

Die deutsche Auslandsposition: Höhe, Rentabilität und Risiken der grenzüberschreitenden Vermögenswerte

Das deutsche Netto-Auslandsvermögen ist seit Beginn dieses Jahrtausends nahezu kontinuierlich gestiegen. Zum Jahresende 2017 war Deutschland mit 1,8 Billionen € absolut gesehen nach Japan der zweitgrößte Nettogläubiger der Welt. Dabei war die Entwicklung der deutschen Auslandsposition sowohl in ihrer Höhe als auch in ihrer Struktur in den letzten zehn Jahren – nicht zuletzt durch den Einfluss der internationalen Finanzkrise – von einer besonderen Dynamik geprägt. Ins Auge fällt dabei die zunehmende Bedeutung finanzieller Kapitalgesellschaften, welche die Geschäftsbanken als wichtigste grenzüberschreitende Gläubiger abgelöst haben. Diese Verschiebung ging einher mit einem steigenden Anteil von Wertpapierforderungen zulasten der (unverbrieften) Kreditvergabe als bevorzugtes Instrument der grenzüberschreitenden Finanzierung.

Das Rendite-Risiko-Profil der deutschen Auslandsposition ist immer wieder Thema des öffentlichen Diskurses. Zur Beurteilung können unterschiedliche Metriken herangezogen werden; die Ergebnisse hängen von dem gewählten Maßstab, den betrachteten Instrumenten und dem zugrunde gelegten Zeitraum ab. Allerdings lassen sich nicht alle Aspekte von Auslandsinvestitionen in einfachen Kenngrößen abbilden.

Um die Entwicklung der deutschen Auslandsposition im internationalen Kontext besser einordnen zu können, werden daher im Rahmen einer Schätzung Faktoren identifiziert, die den starken Aufbau des deutschen Netto-Auslandsvermögens erklären können. Die ökonomische Analyse soll auch Aufschluss darüber geben, inwieweit die deutsche Auslandsposition in Hinblick auf die strukturellen Rahmenbedingungen angemessen und im internationalen Kontext tragfähig ist. Dabei zeigt sich, dass der demografischen Komponente für die deutschen Nettoersparnisse eine herausragende Rolle zukommt.

Das deutsche Auslandsvermögen stellt zwar grundsätzlich den Gegenpart zu den Auslandsverbindlichkeiten in anderen Teilen der Welt dar und könnte somit prinzipiell zu externen Ungleichgewichten beitragen. Allerdings implizieren die deutschen Auslandsforderungen nur zu einem begrenzten Teil unbedingte Zahlungsverpflichtungen der Partnerländer. Durch die Bereitstellung von Eigenkapital trägt Deutschland eher zu einer Stärkung der internationalen Risikoteilung bei. Perspektivisch kann die Verwirklichung der europäischen Kapitalmarktunion durch eine Stärkung der grenzüberschreitenden Eigenkapitalfinanzierung auch den Beitrag Deutschlands zur Stabilisierung der weltweiten Auslandsbeziehungen weiter erhöhen. Die Möglichkeiten der Politik, über das Setzen von Rahmenbedingungen hinaus unmittelbar auf das Investitions- und Sparverhalten privater Wirtschaftsakteure einzuwirken und dadurch das Auslandsvermögen aktiv zu steuern, sind allerdings begrenzt.

Finanzielle
 Verflechtung
 weltweit
 gestiegen ...

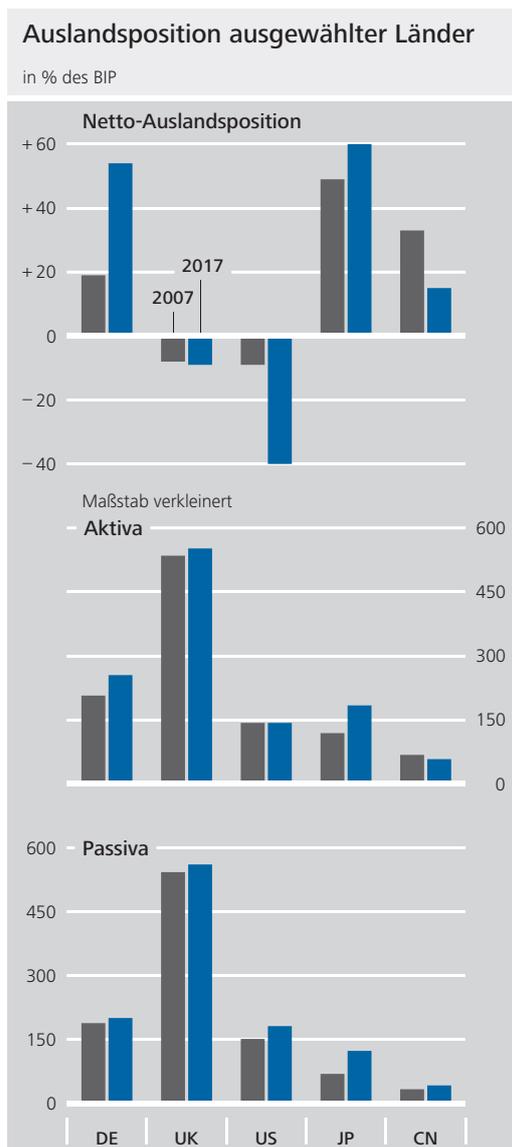
Internationale Kapitalverflechtung als globales Phänomen

Die gestiegene finanzielle Verflechtung Deutschlands mit anderen Ländern ist Teil eines Prozesses, der in vielen Volkswirtschaften zu beobachten ist. Er spiegelt die Wirkung des Abbaus von Kapitalverkehrskontrollen, der Liberalisierung des Handels mit Dienstleistungen, der Verbesserungen der grenzüberschreitenden Zahlungs- und Abrechnungssysteme sowie deutlich gesunkener Transaktions- und Kommunikationskosten durch schnell voranschreitende Innovationen wider. All dies hat zur Folge, dass viele

Volkswirtschaften heute einen deutlich höheren finanziellen Offenheitsgrad – gemessen an den Beständen von Auslandsaktiva und -passiva in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) – haben als noch zu Beginn des Jahrtausends. Im Falle Deutschlands lag er Ende 2017 bei 456% des BIP und damit merklich höher als im Jahr 2000 (275% des BIP). Die Integration in die globalen Finanzmärkte setzte sich auch nach der Finanzkrise fort. Sie vollzog sich im Einzelnen allerdings durchaus unterschiedlich.

Die grenzüberschreitende Vermögensverflechtung des Vereinigten Königreichs ist beispielsweise durch die besondere Bedeutung des Finanzplatzes London als Drehscheibe des internationalen Kapitalverkehrs geprägt, was in den sehr hohen Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland in Relation zum BIP zum Ausdruck kommt. Im Falle der USA spiegelt die vergleichsweise ausgeprägte Netto-Auslandsverschuldung, die zuletzt bei rund 40% des BIP lag, in verschiedener Hinsicht die besondere Rolle der amerikanischen Volkswirtschaft in der Weltwirtschaft wider. Hierzu gehören die Sonderstellung des US-Dollar im internationalen Währungsgefüge, die Größe und Liquidität der US-Finanzmärkte sowie die Funktion als „sicherer Hafen“, die einen großen Einfluss auf die Bereitschaft der internationalen Anleger hat, amerikanische Schuldtitel in ihre Portfolios zu nehmen. Japan wiederum dürfte vor dem Hintergrund einer bereits jetzt merklich alternden Bevölkerung einen höheren Bedarf am Aufbau einer positiven Netto-Auslandsposition haben. Im Falle Chinas sind in absoluten Größen gerechnet zwar sowohl die Netto-Auslandsposition als auch die Forderungen und die Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland gestiegen, in Relation zum BIP allerdings ergibt sich angesichts der graduellen Öffnung der Finanzmärkte und des über viele Jahre starken Wirtschaftswachstums verglichen mit Ende 2007 teils ein Rückgang.

... mit unterschiedlicher Ausprägung je nach Land



Quellen: IWF, nationale Angaben und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Ein weiterer wichtiger Indikator für die finanzielle Integration eines Landes in die Weltwirtschaft ist der Anteil der Kapitalanlagen im Aus-

Veränderter Einfluss von Entwicklungen im Heimatland und im Ausland

land am gesamten (Finanz-)Vermögen. Dabei spielt die Heimatpräferenz von Anlegern eine maßgebliche Rolle. Diese kann mithilfe des sogenannten Home Bias abgebildet werden (vgl. die Erläuterungen auf S. 50 f.). Eine höhere Bereitschaft für grenzüberschreitende Investitionen und das stärkere Zusammenwachsen der Finanzmärkte weltweit bewirken für die einzelnen Länder zum einen eine größere Unabhängigkeit gegenüber Entwicklungen im Heimatland, zum anderen aber auch eine möglicherweise schnellere Übertragung finanzieller Störungen im Ausland auf die heimische Volkswirtschaft. Durch die insgesamt höheren Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland steigt darüber hinaus die Bedeutung von Einkommenseffekten, die sich aus der Veränderung des Auslandsvermögens ergeben können.¹⁾

Entwicklung der deutschen Auslandsposition seit der globalen Finanzkrise

Deutsches Auslandsvermögen in vergangenen Jahren stark gestiegen

Zum Jahresende 2017 erreichten die deutschen Auslandsforderungen einen Wert von 8,4 Billionen €. Damit sind sie seit Ende 2007, dem letzten Jahr vor der globalen Finanzkrise, um 60% gestiegen und somit doppelt so stark wie das deutsche Geldvermögen insgesamt. Auch die Verbindlichkeiten Deutschlands gegenüber dem Ausland legten in diesem Zeitraum zu, jedoch merklich weniger dynamisch als die Aktiva. Sie beliefen sich Ende 2017 auf rund 6,6 Billionen €. Bei einem verbleibenden Saldo von fast 1,8 Billionen € entspricht das deutsche Nettovermögen im Ausland inzwischen mehr als der Hälfte des BIP. Das ist fast dreimal so viel wie zehn Jahre zuvor. Die internationale Finanzkrise sowie die sich anschließende europäische Schuldenkrise hatten zunächst zu teils deutlichen Verringerungen in den grenzüberschreitenden Positionen geführt. Insgesamt setzte sich jedoch der aufwärtsgerichtete Trend der außenwirtschaftlichen Verflechtung fort, sodass die Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland weiter anstiegen.

Das wachsende Netto-Auslandsvermögen reflektiert die Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands in den vergangenen zehn Jahren. Gesamtwirtschaftlich betrachtet geht ein Leistungsbilanzüberschuss immer mit einem entsprechenden Netto-Forderungsaufbau gegenüber dem Ausland einher. Neben diesen transaktionsbedingten Veränderungen, die in der Kapitalbilanz erfasst werden, können die Bestandsdaten des Auslandsvermögensstatus (AVS) auch durch Bewertungsveränderungen aufgrund von Wechselkursschwankungen und Marktpreisentwicklungen sowie durch andere Anpassungen beeinflusst werden.²⁾

Veränderungen des deutschen Auslandsvermögens lassen sich unter verschiedenen Gesichtspunkten analysieren.³⁾ Im Folgenden werden sowohl die Anlagekategorien – der AVS unterscheidet zwischen Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen, übrigen Kapitalanlagen, Finanzderivaten und Währungsreserven – als auch die Sektoren in den Blick genommen.

Verwendung des Auslandsvermögens

Bei den Direktinvestitionen stiegen die Auslandsforderungen merklich stärker als die Verbindlichkeiten, sodass sich das Netto-Auslandsvermögen hier seit Ende 2007 mehr als verdoppelt hat und Ende 2017 bei 546 Mrd € lag. Das deutsche Direktinvestitionsengagement richtete

Transaktionen, Bewertungseffekte und andere Anpassungen beeinflussen die Bestandsdaten des AVS

Direktinvestitionen: starker Anstieg des Aktivsaldos

¹ Vgl. z. B.: OECD (2018), Policy challenges from closer international trade and financial integration: dealing with economic shocks and spillovers, in: Economic Outlook, Issue 1, S. 49–92.

² Mit den Indizes der Wechselkurseffekte im AVS wurde für die gezielte Untersuchung des Einflusses von Wechselkursänderungen auf den AVS ein neues Instrumentarium bereitgestellt. Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Neue Indizes der Wechselkurseffekte im Auslandsvermögensstatus, Monatsbericht, April 2018, S. 36–37. Andere Anpassungen umfassen bspw. Abschreibungen auf nicht einholbare Kreditforderungen, Änderungen in der Sektorenanordnung, Änderungen der Funktionalategorie eines Finanzierungsinstruments und statistisch bedingte Unterschiede zwischen AVS und Zahlungsbilanz, die sich z. B. durch verschiedene Datenquellen ergeben.

³ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Das deutsche Auslandsvermögen: neue statistische Konzepte und Ergebnisse seit der Finanzkrise, Monatsbericht, April 2018, S. 29–41.

Auslandsvermögen und internationale Finanzmarktintegration

Die Erschließung ausländischer Märkte und die Investitionen in ausländische Vermögenswerte ermöglichen zusätzliche Effizienz- und Wohlfahrtsgewinne, die in einer geschlossenen Volkswirtschaft nicht realisierbar wären. Die finanzielle Integration eines Landes in die Weltwirtschaft lässt sich freilich nicht einfach an der Höhe seiner Netto-Auslandsposition ablesen. Eine gebräuchliche Kennziffer ist in diesem Zusammenhang stattdessen die Heimatpräferenz der Anleger, der sogenannte Home Bias.¹⁾ Das Konzept ist prinzipiell für alle Positionen des Auslandsvermögens anwendbar. Die Berechnung einer Heimatpräferenz für Direktinvestitionen und Kredite stößt allerdings auf statistische Probleme, da die jeweiligen Bezugsgrößen – der Wert aller Unternehmen weltweit oder das global ausstehende Kreditvolumen – nicht verfügbar sind. Aus diesem Grund wird der relativ einfach zu ermittelnde Home Bias für Wertpapiere häufig als Indikator für die generelle finanzielle Integration eines Landes in die Weltwirtschaft verwendet. Eine Differenzierung nach Aktien und Investmentzertifikaten einerseits sowie Schuldverschreibungen andererseits ist dabei möglich.

Unter der Voraussetzung wettbewerblicher Märkte, vollkommener Information aller Anleger und der Abwesenheit von Transaktionskosten sollte die internationale Streuung von Wertpapieren in den Portfolios aller Länder identisch sein und damit der regionalen Struktur der weltweit im Umlauf befindlichen Wertpapiere entsprechen.²⁾ Der Home Bias gibt an, wie sehr ausländische Wertpapiere im Besitz inländischer Anleger, gemessen an ihrem Gewicht im Weltportfolio, unterrepräsentiert sind. Er leitet sich aus dem Verhältnis des Anteils ausländischer

Wertpapiere am Portfolio heimischer Anleger zu ihrem Anteil am Weltportfolio ab:³⁾

$$\text{Home Bias} = 1 - \frac{\text{Anteil ausländischer Wertpapiere am Inlandsportfolio}}{\text{Anteil ausländischer Wertpapiere am Weltportfolio}}$$

Die Kennziffer nimmt üblicherweise Werte zwischen null und eins an. Bei einem Wert von null entspricht die Zusammensetzung des nationalen Wertpapierportfolios jener des Weltportfolios. Ein Wert von eins bedeutet, dass inländische Anleger ausschließlich heimische Wertpapiere in ihren Portfolios halten.⁴⁾

In vielen Ländern war in den letzten Jahren – speziell für Aktien – ein abnehmender Home Bias zu beobachten. Dieser Trend wurde durch die globale Finanzkrise vorübergehend unterbrochen, setzt sich inzwischen aber wieder fort. Somit ist die finanzielle Integration der Länder über die Zeit vorangeschritten. Dabei weisen die Län-

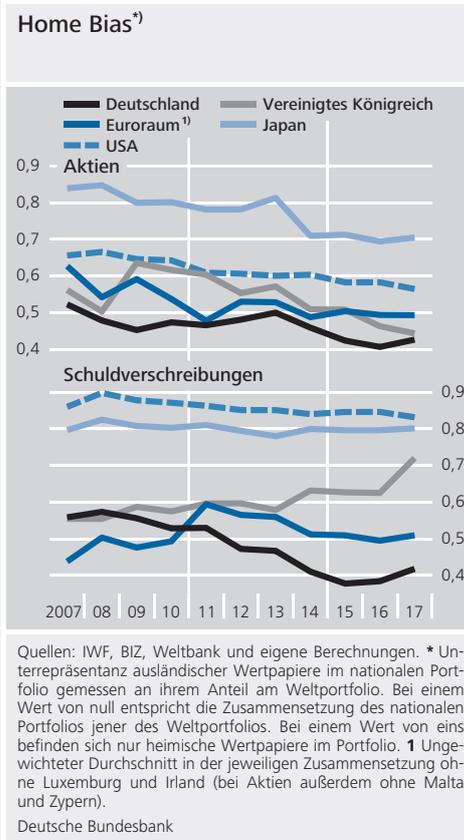
¹ Die Messung des Home Bias setzt typischerweise an der Aktivseite des Auslandsvermögensstatus an. In einem Zwei-Länder-Modell (z. B. Deutschland und Rest der Welt) lässt sich zeigen, dass ein positiver Home Bias bei den Vermögenswerten grundsätzlich auch einen positiven Home Bias bei den Verbindlichkeiten impliziert und vice versa. Für die Bestimmung der Finanzmarktintegration genügt also die Betrachtung einer Seite der Bilanz.

² Vgl.: B. Solnik (1974), An Equilibrium Model of the International Capital Markets, *Journal of Economic Theory*, Vol. 8, S. 500–524.

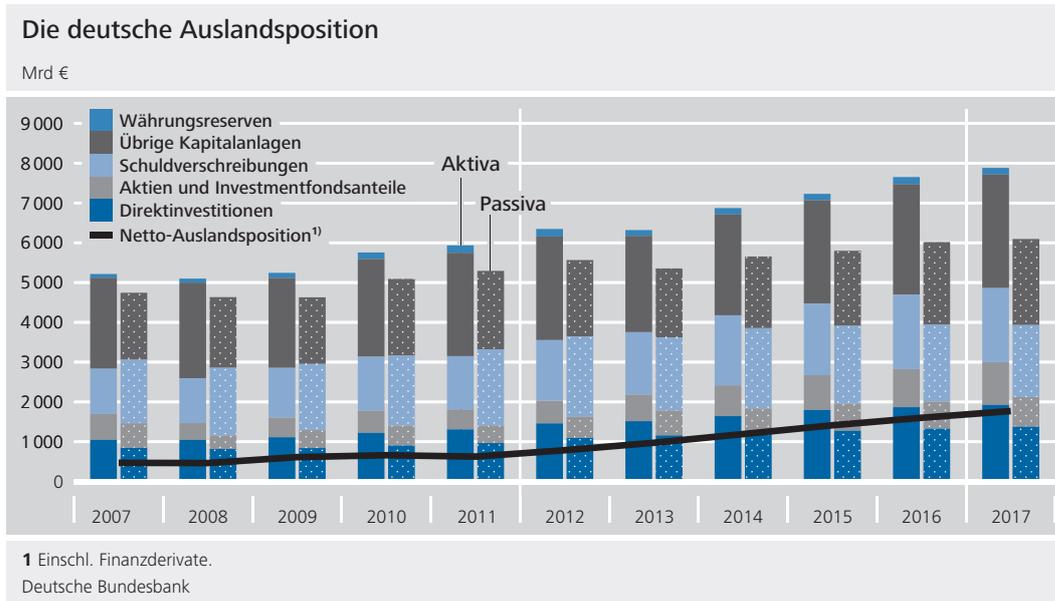
³ Das Weltportfolio entspricht den weltweit im Umlauf befindlichen Aktien oder Schuldverschreibungen. Als ausländische Wertpapiere werden die Wertpapiere bezeichnet, die von Emittenten mit Sitz außerhalb des betrachteten Landes begeben wurden.

⁴ Für den Spezialfall, dass ausländische Wertpapiere gemessen an ihrer Marktkapitalisierung in heimischen Portfolios überrepräsentiert sind, kann der Home Bias auch negative Werte annehmen.

der des Euro-Währungsgebiets im Allgemeinen einen niedrigeren Home Bias auf als zum Beispiel Japan, die Vereinigten Staaten oder das Vereinigte Königreich. Zuletzt war das Niveau des Home Bias bei Aktien in allen genannten Volkswirtschaften wieder unter den Wert von Ende 2007 gefallen. In Deutschland lag die Messzahl Ende 2017 bei 0,43 – verglichen mit 0,52 zehn Jahre zuvor. Bei Schuldverschreibungen ist die Entwicklung im internationalen Vergleich uneinheitlich. Hierzulande nahm die Verzerrung zugunsten heimischer Schuldverschreibungen sogar noch deutlicher ab als bei Aktien, und der Home Bias sank im gleichen Zeitraum von 0,56 auf 0,42. Dies ist umso bemerkenswerter, als das erweiterte Wertpapierankaufprogramm des Eurosystems für sich genommen für einen Anstieg des Home Bias sorgt. Die Bundesbank hat durch die Ankäufe heimischer Wertpapiere seit Ende 2014 ihren Besitz an deutschen Wertpapieren nämlich kontinuierlich aufgebaut. Ende 2017 wies sie in ihrer Bilanz einen Bestand von 512 Mrd € an zu geldpolitischen Zwecken gehaltenen Wertpapieren aus, das waren rund 462 Mrd € mehr als zum Bilanzstichtag 2014. Ein Teil dieser Wertpapiere hatte sich zuvor in der Hand ausländischer Investoren befunden, sodass der in Deutschland gehaltene Anteil deutscher Schuldverschreibungen im Zuge dieser Transaktionen gestiegen ist.⁵⁾ Dieser Effekt auf den deutschen Home Bias wurde aber durch Portfolioumschichtungen deutscher Investoren weitgehend kompensiert, die auf der Suche nach Rendite in den vergangenen Jahren verstärkt ausländische Wertpapiere in ihre Portfolios aufnahmen. Insgesamt ist der deutsche Home Bias für Schuldverschreibungen zwischen Ende 2014 und Ende 2017 somit nahezu unverändert geblieben (+ 0,01).



⁵ Die Bundesbank kaufte im Rahmen des erweiterten Wertpapierankaufprogramms allerdings nicht ausschließlich deutsche Wertpapiere, sondern in geringem Umfang auch Schuldverschreibungen internationaler Organisationen, z. B. ESM-Anleihen.



sich Ende 2017 jeweils rund zur Hälfte auf Länder innerhalb und außerhalb des Euroraums. Verglichen mit der Zeit vor der Finanzkrise bedeutet dies eine leichte Verschiebung hin zu Partnerländern im Euroraum. Ganz überwiegend erfolgten die deutschen Direktinvestitionen in Form von Beteiligungskapital. Allerdings hat die konzerninterne Kreditgewährung in den letzten zehn Jahren relativ an Bedeutung gewonnen. Auf der Passivseite stammten Ende 2017 rund 62% der in Deutschland investierten Direktinvestitionsmittel aus Ländern des Euroraums, wobei der Anteil verglichen mit Ende 2007 leicht nachgab. Unternehmen aus dem Ausland stellten verbundenen Unternehmen in Deutschland zuletzt rund 43% der Direktinvestitionsmittel über Beteiligungskapital zur Verfügung, das waren rund 9 Prozentpunkte weniger als Ende 2007. Auch auf der Passivseite nahm die konzerninterne Kreditgewährung in den letzten Jahren anteilmäßig zu. Ausschlaggebend war hierfür zu einem großen Teil die höhere Mittelvergabe von ausländischen Töchtern an Mutterunternehmen in Deutschland (sog. Reverse Flows).⁴⁾

Die grenzüberschreitenden Wertpapieranlagen Deutschlands wiesen Ende 2017 per saldo einen Überschuss in Höhe von 382 Mrd € aus. 2015 war erstmals seit Mitte der achtziger Jahre ein Plus zu verzeichnen gewesen. Da deutsche

Staatsanleihen als sichere und liquide Anlage gelten, werden sie üblicherweise in großem Umfang von ausländischen Anlegern gehalten, sodass die deutschen Wertpapierverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland traditionell die entsprechenden Forderungen überstiegen.⁵⁾ Im Rahmen des Public Sector Purchase Programme (PSPP) des Eurosystems kauft die Bundesbank seit März 2015 allerdings deutsche Schuldverschreibungen des öffentlichen Sektors, vor allem auch von ausländischen Haltern. Dies dämpfte die Zunahme der im Ausland gehaltenen deutschen Wertpapiere für den gesamten Betrachtungszeitraum seit 2007 und reduzierte den Bestand in den letzten drei Jahren erheblich.

Wertpapieranlagen: Umschwung ins Plus und Interesse deutscher Anleger an ausländischen Schuldverschreibungen

⁴ Häufig handelt es sich bei Tochterunternehmen im Ausland um Finanzierungsgesellschaften, die Anleihen am internationalen Kapitalmarkt begeben und die Erlöse an ihre inländischen Muttergesellschaften in Form von Krediten weiterreichen.

⁵ Mit Veröffentlichung der Daten des AVS für das Jahr 2017 wurde bei den Schuldverschreibungen auf der Passivseite eine methodische Änderung rückwirkend bis zum 4. Quartal 2015 vorgenommen. Während bislang die im Ausland gehaltenen Bestände an deutschen Schuldverschreibungen aus den Transaktionsdaten der Zahlungsbilanz kumuliert wurden, werden nun Bestandsdaten aus den Wertpapierstatistiken der Bundesbank verwendet, um den von Gebietsfremden gehaltenen Bestand zu ermitteln. Dies führt beginnend mit dem 4. Quartal 2015 zu höheren Passiva-Beständen bei dieser Wertpapierklasse. Das neue Berechnungsverfahren steht im Einklang mit den Leitlinien der EZB. Es bietet darüber hinaus den Vorteil, die Ergebnisse des AVS und der Finanzierungsrechnung weiter anzunähern.

Die Entwicklung der deutschen Portfolioanlagen im Ausland wurde seit Ende 2007 durch den steigenden Bestand an langfristigen Schuldverschreibungen dominiert. Dabei war die Nachfrage nach Titeln von Ländern außerhalb des Euroraums in diesem Zeitraum spürbar kräftiger als die nach langfristigen Schuldverschreibungen der anderen Euro-Länder. Auch bei den ausländischen Aktien wurden bevorzugt Dividendenwerte von Unternehmen mit Sitz außerhalb des Euroraums in die Portfolios genommen. Ein nennenswerter Teil der Zunahme des Wertes ausländischer Aktien in den Portfolios von Inländern seit 2007 ging jedoch im Ergebnis auf das Konto von Kurssteigerungen, obwohl es in den Jahren 2007 und 2008 infolge der internationalen Finanzkrise vorübergehend deutliche Anpassungen der Aktienkurse nach unten gegeben hatte.

Die starke Nachfrage nach Anteilscheinen ausländischer Investmentfonds ließ den Bestand dieser Titel in den Portfolios heimischer Anleger verglichen mit Ende 2007 deutlich ansteigen.⁶ Deutsche Anleger halten im Ausland ganz überwiegend Fonds, die in anderen Euro-Ländern aufgelegt (rd. 97%) und im Inland vertrieben werden. Vor allem Gesellschaften in Luxemburg, Irland und Frankreich sind hier wichtige Anbieter.

Insgesamt spiegelt die Entwicklung der Wertpapieranlagen im Ausland in den zurückliegenden Jahren das Interesse an einer regionalen Auffächerung des deutschen Portfolios wider (vgl. auch die Erläuterungen auf S. 50 f.). Vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds spielte dabei wohl auch die Suche nach Rendite eine wesentliche Rolle.

Bei den übrigen Kapitalanlagen, die sowohl Finanz- und Handelskredite (soweit diese nicht den Direktinvestitionen zuzurechnen sind) als auch Bankguthaben und sonstige Anlagen umfassen, standen dagegen dem Anstieg auf der Forderungsseite auch merklich höhere Positionen auf der Passivseite gegenüber. Die Nettoforderungsposition gegenüber dem Ausland

stieg hier seit 2007 um insgesamt 84 Mrd € auf 691 Mrd €.

Die Währungsreserven der Bundesbank leisteten über die Jahre ebenfalls einen positiven Beitrag zur Netto-Auslandsposition, der vor allem bewertungsbedingt gewissen Schwankungen unterlag. Die Finanzderivate werden seit Ende 2010 für die Monetären Finanzinstitute und seit Ende 2012 auch für weitere Sektoren ausgewiesen. Auf die Nettoposition wirken sie kaum durch, da sie auf beiden Seiten der Bilanz in ähnlicher Größenordnung zu einer Bilanzverlängerung beitragen.

Währungsreserven unterlagen vor allem bewertungsbedingt Schwankungen

Sektoren als grenzüberschreitende Akteure

Ein Blick auf die Netto-Auslandspositionen der volkswirtschaftlichen Sektoren verdeutlicht, dass in den vergangenen Jahren ein großer Anteil des steigenden Netto-Auslandsvermögens auf die Unternehmen und Privatpersonen entfiel. Zum Jahresende 2017 wies dieser Sektor eine positive Netto-Auslandsposition von 1 939 Mrd € aus; sie lag damit um 1 273 Mrd € über dem Wert von Ende 2007. Mehr als zwei Drittel dieses Nettovermögens wurden Ende 2017 in Wertpapieren gehalten, rund ein Viertel ging auf das Direktinvestitionsengagement zurück. Die relative Bedeutung der Portfolioinvestitionen im Netto-Auslandsvermögen der Unternehmen hat damit in den letzten zehn Jahren deutlich zugenommen. Dies ist vor allem auf das steigende Gewicht von Finanzintermediären wie Fonds und Versicherungen in der Vermögensverwaltung zurückzuführen. Diese rechnen überwiegend zu den „Finanziellen Kapitalgesellschaften ohne Monetäre Finanzinstitute (MFI)“, die seit dem Jahr 2012 getrennt ausgewiesen werden und den weit überwiegenden Teil des Netto-Auslandsvermögens des Sektors Unternehmen und Privatpersonen halten (2017: 96%).

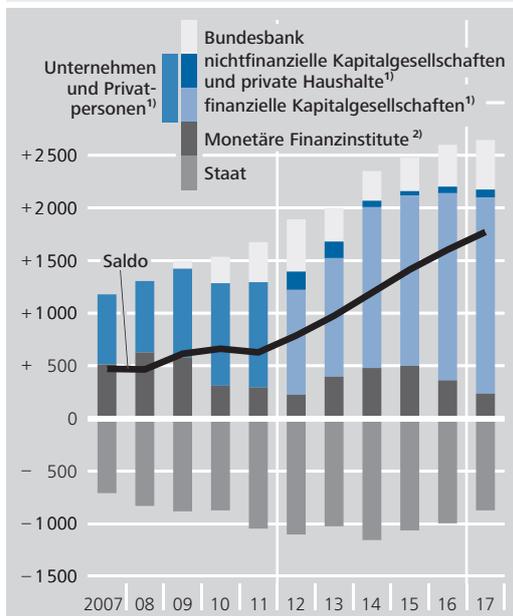
Auf finanzielle Kapitalgesellschaften entfällt großer Anteil des Netto-Auslandsvermögens

Übrige Kapitalanlagen: Zunahme der Nettoforderungen

⁶ Bewertungseffekte und andere Anpassungen trugen in den zehn Jahren seit 2007 rd. 5,5% zur Zunahme bei.

Deutsche Netto-Auslandsposition nach Sektoren

Mrd €



1 Bis einschl. 2011 liegen die Daten für den Sektor Unternehmen und Privatpersonen insgesamt vor. Ab 2012 ist eine Aufschlüsselung der Position nach finanziellen Kapitalgesellschaften ohne Monetäre Finanzinstitute sowie nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, privaten Haushalten und privaten Organisationen ohne Erwerbzweck verfügbar. **2** Ohne Bundesbank.
 Deutsche Bundesbank

MFI führen grenzüberschreitendes Engagement phasenweise zurück

Das Netto-Auslandsvermögen der MFI (ohne Bundesbank) ist spürbar abgeschmolzen. Ausschlaggebend waren Entwicklungen unter dem Eindruck der Finanzkrise: So stellten sich Geschäftsbanken gegenseitig grenzüberschreitend weniger Mittel bereit. Eine zum Teil generell höhere Risikoscheu und die Notwendigkeit, das Bilanzvolumen mit höheren Eigenkapitalanforderungen in Einklang zu halten, trugen ebenso dazu bei. In den von der Krise besonders betroffenen Ländern trat an die Stelle der Liquiditätsversorgung über den Interbankenmarkt verstärkt jene über die Zentralbanken.

Gestiegene Auslandsposition der Bundesbank

Entsprechend sind die TARGET2-Forderungen der Bundesbank gegenüber der Europäischen Zentralbank (EZB), die durch die Umverteilung von Zentralbankgeld innerhalb des Eurosystems entstanden, während der europäischen Schuldenkrise bis Mitte 2012 und – nach einem zwischenzeitlichen Rückgang – seit Anfang 2015 stark angestiegen. Für die aktuelle Zunahme zeichnet in erster Linie das erweiterte

Ankaufprogramm für Vermögenswerte (expanded Asset Purchase Programme: APP) des Eurosystems verantwortlich, da ein Großteil der Käufe über den Finanzplatz Deutschland abgewickelt wird und auf diese Weise Zentralbankgeld nach Deutschland fließt.⁷⁾ Angesichts der zunehmenden TARGET2-Forderungen ist auch die Netto-Auslandsposition der Bundesbank gegenüber dem Ausland seit dem Jahr 2007 merklich angewachsen. Dabei standen den zunehmenden Bruttoforderungen allerdings steigende Bruttoverbindlichkeiten gegenüber. Dahinter verbergen sich neben den Einlagen ausländischer Zentralbanken und Währungsbehörden unter anderem hohe Verbindlichkeiten aus Euro-Banknoten-Emissionen, welche fast die Hälfte der deutschen Forderungen aus dem bargeldlosen Zahlungsverkehr über TARGET2 ausmachen.⁸⁾

Vermindert hat sich in den letzten Jahren das Defizit des Staates gegenüber dem Ausland. Seit Ende 2014 ist es graduell abgeschmolzen und lag Ende 2017 bei 874 Mrd €. Ausschlaggebend war der umfangreiche Ankauf heimischer Staatsschuldverschreibungen aus den Beständen von Haltern im Ausland durch die Bundesbank. Hinzu kam ein verminderter Umlauf dieser Titel angesichts eines sinkenden öffentlichen Schuldenstandes.⁹⁾

Seit 2014 rückläufige Netto-Auslandsverschuldung des Staates

7 Das APP führt seit Jahresanfang 2015 zu einem stetigen Anstieg der deutschen TARGET2-Forderungen. Im Gegenzug nahmen auch die Auslandsverbindlichkeiten der Monetären Finanzinstitute zu. Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, TARGET2-Salden – Spiegel der Finanzmärkte, Monatsbericht, Dezember 2017, S. 75 f.; Deutsche Bundesbank, Zum Anstieg der deutschen TARGET2-Forderungen, Monatsbericht, März 2017, S. 33–34; sowie Deutsche Bundesbank, Zu den Auswirkungen der Wertpapierkäufe des Eurosystems auf die TARGET2-Salden, Monatsbericht, März 2016, S. 56–58.

8 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2017, S. 61–67; sowie Deutsche Bundesbank, Ausweis von Euro-Bargeld in der Zahlungsbilanz und im Auslandsvermögensstatus, Monatsbericht, März 2015, S. 96–98.

9 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Der Markt für Bundeswertpapiere: Halterstruktur und wesentliche Einflussfaktoren auf die Renditeentwicklung, Monatsbericht, Juli 2018, S. 15–39.

Rendite der deutschen Auslandsforderungen

Zeitraum	Direktinvestitionen	Aktien und Investmentzertifikate	Schuldverschreibungen	Übrige Kapitalanlagen und Währungsreserven	Insgesamt
	Gesamtrendite ¹⁾ in %				
2008 bis 2017	5,2	4,5	4,7	2,2	3,7
2008 bis 2011	5,3	- 0,8	4,2	3,6	3,5
2012 bis 2017	5,2	8,2	5,1	1,3	3,8
	Sharpe-Verhältnis				
2008 bis 2017	1,5	0,4	1,1	1,0	1,4
2008 bis 2011	1,4	- 0,1	1,2	3,0	1,4
2012 bis 2017	2,3	4,7	1,1	0,6	1,7

1 Geometrischer Durchschnitt des angegebenen Zeitraums.
 Deutsche Bundesbank

Rentabilität der deutschen Auslandsforderungen

Einkommens- und Gesamtrendite

Erzielen deutsche Anleger eine zu geringe Rendite?

Den deutschen Anlegern wird bisweilen vorgeworfen, ihr Geld ineffizient und somit falsch zu investieren. Diese These knüpft an die teils als niedrig empfundene Rendite der deutschen Anlagen im Ausland an.¹⁰⁾ Als Kriterium für die Berechtigung dieser Einschätzung kann ein Vergleich mit der Rendite ausländischer Investitionen im Inland herangezogen werden. Alternativ bietet sich auch die durchschnittliche Rendite des gesamten Geldvermögens privater Haushalte in Deutschland oder gängiger Aktien- oder Rentenindizes an.¹¹⁾

Einkommensrendite des deutschen Auslandsvermögens variiert erheblich je nach Anlageklasse und Referenzzeitraum

Die Einkommensrendite der deutschen Anlagen im Ausland lässt sich anhand der in der Leistungsbilanz ausgewiesenen Vermögenseinkommen eines Jahres in Relation zu dem Vermögenswert am Ende des Vorjahres ermitteln. Um die Gesamtrendite zu bestimmen, müssen zusätzlich die Bewertungseffekte berücksichtigt werden, die sich aus Veränderungen der Marktpreise und der Wechselkurse ergeben können.¹²⁾ Es zeigt sich, dass die Höhe der durchschnittlichen jährlichen Rendite erheblich von der jeweiligen Anlageklasse, aber auch vom

betrachteten Zeitraum abhängt: Im (geometrischen) Durchschnitt der Jahre 2008 bis 2017 erzielten Direktinvestitionen die höchste Gesamtrendite (5,2%). Es folgten Schuldverschreibungen (4,7%) noch vor Aktien und Investmentzertifikaten (4,5%) sowie übrige Kapitalanlagen und Währungsreserven (2,2%).¹³⁾ Das

¹⁰ Vgl. z. B.: M. Fratzscher, Der deutsche Sparirrsinn, in: Die Zeit, 17. Februar 2017; G. Braunberger, Das deutsche Problem, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 11. Februar 2017; sowie T. Nurai und G. Schnabl, Deutschland ist Exportweltmeister dank riskanten Finanzanlagen, in: Neue Zürcher Zeitung, 7. November 2018.

¹¹ Da es sich beim Auslandsvermögen um eine hoch aggregierte Statistik handelt, sind die ermittelten Renditen im Hinblick auf die Instrumente, die Sektoren und die Zeit in mehrfacher Weise gemittelt und daher nur sehr eingeschränkt mit jährlichen Portfoliorenditen einzelner Anleger vergleichbar. Gleiches gilt für die nachfolgende Risikoanalyse.

¹² In der Literatur werden die Bewertungseffekte häufig als Differenz zwischen der Veränderung des ausgewiesenen Auslandsvermögens und den sich aus der Kapitalbilanz ergebenden Transaktionsdaten ermittelt. Dieses Vorgehen ist jedoch ungenau und kann bspw. aufgrund unterschiedlicher Datenquellen bei der Erstellung von AVS und Zahlungsbilanz zu erheblichen Abweichungen führen. Die Bundesbank weist die detaillierte Veränderungsrechnung des AVS unter Angabe von Transaktionen, Bewertungseffekten und anderen Anpassungen im Statistischen Beiheft Nr. 3 zum Monatsbericht aus. Die Daten sind für die Jahre ab 2005 verfügbar.

¹³ Ein Vergleich zwischen den verschiedenen Anlageklassen lässt sich sinnvoll nur auf Basis der Gesamtrendite durchführen. Anders als bei Direktinvestitionen werden reinvestierte Gewinne bei Aktien in der Leistungsbilanz nicht als Vermögenseinkommen erfasst, sondern schlagen sich im AVS als Bewertungseffekte nieder. Dies führt bei der Einkommensrendite zu einer systematischen Unterschätzung der tatsächlichen Vermögenseinkommen aus der Wertpapierhaltung.

im Vergleich zu Schuldverschreibungen schlechtere Abschneiden von Aktien und Investmentfonds ist auf die Auswirkungen der internationalen Finanzkrise und der europäischen Schuldenkrise zurückzuführen, welche die Gewinne der Unternehmen und die Kursentwicklung am Aktienmarkt zeitweilig spürbar beeinträchtigten.¹⁴⁾ Die durchschnittliche Gesamrendite über alle Vermögensklassen hinweg belief sich zwischen 2008 und 2017 auf 3,7%; sie war damit etwas höher als die Rendite, die ausländische Investoren auf ihr deutsches Anlagevermögen erhielten (3,3%).¹⁵⁾ Zum Vergleich: Die privaten Haushalte Deutschlands erzielten auf ihr gesamtes Geldvermögen in dem genannten Zeitraum lediglich eine durchschnittliche nominale Rendite von 3,0%. Dieser Wert umfasst neben Erträgen aus Wertpapieranlagen insbesondere auch die Zinseinnahmen aus Termin- und Sichteinlagen und ist daher niedriger als die durchschnittliche jährliche Rendite von 4,0%, welche Investoren mit einem deutschen Rentenportfolio hätten erzielen können.¹⁶⁾ Dabei war die Renditeentwicklung von Rentenwerten im Betrachtungszeitraum durch hohe Kursgewinne aufgrund des massiven Zinsrückgangs geprägt, die so nicht vorauszusehen waren. Ein auf dem deutschen Aktienindex CDAX basierendes Investmentzertifikat hätte im Durchschnitt eine jährliche Rendite von 5,4% erbracht.¹⁷⁾

Renditedifferenzen nicht auffallend hoch

Offensichtlich gibt es zwar durchaus Renditeunterschiede zwischen den verschiedenen Anlagekategorien. So verzeichneten deutsche Dividendenwerte im Rückblick während der vergangenen zehn Jahre den höchsten Wertzuwachs. Bedenkt man aber die unterschiedlichen Fristigkeiten und Risiken, sind die Diskrepanzen nicht außerordentlich und die deutschen Auslandsinvestitionen schneiden keineswegs schlechter ab als vergleichbare Anlagen im Inland.¹⁸⁾ Ohnehin ist eine Ex-post-Analyse der Vermögenseinkommen grundsätzlich mit Vorsicht zu interpretieren, da der Aspekt der Unsicherheit zum Zeitpunkt der Investitionsentscheidung im Nachhinein naturgemäß keine Berücksichtigung mehr findet.

In den dargestellten Berechnungen wirkt sich der hohe Anteil der – zu den übrigen Kapitalanlagen zählenden – deutschen TARGET2-Position der Bundesbank an den deutschen Brutto-Auslandsforderungen dämpfend auf die Rendite des deutschen Auslandsvermögens aus (vgl. die Erläuterungen auf S. 57). Mit 907 Mrd € machten die TARGET2-Forderungen zum Jahresende 2017 knapp 11% der deutschen Brutto-Auslandsforderungen aus.¹⁹⁾ Wichtig ist in diesem Kontext, dass die hohe deutsche TARGET2-Position nicht in dem Anlageverhalten der Bundesbank begründet ist. Sie ist – bei gegebenen Portfoliodispositionen des Auslands – ausschließlich auf die Entscheidungen der hier

TARGET2 – letztlich Ergebnis der Entscheidung privater Wirtschaftsakteure

14 Im Zeitraum von 2012 bis 2017, als die Höhepunkte der genannten Krisen überwunden waren, erzielten deutsche Anleger aus Aktien und Investmentzertifikaten im Ausland eine durchschnittliche jährliche Rendite von 8,2% und damit deutlich mehr als aus Direktinvestitionen (5,2%), Anlagen in ausländischen Schuldverschreibungen (5,1%) oder aus Krediten (1,3%).

15 Finanzderivate bleiben bei dieser Berechnung unberücksichtigt, da sie ihrem Wesen nach sehr heterogen und als Vermögenswerte schwer interpretierbar sind (bspw. Swap-Geschäfte). Zudem generieren sie keine Vermögenseinkommen. Bei Einbeziehung der Bewertungseffekte für Finanzderivate ergäbe sich für den Zeitraum von 2008 bis 2017 eine durchschnittliche Gesamrendite von 2,9%. Gesonderte Daten für Finanzderivate liegen allerdings erst für die Jahre ab 2010 vor.

16 Gemessen am Rentenindex REX Gesamt-Performanceindex. Der Index bildet den Markt der Staatspapiere (Government Bonds) am deutschen Rentenmarkt ab. Er beinhaltet alle Anleihen, Obligationen und Schatzanweisungen der Bundesrepublik Deutschland, des Fonds Deutsche Einheit sowie der früheren Treuhandanstalt mit fester Verzinsung und einer Restlaufzeit zwischen einem halben und 10,5 Jahren. Er erfasst Preisänderungen und Zinslöse und entspricht somit den international üblichen „total return indices“. Vgl.: Deutsche Börse Group, Leitfaden zu den REX®-Indizes, Version 3.12, Oktober 2017.

17 Der CDAX wird von der Deutschen Börse AG berechnet und repräsentiert alle deutschen Unternehmen im Prime Standard und General Standard. Die genannte Rendite ergibt sich aus dem CDAX-Performance-Index.

18 Die Vorstellung, die deutschen Auslandsforderungen ließen sich ohne Weiteres in inländische Anlagen umschichten, verkennt die saldenmechanischen Zusammenhänge. Deutsche Auslandsforderungen ließen sich nur in dem Maße verringern, d. h. an Ausländer veräußern, wie diese Forderungen in Deutschland halten und bereit sind, sie abzugeben. Zu vermuten ist, dass ein derartiger (hypothetischer) Umschichtungsprozess mit gravierenden Preis Anpassungen verbunden wäre. Das Netto-Auslandsvermögen könnte darüber hinaus nur durch Leistungsbilanzdefizite oder Vermögensverluste abgebaut werden. Dies erforderte – bei unveränderter Ersparnis – den Aufbau eines entsprechenden (realen) Kapitalstocks hierzulande durch vermehrte Sachinvestitionen.

19 Bis Ende November dieses Jahres sind sie um weitere 34 Mrd € auf 941 Mrd € angewachsen.

Zur Verzinsung der TARGET2-Salden

Die Verzinsung der TARGET2-Salden im Eurosystem ist an den Hauptrefinanzierungssatz gekoppelt, der im März 2016 auf null gesenkt wurde. Entsprechend weist die Bundesbank in ihrem Geschäftsbericht für das Jahr 2017 keine Zinseinnahmen aus dieser Position aus, was sich auch auf die Rendite der deutschen Auslandsforderungen auswirkte. In Hinblick auf die grenzüberschreitenden Einkommensströme aus geldpolitischen Geschäften greift eine Betrachtungsweise, die allein auf den in der Leistungsbilanz ausgewiesenen Vermögenseinkommen und den Bestandsdaten des Auslandsvermögensstatus basiert, jedoch zu kurz. Die Einkünfte und Aufwendungen der nationalen Zentralbanken des Eurosystems aus geldpolitischen Geschäften werden zum Ende des Geschäftsjahres als monetäres Einkommen des Eurosystems zusammengefasst und entsprechend dem Kapitalschlüssel den nationalen Zentralbanken zugewiesen.¹⁾ Die aus dieser Verteilung gegenüber den ursprünglichen Einkommenssalden resultierenden Differenzbeträge (die zu einer Erhöhung oder einer Senkung des Gewinns der nationalen Zentralbank führen können) werden in der Zahlungsbilanz als Sekundäreinkommen erfasst, formal also nicht dem Vermögenseinkommen zugerechnet.

In diesem Zusammenhang ist es hilfreich, sich vor Augen zu führen, dass alle Bilanzpositionen der nationalen Zentralbanken und der EZB, die aus geldpolitischen Geschäften resultieren und der Risikoteilung unterworfen sind, aus ökonomischer Sicht dem Eurosystem „gehören“ und daher konsolidiert zu betrachten sind. Bei welcher Zentralbank im Eurosystem geldpolitische Geschäfte anfallen und wohin das geschaffene Zentralbankgeld innerhalb des Eurosystems transferiert wird, ist aus diesem Blick-

winkel unerheblich. Für die endgültige Partizipation der nationalen Zentralbanken an den Erträgen und Aufwendungen des Eurosystems aus geldpolitischen Geschäften sind die Intra-Eurosystem-Positionen aus der Verteilung des Zentralbankgelds innerhalb des Eurosystems daher nicht die entscheidende Bezugsgröße. Dies gilt unabhängig von der Höhe einer etwaigen Verzinsung dieser Positionen. Maßgeblich sind allein die insgesamt im Eurosystem erzielten Erträge und Aufwendungen sowie der für die Verteilung herangezogene Kapitalschlüssel. Die Bundesbank wird demnach an den Erträgen aus den Refinanzierungsgeschäften beispielsweise der Banca d'Italia oder der Banque de France letztlich ebenso beteiligt wie an den Erträgen aus ihren eigenen Refinanzierungsgeschäften.²⁾

¹ In Übereinstimmung mit Art. 32.4 der ESZB-Satzung werden Einkünfte und Risiken aus geldpolitischen Refinanzierungsgeschäften, sofern sie sich realisieren, nach Maßgabe der jeweils geltenden Anteile am Kapital der EZB unter den nationalen Zentralbanken des Eurosystems aufgeteilt. Gleiches gilt grundsätzlich auch für geldpolitische Wertpapierankaufprogramme. Risiken und Einkünfte aus den im Rahmen des CBPP und CBPP2 erworbenen gedeckten Schuldverschreibungen sowie den im Rahmen des PSPP erworbenen Staatsanleihen werden hingegen von den haltenden nationalen Zentralbanken jeweils selbst getragen bzw. vereinbart.

² Durch das APP und durch die aus dem Ausland via TARGET2 zugeflossene Liquidität weiteten sich die (negativ verzinsten) Einlagen der Kreditinstitute und der sonstigen in- und ausländischen Einleger deutlich aus. Sie trugen im Geschäftsjahr 2017 wesentlich zu dem Netto-Zinsertrag der Bundesbank in Höhe von gut 4 Mrd € bei. Der Anteil der Einlagen der Kreditinstitute in der Bundesbankbilanz am Gesamtbestand in der konsolidierten Eurosystem-Bilanz lag mit rd. 33% deutlich über dem Kapitalanteil der Bundesbank von 25,6%. Der Ausgleich für die überproportional hohen Zinserträge erfolgte durch die Verteilung der monetären Einkünfte innerhalb des Eurosystems, und es entstand der Bundesbank per saldo ein Aufwand von rd. 400 Mio €.

ansässigen Wirtschaftsakteure zurückzuführen, Geldvermögen lieber auf einem inländischen Konto zu belassen als im übrigen Euroraum zu investieren.²⁰⁾ Zudem ging der Aufbau der deutschen TARGET2-Forderungen per saldo überwiegend wohl nicht zulasten höher rentierlicher Auslandsanlagen. Insbesondere die Gegenbuchungen zu den im Rahmen des APP gestiegenen deutschen TARGET2-Forderungen fanden zu einem großen Teil bei den übrigen Kapitalanlagen statt und haben – für sich genommen – zu einer „Bilanzverlängerung“ der deutschen Auslandsposition geführt.

Risiken der deutschen Auslandsposition

Einkommens- und Bewertungsrisiken

Risiko wichtiges Merkmal grenzüberschreitender Anlagen

Neben der Rentabilität stellt auch das Risiko, das sich aus dem Auslandsengagement deutscher Wirtschaftsakteure ergibt, ein wesentliches Kriterium für die angemessene Anlage des deutschen Auslandsvermögens dar. Analog zu den Erträgen lassen sich ein Einkommensrisiko und ein Bewertungsrisiko unterscheiden. In Hinblick auf die Vergleichbarkeit verschiedener Finanzinstrumente sollten der Gesamtrendite beide Risikoaspekte gegenübergestellt werden. Ein gebräuchliches Maß zur Berücksichtigung von Renditeschwankungen ist das sogenannte Sharpe-Verhältnis, das die durchschnittliche Rendite eines Vermögenswertes oder Portfolios zur Standardabweichung der Rendite in Beziehung setzt.²¹⁾ Dies ist sinnvoll, da typischerweise Vermögenswerte, die eine höhere Rendite aufweisen, auch ein höheres Risiko, also eine größere Streuung der Einkommensströme, mit sich bringen. Die Berücksichtigung dieser geringeren Planbarkeit macht die Rentabilität unterschiedlicher Anlageformen besser vergleichbar. Allerdings handelt es sich bei dieser Bereinigung der Rendite mithilfe der historischen Standardabweichung nur um eine grobe Skalierung. Zum einen bildet die historische Standardabweichung nicht unbedingt

das Ex-ante-Risiko einer Geldanlage ab. Ähnlich wie der Durchschnitt der jährlichen Rendite wird auch die gemessene Standardabweichung zudem in hohem Maße von dem gewählten Beobachtungszeitraum beeinflusst. Zum anderen berücksichtigt das Sharpe-Verhältnis zwar die Volatilität der Kapitalerträge, nicht aber die Risikoeinstellung der Anleger, die sich nicht nur von Investor zu Investor unterscheiden, sondern auch im Zeitverlauf ändern kann.

Gemessen an dem Sharpe-Verhältnis schnitten im Zeitraum 2008 bis 2017 unter den deutschen Anlageformen im Ausland abermals Direktinvestitionen am besten ab (Sharpe-Verhältnis 1,5). Deutlich geringere Werte wiesen Schuldverschreibungen (1,1) und übrige Kapitalanlagen (1,0) auf. Am ungünstigsten erwiesen sich auf Basis dieser Maßzahl die Investitionen in Aktien und Investmentfondsanteile, die aufgrund der zwischenzeitlichen Kursverluste und der hohen Fluktuation der Aktienkurse nur auf einen Wert von 0,4 kamen. Das schlechte Abschneiden dieser Anlageklasse war jedoch allein auf die Entwicklung in den ersten vier Jahren des Beobachtungszeitraums zurückzuführen. Verkürzt man die Betrachtung auf die Jahre ab 2012, so weisen Aktien und Investmentfondsanteile mit einem Sharpe-Verhältnis von 4,7 mit Abstand den höchsten Wert aller Anlageklassen auf.

Rendite und Risikoprofil von Anlagen sollten gleichermaßen berücksichtigt werden

Latente Risiken

Nicht alle mit der Auslandsposition eines Landes verbundenen Risiken manifestieren sich in der Volatilität der Vermögenseinkommen oder in

²⁰ Zu den in Deutschland ansässigen Wirtschaftsakteuren gehören bspw. auch die deutschen Töchter von Banken aus Drittländern, die im Rahmen des APP Wertpapiere an das Eurosystem veräußerten.

²¹ Das Sharpe-Verhältnis verwendet im Zähler die Differenz zwischen tatsächlicher Rendite und der Rendite einer risikofreien Geldanlage. Diese wird im Folgenden gleich null gesetzt und somit ignoriert. Im Niedrigzinsumfeld der vergangenen Jahre scheint eine solche Vereinfachung durchaus gerechtfertigt.

*Struktur der
Auslands-
verbindlichkeiten
wichtige Deter-
minante latenter
Risiken*

beobachtbaren Bewertungsänderungen.²²⁾ Offenkundig ist dies im Hinblick auf mögliche Zahlungsbilanzkrisen, die häufig durch den umfassenden Rückzug ausländischer Investoren ausgelöst werden und durch akute Refinanzierungsprobleme der heimischen Wirtschaftsakteure gekennzeichnet sind. Dabei schützt eine positive Netto-Auslandsposition nicht generell vor möglichen Verwerfungen auf der Seite der Bruttoverbindlichkeiten, auch wenn die Anfälligkeit in der Regel geringer einzuschätzen ist. Ein Versiegen von Mittelzuflüssen aus dem Ausland kann grundsätzlich auch Industrieländer treffen, wie nicht zuletzt die internationale Finanz- und die europäische Schuldenkrise gezeigt haben. Inwieweit solche Risiken auch für Deutschland bestehen könnten, hängt maßgeblich von der Zusammensetzung der Auslandsverbindlichkeiten hierzulande ab. Dabei sind vor allem Merkmale wie Eigen- versus Fremdkapital, die Fristigkeit und der Anteil von Fremdwährungsverbindlichkeiten von Bedeutung.

*Anlagehorizont
der Investoren
bedeutender
Einflussfaktor für
Reaktionen auf
Veränderungen
der Markt-
situation*

Ausländische Direktinvestitionen, auf die 21% der deutschen Auslandsverbindlichkeiten entfallen, sind aus Sicht des Gastlandes in der Regel nur mit geringen Risiken behaftet, da die Ertragsrisiken beim ausländischen Investor liegen und sie typischerweise auf langfristigen Standortentscheidungen beruhen, die kurzfristig kaum revidiert werden. Deutsche Aktien und Investmentfondsanteile in der Hand ausländischer Investoren machen weitere 11% der deutschen Auslandsverbindlichkeiten aus. Auch hier liegt das Ertragsrisiko bei den ausländischen Gläubigern. Da Eigenkapitalinstrumente nicht kündbar sind, zählen sie zudem zu den langfristigen Anlageformen. Sinkende Gewinnaussichten oder eine ungünstigere Risikobewertung ziehen jedoch häufig Kurskorrekturen nach sich, welche die Finanzierungsmöglichkeiten der betroffenen Unternehmen erschweren können und unter Umständen auch Übertragungseffekte auf andere Bereiche der Volkswirtschaft haben. Allerdings stehen die Risiken ungünstiger Kursentwicklungen an den Aktienmärkten ebenso wie die Gefahr spekulativer Fehlbewer-

tungen nicht unmittelbar in Bezug zu dem Anteil ausländischer Anteilseigner. Im Gegenteil dürfte eine breite Streuung und internationale Diversifizierung inländischer Dividendenwerte tendenziell eher für eine Glättung der Kursentwicklung sorgen und die Auswirkungen von Preiskorrekturen auf die heimische Volkswirtschaft reduzieren.

Ein Viertel der deutschen Vermögenswerte in ausländischem Besitz besteht aus langfristigen Schuldverschreibungen. Innerhalb dieser Position entfallen knapp 60% auf öffentliche Anleihen, die auch als Anlageform von Währungsreserven eine wichtige Rolle spielen. Das Merkmal Deutschlands als sicherer Hafen unterstreicht auch hier die langfristige Perspektive ausländischer Gläubiger. Im Falle globaler Schocks, die ihren Ursprung nicht in Deutschland haben, ist bei dieser Position daher ein eher antizyklisches Verhalten der Anleger zu beobachten, also ein Anstieg der Nachfrage bei zunehmender Spannung an den internationalen Finanzmärkten.²³⁾ Risiken auf der Passivseite der deutschen Auslandsposition bestehen am ehesten bei den übrigen Kapitalanlagen, die überwiegend aus Bargeld und Einlagen sowie aus kurzfristigen Krediten bestehen. Sie machen rund ein Drittel der deutschen Auslandsverbindlichkeiten aus.²⁴⁾ Die wichtigsten Schuldner in dieser Anlagekategorie sind Monetäre Finanzinstitute und die Bundesbank. Die Annahme kurzfristiger Einlagen gehört zum Kerngeschäft von Kreditinstituten, und die damit verbundenen Risiken werden regelmäßig im Rahmen des internen Risikocontrollings und der Bankenaufsicht überwacht. Die Auslandspassiva der Bundesbank beruhen im Wesentlichen auf Verbind-

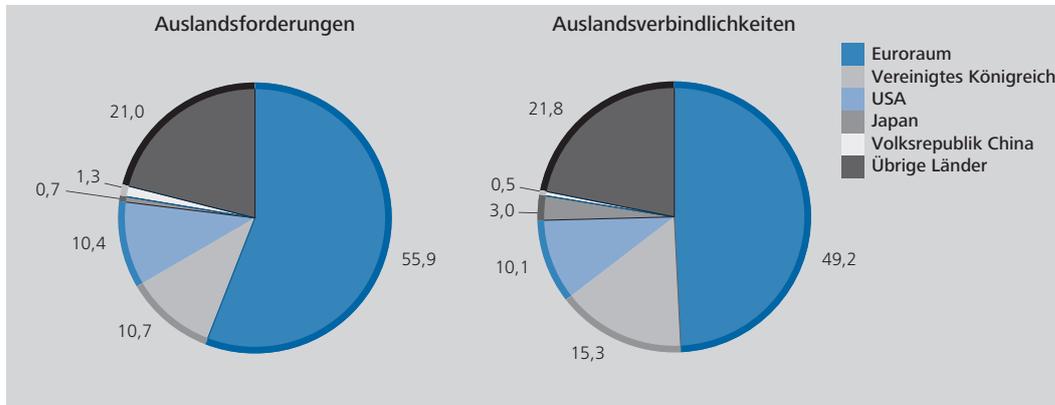
22 Auf der Passivseite des AVS ergibt sich sogar das zunächst paradox erscheinende Phänomen, dass Kursverluste aufgrund einer ungünstigen wirtschaftlichen Entwicklung im Inland oder einer gesunkenen Bonität inländischer Schuldner zu einem Rückgang des Marktwerts der Auslandsverbindlichkeiten führen.

23 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Renditen von Bundesanleihen unter dem Einfluss von „Safe Haven“-Effekten – eine SVAR-Analyse, Monatsbericht, Juli 2018, S. 34–39.

24 Wie erwähnt schlägt sich das APP auch in dieser Position durch gestiegene Verbindlichkeiten der Monetären Finanzinstitute gegenüber dem Ausland nieder.

Regionale Zusammensetzung der deutschen Auslandsforderungen und Auslandsverbindlichkeiten im Jahr 2017

in %



Abweichungen von 100% sind rundungsbedingt.

Deutsche Bundesbank

lichkeiten gegenüber dem Eurosystem aus Euro-Banknoten-Emissionen, den Einlagen anderer Zentralbanken im Rahmen des Zentralbankservice und Ausgleichposten für Sonderziehungsrechte des Internationalen Währungsfonds (IWF). Spezifische Risiken in Form eines plötzlichen Kapitalabzugs durch ausländische Gläubiger ergeben sich für die Bundesbank aus diesen Positionen nicht.

Wechselkursänderungen als Risiko-komponente

Ein besonderer, bei rückwirkender Betrachtung nicht immer ersichtlicher Risikoaspekt der Auslandsverbindlichkeiten eines Landes besteht in den Auswirkungen unerwarteter Wechselkursänderungen.²⁵⁾ Fremdwährungsverbindlichkeiten können zu einer erheblichen finanziellen Belastung werden, wenn ihr Gegenwert in heimischer Währung aufgrund einer Abwertung steigt. In Deutschland spielen Fremdwährungsverbindlichkeiten aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive mit 17% der gesamten Auslandsverbindlichkeiten eher eine untergeordnete Rolle. Darunter befinden sich auch negative Wertansätze von Finanzderivaten, die dem Hedging von Währungsrisiken dienen und insofern keine eigenständigen Risiken bergen.²⁶⁾

Während auf der Passivseite des AVS in der Regel Schwierigkeiten bei der Bedienung eigener Zahlungsverpflichtungen im Mittelpunkt einer Risikoanalyse stehen, drohen auf der Ak-

tivseite unter Umständen schwerwiegende Vermögensverluste, die sich nicht zwangsläufig in der aktuellen Bewertung niederschlagen. Dies gilt insbesondere dann, wenn Vermögenswerte schlecht diversifiziert sind und hohe Auslandsforderungen gegenüber einzelnen Schuldern bestehen.

Risikoanalyse auf der Aktivseite nimmt mögliche Vermögensverluste ins Visier

Über 40% der deutschen Auslandsforderungen bestanden zum Jahresende 2017 gegenüber anderen Mitgliedstaaten des Euroraums,²⁷⁾ wobei Luxemburg, die Niederlande und Frankreich die wichtigsten Zielländer sind. Die genannten Länder waren aus deutscher Sicht allerdings zugleich auch die wichtigsten Kapitalgeber aus dem Euroraum.²⁸⁾ Außerhalb des Euro-Währungsgebiets hielten deutsche Anleger die meisten Vermögenswerte im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten (jeweils rd. 10%). Alles in allem scheinen die deutschen

Deutsches Auslandsvermögen recht gut diversifiziert

²⁵ Die oben angeführten Renditeberechnungen zu den deutschen Auslandsforderungen berücksichtigen Wechselkursänderungen der Vergangenheit.

²⁶ Auch die übrigen Fremdwährungsverbindlichkeiten sind nicht notwendigerweise Wechselkursänderungsrisiken ausgesetzt, da Fremdwährungspositionen häufig abgesichert sind.

²⁷ Ohne EZB und Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM).

²⁸ Hierin zeigt sich die prominente Rolle der genannten Länder als internationale Finanzzentren. Ein Großteil der dort verorteten Vermögenswerte und Verbindlichkeiten ist unter dem „ultimate risk“-Aspekt letztlich anderen Ländern zuzuordnen.

Vermögenswerte weltweit recht gut diversifiziert zu sein.

Die TARGET2-Forderungen der Bundesbank richten sich gegen die EZB. Der Bundesbank können aus dem TARGET2-System dann Verluste entstehen, wenn eine nationale Zentralbank ihren Zahlungsverpflichtungen gegenüber der EZB nicht in vollem Umfang nachkommen sollte. In diesem Fall wäre die Bundesbank indirekt als Anteilseigner der EZB von dem entstehenden Verlust betroffen. Die Höhe des deutschen TARGET2-Saldos wäre dabei unerheblich.

Das deutsche Auslandsvermögen im internationalen Kontext

Deutsches Auslandsvermögen als Spiegelbild ausländischer Verbindlichkeiten

Zusammenspiel von Schuldner- und Gläubigerpositionen weltweit

Die Frage der Tragfähigkeit eines hohen Netto-Auslandsvermögens lässt sich nicht nur aus dem Blickwinkel der Werthaltigkeit der Vermögenstitel und möglicher Verluste für das Gläubigerland betrachten. Ein anderer Aspekt ergibt sich daraus, dass sich die nationalen Auslandspositionen – soweit sie statistisch richtig erfasst sind – weltweit ausgleichen. Daraus folgt, dass Auslandsverbindlichkeiten einzelner Länder nur entstehen können, wenn in einem anderen Teil der Welt Auslandsforderungen aufgebaut werden. Diese Wechselwirkung könnte so interpretiert werden, dass die Ursachen hoher Auslandsverbindlichkeiten möglicherweise nicht allein bei den Schuldnerländern zu suchen sind, sondern Länder mit persistenten Leistungsbilanzüberschüssen und einem entsprechend hohen Auslandsvermögen unter Umständen ebenfalls zu dem Aufbau nicht nachhaltiger Auslandspositionen in Ländern mit anhaltenden Leistungsbilanzdefiziten beitragen.

Einklang des Netto-Auslandsvermögens mit fundamentalen Faktoren

Ein wichtiges Kriterium für die Stichhaltigkeit einer solchen Argumentation ist, inwieweit wirtschaftspolitische Fehlanreize oder Marktbeschränkungen für den Aufbau eines hohen Auslandsvermögens verantwortlich sind. Insofern die Netto-Auslandsposition hingegen auf fundamentale, politisch nicht gesteuerte Faktoren und freie Marktprozesse zurückzuführen ist, gibt sie keinen Anlass für eine derartige Kritik.

Auslandsposition als Ergebnis von Marktprozessen

Mit dem External Balance Assessment (EBA) entwickelte der IWF eine Methode zur Bestimmung gleichgewichtiger Leistungsbilanzen. Da die Netto-Auslandsposition eines Landes im Wesentlichen den kumulierten Leistungsbilanzsalden der Vergangenheit entspricht, eignet sich dieser Ansatz auch zur Untersuchung der langfristigen Zusammenhänge zwischen der Auslandsposition und wichtigen Fundamentaldaten, welche den Spar- und Investitionsentscheidungen eines Landes zugrunde liegen (siehe die Erläuterungen auf S. 62 ff.). Eine „gleichgewichtige“ Auslandsposition lässt sich bestimmen, indem für die Einflussgrößen wünschenswerte oder zumindest politisch nicht gesteuerte Werte angesetzt werden. Abweichungen des tatsächlichen von dem so ermittelten Wert sollten – bei korrekter Modellspezifikation – über kurz oder lang Anpassungen nach sich ziehen, weil die berücksichtigten Fundamentalfaktoren die strukturelle Vermögensposition eines Landes bestimmen. Da die Definition angestrebter Werte für die herangezogenen Determinanten umstritten ist und das Problem der Ermittlung einer gleichgewichtigen Auslandsposition letztlich nur auf eine andere Ebene verlagert, wird in dem hier vorgestellten Ansatz auf eine solche normative Analyse verzichtet und stattdessen nur eine Erklärung nationaler Auslandspositionen angestrebt, die ein besseres Verständnis der zugrunde liegenden Triebkräfte ermöglicht. Wichtig ist auch bei diesem Vorgehen, dass alle Einflussgrößen

Schätzung der Auslandsposition ...

Erklärung der Auslandsposition mit makroökonomischen Einflussgrößen

Die nachfolgende Untersuchung orientiert sich am External Balance Assessment (EBA) des Internationalen Währungsfonds (IWF),¹⁾ das gewöhnlich für die Schätzung von Leistungsbilanzquoten – definiert als der Leistungsbilanzsaldo in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) – herangezogen wird. Für die Schätzung der Auslandsposition – ebenfalls in Relation zum BIP – werden die exogenen Variablen gegebenenfalls dahingehend adaptiert, dass sie für die Erklärung einer Bestandsgröße (der Netto-Auslandsposition) anstelle einer Stromgröße (des Leistungsbilanzsaldos) verwendet werden können.

Die im Rahmen der Paneluntersuchung ermittelten Koeffizienten und Schätzwerte der nationalen Auslandspositionen reflektieren letztlich den Durchschnitt der berücksichtigten Länder während des Beobachtungszeitraums. Sie sind daher nicht normativ zu interpretieren, sondern dienen eher dem Verständnis der treibenden Kräfte außenwirtschaftlicher Entwicklungen und der Offenlegung länderspezifischer Besonderheiten (in Form fixer Ländereffekte oder länderspezifischer Merkmalsausprägungen).

Für die hier vorgestellte Untersuchung der Bundesbank wurden Jahresdaten von insgesamt 21 fortgeschrittenen Volkswirtschaften und zehn Schwellenländern herangezogen. Der Zeitraum umfasst die Jahre von 1999 bis 2016. Soweit nicht anders erwähnt, werden stets Differenzen zum Weltdurchschnitt (oder als Approximation zum gewichteten Durchschnitt des Ländersamples) verwendet. Auf diese Weise wird sichergestellt, dass allen Ländern gemeinsame Entwicklungen keine Auswirkungen auf die geschätzte Auslandsposition haben. Im Einzelnen fließen die folgenden Variablen in die Untersuchung ein:²⁾

Netto-Auslandsposition in Prozent des BIP:

Zu erklären ist die Netto-Auslandsposition in Prozent des BIP (iip_gdp). Die Normierung durch das BIP ermöglicht die Vergleichbarkeit zwischen den Ländern. Da die nationalen Auslandspositionen im Aggregat weltweit ausgeglichen sein müssen, wird diese Variable nicht als Differenz zum Weltdurchschnitt definiert.³⁾

Netto-Schuldenstand des Gesamtstaates in Relation zum BIP:

Der Netto-Schuldenstand des Gesamtstaates⁴⁾ in Relation zum BIP (gdebt_gdp) repräsentiert – mit umgekehrtem Vorzeichen – das Finanzvermögen des Staates und steht somit für den (negativen) Beitrag der öffentlichen Haushalte zum nationalen Geldvermögen.

Pro-Kopf-Einkommen:

Das Pro-Kopf-Einkommen (gdp_cap) beschreibt den Entwicklungsstand einer Volks-

1 Vgl.: IWF (2013), External Balance Assessment (EBA) Methodology: Technical Background. Der Ansatz wird kontinuierlich weiterentwickelt, vgl.: <http://www.imf.org/external/np/res/eba/data.htm>

2 Die Daten zu den nationalen Auslandspositionen stammen aus den Balance of Payments Statistics des IWF, Angaben zum öffentlichen Schuldenstand, dem BIP sowie zu den Verbraucherpreisen sind dem World Economic Outlook des IWF entnommen. Die detaillierte Aufschlüsselung von Altersgruppen der Bevölkerung wird in den World Population Prospects der Vereinten Nationen bereitgestellt. Die World Development Indicators der Weltbank enthalten Daten zu den nationalen Energieimporten und den Ausgaben für Forschung und Entwicklung. Für die Auswahl von Ländern mit freiem Kapitalverkehr wurde auf den Chinn-Ito-Index (http://web.pdx.edu/~ito/kaopen_2015.dta) zurückgegriffen.

3 Da in der Schätzung Auslandspositionen in Relation zum BIP verwendet werden und das Sample nicht alle Länder abdeckt, ist der jährliche Durchschnitt der Variable in der Regel von null verschieden. Die Verwendung von zeitspezifischen fixen Effekten trägt diesem Umstand Rechnung.

4 Der Netto-Schuldenstand berücksichtigt neben der Bruttoverschuldung auch die finanziellen Forderungen des Staates.

wirtschaft.⁵⁾ Auf der einen Seite sprechen die relative Kapitalknappheit und die Aussichten aufholender Volkswirtschaften auf ein höheres Einkommensniveau in der Zukunft (in Verbindung mit intertemporaler Konsumglättung) für Netto-Kapitalflüsse in diese Länder. Dem steht auf der anderen Seite jedoch der erschwerte Zugang weniger entwickelter Länder zu den internationalen Kapitalmärkten entgegen. Dies gilt insbesondere für die Aufnahme von Fremdkapital im Ausland.⁶⁾ Viele Schwellenländer sehen sich daher veranlasst, ihre Entwicklung durch eine Exportstrategie voranzutreiben und durch den Aufbau von Auslandsvermögen (z. B. in Form von Währungsreserven) abzusichern.⁷⁾ Spiegelbildlich impliziert das Argument der intertemporalen Konsumglättung, dass fortgeschrittene Volkswirtschaften eher als Nettogläubiger auftreten. Andererseits können sich „reiche“ Volkswirtschaften eher eine negative Auslandsposition leisten, da sie über eine bessere Bonität verfügen. Aus theoretischer Sicht lässt sich daher keine generelle Aussage zum Zusammenhang zwischen Auslandsposition und Pro-Kopf-Einkommen treffen.

Bevölkerungsanteil älterer Menschen:

Ein vergleichsweise hoher Bevölkerungsanteil nicht mehr erwerbstätiger Menschen (hier gemessen als der Anteil der über 64-Jährigen, `pop_old`) begründet höhere Ersparnisse in vorausgegangenen Jahren, auf die im Alter zurückgegriffen werden kann. Anders als bei der Leistungsbilanz ist im Hinblick auf das Auslandsvermögen nicht die Dynamik der gesellschaftlichen Alterung relevant, sondern der aktuelle Anteil älterer Menschen, dem ein entsprechender Kapitalstock gegenüber stehen sollte.

Marktkapitalisierung:

Die Bedeutung des nationalen Kapitalmarkts, gemessen anhand der Marktkapitalisierung börsennotierter Unternehmen in Relation zum BIP (`market_gdp`), wird im EBA-Ansatz als Maß für den Zugang der Unternehmen zum Kapitalmarkt interpretiert.

Eine hohe Marktkapitalisierung erleichtert demnach die Investitionstätigkeit in einem Land. Da hierdurch auch ausländisches Kapital angezogen wird, ist tendenziell ein negativer Einfluss auf die Auslandsposition eines Landes zu erwarten.

Ausgaben für Forschung und Entwicklung in Prozent des BIP:

Die Ausgaben für Forschung und Entwicklung in Prozent des BIP (`r&d_gdp`) werden als Proxy der Bedeutung immaterieller Vermögenswerte verwendet.⁸⁾ Mit Blick auf den Auslandsvermögensstatus sind immaterielle Vermögenswerte als Substitut für finanzielles Auslandsvermögen zu betrachten, die ebenfalls Vermögenseinkommen aus dem Ausland generieren können.⁹⁾ Die Variable

⁵ Der Basis-Spezifikation liegt das nominale Pro-Kopf-Einkommen in US-Dollar zugrunde. In einer alternativen Schätzung wird das Pro-Kopf-Einkommen in Kaufkraftparitäten verwendet.

⁶ Vgl. hierzu auch das sog. Lucas-Paradox, welches die Beobachtung von Netto-Kapitalflüssen aus den Schwellenländern in Richtung fortgeschrittener Volkswirtschaften beschreibt: R. Lucas, (1990), Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?, *American Economic Review* 80, S. 92–96. Dieses Paradox löst sich teilweise auf, wenn für weitere Einflussfaktoren wie die Entwicklung der Kapitalmärkte kontrolliert wird. Vgl.: S. Herrmann und J. Kleinert (2014), Lucas Paradox and Allocation Puzzle: Is the Euro Area Different?, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 06/2014.

⁷ Um dieses Argument auf andere Weise zu erfassen, wird auch die Signifikanz einer Dummy-Variablen für feste Wechselkursregime getestet.

⁸ Aus theoretischer Sicht wären Bestandsdaten wie die Anzahl bestehender Patente als Determinante der Auslandsposition geeigneter, doch liegen hierzu keine vergleichbaren Daten für einen breiten Länderkreis vor. In den Datenbanken des Europäischen Patentamts und des United States Patents and Trademarks Office sind die Patente von Gebietsansässigen jeweils stark überrepräsentiert. Auf globaler Ebene werden Patente nicht erfasst.

⁹ Vgl. hierzu auch die Diskussion um die „Dunkle Materie“ in der amerikanischen Auslandsposition: R. Hausmann und F. Sturzenegger (2007), The missing dark matter in the wealth of nations and the implications for global imbalances, *Economic Policy* 51, S. 470–518.

dürfte daher mit negativem Vorzeichen in die Regression eingehen.¹⁰⁾

Anteil der Netto-Energieimporte an dem Energieverbrauch eines Landes:

In der gleichen Weise stellen auch Rohstoffvorkommen eine Einkommensquelle für die Zukunft dar und können daher als Alternative für Finanzvermögen angesehen werden. Eine geringe Verfügbarkeit heimischer Energieträger spiegelt sich in einem hohen Anteil der Netto-Energieimporte an dem Energieverbrauch eines Landes (`energy_imp`)¹¹⁾ wider und sollte in einem außenwirtschaftlichen Gleichgewicht durch ein höheres finanzielles Auslandsvermögen kompensiert werden. Der unmittelbare Effekt hoher Energieimporte auf die Leistungsbilanz – und somit langfristig auch auf die Auslandsposition – ist allerdings negativ, sodass die tatsächliche Beziehung a priori unbestimmt ist.¹²⁾

Verhältnis des Anteils eigenkapitalbezogener Vermögenswerte zu dem Anteil eigenkapitalbezogener Verbindlichkeiten:

Bei dem Aufbau von Auslandsvermögen könnte schließlich auch die relative Risikobereitschaft der Bevölkerung eine Rolle spielen. Dies ergibt sich zum einen aus dem Motiv des Vorsorgesparens, das vor allem bei hoher Risikoaversion zum Tragen kommen dürfte. Zum anderen lässt sich langfristig mit vergleichsweise riskanten Anlageformen aber auch eine höhere Rendite erzielen als mit sicheren Anlagen. Das Verhältnis des Anteils eigenkapitalbezogener Vermögenswerte zu dem Anteil eigenkapitalbezogener Verbindlichkeiten (`equ_ass_liab`) gibt Aufschluss darüber, in welchem Maß ein Land gegenüber dem Rest der Welt als Risikokapitalgeber fungiert. Je stärker dies der Fall ist, desto weniger dürfte das Land auf die Akkumulation eines nominal hohen Auslandsvermögens angewiesen sein und desto weniger dürften für dieses Land im internatio-

nen Kontext Vorsorgemotive eine Rolle spielen.

Die Panel-Schätzung wird mit fixen Länder- und Zeiteffekten durchgeführt. Ein Lagrange-Multiplier-Test nach Breusch und Pagan lehnt die Zulässigkeit zufälliger Ländereffekte (random effects) ab. Fixe Zeiteffekte tragen dem Umstand Rechnung, dass der Durchschnitt der nationalen Auslandsvermögensquoten von null verschieden sein und im Zeitverlauf variieren kann. Sie fangen globale Schocks auf, die alle im Sample vertretenen Länder gleichermaßen treffen. Die Varianz-Kovarianz-Matrix ist unter Verwendung des Huber-White-Schätzers robust geschätzt.¹³⁾

In der Tabelle auf Seite 65 werden in der ersten Spalte zunächst die Ergebnisse der Schätzung für einen breiten Länderkreis vorgestellt. In der zweiten Spalte wird die

10 In der Literatur wird in dem steigenden Anteil immaterieller Vermögensgegenstände allerdings auch ein möglicher Grund für eine verstärkte unternehmensinterne Finanzierung über einbehaltene Gewinne vermutet, da er eine Außenfinanzierung erschwere. Dies würde tendenziell eine positive Beziehung zwischen finanziellen und immateriellen Vermögenswerten bedingen. Vgl.: A. Falato et al. (2013), *Rising Intangible Capital, Shrinking Debt Capacity, and the US Corporate Savings Glut*, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series 2013–2067, Washington, D.C.

11 Die Energieimporte und der Gesamtenergieverbrauch eines Landes werden in Rohöläquivalenten gemessen. Die Relation ist somit von Preisschwankungen unabhängig und verändert sich als Strukturvariable im Zeitverlauf in der Regel nur graduell.

12 Bei der Bestimmung gleichgewichtiger Leistungsbilanzen geht die Energiebilanz, gemessen in Rohöläquivalenten, negativ in die Schätzergebnisse der oben genannten Bundesbank-Untersuchung ein. Der IWF ermittelt für Länder, die Nettoexporteure von Öl und Gas sind, im Rahmen des EBA einen Bestimmungsfaktor für die zeitliche Begrenztheit des Ressourcenreichtums. Dahinter steht die Idee, dass auch Länder mit derzeit guter natürlicher Energieträgerausstattung für die Zukunft vorsorgen müssen, wenn sie keine Einnahmen aus dieser Quelle mehr erwarten können. In diesem Fall geht die zeitliche Begrenztheit mit einem positiven Vorzeichen im Hinblick auf die Leistungsbilanz und den Aufbau von Auslandsvermögen einher. Vgl.: IWF (2013), a. a. O.

13 Der Huber-White-Schätzer beruht auf Quasi-Maximum-Likelihood-Standardfehlern und ist gegenüber verschiedenen Arten von Fehlspezifikationen robust.

Schätzung auf den kleineren Kreis von Ländern begrenzt, die nach Klassifizierung des IWF während des gesamten Beobachtungszeitraums einen uneingeschränkt freien Kapitalverkehr hatten.¹⁴⁾ Auf diese Weise wird berücksichtigt, dass die Auslandsposition von Ländern mit Kapitalverkehrsbeschränkungen verzerrt sein könnte.

Die berücksichtigten Variablen gehen – soweit a priori ein eindeutiger Zusammenhang postuliert werden konnte – mit dem erwarteten Vorzeichen in die Schätzungen ein und sind überwiegend statistisch signifikant. Die Schuldenquote des öffentlichen Sektors hat einen negativen Einfluss auf das Auslandsvermögen, hingegen verfügt eine Volkswirtschaft mit einem hohen Bevölkerungsanteil älterer Menschen in der Regel über ein überdurchschnittliches Auslandsvermögen. Als statistisch hoch signifikant und über die verschiedenen Modellspezifikationen hinweg sehr robust erweist sich der negative Zusammenhang zwischen Pro-Kopf-Einkommen und Auslandsvermögen. Hier scheint der bessere Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten und die im Durchschnitt höhere Bonität der Kapitalnehmer den Ausschlag zu geben. Auffällig ist die starke Evidenz für die These, dass Länder mit hohem Importanteil ihres Primärenergiebedarfs die relative Rohstoffknappheit durch ein hohes finanzielles Auslandsvermögen kompensieren. Geistiges Eigentum – approximiert durch die Ausgaben für Forschung und Entwicklung – scheint zwar ebenfalls als Substitut für finanzielle Vermögenswerte zu dienen, doch ist dieser Zusammenhang nur für den breiten Länderkreis signifikant. Beschränkt sich die Schätzung auf Volkswirtschaften mit freiem Kapitalverkehr, behält der geschätzte Koeffizient zwar das negative Vorzeichen, ist aber nicht mehr signifikant von null verschieden. Ähnliches gilt für die strukturelle Zusammensetzung des Auslandsvermögens, in dem sich die Rolle eines Landes als internationaler Risikokapitalgeber – und implizit die Risikobereitschaft der heimi-

Determinanten des Netto-Auslandsvermögens^{o)}

Variablen	Breiter Länderkreis iip_gdp	Begrenzter Länderkreis ¹⁾ iip_gdp
gdebt_gdp	- 1,06*** (0,190)	- 1,28*** (0,217)
gdp_cap	- 0,182*** (0,040)	- 0,149*** (0,043)
pop_old	8,77*** (3,25)	10,48** (5,34)
market_gdp	- 0,147 (0,096)	- 0,327*** (0,087)
r&d_gdp	- 15,0** (7,44)	- 17,3 (16,7)
energy_imp	0,256*** (0,054)	0,257*** (0,071)
equ_ass_liab	- 16,4** (7,50)	- 8,54 (12,8)
Con	30,7	- 26,1
fixed_de	- 29,9	5,23
Obs	388	195
Countries	31	14
R ² _adj.	0,42	0,69

^{o)} Standardfehler in Klammern. ***/**/* kennzeichnen ein Signifikanzniveau von 1%/5%/10%. Mit fixed_de wird hier der sich für Deutschland in der Schätzung ergebende fixe Ländereffekt aufgeführt. ¹⁾ Länder mit freiem Kapitalverkehr.

Deutsche Bundesbank

mischen Wirtschaftsakteure – widerspiegelt. Allerdings erhöhen die beiden zuletzt genannten Variablen auch im engeren Länderkreis die Güte der Schätzung, gemessen am bereinigten R². Auf diese Spezifikation wird auch im Text zurückgegriffen, wenn die fundamental bestimmte Höhe des deutschen Auslandsvermögens und die Beiträge einzelner Einflussgrößen diskutiert werden.

¹⁴⁾ In der Tabelle werden lediglich die letztlich bevorzugten Schätzvarianten vorgestellt. Sie enthalten nur Variablen, die sich als statistisch signifikant (auf dem 10%-Niveau) erwiesen oder die Güte der Schätzung (gemessen am bereinigten R²) erhöhten.

... auf der Grundlage makroökonomischer Einflussfaktoren ...

jeweils in Relation zum Durchschnitt im Rest der Welt gesetzt werden, da global einheitliche Trends typischerweise keine Verschiebungen der nationalen Auslandspositionen bewirken sollten.

Zu den zentralen Variablen gehört in diesem Kontext die demografische Situation in einer Volkswirtschaft. Ein vergleichsweise hoher Anteil älterer, nicht mehr erwerbstätiger Personen rechtfertigt höhere Ersparnisse in vorausgegangenen Jahren, auf die im Alter zurückgegriffen werden kann. Im internationalen Kontext geht dies mit einer positiven Netto-Auslandsposition einher. Ein klassisches Beispiel für eine Determinante, die zwar einen starken Einfluss auf die Auslandsposition eines Landes ausüben kann (positive Analyse), diese aber nicht notwendigerweise auch rechtfertigt (normative Analyse), ist der öffentliche Schuldenstand abzüglich der finanziellen Forderungen des Staates. Diese Nettoverschuldung steht für den (negativen) Beitrag der öffentlichen Haushalte zum nationalen Geldvermögen. Eine a priori ambivalente Rolle kommt dem Entwicklungsstand einer Volkswirtschaft zu, da reiche Länder zwar grundsätzlich eher in der Lage sein dürften, dem Ausland Kapital zur Verfügung zu stellen, und Investitionen in aufholenden Volkswirtschaften aufgrund deren relativer Kapitalknappheit mittelfristig eine höhere Rendite versprechen. Andererseits bieten fortgeschrittene Volkswirtschaften häufig eine höhere Investitionssicherheit und verfügen über einen besseren Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten. Weitere in der Schätzung berücksichtigte Einflussgrößen sind die – unten näher erörterte – Rolle eines Landes als internationaler Risikokapitalgeber, die Forschungsintensität, die einem Land attestiert werden kann, sowie die Abhängigkeit von Rohstoffimporten.

... offenbart großen Beitrag der demografischen Komponente

Die durchgeführte Schätzung ermittelt für das Jahr 2017 ein deutsches Netto-Auslandsvermögen von 48% des BIP,²⁹ verglichen mit einem tatsächlichen Wert von 54%. Insofern lag das deutsche Auslandsvermögen etwas über dem Wert, der sich aus Fundamentaldaten

und den in einem Panelansatz hergeleiteten Zusammenhängen ergibt. Zugleich bestätigt sich aber die These, dass die demografische Komponente eine wichtige Rolle für die hohe deutsche Nettoersparnis (und damit den Aufbau von Auslandsvermögen) spielt. Die heute schon vergleichsweise alte Bevölkerung in Deutschland würde für sich genommen sogar ein Netto-Auslandsvermögen von über 100% des BIP erklären.³⁰ Die Bevölkerungsprojektion der Vereinten Nationen lässt für die kommenden 20 Jahre keinen spürbaren Abbau des deutschen Auslandsvermögens, sondern eher eine weitere Ersparnisbildung erwarten.³¹

Alle übrigen Komponenten zusammen hatten per saldo einen dämpfenden Effekt auf die deutsche Auslandsposition. Vor allem das vergleichsweise hohe Pro-Kopf-Einkommen Deutschlands schlug negativ zu Buche. Hier gaben der ungehinderte Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten und die hohe Bonität und das Ansehen Deutschlands als Kapitalnehmer den Ausschlag und wogen offenbar schwerer als die im Vergleich zu Schwellenländern geringere Rendite auf hiesige Kapitalanlagen.

Auch in früheren Jahren kam es zu Diskrepanzen zwischen den tatsächlichen und den von dem verwendeten Modell geschätzten Auslandspositionen Deutschlands. Diese dürften zumindest teilweise auf in dem Schätzmodell nicht (direkt) erfasste Bewertungseffekte zurückzuführen sein. Der Anstieg der deutschen Auslandsposition seit dem vorübergehenden Rückgang im Jahr 2008 wird durch das Modell insgesamt aber recht gut abgebildet, wenn gleich die Entwicklung vor allem in den Krisenzeiten zeitweise deutlich von den prognostizier-

Schätzungen können die Entwicklung des deutschen Netto-Auslandsvermögens alles in allem recht gut abbilden

²⁹ Ohne Berücksichtigung eines fixen Ländereffekts in Höhe von 5,2 Prozentpunkten. Dieser Ländereffekt hat die Funktion einer länderspezifischen Konstante, die selbst nicht durch die übrigen Variablen im Modell erklärt werden kann.
³⁰ Dieser Wert ist nur eine grobe Annäherung, da er auf einer partiellen Ableitung beruht und die Konstante und fixe Effekte, welche einen spürbaren Einfluss auf das Niveau des deutschen Netto-Auslandsvermögens haben, ausklammert.
³¹ Vgl.: United Nations, World Population Prospects 2017.

ten Werten abwich. Seit 2012 sind die Differenzen betragsmäßig jedoch eher gering.³²⁾

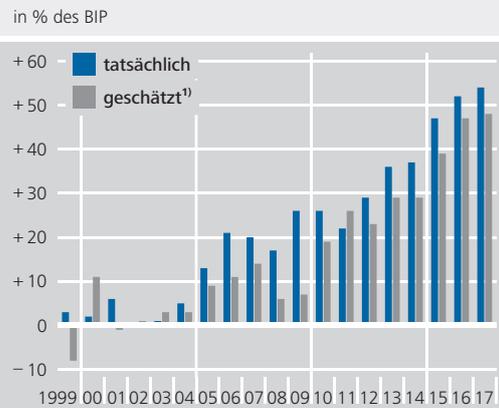
Daraus lässt sich wie erwähnt allerdings nicht ohne Weiteres ableiten, dass die gegenwärtige Höhe der deutschen Auslandsposition im Sinne eines allgemeinen Gleichgewichtsmodells gerechtfertigt wäre. Der hier verwendete Ansatz zielt darauf ab, die Bedeutung wichtiger Einflussfaktoren zu identifizieren. Er ist nicht dazu geeignet, normative Vorgaben zu machen.

Internationale Risikoteilung

Gut ein Drittel der deutschen Auslandsforderungen besteht aus Eigenkapitaltiteln

Ein wichtiger Aspekt für die Rolle Deutschlands im Gefüge der internationalen Auslandspositionen ist neben der Höhe und der Angemessenheit des deutschen Auslandsvermögens auch die Frage der Risikoverteilung zwischen den Schuldnerländern und Deutschland. Wie bereits dargelegt entstehen den ausländischen Geschäftspartnern keine unbedingten Zahlungsverpflichtungen, sofern das deutsche Auslandsvermögen den Charakter von Eigenkapital hat, also in Form von Direktinvestitionen oder Aktien angelegt ist. Mögliche finanzielle Rückflüsse bestehen in diesem Fall einzig aus den erfolgsabhängigen Dividenden oder aus Verkaufserlösen. Fremdkapitalmittel bergen für den ausländischen Schuldner dagegen umso eher Risiken, je kürzer die vereinbarte Laufzeit ist. Unter diesem Aspekt sind insbesondere Geldmarktpapiere und ein Großteil der vergebenen Kredite als kurzfristig und somit für den Schuldner als vergleichsweise riskant einzustufen. Ein Blick auf die eingangs dargestellte Struktur der deutschen Brutto-Auslandsforderungen macht deutlich, dass zum Jahresende 2017 gut 36% des deutschen Auslandsvermögens als Eigenkapital angelegt waren. Davon entfielen 23 Prozentpunkte auf Direktinvestitionen, die aufgrund der damit verbundenen strategischen Interessen der Investoren als besonders robust gegenüber temporären Eintrübungen des wirtschaftlichen Umfelds gelten.³³⁾ Auf Aktien und Investmentfondsanteile entfielen 13% der deutschen Brutto-Auslandsforderungen.³⁴⁾

Erklärung des deutschen Netto-Auslandsvermögens mit makroökonomischen Einflussgrößen



¹ Ohne fixen Ländereffekt in Höhe von 5,2 Prozentpunkten.

Deutsche Bundesbank

Langfristige Schuldverschreibungen machten weitere 22% der deutschen Finanzanlagen im Ausland aus. Für den Rest zeichneten in erster Linie die übrigen Kapitalanlagen (34%) verantwortlich.³⁵⁾ In diese Kategorie fallen vor allem die als kurzfristig einzustufenden Finanz- und Handelskredite sowie Einlagen bei monetären Finanzinstituten.³⁶⁾

Die ebenfalls zu den übrigen Kapitalanlagen zählenden TARGET2-Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB machen rund ein Drittel dieser Anlagekategorie aus. Die Gegenposi-

Besondere Bedeutung der TARGET2-Forderungen

³² Der Anstieg der geschätzten Auslandsposition war in diesen Jahren vor allem auf die Senkung des öffentlichen Schuldenstandes zurückzuführen, die im Kontrast zum internationalen Trend stand.

³³ Unter dem Aspekt der Risikoteilung sind Direktinvestitionskredite ähnlich zu bewerten wie Beteiligungskapital, da die Konzernmutter nur auf der Bedienung einer konzerninternen Zahlungsverpflichtung bestehen wird, wenn die Tochter diese auch bezahlen kann. Von einer drohenden Zahlungsunfähigkeit der Tochter wäre sie über den Wert ihrer Beteiligung selbst betroffen.

³⁴ Investmentzertifikate können sowohl auf Aktien als auch auf Anleihen basieren. Sie werden im Auslandsvermögen jedoch typischerweise mit den Aktien in einer Position zusammengefasst.

³⁵ Der Bestand ausländischer Geldmarktpapiere in deutschen Portfolios (weniger als 1%) und die ausländischen Währungsreserven der Bundesbank (2%) fallen nicht ins Gewicht. Der Ausweis positiv bewerteter Finanzderivate auf der Aktivseite macht weitere 5% aus.

³⁶ Eine Ausnahme bilden Anteilsrechte, die nicht den Direktinvestitionen oder Wertpapieren zuzurechnen sind wie z. B. GmbH-Anteile. Auch Altersvorsorgeansprüche zählen zu den übrigen Kapitalanlagen, sind aber eher langfristiger Natur.

Mittelbereitstellung kann positiven Beitrag zur Stabilität der außenwirtschaftlichen Beziehungen leisten

tion der Partnerländer ist jedoch anders zu bewerten als kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber privaten Gläubigern, da sie nicht dem Risiko der Anschlussfinanzierung unterliegt.

Insgesamt bestand zum Jahresende 2017 somit nur rund die Hälfte der deutschen Forderungen gegenüber dem Ausland aus Schuldinstrumenten, die mit unbedingten Zahlungsverpflichtungen der Gegenseite verbunden waren. Insbesondere die Bereitstellung von Eigenkapital trägt im internationalen Kontext eher zu einer Stabilisierung möglicher außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte bei, da auf diese Weise finanzielle Mittel zur Verfügung gestellt werden, deren Rückflüsse an die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit und die finanzielle Belastbarkeit des Partnerlandes gekoppelt sind. Die Verwirklichung der europäischen Kapitalmarktunion dürfte die private Risikoteilung innerhalb des Euroraums – insbesondere auch durch eine Stärkung der grenzüberschreitenden Eigenkapitalfinanzierung – weiter fördern.

■ Fazit

Das deutsche Netto-Auslandsvermögen ist in den vergangenen Jahren – vor allem bedingt durch anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse –

bis Ende 2017 auf rund 54% des BIP gestiegen. Darin spiegelt sich zu einem wesentlichen Teil die demografische Situation Deutschlands mit einem überdurchschnittlichen Bevölkerungsanteil älterer Menschen wider. Die Rendite der deutschen Auslandsforderungen stand in den vergangenen Jahren unter dem Einfluss des globalen Niedrigzinsumfelds. Dabei wiesen die einzelnen Anlageinstrumente deutliche Renditeunterschiede auf, die auch von dem betrachteten Zeitraum abhingen. Die mit der deutschen Auslandsposition verbundenen Risiken erscheinen in aggregierter Sicht begrenzt, wenngleich Vermögensverluste aufgrund von Bewertungsänderungen durch Marktpreis- oder Wechselkurseffekte nicht auszuschließen sind, und einzelwirtschaftliche Risiken dem AVS ohnehin nicht entnommen werden können. Das deutsche Auslandsvermögen stellt zwar grundsätzlich den Gegenpart zu den Auslandsverbindlichkeiten in anderen Teilen der Welt dar und könnte somit prinzipiell zu externen Ungleichgewichten beitragen. Allerdings implizieren die deutschen Auslandsforderungen nur zu einem begrenzten Teil unbedingte Zahlungsverpflichtungen. Durch die Bereitstellung von Eigenkapitalmitteln trägt Deutschland eher zu einer Stärkung der internationalen Risikoteilung und einer wirtschaftlichen Stabilisierung in den Partnerländern bei.