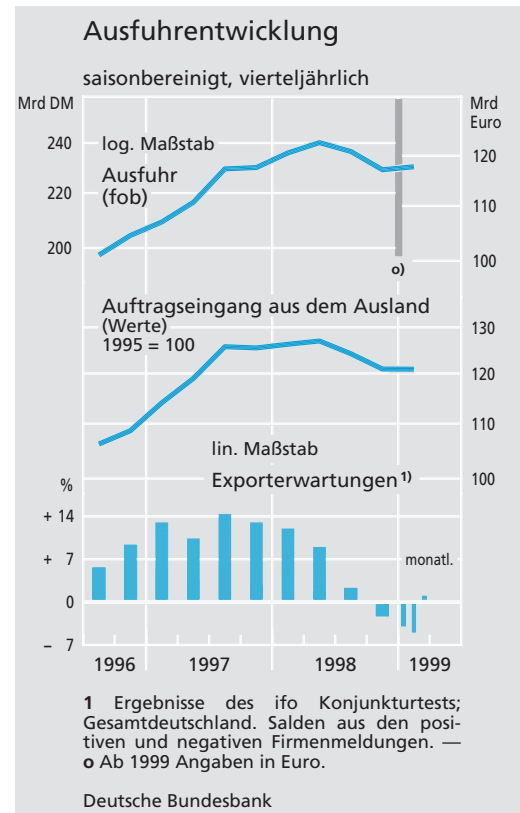
Die Ausfuhren der deutschen Wirtschaft sind im ersten Quartal dieses Jahres dem Wert nach und saisonbereinigt gerechnet um ½ % gegenüber dem letzten Vierteljahr 1998 gewachsen. Etwas höher war mit rund 1% der Anstieg des realen Ausfuhrvolumens, wenn man den leichten Rückgang der Ausfuhrpreise in der Berichtsperiode in Rechnung stellt. Die deutschen Exporte lagen damit zwar immer noch unter ihrem entsprechenden Vorjahrsstand; insofern blieb ihr Niveau

*Ausfuhren
wieder
gestiegen*

weiterhin gedämpft. Gleichwohl scheint die Abwärtsbewegung im deutschen Exportgeschäft gestoppt zu sein. Die Voraussetzungen dafür haben die deutsche Wirtschaft mit ihren erfolgreichen Umstrukturierungs- und Rationalisierungsmaßnahmen und auch die Tarifvertragsparteien mit ihrer bis zum vergangenen Jahr maßvollen lohnpolitischen Linie geschaffen. In den ersten Monaten dieses Jahres kam überdies die Stärke des Dollar und anderer wichtiger Währungen erleichternd hinzu. Es wäre allerdings riskant, allein auf den Fortgang dieser Entwicklung zu setzen und im Bemühen um eine durchgreifende Verbesserung der Wettbewerbskraft „von innen“ her nachzulassen. Die jüngsten Lohnabschlüsse des Jahres 1999 sind in dieser Hinsicht eher kritisch zu sehen – ebenso wie der noch unzureichende Fortschritt bei den dringend anstehenden Reformen.

Schwerpunkt:
EWU-Raum
und USA

Die Bedeutung der heimischen Strukturanpassung wird nicht zuletzt auch dadurch unterstrichen, daß die kräftigsten Wachstumsanstöße aus den Ländern des EWU-Raums kamen, wohin Deutschland im Januar/Februar saisonbereinigt rund 1½% mehr Waren exportieren konnte als im Vorzeitraum, während im vierten Quartal 1998 nur ein Zuwachs von ½% zu verzeichnen gewesen war. Demgegenüber neigte das Exportgeschäft mit den „Drittländern“ insgesamt betrachtet weiter zur Schwäche; hier sanken die Ausfuhren in den ersten zwei Monaten von 1999 saisonbereinigt um weitere 2½%, nach einem Minus von bereits 4½% im letzten Quartal vorigen Jahres. Ein wichtiger Grund dafür war die ausgeprägte Wachstumsschwäche der britischen Wirtschaft; die deutschen Ex-



porte dorthin sind daher trotz der Pfund-Stärke deutlich zurückgegangen. Dagegen war das Exportgeschäft auf dem relativ stark wachsenden US-Markt in den ersten Monaten dieses Jahres wieder recht lebhaft. Bemerkenswert ist schließlich auch, daß sich die deutschen Lieferungen in die südostasiatischen Schwellenländer erstmals seit andert-halb Jahren wieder deutlich verstärkten, wenngleich die Ausfuhren in diese Region den Vorjahrsstand immer noch um ein Viertel unterschritten.

Im Gegensatz zur Ausfuhrentwicklung sind die Einfuhren in den ersten drei Monaten dieses Jahres dem Wert nach weiter zurückgegangen; saisonbereinigt betrachtet nahmen sie im ersten Quartal 1999 gegenüber dem Vorquartal um 1½% ab. Allerdings ist

*Einfuhren
insgesamt
etwas
abgeschwächt*

Regionale Entwicklung des Außenhandels

Januar/Februar 1999, saisonbereinigt

Ländergruppe/Land	Ausfuhr		Einfuhr	
	Mrd Euro	Veränderungen in % gegenüber Nov./ Dez. 1998	Mrd Euro	Veränderungen in % gegenüber Nov./ Dez. 1998
Industrieländer	61,4	+ 1,6	50,9	+ 0,2
EU-Länder	45,5	+ 1,4	36,1	- 0,9
davon:				
EWU-Länder	34,6	+ 1,4	29,4	+ 0,6
Belgien und Luxemburg	4,5	- 0,6	3,3	- 14,5
Finnland	0,9	+ 4,1	0,8	+ 13,6
Frankreich	8,1	+ 2,8	6,9	+ 1,0
Irland	0,5	- 5,3	1,2	+ 49,7
Italien	6,0	+ 5,6	5,2	- 1,6
Niederlande	5,2	+ 0,9	5,3	- 1,8
Österreich	4,2	- 2,5	2,8	+ 2,8
Portugal	0,9	- 5,5	0,8	- 0,7
Spanien	3,3	- 0,6	2,3	+ 5,3
Übrige EU-Länder				
Dänemark	1,4	+ 4,6	1,1	+ 7,3
Griechenland	0,6	- 3,4	0,3	+ 0,0
Schweden	1,9	+ 3,4	1,3	- 1,2
Vereinigtes Königreich	6,7	- 3,8	4,1	- 10,1
Sonstige Industrieländer	15,9	+ 2,2	14,8	+ 3,0
darunter:				
Vereinigte Staaten von Amerika	7,6	+ 1,2	5,7	- 3,4
Japan	1,6	+ 10,7	3,4	+ 1,7
Reformländer	9,1	+ 5,1	9,2	+ 0,4
darunter:				
Mittel- und osteuropäische Reformländer	7,9	+ 2,6	7,3	+ 4,1
China 2)	1,2	+ 33,9	1,9	- 3,4
Entwicklungsländer	8,5	+ 0,8	7,3	- 1,4
darunter:				
OPEC-Länder	1,5	- 3,4	0,8	- 13,9
Südostasiatische Schwellenländer	2,9	+ 10,1	3,3	- 0,9
Alle Länder 1)	79,0	+ 1,3	67,2	- 1,5

1 Die Gesamtangaben enthalten für das Jahr 1998 Korrekturen, die regional aufgedgliedert noch nicht vorliegen. — 2 Ohne Hongkong.

Deutsche Bundesbank

dieser Rückgang zum Teil durch die weiter gesunkenen Einfuhrpreise bestimmt worden. Preisbereinigt lagen die Importe nur um rund 1% unter dem Stand des letzten Vierteljahres 1998. Im Vorjahrsvergleich gemessen ergab sich ein Anstieg der realen Importe um knapp 1½%, was im Einklang mit der verhaltenen inländischen Produktionstätigkeit im ersten Quartal 1999 steht.

Der Einfluß der Entwicklung der Einfuhrpreise auf die (nominalen) Einfuhren wird auch in den Gewichtsverschiebungen in der Regionalstruktur der deutschen Einfuhrumsätze deutlich. So ist der Wert der Bezüge der deutschen Wirtschaft aus den anderen EWU-Ländern, die wohl nur in geringerem Umfang von Preissenkungen betroffen waren und daher eher auch dem realen Wachstum des Einfuhrvolumens entsprechen, mit gut ½% (saisonbereinigt) in den ersten beiden Monaten dieses Jahres weiter gestiegen. Dagegen war der Wert der Einfuhren aus Drittländern deutlich rückläufig. Hierbei spielten nicht nur die niedrigeren Einfuhrwerte der Energie- und Rohstoffbezüge aus den Entwicklungsländern und von anderen Öl- und Rohstofflieferanten eine wichtige Rolle. Auch der anhaltende Rückgang der wertmäßigen Einfuhren aus den Schwellenländern Südasiens, der auf den ersten Blick in einem gewissen Widerspruch zu der verbesserten Wettbewerbsfähigkeit dieser Volkswirtschaften nach den starken Kursverlusten ihrer Landeswährungen zu stehen scheint, spiegelt wohl eher die Entwicklung der jeweiligen Einfuhrpreise als die der entsprechenden Volumina wider. Erst in Zukunft werden diese Verzerrungen an Bedeutung verlieren, nachdem sich mehrere

Preisverzerrungen prägen Regionalstruktur

Landeswährungen in der asiatischen Krisenregion mittlerweile wieder deutlich befestigt haben und sich die Preisentwicklung an den Ölmärkten im Frühjahr umgekehrt hat. Beides wird auf die Dauer nicht ohne Rückwirkung auf die entsprechenden Einfuhrpreise der deutschen Wirtschaft bleiben und die in letzter Zeit aus der Verbesserung der Terms-of-Trade von Konsumenten und Investoren erzielten realen Einkommensgewinne schwächen.

Handelsbilanz

Die leichte Belebung der Exporte bei weiter rückläufigen Importen hat im ersten Quartal dieses Jahres den Überschuß in der deutschen Handelsbilanz weiter steigen lassen. In saisonbereinigter Rechnung belief sich der nominale Ausfuhrüberschuß im ersten Vierteljahr 1999 auf 17 ½ Mrd Euro, verglichen mit – umgerechnet – knapp 15 ½ Mrd Euro im Vorquartal.

Leistungsbilanz

Im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen stand dem allerdings ein Defizit in nahezu gleicher Größenordnung gegenüber. Das Minus im Dienstleistungsverkehr war für sich betrachtet im ersten Vierteljahr saisonbereinigt sogar etwas höher als im Vorquartal. Die laufenden Transferzahlungen an das Ausland sind jedoch deutlich niedriger ausgefallen. Im Ergebnis schloß daher die deutsche Leistungsbilanz im ersten Quartal saisonbereinigt mit einem geringen Überschuß von ½ Mrd Euro ab, nachdem sich im letzten Vierteljahr von 1998 noch ein Minussaldo von – umgerechnet – knapp 4 Mrd Euro ergeben hatte.

Leistungsbilanz

Mrd Euro; saisonbereinigt

Position	1998		1999
	3. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
1. Außenhandel			
Ausfuhr (fob)	121,5	117,7	118,4
Einfuhr (cif)	104,9	102,5	100,8
Saldo	16,6	15,3	17,5
2. Dienstleistungen (Saldo)	-7,4	-8,4	-9,2
darunter:			
Reiseverkehr (Saldo)	-6,9	-7,2	-7,3
3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Saldo)	-0,4	-3,0	-3,2
darunter:			
Vermögenseinkommen (Saldo)	-0,2	-2,8	-3,0
4. Laufende Übertragungen (Saldo)	-6,6	-7,2	-4,0
Saldo der Leistungsbilanz ¹⁾	1,7	-3,9	0,6

¹ Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr.

Deutsche Bundesbank

Kapitalverkehr

Der deutsche Kapitalverkehr mit dem Ausland stand im ersten Quartal 1999 vor allem im Zeichen des Starts der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWU). Vielfach dominierten dabei Transaktionen innerhalb des gemeinsamen Währungsgebiets;¹⁾ sie können als erste Indizien des sich herausbildenden einheitlichen Finanzmarkts interpretiert werden – nicht zuletzt, weil die in Euro denominierten Anlageinstrumente eine führende Rolle spielten. Mit dem Wegfall des Wechselkursrisikos haben Zins- und Bonitätsunterschiede offenbar an Gewicht für die An-

*Kapitalverkehr
im Zeichen der
EWU*

¹ In der deutschen Zahlungsbilanz werden weiterhin alle Transaktionen mit Gebietsfremden ausgewiesen. Finanzgeschäfte mit Partnern in anderen EWU-Ländern rechnen daher ebenso zum Kapitalverkehr wie mit Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd Euro

Position	1998		1999
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
I. Leistungsbilanz			
1. Außenhandel			
Ausfuhr (fob)	119,3	123,7	116,7
Einfuhr (cif)	104,9	106,9	100,8
Saldo	+ 14,4	+ 16,8	+ 15,9
2. Dienstleistungen (Saldo)	- 7,4	- 6,3	- 8,5
3. Erwerbs- und Vermögens- einkommen (Saldo)	- 2,1	- 2,5	- 4,0
4. Laufende Übertragungen (Saldo)	- 8,1	- 7,0	- 5,4
Saldo der Leistungsbilanz 1)	- 3,4	+ 0,5	- 2,5
II. Saldo der Vermögensüber- tragungen			
	+ 0,3	- 0,0	+ 0,2
III. Kapitalbilanz 2)			
Direktinvestitionen			
Wertpapiere	- 10,8	- 6,3	- 38,7
Deutsche Anlagen im Ausland	- 33,6	- 33,2	- 58,6
Ausländische Anlagen im Inland	+ 22,8	+ 26,9	+ 20,0
Finanzderivate	- 2,2	- 2,2	+ 1,1
Kreditverkehr 3)	+ 28,8	+ 33,2	+ 5,3
Saldo der gesamten Kapital- bilanz	+ 13,0	- 13,9	- 43,2
IV. Veränderung der Währungs- reserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 4)			
	- 1,3	- 0,6	+ 13,3
V. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen (Restposten)			
	- 8,6	+ 14,0	+ 32,1

1 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. — 2 Netto-
kapitalexport: -. — 3 Einschl. Bundesbank sowie sonstige öffent-
liche und private Kapitalanlagen. — 4 Ohne SZR-Zuteilung und
bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

lageentscheidungen der Investoren gewon-
nen. Der Wettbewerb zwischen den nationa-
len Finanzmärkten innerhalb der EWU ist
schärfer geworden. Damit waren im Ergebnis
auch gewisse Anpassungen für den deut-
schen Markt verbunden. Vor allem bei Bun-
desanleihen waren erheblich geringere Zu-
flüsse aus dem Ausland als in früheren Jahren
zu verzeichnen, während die deutschen Ban-
ken ein hohes Mittelaufkommen aus dem
Absatz ihrer Schuldverschreibungen im Aus-
land erzielten und ihnen auch im kurzfristigen
Kreditverkehr hohe Geldmittel aus dem Aus-
land zuzugingen.

Im Ergebnis sind die Kapitalexporte im Wert-
papierverkehr mit dem Ausland im ersten
Quartal 1999 auf netto 38 ½ Mrd Euro gestie-
gen; in den letzten drei Monaten von 1998
waren – umgerechnet – netto 6 ½ Mrd Euro
abgeflossen.²⁾

Insbesondere das Interesse inländischer Anle-
ger an ausländischen Wertpapieren hat dabei
deutlich zugenommen. Insgesamt erwarben
sie im Berichtszeitraum für 58 ½ Mrd Euro
Auslandstitel, nach umgerechnet 33 Mrd
Euro im vierten Quartal 1998. Stärker gefragt
waren sowohl Aktien (17 ½ Mrd Euro) als
auch Rentenwerte (36 Mrd Euro). Gemessen
an den relativen Veränderungen ist vor allem
die hohe Nachfrage heimischer Sparer nach
ausländischen Beteiligungspapieren beme-
rkenswert; im Vergleich zum Vorquartal be-

*Wertpapier-
verkehr*

*Inländische
Anlagen in aus-
ländischen ...*

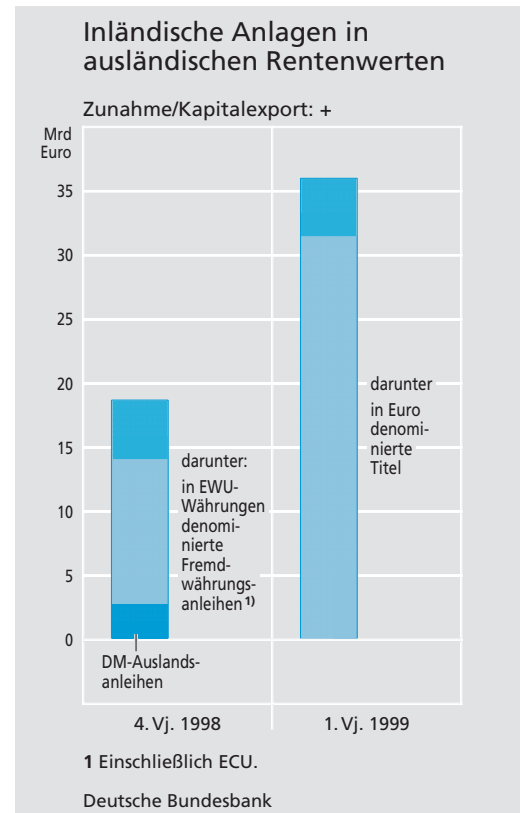
... Aktien

2 Bei dem Vergleich mit dem Vorquartal ist allerdings zu
berücksichtigen, daß im November 1998 ein Unterneh-
menszusammenschluß mit Nettozuflüssen im Wertpa-
pierverkehr – und entsprechenden Kapitalexporten durch
Direktinvestitionen – von umgerechnet über 25 Mrd Euro
zu Buche geschlagen hat.

trug das Plus bei den deutschen Aktienkäufen im Ausland jedenfalls knapp 80 %. Möglicherweise wurden die Konjunktur- und Gewinnaussichten ausländischer Unternehmen zuletzt wieder etwas besser eingeschätzt als noch im Herbst vergangenen Jahres, als insbesondere für die USA ein deutliches Abflachen des Wirtschaftswachstums vorhergesagt worden war. Aber auch in Aktien von Unternehmen aus den übrigen Euro-Ländern haben sich deutsche Investoren verstärkt engagiert. Nach dem Wegfall der Wechselkursrisiken innerhalb des gemeinsamen Währungsraums lag eine stärkere regionale Diversifizierung der Portefeuilles nahe. Dabei ist allerdings davon auszugehen, daß diese Anlagen von vielen Sparern wohl nicht direkt an den entsprechenden Auslandsbörsen vorgenommen werden, sondern über Investmentfonds fließen, die weiterhin ein deutlich zunehmendes Mittelaufkommen zu verzeichnen haben.

... Renten-
werten

Neben Aktien standen auch ausländische Rentenwerte hoch in der Gunst hiesiger Anleger. Obwohl Pfund- und Dollartitel durch steigende Zinsdifferenzen zum Euroraum relative Vorteile erlangten, waren es dennoch vor allem auf Euro lautende Schuldverschreibungen, auf die sich die Nachfrage in erster Linie richtete. Nahezu 90 % der erworbenen Papiere waren in Euro denominated, zwei Drittel stammten aus anderen EWU-Ländern. Die anhaltend starke Konzentration der Käufe auf Euro-Emissionen anderer EWU-Länder ist insofern bemerkenswert, als die typischen Vorteile aus der im Vorfeld der EWU erwarteten Zinskonvergenz, also die Aussicht auf kurzfristige Kursgewinne, nicht



mehr die dominierende Rolle bei den Anlageentscheidungen gespielt haben können wie noch Ende letzten Jahres. Durch den völligen Wegfall des Wechselkursrisikos innerhalb der EWU dürften jedoch die verbliebenen Zinsdifferenzen stärker in das Bewußtsein der Anleger gerückt sein, die zwischen den Renditen der langfristigen öffentlichen Schuldverschreibungen anderer EWU-Länder und den Emissionen des Bundes bestehen, die sich als „benchmark“ im Euro-Währungsgebiet etabliert haben. Insbesondere für renditeorientierte Anleger, die bereits auf geringe Zinsdifferenzen reagieren, mag dies ein Anreiz gewesen sein, tendenziell eher ausländische als inländische Staatspapiere zu erwerben. Dies legt auch den Schluß nahe, daß Anleger öffentliche Anleihen der EWU-Länder offenbar als sehr enge Substitute ansehen.

Kapitalverkehr

Mrd Euro, Netto-Kapitalexport: –

Position	1998		1999
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
1. Direktinvestitionen	– 2,7	– 38,5	– 10,9
Deutsche Anlagen			
im Ausland	– 27,3	– 35,8	– 20,8
Ausländische Anlagen			
im Inland	+ 24,6	– 2,7	+ 9,9
2. Wertpapiere	– 10,8	– 6,3	– 38,7
Deutsche Anlagen			
im Ausland	– 33,6	– 33,2	– 58,6
Aktien	– 16,9	– 9,9	– 17,6
Investmentzertifikate	– 3,5	– 1,4	– 4,5
Rentenwerte	– 12,3	– 18,7	– 36,0
Geldmarktpapiere	– 0,9	– 3,2	– 0,5
Ausländische Anlagen			
im Inland	+ 22,8	+ 26,9	+ 20,0
Aktien	– 0,1	+ 19,4	– 15,2
Investmentzertifikate	+ 0,2	– 0,7	+ 1,6
Rentenwerte	+ 18,6	+ 11,0	+ 32,1
Geldmarktpapiere	+ 4,1	– 2,8	+ 1,5
3. Finanzderivate	– 2,2	– 2,2	+ 1,1
4. Kreditverkehr	+ 29,6	+ 33,8	+ 5,6
Kreditinstitute	+ 45,1	+ 14,1	+ 21,6
langfristig	+ 1,5	+ 0,8	+ 4,0
kurzfristig	+ 43,6	+ 13,4	+ 17,6
Unternehmen und			
Privatpersonen	– 13,8	+ 16,7	+ 14,0
langfristig	– 0,1	+ 0,4	+ 1,8
kurzfristig	– 13,7	+ 16,4	+ 12,2
Staat	– 1,8	+ 1,4	– 0,5
langfristig	– 0,6	– 2,9	– 2,4
kurzfristig	– 1,2	+ 4,3	+ 2,0
Bundesbank	+ 0,1	+ 1,5	– 29,5
5. Sonstige Kapitalanlagen	– 0,9	– 0,6	– 0,2
6. Saldo aller statistisch			
erfaßten Kapital-			
bewegungen	+ 13,0	– 13,9	– 43,2
Nachrichtlich:			
Veränderung der Wäh-			
rungsreserven zu Trans-			
aktionswerten			
(Zunahme: –) ¹⁾	– 1,3	– 0,6	+ 13,3

¹⁾ Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

Diese These wird auch dadurch gestützt, daß internationale Anleger zu Beginn des Jahres per saldo nur in relativ geringem Umfang Bundesanleihen erworben haben (6 Mrd Euro). Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, daß Bundesanleihen unter anderem aufgrund ihrer „benchmark“-Funktion eine niedrigere Verzinsung als Anleihen anderer öffentlicher Emittenten im Euro-Währungsgebiet aufweisen. Dagegen waren Bankschuldverschreibungen, die durchweg etwas höher verzinst sind als Bundesanleihen, im Ausland weitaus stärker gefragt (26 Mrd Euro). Hier richtete sich das Interesse der ausländischen Investoren vor allem auf Pfandbriefe. Dies ist sicherlich nicht zuletzt auch den bereits seit einigen Jahren verstärkten Bemühungen der deutschen Emissionsinstitute zuzuschreiben, über diese bei ausländischen Investoren lange Zeit weniger bekannten Anlagemöglichkeiten genügend zu informieren und bei der Ausgestaltung der Emissionen stärker auf die Wünsche der internationalen Anleger einzugehen. Insgesamt kamen in den ersten drei Monaten von 1999 am hiesigen Rentenmarkt mit 32 Mrd Euro dreimal so viel Mittel aus dem Ausland auf wie im Quartal davor.

*Ausländische
Anlagen in
deutschen ...*

Anders als bei den Rentenemissionen der deutschen Banken hielt die Zurückhaltung ausländischer Anleger gegenüber deutschen Aktien auch in der Berichtsperiode an. Per saldo haben sie für 15 Mrd Euro Anteilscheine hiesiger Unternehmen verkauft, nachdem sie bereits im Vorquartal – sieht man von den Aktienübertragungen im Zusammenhang mit der Fusion zweier Großunternehmen im November einmal ab – auf die Verkäuferseite gewechselt waren. Vermutlich waren die im

... Aktien

Euro-Währungsgebiet relativ schwächeren Wachstumsaussichten für die deutsche Wirtschaft ein Anlaß für ausländische Investoren, sich vorübergehend anderweitig zu engagieren. Jedenfalls hatte der gesamte Euro-Raum in den ersten beiden Monaten dieses Jahres – für die bislang Angaben der EZB vorliegen – mit 8 ½ Mrd Euro ein praktisch ebenso hohes Mittelaufkommen aus Aktienkäufen von Investoren aus Drittländern zu verzeichnen wie in den beiden Monaten zuvor, sofern man auch hier die erwähnte Großtransaktion ausklammert.

*Passivsaldo bei
Direkt-
investitionen*

Auch außerhalb des Wertpapierverkehrs kam es im Berichtszeitraum zu Netto-Kapitalabflüssen vom deutschen Markt. Im Bereich der Direktinvestitionen beliefen sich diese auf rund 11 Mrd Euro.³⁾ Ausschlaggebend war hier insbesondere, daß hiesige Unternehmen ihr Engagement im Ausland um knapp 21 Mrd Euro erhöhten. Zum größten Teil handelte es sich dabei um Direktinvestitionskredite. Auch bei den Direktinvestitionen ausländischer Unternehmen in Deutschland (10 Mrd Euro) dominierten in den ersten drei Monaten von 1999 die kurzfristigen Finanz- und Handelskredite zwischen verbundenen Unternehmen; diese werden seit der zu Beginn dieses Jahres erfolgten Neuabgrenzung des Direktinvestitionsbegriffs den Direktinvestitionen und nicht mehr wie früher dem Kreditverkehr zugerechnet.

*Auslands-
position des
Bankensystems
weiter
passiviert*

Spiegelbildlich und weitgehend als Reflex der geschilderten Transaktionen im Leistungs- und Kapitalverkehr mit dem Ausland ist die (unverbriefte) Netto-Auslandsposition der inländischen Kreditinstitute im ersten Quartal

dieses Jahres deutlich zurückgegangen. Im Zusammenhang mit der Abwicklung des Auslandszahlungsverkehrs flossen hiesigen Banken in hohem Umfang kurzfristige Einlagen aus dem Ausland zu, oder sie nahmen dort entsprechende Mittel auf. Per saldo sank auf diese Weise die Netto-Auslandsposition der Banken um 21 ½ Mrd Euro.

Letztlich haben also die Kreditinstitute die Abflüsse von den deutschen Wertpapiermärkten sowie die Netto-Kapitalexporte aufgrund von Direktinvestitionen zumindest teilweise durch den Aufbau von im wesentlichen kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Banken „finanziert“. ⁴⁾ Grundsätzlich kann man fragen, ob derartige Veränderungen als eine tendenzielle Verschlechterung der Finanzierungsstruktur der deutschen Zahlungsbilanz zu bewerten sind. Gegen diese Interpretation spricht, daß die Netto-Kapitalexporte aus dem Nichtbankensektor weniger den Rückzug ausländischer Investoren vom deutschen Markt als vielmehr die verstärkten Auslandsanlagen von Inländern widerspiegeln. Insbesondere soweit es sich dabei um Anlagen in anderen Euro-Ländern handelt, stehen dahinter – wie bereits erwähnt – in erster Linie die Bemühungen um eine stärkere regionale Portfoliodiversifizierung nach dem Wegfall des Wechselkursrisikos innerhalb der Währungsunion. Es handelt sich dabei also um Anpassungsvorgänge an die mit der Währungsunion verän-

*Bewertung der
Veränderungen
in der außen-
wirtschaftlichen
Finanzierungs-
struktur*

³ Der Vergleich mit dem Vorquartal (umgerechnet – 38 ½ Mrd Euro) ist wegen der erwähnten Großtransaktion auch hier von nur eingeschränkter Aussagekraft.

⁴ Erschwert wird die Analyse durch den hohen positiven Restposten (32 Mrd Euro), der auf nicht erfaßte Zahlungseingänge – vermutlich vor allem im Nichtbankensektor – schließen läßt.

Zahlungsbilanz für das Euro-Währungsgebiet

Salden in Mrd ECU/Euro

Position	1998	1999
	Nov./Dez.	Jan./Febr.
Leistungsbilanz	+ 12,5	+ 3,7
Vermögensübertragungen	+ 2,9	+ 2,7
Kapitalbilanz 1)		
(Netto-Kapitalexport: -)	+ 21,0	+ 18,6
darunter:		
Direktinvestitionen	- 34,5	- 7,2
Wertpapierverkehr	- 13,3	- 8,7
Kreditverkehr 2)	+ 61,3	+ 34,7
darunter:		
Kreditinstitute	+ 41,3	+ 52,9
Saldo der statistisch nicht auf- gliederbaren Transaktionen (Restposten)	- 36,4	- 24,9

1 Werte ab Januar 1999 nicht vollständig mit davorliegenden Angaben vergleichbar. — 2 Angaben für 1998 teilweise geschätzt. — Quelle: Europäische Zentralbank.

Deutsche Bundesbank

derten monetären Rahmenbedingungen, die tendenziell zu einer ausgewogeneren Streuung der Risiken in dem größeren Währungsraum führen dürften. Im übrigen ist zu sehen, daß die Finanzierungsvorgänge allenfalls marginale Veränderungen in der Fremdwährungsposition des Bankensektors mit sich gebracht haben. Die „Fristentransformation“ in heimischer Währung ist jedoch eine wichtige Funktion von Kreditinstituten; daß dabei in der Währungsunion auch grenzüberschreitende Positionen eine Rolle spielen, ist im Zuge des Aufbaus eines einheitlichen Finanzmarkts letztlich nur natürlich.

Auch die Kapitalabflüsse aus dem gemeinsamen Währungsraum in Drittländer und ihre Finanzierung scheinen noch ganz im Zeichen des Übergangs zum Euro zu stehen. Nach

den Angaben über die Kapitalverkehrstransaktionen der EWU sind in den ersten beiden Monaten dieses Jahres per saldo fast 16 Mrd Euro aus Wertpapiergeschäften und Direktinvestitionen aus den Euro-Ländern abgeflossen. Außerdem läßt ein ungewöhnlich hoher negativer Restposten in der EWU-Zahlungsbilanz (knapp 25 Mrd Euro) auf beträchtliche weitere Abflüsse schließen. Der wichtigste Gegenposten hierzu sind – ähnlich wie in der deutschen Kapitalverkehrsbilanz – kurzfristige Mittelaufnahmen der Banken aus dem Euro-Raum im Ausland. Per saldo sank die Netto-Auslandsposition der Banken im Euro-Währungsgebiet zu Jahresanfang um 53 Mrd Euro. Es ist nicht auszuschließen, daß dabei Anpassungen an die veränderten monetären Rahmenbedingungen eine wichtige Rolle spielten; sie dürften im Laufe der Zeit an Bedeutung verlieren. Die geschilderten Veränderungen in der Finanzierungsstruktur sollten im Gesamtzusammenhang der Zahlungsbilanz aber auch deshalb nicht überbewertet werden, weil die Währungsunion – auf das gesamte Jahr gesehen – einen nicht unbedeutenden Leistungsbilanzüberschuß aufweist, der zwangsläufig zu höheren Auslandsanlagen führt.

Im Gegensatz zu den Kreditinstituten kumulierten sich bei der Bundesbank hohe Nettoforderungsbestände gegenüber dem Ausland, vor allem gegenüber ausländischen Zentralbanken. Dabei spielten beträchtliche Salden im Rahmen des Zahlungsverkehrsystems TARGET ebenso eine Rolle wie neu hinzugekommene Forderungen der Bundesbank an die EZB, die unter anderem aus der Übertragung von Währungsreserven in Höhe

*Auslands-
transaktionen
der Deutschen
Bundesbank*

von reichlich 12 Mrd Euro zu Beginn dieses Jahres entstanden sind. Derartige nicht zu den Währungsreserven rechnende Veränderungen der Auslandsposition der Bundesbank werden neuerdings im Kreditverkehr gebucht; diese stieg im Berichtszeitraum um 29 ½ Mrd Euro. Dagegen werden die Währungsreserven selbst in einer gesonderten Unterposition der Zahlungsbilanz ausgewiesen. Hier ergab sich – hauptsächlich aus der erwähnten Übertragung von Währungsreserven auf die EZB – ein transaktionsbedingter Rückgang um 13 ½ Mrd Euro.⁵⁾

Zum Ende des ersten Quartals wurden die Währungsreserven entsprechend den gültigen Vereinbarungen innerhalb des Eurosystems außerdem neu bewertet. Insbesondere

aufgrund der Wertsteigerungen der Dollarbestände führte diese turnusmäßige Anpassung zu einer Erhöhung um über 5 Mrd Euro. Im Ergebnis standen die deutschen Währungsreserven – ohne die Euro-Forderungen an die EZB aus der Reserve-Übertragung vom Jahresanfang gerechnet – Ende April mit 86 Mrd Euro zu Buche. Die Währungsreserven des Eurosystems insgesamt betrachtet beliefen sich zu diesem Stichtag auf 346 Mrd Euro, verglichen mit 330 Mrd Euro zu Beginn dieses Jahres. Der Anstieg geht hier ausschließlich auf die Neubewertung zum Ende des ersten Quartals zurück.

⁵ Im Ergebnis handelte es sich bei der Übertragung der Währungsreserven um einen Aktivtausch, der die gesamte Netto-Auslandsposition der Bundesbank nicht verändert hat.