

Diskrepanz zwischen der Veränderung des Auslandsvermögens und des kumulierten Saldos der Kapitalbilanz: kein geeigneter Indikator für Vermögensverluste

In den ersten Jahren der Europäischen Währungsunion (EWU) ließ sich der Anstieg des Netto-Auslandsvermögens recht gut mit den kumulierten, in der Zahlungsbilanz erfassten Netto-Kapitalexporten erklären.¹⁾ Andere Einflussfaktoren wie Bewertungseffekte oder statistische Besonderheiten gliederten sich über die Zeit zu einem großen Teil aus. Seit etwa 2007 baut sich allerdings eine zunehmende Diskrepanz auf, die bis Ende 2013²⁾ auf 636½ Mrd € angewachsen ist.³⁾ Der Unterschied zwischen den kumulierten Netto-Kapitalexporten⁴⁾ und der Veränderung des Auslandsvermögens wird häufig als Indikator hoher Verluste auf die deutschen Auslandsanlagen in der Finanzkrise interpretiert.⁵⁾ Vermutet wird, dass Abschreibungen und Wertänderungen die grenzüberschreitenden Forderungen gebietsansässiger Anleger massiv geschmälert hätten. Daraus wird dann die Schlussfolgerung gezogen, dass die deutschen Auslandsanlagen insgesamt wenig rentabel, also ein „schlechtes Investment“ seien. Dies ist so nicht korrekt, denn bei der Interpretation der Diskrepanz dürfen vielfältige statistische und methodische Unterschiede zwischen der Stromrechnung der Zahlungsbilanz und der Bestandsrechnung des Auslandsvermögensstatus (AVS) nicht vernachlässigt werden. Dabei spielten krisenbedingte Abschreibungen eine gewisse, auf aggregierter Ebene aber unbedeutende Rolle. Schlussendlich lässt sich zeigen, dass die deutschen Auslandsforderungen auch in der Krise eine höhere Gesamtrendite aufwiesen als beispielsweise die deutschen Auslandsverbindlichkeiten.

Beiträge zur Diskrepanz

Statistische Faktoren

Statistische Faktoren führten zu merklichen Unterschieden zwischen den (kumulierten) Kapitalströmen und den Veränderungen des Auslandsvermögens (seit 2007 in der Summe über 400 Mrd €). Den beiden Rechenwerken Zahlungsbilanz und AVS liegen für viele Positionen unterschiedliche Primärstatistiken zugrunde. Dies kann zu Abweichungen führen, die zugleich aber auch der Kontrolle und Verbesserung der Erhebungssysteme dienen. Ein Beispiel hierfür sind Finanzderivate, die seit Jahren in der Zahlungsbilanz erfasst werden und dort zu Netto-Kapitalexporten geführt haben. Seit 2010 – beginnend mit den Monetären Finanzinstituten – werden in Deutschland Schritt für Schritt

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Das deutsche Auslandsvermögen seit Beginn der Währungsunion: Entwicklung und Struktur, Oktober 2008, S. 15 ff.

2 Gemäß vorläufiger Angaben aus dem vierteljährlichen Auslandsvermögensstatus.

3 Bei einer Betrachtung für den Zeitraum ab Beginn der EWU verringert sich die Abweichung auf 540 Mrd €, weil in den ersten Jahren der Währungsunion das Netto-Auslandsvermögen stärker als die kumulierten Zahlungsbilanztransaktionen angestiegen ist.

4 Gelegentlich wird auch auf die kumulierten Salden der Leistungsbilanz abgestellt. Die Differenz zwischen der Kapital- und der Leistungsbilanz (einschl. Vermögensübertragungen) wird in der statistischen Größe „Restposten“ in der Zahlungsbilanz ausgewiesen. Ein wesentlicher Faktor für den (überwiegend positiven) Restposten sind grenzüberschreitende Bargeldbewegungen, die in der EWU bislang statistisch nicht verlässlich erfasst werden können.

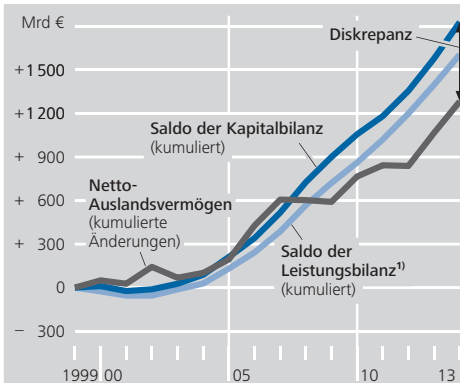
5 Vgl.: K. Klär, F. Lindner und K. Šehović (2013): Investition in die Zukunft? Zur Entwicklung des deutschen Auslandsvermögens, Wirtschaftsdienst: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 93 (3), S. 189–197; sowie G. Baldi und B. Bremer (2013), Verluste auf das deutsche Nettoauslandsvermögen – wie sind sie entstanden?, DIW Wochenbericht, Nr. 49, S. 32–40. Aber auch in: Europäische Kommission, Macroeconomic Imbalances Germany 2014, European Economy Occasional Papers 174, März 2014, S. 72.

auch Derivatebestände erfasst und fließen in den AVS ein. Gleichwohl lag die Nettoposition der Finanzderivate im AVS Ende 2013 um rund 173 Mrd € niedriger als nach den Zahlungsströmen für alle Sektoren seit 2007 zu erwarten gewesen wäre. Diese Diskrepanz erklärt sich überwiegend aus zwischenzeitlich hohen Ankäufen in der Zahlungsbilanz erfasster Finanzderivate durch Verbriefungsgesellschaften,⁶⁾ für die diese eine Absicherung für in Deutschland emittierte strukturierte Wertpapiere (sog. Zertifikate) darstellen.⁷⁾ Die grenzüberschreitenden Transaktionen mit den zugehörigen Zertifikaten werden wiederum im Wertpapierverkehr verbucht. Weitere Beispiele unterschiedlicher Datenquellen betreffen die Wertpapierposition (mit der Depotstatistik) und das Beteiligungskapital von Direktinvestitionsunternehmen (mit der Bestandserhebung über Direktinvestitionen). In der Summe wurde durch statistische Faktoren abseits der Finanzderivate das deutsche Auslandsvermögen um rund 240 Mrd € niedriger ausgewiesen als nach den Kapitalströmen zu erwarten gewesen wäre.

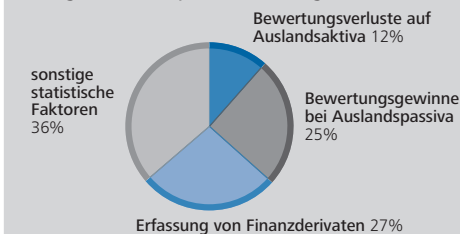
Bewertungseffekte

Bewertungsbedingte Anpassungen gehen in erster Linie auf Marktpreis- und Wechselkurseffekte zurück. Marktpreisänderungen unterliegen unter anderem die Wertpapierpositionen, der Grundbesitz, die Goldbestände der Bundesbank sowie das Beteiligungskapital börsennotierter Unternehmen. Wechselkurseffekte betreffen alle Positionen, die in Fremdwährung notiert sind. Angesichts der typischen Schwankungen von Marktpreisen und Wechselkursen gleichen sich Bewertungseffekte über die Zeit häufig zumindest teilweise wieder aus. Der AVS stellt somit nur eine Momentaufnahme der gesamtwirtschaftlichen Auslandsposition dar. Alles in allem drückten Marktpreis- und Wechselkurseffekte das deutsche Netto-Auslandsvermögen

Kapitalbilanz, Leistungsbilanz und Netto-Auslandsvermögen



Beiträge zur Diskrepanz seit Anfang 2007



¹ Einschl. Vermögensübertragungen.
 Deutsche Bundesbank

gen seit 2007 um 233 Mrd €. Der Rückgang des Netto-Auslandsvermögens um 177½ Mrd € im Rahmen der Marktpreiseffekte war insbesondere auf den Kursanstieg hiesiger Anleihen im Auslandsbesitz zurückzuführen. Nicht zuletzt die „Safe Haven“-Eigenschaft deutscher Staatspapiere in der Krise hat zu einem deutlich höheren Engagement ausländischer Investoren in Bundesanleihen geführt. Dies hat auch deren Renditen gedrückt und zu den Kursgewinnen beigetragen.

Wechselkurseffekte sind per saldo für einen Rückgang des Netto-Auslandsvermögens von 55½ Mrd € verantwortlich. Im Zeitraum von 2007 bis 2012 saldierten sich die posi-

⁶ Künftig sollen zudem die Derivatebestände des Unternehmenssektors, zu dem auch die Verbriefungsgesellschaften gehören, im AVS ausgewiesen werden, sodass eine weitere Lücke im Erfassungssystem geschlossen wäre.

⁷ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zertifikate und Optionscheine in der Zahlungsbilanz, Monatsbericht, März 2008, S. 26 f.

tiven und negativen Wechselkurseinflüsse nahezu gänzlich. Damit ist der Wechselkurseffekt per saldo fast komplett der Aufwertung des Euro im letzten Jahr zuzuschreiben, der aufgrund des höheren Fremdwährungsanteils bei den deutschen Auslandsforderungen im Ergebnis zu einem Rückgang des Netto-Auslandsvermögens geführt hat.

Dauerhafte Wertverluste durch Abschreibungen und Vermögensabgänge schlagen sich beispielsweise in gesondert erfassten Sammelwertberichtigungen von Banken nieder; sie summierten sich während der Finanzkrise im AVS auf 37½ Mrd €.

Rentabilität des deutschen Auslandsvermögens

Im Folgenden werden mit der Vermögenseinkommensrendite und der die Bewertungseffekte einbeziehenden Gesamtrendite zwei geeignete Konzepte zur Abschätzung der Rentabilität des Auslandsvermögens vorgestellt.

Einkommensrendite

Bei den grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen (vorwiegend handelt es sich um Dividenden und Zinsen) liegt die Rendite aus deutschen Vermögensanlagen im Ausland seit 2004 über der, die gebietsfremde Anleger mit ihren Anlagen in Deutschland erzielen. Zuletzt (2013) betrug die Einkommensrendite aus dem deutschen Auslandsvermögen 2,8%. Ausländer konnten demgegenüber mit ihren hiesigen Anlagen eine Einkommensrendite von nur 2,1% erwirtschaften.

Gesamtrendite

Zusätzlich zu den in der Zahlungsbilanz erfassten Einkommensströmen kann man den verschiedenen Anlageformen die im

AVS berücksichtigten marktpreis- und wechselkursbedingten Veränderungen sowie abschreibungsbedingte Wertberichtigungen zuordnen und diese jeweils in Relation zum Anfangsbestand der Periode setzen. Die so ermittelte Gesamtrendite des deutschen Auslandsvermögens lag für die Jahre 2005⁸⁾ bis 2013 im Mittel bei 4,0% und damit über der im gleichen Zeitraum erzielten Gesamtrendite der ausländischen Anlagen in Deutschland (3,8%). Eine Aufgliederung nach Anlageformen ergibt für die deutschen Direktinvestitionen im Ausland eine überdurchschnittlich hohe Gesamtrendite von 7,2%. Demgegenüber erzielten ausländische Unternehmen mit ihren Direktinvestitionen in Deutschland eine jährliche Gesamtrendite von nur 4,9%.

Fazit

Der weit überwiegende Teil der von 2007 bis 2013 verzeichneten Diskrepanz zwischen den kumulierten Netto-Kapitalströmen und der Zunahme des Netto-Auslandsvermögens ist nicht auf krisenbedingte Vermögensverluste zurückzuführen, sondern lässt sich mit den unterschiedlichen statistischen Erhebungsverfahren sowie Kurssteigerungen bei den deutschen Auslandspassiva erklären. Alles in allem liegen sowohl die reine Vermögenseinkommensrendite als auch die Bewertungseffekte einbeziehende Gesamtrendite der deutschen Auslandsaktiva jeweils über der Rendite der Auslandspassiva. Letztlich ist dies ein Indiz für das vergleichsweise erfolgreiche Auslandsengagement hiesiger Investoren. Von einer besonders schlechten Performance der deutschen Auslandsanlagen kann jedenfalls keine Rede sein.

⁸ Weiter zurückliegende Angaben liegen für die detaillierte Berechnung der Gesamtrendite nicht vor.