

Rainer Frey, Ulrich Grosch, Alexander Lipponer*

Fallstricke bei der Bestimmung von Vermögensverlusten deutscher Anleger im Ausland

Deutsche Anleger halten einen beträchtlichen Teil ihres Vermögens direkt oder indirekt im Ausland. Während der Finanzkrise sind in vielen Ländern die Preise von Vermögenswerten (zum Teil drastisch) gesunken. Dies betraf auch deutsche Anleger. Es ist allerdings schwierig, ihre Vermögensverluste auf Auslandsanlagen exakt zu quantifizieren. Eine detaillierte Analyse auf Basis der Außenwirtschaftsstatistiken der Deutschen Bundesbank liefert weit geringere Werte als gemeinhin vermutet. Die Autoren zeigen ferner, dass die Rentabilität deutscher Anlagen im Ausland seit 2007 im Mittel etwa auf dem Niveau ausländischer Anlagen in Deutschland lag.

Das deutsche (Netto-)Auslandsvermögen ist seit Beginn der Währungsunion stark gewachsen. Anfang 1999 betrug es 34 Mrd. Euro,¹ bis Ende 2013 hat es auf über 1300 Mrd. Euro (knapp 50% des BIP) zugenommen. Ausschlaggebend für diesen steilen Anstieg waren Leistungsbilanzüberschüsse, die mit hohen Netto-Kapitalexporten einhergingen. Vor dem Hintergrund einer alternden und schrumpfenden Bevölkerung in Deutschland auf der einen Seite und der Erwartung höher rentierlicher Anlagemöglichkeiten in schneller wachsenden, aufstrebenden Volkswirtschaften auf der anderen Seite erscheint die Anlage von Mitteln im Ausland ex ante durchaus als eine ökonomisch sinnvolle Strategie, erlaubt sie doch die Diversifikation von alterungsbedingten Risiken. Ex post kann die Bewertung allerdings anders ausfallen, wenn die erhofften höheren Renditen ausbleiben oder sich größere anders gelagerte Risiken materialisieren.

In der Tat sind in jüngster Zeit Vermutungen geäußert worden, dass die deutschen Auslandsanlagen insgesamt gesehen ein schlechtes Investment waren („stupid German money“). In der Finanzkrise sei es hier zu Verlusten in dreistelliger Milliardenhöhe gekommen. Als Indikator dient dabei häufig die Diskrepanz zwischen den kumulierten Netto-Kapitalexporten Deutschlands und der Entwicklung des Netto-Auslandsvermögens. Dieser Unterschied wird als Bewertungsverlust auf die deutschen Vermögensan-

gen im Ausland interpretiert.² Eine genaue Untersuchung der Ursachen für diese Diskrepanz zeigt aber, dass andere Faktoren wichtiger waren als krisenbedingte Verluste, die es zweifellos gegeben hat. Im Wesentlichen handelt es sich um Erfassungsunterschiede zwischen den Statistiken, die die genannte Diskrepanz als Indikator für Vermögensverluste aus Auslandsengagements ungeeignet erscheinen lassen.³ Zudem lässt sich zeigen, dass die deutschen Auslandsforderungen auch in der Krise eine positive Gesamttrendite aufwiesen.⁴

Theoretische Zusammenhänge und empirischer Befund

Grundsätzlich besteht ein enger Zusammenhang zwischen den Veränderungen des Netto-Auslandsvermögens und den Salden in der Leistungs- und Kapitalbilanz. Ließen sich alle Transaktionen zwischen Inländern und Gebietsfremden vollständig erfassen, würden sich die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse (zusammen mit den

* Die Autoren geben hier ihre persönliche Meinung und nicht notwendigerweise die der Deutschen Bundesbank wieder. Für die große Unterstützung aus dem Zentralbereich Statistik bedanken wir uns stellvertretend bei Stefan Hopp und Silvia von Ledebur.

1 Euro-Eröffnungsbilanz zum 1.1.1999. Die Abweichung zum Stand des Auslandsvermögens Ende 1998 (7½ Mrd. Euro) resultieren aus der mit dem Übergang zur EWU erfolgten Marktpreisbewertung der Währungsreserven der Bundesbank.

2 Vgl. E. Klär, F. Lindner, K. Šehović: Investition in die Zukunft? Zur Entwicklung des deutschen Auslandsvermögens, in: Wirtschaftsdienst, 93. Jg. (2013), H. 3, S. 189-197; sowie G. Baldi, B. Bremer: Verluste auf das deutsche Nettoauslandsvermögen – wie sind sie entstanden?, in: DIW Wochenbericht, Nr. 49, 2013, S. 32-40. Aber auch: Europäische Kommission: Macroeconomic Imbalances Germany 2014, European Economy Occasional Papers, Nr. 174, März 2014, S. 72; bzw. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose: Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2014, S. 67.

3 Differenziert und unter Einschluss statistischer Besonderheiten argumentieren beispielsweise G. Ma, R. N. McCauley: Global and euro imbalances: China and Germany, BIS Working Papers, Nr. 424, September 2013.

4 Vgl. auch Deutsche Bundesbank: Diskrepanz zwischen der Veränderung des Auslandsvermögens und des kumulierten Saldos der Kapitalbilanz: kein geeigneter Indikator für Vermögensverluste, Monatsbericht, Mai 2014, S. 52 ff. Hier werden die einzelnen Faktoren, die zu der Diskrepanz zwischen den kumulierten Netto-Kapitalexporten Deutschlands und der Entwicklung des Netto-Auslandsvermögens beigetragen haben, vertieft untersucht und um eine detaillierte Rentabilitätsanalyse des deutschen Auslandsvermögens ergänzt.

volumenmäßig unbedeutenden Vermögensübertragungen) betragsgleich in Netto-Kapitalexporten niederschlagen. Diese erhöhten dann ihrerseits das deutsche Netto-Auslandsvermögen.

Tatsächlich aber gibt es beispielsweise durch Meldefreigrenzen und Meldefehler nennenswerte Unterschiede zwischen den Salden von Leistungs- und Kapitalbilanz. So sind die statistisch erfassten Kapitalströme seit Beginn der Währungsunion im Aggregat deutlich höher ausgefallen als die kumulierten Leistungsbilanzüberschüsse.⁵ Eine wesentliche Ursache sind grenzüberschreitende Bargeldbewegungen, die zurzeit nur unvollständig erfasst werden.⁶

Netto-Kapitalexporte sind der treibende Faktor für die Entwicklung des Auslandsvermögens. Daneben unterliegen die Vermögensänderungen aber auch noch anderen Einflussfaktoren wie beispielsweise Bewertungseffekten. Eine weitere Abweichung der Entwicklung des Netto-Auslandsvermögens ergibt sich aus vielfältigen – in der Literatur bisher jedoch kaum beachteten – statistischen und methodischen Unterschieden zwischen der Stromrechnung der Zahlungsbilanz und der Bestandsrechnung des Auslandsvermögensstatus. Diese statistischen Besonderheiten dürfen in einer Analyse der Verluste aus Auslandsanlagen auf der Basis der Außenwirtschaftsstatistiken der Deutschen Bundesbank nicht vernachlässigt werden.

In den ersten Jahren der Europäischen Währungsunion (EWU) ließ sich der Anstieg des deutschen Netto-Auslandsvermögens recht gut mit den kumulierten, in der Zahlungsbilanz erfassten Netto-Kapitalexporten erklären.⁷ Von Anfang 1999 bis Ende 2006 ist das deutsche Netto-Auslandsvermögen sogar etwas stärker gestiegen als es die kumulierten Netto-Kapitalexporte erwarten ließen. In den letzten Jahren wächst das deutsche Netto-Auslandsvermögen allerdings wesentlich langsamer, als dies die Netto-Kapitalexporte (bzw. die Leistungsbilanzüberschüsse) nahelegen. Seit etwa 2007 baut sich eine zunehmende Diskrepanz auf, die bis Ende 2013⁸ auf 636½ Mrd. Euro angewachsen ist.⁹ Vermutet wird, dass Abschreibungen

5 Die Differenz zwischen der Kapital- und der Leistungsbilanz (einschließlich Vermögensübertragungen) wird in einem Restposten („statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen“) in der Zahlungsbilanz ausgewiesen. In der Summe waren die kumulierten Salden der statistisch erfassten Kapitalexporte seit Beginn der EWU bis Ende 2013 rund 223½ Mrd. Euro größer als die kumulierten Leistungsbilanzüberschüsse.

6 Vgl. auch Deutsche Bundesbank: Zur Darstellung grenzüberschreitender Bargeldtransaktionen in der Zahlungsbilanz, Monatsbericht, März 2005, S. 39.

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

8 Gemäß vorläufiger Angaben aus dem vierteljährlichen Auslandsvermögensstatus.

9 Bei einer Betrachtung für den Zeitraum ab Beginn der EWU verringert sich die Abweichung auf 540 Mrd. Euro.

Dr. Rainer Frey und Dr. Alexander Lipponer sind Mitarbeiter der Abteilung Zahlungsbilanz-, Wechselkurs- und Kapitalmarktanalyse der Deutschen Bundesbank in Frankfurt am Main.

Dr. Ulrich Grosch leitet diese Abteilung.

und Wertänderungen die grenzüberschreitenden Forderungen gebietsansässiger Anleger massiv geschmälert haben. Daraus wird dann die Schlussfolgerung gezogen, dass die deutschen Auslandsanlagen insgesamt wenig rentabel, also schlecht angelegt seien. Durch die Finanzkrise ist es zweifellos zu Wertminderungen von Auslandsvermögenspositionen gekommen. Auf aggregierter Ebene spielten diese aber – soweit sie in den Außenwirtschaftsstatistiken überhaupt isoliert erkennbar sind – eher eine untergeordnete Rolle, verglichen mit anderen Faktoren, die nachfolgend diskutiert werden.

Beiträge zur Diskrepanz

Das deutsche Netto-Auslandsvermögen wird im Prinzip zu den an einem bestimmten Stichtag (Ende des Quartals oder Jahres) gültigen Marktpreisen ausgewiesen. Veränderungen des Netto-Auslandsvermögens innerhalb eines bestimmten Zeitraums resultieren folglich aus Kapitalbewegungen in dieser Periode und Bewertungsänderungen aufgrund unterschiedlicher Marktpreise oder Wechselkurse zwischen den beiden Bilanzstichtagen („Bewertungseffekte“). Datengrundlage sind im Wesentlichen verschiedene (außenwirtschaftliche) Bestandsstatistiken, die zusammen die gesamten grenzüberschreitenden Forderungen und Verbindlichkeiten Deutschlands umfassend nach Ländern, Sektoren und Instrumenten abbilden (vgl. Abbildung 1).¹⁰

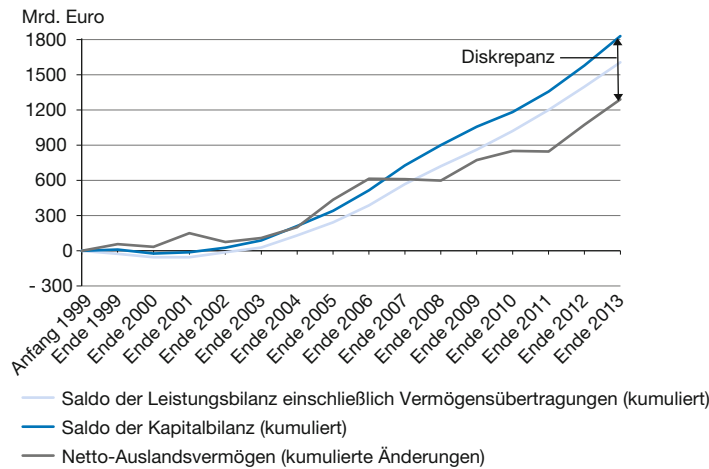
Die Zahlungsbilanz erfasst zwar grundsätzlich die in einem bestimmten Zeitraum getätigten grenzüberschreitenden Kapitalströme. Allerdings ist die Datenerhebung – wie auch der Auslandsvermögensstatus als Sekundärstatistik – aufgrund von Meldefreigrenzen oder Meldefehlern nicht in der Lage, jede Auslandstransaktion vollständig abzubilden. Zudem liegen den beiden Rechenwerken Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus für viele Positionen

10 Vgl. Deutsche Bundesbank: Methodische Erläuterungen zum Auslandsvermögensstatus, Anhang, in: Das deutsche Auslandsvermögen seit Beginn der Währungsunion: Entwicklung und Struktur, Monatsbericht, Oktober 2008, S. 29 ff.

Abbildung 1

Entwicklung und Zusammensetzung der Diskrepanz zwischen dem kumulierten Saldo der Kapitalbilanz Deutschlands und der Entwicklung des Netto-Auslandsvermögens

Kapitalbilanz, Leistungsbilanz und Netto-Auslandsvermögen



Quelle: Deutsche Bundesbank.

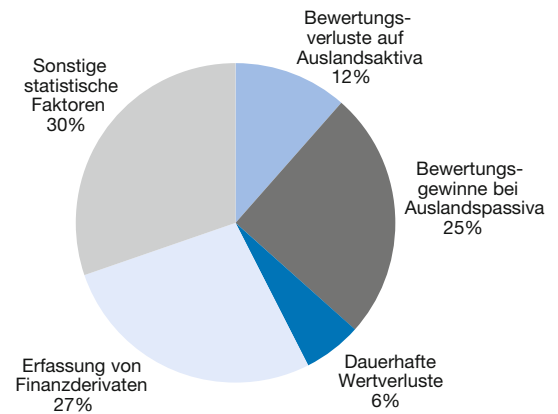
unterschiedliche Datenquellen zugrunde. Dies kann zwar zu weiteren Abweichungen führen, die zugleich aber auch der Kontrolle und Verbesserung der Erhebungssysteme bzw. der jeweiligen Statistiken dienen („statistische Faktoren“).

Statistische Faktoren

Statistische Faktoren führten in den letzten Jahren zu merklichen Unterschieden zwischen den (kumulierten) Kapitalströmen und den Veränderungen des Auslandsvermögens. Seit 2007 beliefen sich diese in der Summe auf knapp 370 Mrd. Euro. Sie machten damit einen erheblichen Teil der Gesamtdiskrepanz aus. Quantitativ bedeutend waren folgende Positionen:

- **Finanzderivate:** Die Transaktionen mit Finanzderivaten werden seit Jahren in der Zahlungsbilanz ausgewiesen und führen dort gewöhnlich zu Netto-Kapitalexporten. Seit 2010 – beginnend mit den monetären Finanzinstituten – werden in Deutschland Schritt für Schritt auch Derivatebestände erfasst und fließen in den Auslandsvermögensstatus ein. Gleichwohl lag die Nettoposition der Bestände an Finanzderivaten dort Ende 2013 um rund 173 Mrd. Euro 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. Diese Gesellschaften gehören zum Unternehmenssektor; ihre Derivatebestände werden bislang noch nicht im Auslandsvermögensstatus ausgewiesen.

Beiträge zur Diskrepanz seit Anfang 2007



Die Derivate stellen in vielen Fällen eine Absicherung für in Deutschland emittierte strukturierte Wertpapiere (sogenannte Zertifikate) dar.¹¹ Der grenzüberschreitende Absatz der zugehörigen Zertifikate wird wiederum betragsgleich im Wertpapierverkehr verbucht.¹² In der Kapitalbilanz erfolgt somit eine symmetrische Erfassung dieser Transaktionen, die im Auslandsvermögensstatus – durch die Nicht-Erfassung der Derivateforderungen dieser Gesellschaften – noch nicht gegeben ist.¹³

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

12 Die Zahlungsbilanz enthält neben den Käufen und Verkäufen auch bestimmte während der Laufzeit der Derivate anfallende Zahlungen. Dabei handelt es sich insbesondere um Gewinn- oder Verlust-Ausgleichszahlungen am Tagesende bei börsengehandelten Kontrakten oder bei Fälligkeit beispielsweise im Falle von Futures.

13 Die künftig auszuweisenden Derivateforderungen beruhen auf vierteljährlichen Direktmeldungen der Unternehmen. Eine aktuelle Untersuchung im Vorfeld des Ausweises von Derivatebeständen der Nicht-Banken hat gezeigt, dass die tatsächlich von den Verbriefungsgesellschaften gehaltenen Derivatebestände weit geringer sind, als ihre Zahlungsbilanztransaktionsdaten hätten erwarten lassen. Grund hierfür ist, dass ein Großteil der Finanzderivate wie auch der Zertifikate-Emissionen wertlos verfällt und damit keine Meldungen in der Zahlungsbilanz vorliegen. Diese Tatsache spiegelt sich aktuell auch in dem entsprechenden Posten auf der Passivseite des Auslandsvermögensstatus, den durch Kumulation der zahlungsbilanzstatistischen Transaktionen ermittelten Wertpapierverbindlichkeiten, wider. Der durch den Verfall der Titel ausgelöste Netto-Effekt für das deutsche Auslandsvermögen ist somit Null. Im Zusammenhang mit dem von der Bundesbank geplanten Ausweis der Derivatebestände des Unternehmenssektors werden zusätzlich auch die Ergebnisse des Kumulationsverfahrens bei der Bestimmung der Verbindlichkeiten aus begebenen Wertpapieren überprüft und dadurch perspektivisch beide Lücken im Erfassungssystem geschlossen.

- *Wertpapiere:* Ein weiteres Beispiel für die Abweichung aufgrund unterschiedlicher Datenquellen ist die Wertpapierposition. Der Auslandsvermögensstatus bezieht seine Daten für die grenzüberschreitenden Wertpapieranlagen der Inländer aus der Depotstatistik, welche die im Inland verwahrten Wertpapiere auf Einzelwertbasis erfasst. Die Kapitalverkehrsbilanz stützt sich dagegen auf Meldungen (in der Regel von Banken) über Wertpapierkäufe und -verkäufe. Die deutschen Auslandspassiva an Wertpapieren werden anders ermittelt. Ihnen liegen bislang weitgehend die kumulierten Kapitalverkehrstransaktionen zugrunde. Während die deutschen Auslandspassiva somit aus derselben Datenquelle errechnet werden wie die Wertpapierströme, können bei den deutschen Wertpapierforderungen gegenüber dem Ausland Abweichungen auftreten. Insgesamt fallen die transaktionsbedingten Änderungen der von Inländern gehaltenen Wertpapierbestände in der Depotstatistik um 50 Mrd. Euro niedriger als in der Kapitalbilanz aus. Dies könnte beispielsweise daran liegen, dass Tilgungen für die Zahlungsbilanz nicht vollständig gemeldet wurden.

Zudem wurden in jüngerer Zeit neue Datenquellen für den Auslandsvermögensstatus im Bereich der Wertpapiere erschlossen. Der Rückgriff auf die Investmentfondsstatistik ab 2009 führte zu einer besseren Erfassung der von Ausländern gehaltenen Investmentzertifikate und Geldmarktfonds inländischer Kapitalanlagegesellschaften im Auslandsvermögensstatus; deshalb kommt es 2009 zu einer sprunghaften Erhöhung der deutschen Auslandspassiva um 71 Mrd. Euro, der keine entsprechenden Transaktionen in der Zahlungsbilanz gegenüberstehen.

- *Beteiligungskapital bei Direktinvestitionen:* Die Höhe des Beteiligungskapitals im Auslandsvermögensstatus richtet sich nach der Bestandserhebung über Direktinvestitionen. Dieses kann von den in der Zahlungsbilanz erfassten kumulierten Strömen abweichen. Unterschiede gibt es beim Meldekreis und bei den Meldeschwellen; auch werden im Auslandsvermögensstatus die Ab- und Zuschreibungen auf die bilanziellen Buchwerte der nicht-börsennotierten Unternehmen miteingefasst. Meist liegen die um Wechselkurs- und Marktpreiseffekte bereinigten Veränderungen der Aktiv- und Passivseite im Auslandsvermögensstatus – wohl in erster Linie abschreibungsbedingt – unter denen, die sich aus den Zahlungsbilanztransaktionen ergeben würden. Im Jahr 2007 gab es hingegen einen deutlichen Zuwachs insbesondere bei den Aktiva, der darauf zurückzuführen ist, dass weitere grenzüberschreitend gehaltene Unternehmensteile aufgrund geänderter Meldevorschriften in die Erfassung aufgenommen wurden. Dies war eine der

Ursachen dafür, dass die im Auslandsvermögensstatus ausgewiesenen Direktinvestitionen 2007 deutlich stärker anstiegen, als es die Zahlungsbilanzströme hätten erwarten lassen (51½ Mrd. Euro). In der Summe ergab sich für den Zeitraum von 2007 bis 2011 nur eine Beteiligungskapitalanpassung um 6½ Mrd. Euro.

- *Andere Einflussgrößen:* Weitere statistische Abweichungen zwischen den Transaktionsmeldungen der Zahlungsbilanz und den Bestandsinformationen für das Auslandsvermögen, die einen Beitrag zur Diskrepanz leisten, betreffen zum einen Kredite und Einlagen (rund 20 Mrd. Euro). Zum anderen hat es Nachmeldungen bei den Bestandsdaten des Auslandsvermögensstatus gegeben. Diese führen bislang nicht zu nachträglichen Anpassungen bei den Zahlungsbilanzdaten; für die Zukunft wird allerdings angestrebt, dass diese Revisionen auch in der Zahlungsbilanz Berücksichtigung finden.

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. Durch die wachsende Bedeutung marktpreisbewerteter Forderungen und Verbindlichkeiten spielen Kursänderungen heute eine viel größere Rolle als früher. Zu bedenken ist allerdings auch, dass Preisschwankungen an den Finanzmärkten eher die Regel als die Ausnahme sind. Bewertungsbedingten Vermögenszuwächsen heute können morgen bereits wieder Abschläge gegenüberstehen. Daher gleichen sich Marktpreis- und Wechselkurseffekte über die Zeit häufig aus. Der Auslandsvermögensstatus stellt somit nur eine Momentaufnahme der gesamtwirtschaftlichen Auslandsposition dar. Auch können sich mehrere bewertungsbedingte Veränderungen, die wiederum verschiedene Positionen betreffen, auf aggregierter Ebene für den Zeitraum zwischen zwei Bestandserhebungen kompensieren. Schließlich ist darauf hinzuweisen, dass ein marktpreisbedingter Rückgang des Netto-Auslandsvermögens sowohl auf Wertverluste bei deutschen Auslandsanlagen als auch auf Kursgewinne bei Auslandspassiva zurückzuführen sein kann. Alles in allem drückten Marktpreis- und Wechselkurseffekte das deutsche Netto-Auslandsvermögen seit 2007 um 233 Mrd. Euro.¹⁴

¹⁴ Hierbei handelt es sich insoweit um eine Nettogröße als positive und negative Veränderungen innerhalb und zwischen den einzelnen Positionen sowie über die Zeit saldiert wurden.

Der Rückgang des Netto-Auslandsvermögens um 177½ Mrd. Euro im Rahmen der Marktpreiseffekte war im Ergebnis 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. Zudem kam es beim deutschen Aktienbesitz im Ausland zu bedeutenden Bewertungsverlusten – vor allem im Krisenjahr 2008, die auch nachfolgend nicht wieder aufgeholt wurden. Hingegen verzeichneten die Währungsreserven der Bundesbank in den letzten Jahren per saldo hohe Bewertungsgewinne, nicht zuletzt durch den Goldpreisanstieg.

Wechselkurseffekte sind per saldo für einen Rückgang des Netto-Auslandsvermögens von 55½ Mrd. Euro verantwortlich. Im Zeitraum von 2007 bis 2012 saldierten sich die positiven 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. 26½% der deutschen Auslandsaktiva und nur 13% der Auslandspassiva lauteten Ende 2013 auf Fremdwährungen.

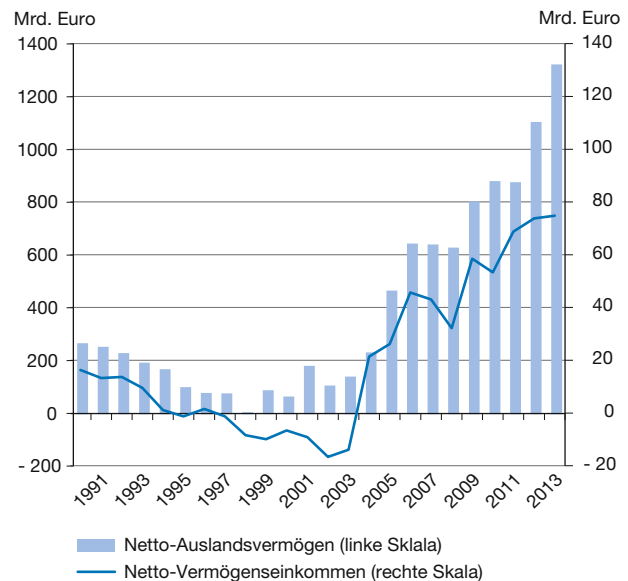
Dauerhafte Wertverluste durch Abschreibungen und Vermögensabgänge – soweit diese in den Statistiken ausgewiesen werden – umfassen beispielsweise die gesondert erfassten Sammelwertberichtigungen von Banken; sie summieren sich während der Finanzkrise im Auslandsvermögensstatus auf 37½ Mrd. Euro.

Als Zwischenfazit lässt sich festhalten, dass der weit überwiegende Teil der von 2007 bis 2013 verzeichneten Diskrepanz zwischen den kumulierten Netto-Kapitalströmen und der Zunahme des Netto-Auslandsvermögens nicht auf krisenbedingte Vermögensverluste deutscher Anleger zurückzuführen ist. Er lässt sich vielmehr mit den unterschiedlichen statistischen Erhebungsverfahren sowie Kurssteigerungen bei den deutschen Auslandspassiva erklären.

Rentabilität des deutschen Auslandsvermögens

Unabhängig davon, was die Diskrepanz zwischen den kumulierten Netto-Kapitalströmen und der Zunahme des Netto-Auslandsvermögens erklärt, stellt sich die Frage, wie ertragbringend die deutschen Vermögensanlagen im Ausland in der Vergangenheit waren. Deshalb werden im Folgenden mit der Vermögenseinkommensrendite und

Abbildung 2
Netto-Auslandsvermögen und Vermögenseinkommen



Quelle: Deutsche Bundesbank.

der die Bewertungseffekte einbeziehenden Gesamtrendite zwei Konzepte zur Abschätzung der Rentabilität des Auslandsvermögens vorgestellt.

Einkommensrendite

In der Zahlungsbilanz werden nicht nur die Kapitalströme, sondern auch die grenzüberschreitend geleisteten oder erhaltenen Vermögenseinkommen erfasst (vgl. Abbildung 2). Vorwiegend handelt es sich hierbei um Dividenden und Zinsen. In der Summe übertrafen seit 2004 die Einnahmen stets die Ausgaben. Dabei spielte einerseits der Mengeneffekt aufgrund des wachsenden Netto-Auslandsvermögens eine Rolle. Andererseits lag aber seither auch die Rendite aus deutschen Vermögensanlagen im Ausland über der, die gebietsfremde Anleger mit ihren Anlagen in Deutschland erzielen konnten.

Die sogenannte Einkommensrendite lässt sich berechnen als

$$\text{Einkommensrendite}_t = \frac{\text{Vermögenseinkommen}_t}{\text{Anfangsbestand des Auslandsvermögens}}$$

Im Krisenzeitraum von 2007 bis 2013 lag die Einkommensrendite aus dem deutschen Auslandsvermögen im Mittel bei 3,5% pro Jahr. Ausländer konnten demgegenüber mit ihren Anlagen in Deutschland im selben Zeitraum eine

durchschnittliche Einkommensrendite von nur 2,9% p.a. erwirtschaften.

Für sich genommen spielen die Target2-Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB keine Rolle für die grenzüberschreitenden Kapitalerträge. Zwar nahmen diese seit Ausbruch der Finanzkrise merklich zu, da aber den Target2-Forderungen einiger Zentralbanken des Eurosystems stets gleich hohe Target2-Verbindlichkeiten aller anderen Zentralbanken gegenüber stehen, hat die unterjährige Verzinsung von Target2-Salden per saldo keinen Einfluss auf die Höhe der monetären Einkünfte des Eurosystems insgesamt und damit auf den gemeinsamen Einkommenspool, der gemäß Kapitalschlüssel verteilt wird.¹⁵

Gesamtrendite

Bei der Berechnung der Gesamtrendite auf Anlagen im Ausland sind neben den in der Leistungsbilanz erfassten Vermögenseinkommen¹⁶ weitere Komponenten zu berücksichtigen. Diese beeinflussen den Wert der Anlage und sind entsprechend in Relation zum Anfangsbestand des Auslandsvermögens in der jeweiligen Periode zu setzen. Erstens müssen die wechselkursbedingten Bewertungseffekte berücksichtigt werden, die dann auftreten, wenn Vermögensanlagen auf Fremdwährung lauten. In gleicher Weise gilt dies zweitens für die Veränderung der Marktpreise einer Anlage. Hinzu kommen gegebenenfalls noch Zu- oder Abschreibungen, sofern diese nicht implizit über die Entwicklung der Marktpreise erfasst werden.¹⁷ Die Gesamtrendite kann demnach für jede Periode anhand der folgenden Formel berechnet werden

$$\text{Gesamtrendite}_t = \frac{\text{Vermögenseinkommen}_t + \text{Wertänderung}_t}{\text{Anfangsbestand des Auslandsvermögens}}$$

und setzt sich demnach aus der Einkommensrendite und der Wertänderungsrendite zusammen. Die so ermittelte Gesamtrendite des deutschen Auslandsvermögens lag für den Krisenzeitraum 2007 bis 2013 im Mittel bei jähr-

15 Indirekt haben die hinter der Zunahme der Target2-Salden stehenden Transaktionen allerdings sehr wohl einen Einfluss auf die Netto-Kapitalerträge Deutschlands. Soweit Target2-Forderungen beispielsweise an die Stelle ertragbringender Auslandsaktiva des Privatsektors getreten sind, entgehen Deutschland damit im Ergebnis Kapitalerträge – bei einer gleichzeitigen Umverteilung möglicher Risiken.

16 Die Vermögenseinkommen enthalten auch nicht ausgeschüttete (reinvestierte) Gewinnanteile, die ihrerseits, neben den transaktionsbedingten Veränderungen, in den Anfangsbestand der Folgeperiode eingehen.

17 Hier unterscheidet sich unser Ansatz nicht von G. Baldi, B. Bremer, a.a.O. oder beispielsweise den Überlegungen von P. R. Lane, G. M. Milesi-Ferretti: The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004, in: Journal of International Economics, 73. Jg. (2007), S. 223-250.

lich 3,2% und damit zwar beispielsweise unter der eines durchschnittlichen deutschen Rentenportfolios (gemessen am REX-Performanceindex), aber in etwa auf dem Niveau der im gleichen Zeitraum erzielten Gesamtrendite der ausländischen Anlagen in Deutschland (3,3%), die nur in einzelnen Jahren von krisenbedingten Kursverlusten betroffen waren.¹⁸

Weitet man den Untersuchungszeitraum bis 2005 aus – weiter zurückliegende Daten liegen für die detaillierte Berechnung der Gesamtrenditen nicht vor – fällt die Gesamtrendite der Auslandsaktiva mit 4,0% sogar etwas höher aus als die Rendite der Passiva (3,8%).¹⁹

Eine Aufgliederung nach Anlageformen²⁰ (vgl. Abbildung 3 und Tabelle 1) ergibt für die deutschen Direktinvestitionen im Ausland²¹ seit 2007 eine überdurchschnittlich hohe Gesamtrendite von im Mittel 5,9%. Demgegenüber erzielten ausländische Unternehmen mit ihren Direktinvestitionen in Deutschland eine jährliche Gesamtrendite von nur 4,6%.²² Mit ausländischen Wertpapieren erreichten deutsche Investoren eine mittlere Gesamtrendite von 3,5%, was insbesondere auf Schuldverschreibungen und Investmentzertifikate zurückzuführen war. Mit hiesigen Wertpapieren waren für gebietsfremde Anleger indessen, nicht zuletzt wegen des generell, aber auch krisenbedingt niedrigen Zinsniveaus in Deutschland, nur 2,4% zu erwirtschaften. Lediglich im unverbrieften Kreditverkehr konnten Ausländer in Deutschland mit 4,6% eine höhere Gesamtrendite erzielen als deutsche Kreditgeber im Ausland (2,4%).

18 Die negative Wertänderungsrendite deutscher Vermögensanlagen im Ausland lässt sich im Wesentlichen durch die Wechselkurseffekte des Jahres 2013 erklären. Dagegen haben ausländische Anleger in Deutschland unter anderem von Kurssteigerungen ihrer Anleihebestände profitiert und per saldo eine positive Wertänderungsrendite erzielt.

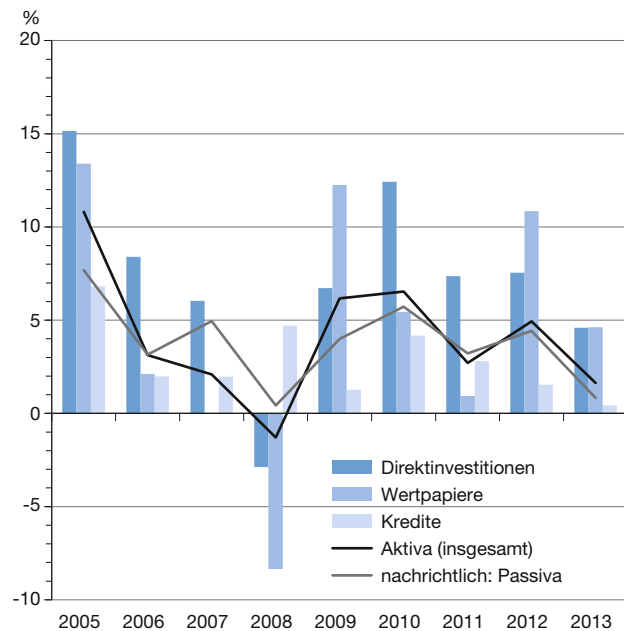
19 Ma und McCauley interpretieren die Struktur und die Ertragsunterschiede im deutschen Auslandsvermögensstatus dahingehend, dass Deutschland Anlegern in aller Welt, insbesondere aber in der EWU Versicherungsschutz anbietet und dafür eine (kleine) Risikokompensation erhält. Vgl. G. Ma, R. N. McCauley, a.a.O., S. 19 und S. 22.

20 Die Angaben zu den Vermögenseinkommen in der Zahlungsbilanz passen bislang nicht in jedem Fall exakt zur sektoralen Struktur des Auslandsvermögensstatus, da die Zahlungsbilanzstatistik vielfach keine nach inländischen Sektoren getrennten Angaben liefert. Die dadurch entstehenden Verzerrungen bei den Renditeberechnungen sind aber als weitgehend vernachlässigbar einzuschätzen. Im Rahmen der Umstellung beider Statistiken auf die sechste Ausgabe des Zahlungsbilanzhandbuchs des IWF (BPM 6) werden die beiden Statistiken in ihrer Darstellung so erweitert, dass Ungenauigkeiten dieser Art künftig vermieden werden.

21 Die Abgrenzung der Direktinvestitionen erfolgt hier nach dem sogenannten Asset-Liability-Prinzip. D.h., dass alle entsprechenden Anlagen gebietsansässiger Unternehmen im Ausland zu den deutschen Direktinvestitionen gezählt werden. Dazu zählen dann beispielsweise auch Kredite hiesiger Tochterunternehmen an ihre ausländischen Mütter. Grund dafür ist, dass die Vermögenseinkommen nur in dieser Abgrenzung verfügbar sind.

22 Bei grenzüberschreitenden Ausschüttungen innerhalb von Konzernen spielen allerdings auch steuerliche Aspekte eine Rolle.

Abbildung 3
Gesamtrendite der deutschen Auslandsaktiva



Quelle: Deutsche Bundesbank.

Fazit

Alles in allem übertrifft die reine Vermögenseinkommensrendite der deutschen Auslandsaktiva die Rendite der hiesigen Auslandspassiva; bezieht man die Bewertungseffekte ein und betrachtet die Gesamtrenditen, so liegen diese – für die Jahre seit 2007 gerechnet – in etwa gleichauf. Von einer ausgesprochen schlechten Performance hiesiger Investoren bei ihrem Auslandsengagement kann somit selbst für die Krisenperiode keine Rede sein.

Daneben zeigt auch die detaillierte Analyse der Abweichung zwischen den kumulierten Netto-Kapitalexporten und dem Netto-Auslandsvermögen, dass die bestehende Diskrepanz nicht als Indikator hoher Verluste bei den

Tabelle 1
Gesamtrendite der deutschen Auslandsaktiva und Auslandspassiva

in %

Position	Durchschnittsrendite p.a. 2007-2013
Deutsche Anlagen im Ausland	3,2
darunter:	
Direktinvestitionen	5,9
Wertpapiere	3,5
Aktien	-0,3
Schuldverschreibungen	4,6
Investmentzertifikate	3,9
Kredite	2,4
Ausländische Anlagen in Deutschland	3,3
darunter:	
Direktinvestitionen	4,6
Wertpapiere	2,4
Kredite	4,6

Quelle: Deutsche Bundesbank.

deutschen Auslandsanlagen in der Finanzkrise interpretiert werden sollte. Vielmehr sind es neben statistischen Sonderfaktoren vor allem Bewertungsgewinne der Auslandspassiva, die einen merklich höheren Erklärungsbeitrag leisten als die Bewertungsverluste auf der Aktivseite.

Dies soll die auf der einzelwirtschaftlichen Ebene zweifellos erlittenen Verluste nicht relativieren. Es soll aber deutlich machen, dass einfache direkte Vergleiche zwischen hoch aggregierten Rechenwerken wie dem Auslandsvermögensstatus, der auf diverse Datenquellen zurückgreift, und der Zahlungsbilanz bei der Ermittlung solcher Verluste für die gesamte Volkswirtschaft nur sehr bedingt einen Beitrag leisten können.

Title: *Traps and Pitfalls in Quantifying German Investors' Losses on External Assets*

Abstract: German investors hold a large share of their assets outside of the country. This made them particularly vulnerable to losses during the financial crisis. Several estimates have been presented to quantify these losses. This article discusses the possibilities and limitations of deriving the necessary information from the Bundesbank's highly aggregated external sector statistics. The results are far lower in terms of value than generally assumed. Moreover, since 2007 the average annual yield on German investments abroad has tended to roughly equal that on foreign investments in Germany.

JEL Classification: F21, F23, F32