

Das deutsche Auslandsvermögen: neue statistische Konzepte und Ergebnisse seit der Finanzkrise

Der deutsche Auslandsvermögensstatus (AVS) stellt die zu Marktpreisen bewerteten finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten von Inländern gegenüber Ausländern dar. Er dokumentiert und veranschaulicht damit die Vermögensposition Deutschlands gegenüber der übrigen Welt. Als makroökonomisches Rechenwerk hat er seit der Finanzkrise an Bedeutung gewonnen, weil er außenwirtschaftliche Verflechtungen und damit mögliche Ansteckungskanäle aufzeigt. So ist der AVS auch Teil der G20-Initiative, Datenlücken zu identifizieren und zu schließen. Das deutsche Netto-Auslandsvermögen – also die Forderungen abzüglich der Verbindlichkeiten von Inländern gegenüber Ausländern – ist gemessen am nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) von Anfang 2007 bis Ende 2017 von knapp 20% auf rund 60% angewachsen. Den Auslandsforderungen in Höhe von 8 346 Mrd € stehen dabei Verbindlichkeiten in Höhe von 6 417 Mrd € gegenüber. Das Netto-Auslandsvermögen in Relation zum BIP ist ein Indikator im Verfahren der Europäischen Union (EU) zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte.

Der Aufsatz stellt ein dreidimensionales Darstellungskonzept vor, das die Veränderungen des deutschen Netto-Auslandsvermögens in einer Entstehungs-, Verwendungs- und Verteilungsrechnung von unterschiedlichen Seiten beleuchtet. Entstehungsseitig waren die erwirtschafteten Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands die treibende Kraft, der allerdings negative Bewertungseffekte und statistische Anpassungen gegenüberstanden. Deshalb blieb der Zuwachs des deutschen Netto-Auslandsvermögens in den Jahren 2007 bis 2017 hinter der Entwicklung der kumulierten Leistungsbilanzüberschüsse zurück; er war aber mit einem Plus von 1 457 Mrd € oder rund 40 Prozentpunkten in Relation zum BIP durchaus beachtlich.

Mit Blick auf die Kategorien der Finanzanlagen zeigt die Verwendungsrechnung die hohe Bedeutung der Wertpapierinvestments im deutschen AVS. Erstmals seit über 30 Jahren halten Inländer mehr ausländische Wertpapiere in ihren Depots als Ausländer Wertpapiere deutscher Emittenten. Zum einen haben hiesige Wirtschaftsunternehmen und Privatpersonen kräftig in diese Anlagekategorie investiert. Zum anderen gaben ausländische Investoren deutsche Staatsanleihen seit 2015 per saldo ab, sodass ihr Bestand in ausländischen Portfolios um gut ein Viertel zurückgegangen ist. Vor allem der Start des geldpolitischen Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme: APP) dürfte zu dem Umschwung beigetragen haben. In der Verteilungsrechnung nach Sektoren verzeichneten die Wirtschaftsunternehmen und Privatpersonen den höchsten Vermögenszuwachs; sie bleiben damit größter Netto-Gläubigersektor gegenüber dem Ausland. Es folgt die Bundesbank, die sich durch den Anstieg ihrer TARGET2-Forderungen zum derzeit zweitgrößten Netto-Gläubigersektor entwickelt hat. Dagegen ist die Netto-Forderungsposition der Monetären Finanzinstitute zurückgegangen. Einziger Nettoschuldner bleibt der Sektor Staat.

Schließlich stellt der Aufsatz mit den Indizes der Wechselkurseffekte im Auslandsvermögensstatus noch ein neu entwickeltes Konzept vor, das den Datenfundus AVS mit Wechselkursinformationen verknüpft, um den Einfluss von Wechselkurseffekten besser erklären und modellieren zu können.

Der AVS als außenwirtschaftliches Rechenwerk im europäischen und internationalen Kontext

Das Netto-Auslandsvermögen der deutschen Volkswirtschaft hat stark zugenommen

Der AVS bildet alle finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen Inländern und Ausländern ab, bewertet mit den Marktpreisen und Wechselkursen am jeweiligen Stichtag. Damit ist der AVS eine zeitpunktbezogene Bestandsstatistik, zu der die Kapitalbilanz – als Teilbilanz der Zahlungsbilanz – die korrespondierenden Finanzströme erfasst.¹⁾ Veränderungen des AVS setzen sich zusammen aus Finanztransaktionen mit dem Ausland, die in der Kapitalbilanz ausgewiesen werden, sowie Bewertungseffekten, wenn sich Marktpreise oder Wechselkurse verändern.²⁾ Die Bestände grenzüberschreitend gehaltener Finanzvermögen haben in den letzten Jahrzehnten stark zugenommen, und zwar die Auslandsforderungen deutlich stärker als die Verbindlichkeiten: Im Ergebnis hat das deutsche Netto-Auslandsvermögen in dem Zeitraum von Anfang 2007 bis Ende 2017 von knapp 20% auf rund 60% in Relation zum BIP zugelegt. Zu Beginn der Europäischen Währungsunion Anfang 1999 hatte Deutschland eine Netto-Schuldnerposition gegenüber dem Ausland ausgewiesen.³⁾

In absoluten Zahlen lag das deutsche Netto-Auslandsvermögen Ende 2017 bei 1 929 Mrd €. Ein Blick auf die Bruttogrößen zeigt, dass inländische Gläubiger ausländische Vermögenswerte in Höhe von 8 346 Mrd € halten, während die deutschen Auslandsverbindlichkeiten bei 6 417 Mrd € liegen. Somit addieren sich die Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten aktuell auf das Viereinhalbfache des deutschen BIP. Diese Kennziffer, die auch herangezogen wird, um den finanziellen Offenheitsgrad einer Volkswirtschaft zu beschreiben, nahm bis 2012 recht stetig zu; seitdem verharrt sie auf hohem Niveau.

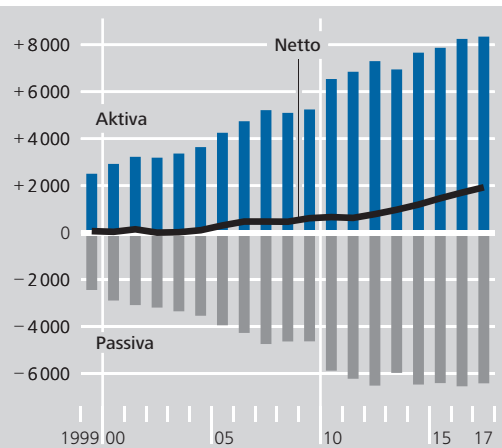
Finanzieller Offenheitsgrad auf hohem Niveau

In dem hohen finanziellen Offenheitsgrad spiegelt sich auch der Wunsch der Akteure nach international diversifizierten Anlagen. Aus Anlegersicht verringern höhere Auslandsanlagen die Anfälligkeit eines Portfolios gegenüber nationalen Schocks und verstetigen so die Ertragsperspektiven. Wenn in den Portfolios inländischer Anleger ein immer größerer Teil auf ausländische Investments entfällt oder auf Fremdwährungen lautet, verringert sich der sogenannte Home Bias bei Wertpapieranlagen, der dadurch gekennzeichnet ist, dass Wertpapierbestände einzelner Länder meist deutlich zugunsten der jeweiligen inländischen Instrumente ausgerichtet sind.⁴⁾

Geringere Anfälligkeit gegenüber nationalen Schocks durch internationale Diversifizierung

Das deutsche Auslandsvermögen

Mrd €, Stand am Jahresende



Deutsche Bundesbank

1 Für weiterführende Informationen und Daten zum deutschen AVS vgl.: <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Aussenwirtschaft/Auslandsvermoegenstatus/auslandsvermoegenstatus.html>. Zum methodischen Konzept vgl.: Internationaler Währungsfonds (IWF) (2009), Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM6); und Deutsche Bundesbank, Änderungen in der Methodik und Systematik der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus, Monatsbericht, Juni 2014, S. 59–70.

2 Änderungen im AVS ergeben sich schließlich noch durch die sog. anderen Anpassungen. Sie umfassen im Wesentlichen konzeptionelle und methodische Abweichungen zur Zahlungsbilanz und können erhebliche Größenordnungen annehmen. Darüber hinaus werden hier Umschichtungen dokumentiert, die sich bspw. durch die Neuzuordnung einer Investition in eine andere Funktionalategorie oder eines Unternehmens in einen anderen Sektor ergeben.

3 Zum deutschen AVS von 1999 bis 2007 vgl.: Deutsche Bundesbank, Das deutsche Auslandsvermögen seit Beginn der Währungsunion: Entwicklung und Struktur, Monatsbericht, Oktober 2008, S. 15–33.

4 Vgl. für die Entwicklung seit Beginn der Währungsunion: Deutsche Bundesbank, Entwicklung des Home Bias bei Wertpapieren, Monatsbericht, Oktober 2008, S. 24.

Einfluss externer Entwicklungen steigt mit finanziellen Verflechtungen

Gleichzeitig gewinnen aber auch die Kapitalmarktentwicklungen in anderen Ländern oder Wechselkursbewegungen mehr Einfluss auf die nationale Wirtschaft: Konjunkturelle Impulse übertragen sich zusätzlich zu den traditionellen Kanälen – wie den internationalen Handelsbeziehungen – verstärkt auch über Einkommens- und Vermögenseffekte, die durch Niveau- und Strukturverschiebungen im Auslandsvermögen bestimmt werden.⁵⁾ Das zeigte sich auch während der internationalen Finanz- und Staatsschuldenkrise.⁶⁾ Da der AVS nicht nur Aggregate und Nettogrößen abbildet, sondern auch die Struktur der Aktiv- und der Passivseite, lassen sich für die unterschiedlichen Sektoren, beispielsweise anhand von Kapitalstruktur, Laufzeitenprofil und Währungszusammensetzung, Risikoanalysen und Sensitivitätsuntersuchungen durchführen.⁷⁾ So können erste Hinweise auf potenzielle Vermögensveränderungen infolge von Marktpreis- oder Wechselkursbewegungen gewonnen werden.⁸⁾

G20 Data Gaps Initiative fordert tiefere Währungs- und Sektorengliederung

Der gewachsenen Bedeutung des AVS als makroökonomisches Rechenwerk tragen auch die Beschlüsse der Finanzminister und Notenbank-Gouverneure der G20-Länder aus den Jahren 2009 und 2015 zur Data Gaps Initiative Rechnung.⁹⁾ Ziel dieser Initiative ist es, Lücken in den Wirtschafts- und Finanzstatistiken zu schließen, die im Verlauf der globalen Finanzkrise offensichtlich geworden sind. Für den AVS wird von allen G20-Ländern eine Aufgliederung ihrer Vermögens- und Schuldpositionen nach den wichtigsten Währungen gefordert. Zudem sollen die inländischen Sektoren tiefer als bisher untergliedert werden.

Der AVS als Bestandsstatistik ergänzt die Analyse der Zahlungsbilanzströme

Die Persistenz makroökonomischer Fehlentwicklungen kann mithilfe der Bestandsgrößen umfassender und zuverlässiger beurteilt werden als bei ausschließlicher Betrachtung der zugrunde liegenden Stromgrößen.¹⁰⁾ So ist es beispielsweise möglich, dass ein Leistungsbilanzüberschuss und der damit einhergehende transaktionsbedingte Anstieg der Nettoforderungen von negativen Bewertungseffekten übertroffen werden. Vor allem bei starken Neubewertun-

gen an den Finanzmärkten kann dies der Fall sein.

Das Makroökonomische Überwachungsverfahren (MIP)¹¹⁾ der EU enthält daher nicht nur für den Leistungsbilanzsaldo als außenwirtschaftlichen Indikator einen Grenzwert, sondern auch für die Netto-Auslandsposition: Wenn die Netto-Auslandsverbindlichkeiten eines Mitgliedstaates 35% des BIP überschreiten, ist eine vertiefte Analyse durch die Europäische Kommission vorgesehen. In der Vergangenheit haben sich vor allem hohe Netto-Verbindlichkeiten als nicht nachhaltig erwiesen. Für ein Netto-Auslandsvermögen wurde deshalb kein Grenzwert festgelegt, weil eine hohe Gläubigerposition nicht als grundsätzlich problematisch für ein

Die Netto-Auslandsposition ist ein Indikator im MIP-Verfahren der EU

5 Vgl.: J. Kearns und N. Patel, Does the financial channel of exchange rates offset the trade channel?, in: BIS Quarterly Review, December 2016, S. 95–113. Die Autoren weisen darauf hin, dass Wechselkurseffekte über eine hohe in Fremdwährung denominierte Auslandsverschuldung unter Umständen gegenläufige Effekte des Handelskanals überkompensieren können.

6 Für einen Überblick vgl.: P.-O. Gourinchas und H. Rey (2014), External Adjustment, Global Imbalances, Valuation Effects, in: Handbook of International Economics, Volume 4, S. 585–645; sowie P.R. Lane und G.M. Milesi-Ferretti (2014), Global Imbalances and External Adjustment after the Crisis, IMF Working Paper, 14/151.

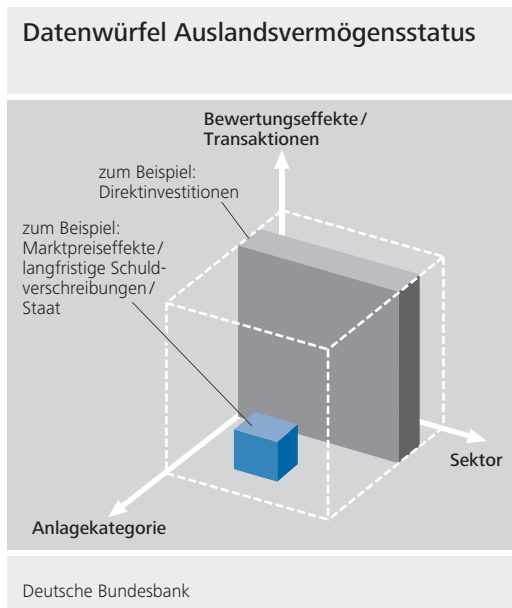
7 Vgl.: G. Bruneau., M. Leboeuf und G. Nolin (2017), Canada's International Investment Position: Benefits and Potential Vulnerabilities, in: Bank of Canada, Financial System Review, June 2017, S. 43–57; sowie L. Berger-Thompson und B. Chapman (2017), Foreign Currency Exposure and Hedging in Australia, in: Reserve Bank of Australia, Bulletin, December Quarter 2017, S. 67–75.

8 Bei der Interpretation der Ergebnisse ist zu berücksichtigen, dass die Investoren Marktpreis- oder Wechselkursrisiken möglicherweise ganz oder teilweise absichern.

9 Vgl.: IWF und Finanzstabilitätsrat (FSB) (2009), The Financial Crisis and Information Gaps, Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, Empfehlung Nr. 12; sowie IWF und FSB (2015), The Financial Crisis and Information Gaps, Sixth Progress Report on the Implementation of the G-20 Data Gaps Initiative, Empfehlung Nr. II.10.

10 Vgl.: IWF (2014), Are Global Imbalances at a Turning Point?, World Economic Outlook, October 2014, Chapter 4, S. 115–154.

11 Macroeconomic Imbalance Procedure, Verordnung (EU) 1176/2011 vom 16. November 2011 und Europäische Kommission (2012), Macroeconomic Imbalance Procedure, Scoreboard for the surveillance of macroeconomic imbalances, European Economy, Occasional papers 92.



Sollen mehrere Merkmalsausprägungen kombiniert werden, können „Scheiben“ des Würfels gebildet werden. So ist es möglich, die „Scheibe“ Direktinvestitionen herauszuschneiden und zu untersuchen, wie sich bei dieser Anlagekategorie das Wachstum des Netto-Auslandsvermögens auf die heimischen Sektoren verteilt oder wie groß der Anteil von Bewertungseffekten an der Gesamtveränderung der Netto-Direktinvestitionen ist. Werden Merkmale aus allen drei Dimensionen gewählt, liegt der Fokus auf einem einzelnen kleinen Quader oder Datenpunkt, zum Beispiel wenn geprüft wird, in welcher Höhe Marktpreiseffekte auf die langfristigen Schuldverschreibungen des Staates Einfluss genommen haben.

Die Kombination der drei Dimensionen ergibt einen analytischen Datenwürfel

Mitgliedsland oder das Funktionieren der Währungsunion eingeschätzt wird.¹²⁾

Dabei muss der Würfel nicht notwendigerweise Nettowerte enthalten. Auch eine getrennte Darstellung der Aktiv- oder Passivseite ist möglich. Grundsätzlich kann der vorgestellte Datenwürfel für den AVS mit zusätzlichen Merkmalen – zum Beispiel Währungsgliederung und Partnerländer – zu einem Hyper-Kubus erweitert werden. Wesentlich erleichtert wird die Auswertung der Daten in der Praxis durch die Bereitstellung des AVS-Datenwürfels in einem System international harmonisierter Zeitreihenschlüssel.¹⁴⁾

Datenwürfel kann erweitert werden

Dreidimensionales Darstellungskonzept für die Veränderung des Netto-AVS

Entstehungs-, Verwendungs- und Verteilungsrechnung beleuchten unterschiedliche Aspekte des AVS

In den Jahren 2007 bis 2017 hat das deutsche Netto-Auslandsvermögen um 1 457 Mrd € oder knapp 40 Prozentpunkte in Relation zum BIP zugelegt. Um einerseits die Bestimmungsfaktoren dieses Wachstums zu analysieren und andererseits dessen Niederschlag in den jeweiligen Anlagekategorien und in der Verteilung auf die inländischen Sektoren zu untersuchen, bietet der AVS ein dreidimensionales Darstellungskonzept an. In diesem einheitlichen Rahmen werden die Veränderungen des Netto-AVS in einer Entstehungs-, Verwendungs- und Verteilungsrechnung erläutert. Die Entstehungsrechnung stellt den Zusammenhang zur Zahlungsbilanz her, die Verwendungsrechnung zeigt die unterschiedlichen Anlagekategorien, und die Verteilungsrechnung betrachtet die involvierten inländischen Sektoren.¹³⁾

In Kombination ergeben diese drei Dimensionen einen umfassenden „Datenwürfel“, von dem beliebige Ausschnitte für verschiedene analytische Zwecke untersucht werden können.

■ AVS-Entstehungsrechnung

Die Entstehungsrechnung trägt dem gesamtwirtschaftlichen Zusammenhang Rechnung,

¹² Mit Blick auf das wachsende Netto-Auslandsvermögen in einigen EU-Ländern hat die Europäische Kommission allerdings darauf hingewiesen, dass mit diesen hohen Nettopositionen Risiken, vor allem Bewertungsverluste, einhergehen könnten. Vgl. bspw.: Europäische Kommission (2016), Alert Mechanism Report 2017.

¹³ Zur ausführlichen Darstellung dieses Konzepts vgl.: U. Schipper und C. Jäcker (2016), Transaktions- und Bewertungseffekte im deutschen Auslandsvermögen, WiSt 45/2, S. 87–95.

¹⁴ Beim Statistical Data and Metadata Exchange (SDMX) ist jeweils an einer festgelegten Stelle eine bestimmte Information über die zugrunde liegende Zeitreihe in der Kodierung zu finden. Hierdurch wird die Zuordnung entsprechender Ströme und Bestände, aber auch der Vergleich von Datenreihen aus unterschiedlichen nationalen und internationalen Quellen für den Nutzer wesentlich erleichtert.

Bewertungseffekte bremsen Wachstum des Netto-Auslandsvermögens

dass dem Aufbau von Auslandsvermögen mehrere Komponenten zugrunde liegen. Das Schaubild auf Seite 34 zeigt deutlich, dass der positive Saldo der Leistungsbilanz im Zeitraum 2007 bis 2017 die treibende Kraft für das Wachstum des deutschen Netto-Auslandsvermögens war. Jedoch blieb dieses hinter den Überschüssen der Leistungsbilanz zurück, die sich in der Gesamtperiode auf 2 173 Mrd € kumulierten.¹⁵⁾ Die Differenz zwischen den kumulierten Leistungsbilanzüberschüssen und dem Anstieg des Netto-Auslandsvermögens in Höhe von 716 Mrd € geht auf Bewertungseffekte¹⁶⁾, den Einfluss der Finanzderivate¹⁷⁾ und auf die anderen Anpassungen, welche alle ein negatives Vorzeichen aufwiesen, zurück.¹⁸⁾ Besonders stehen die Krisenjahre 2007, 2008 und 2011 hervor, in denen das deutsche Netto-Auslandsvermögen – trotz Überschüssen in der Leistungsbilanz – rückläufig war. In diesen Jahren übertraf die Summe der negativen Einflüsse jeweils die positiven Zahlungsbilanztransaktionen.

Unterschiedliche Marktpreis- effekte vor und nach 2012 – Wechselkurs- effekte spielen in kumulierter Betrachtung kaum eine Rolle

Im Betrachtungszeitraum glichen sich Bewertungseffekte,¹⁹⁾ die sich aus Marktpreis- und Wechselkurseinflüssen zusammensetzen, weitgehend aus (–75 Mrd €). Den Rückschlägen aus den Krisenjahren folgte eine Gegenbewegung: In der Phase unmittelbar nach dem Beginn der Finanzkrise Anfang 2007 bis Ende 2011 war es im Netto-Auslandsvermögen zu Bewertungsverlusten in Höhe von 208 Mrd € gekommen. Seit Anfang 2012 – im Zuge der langsamen Stabilisierung der Finanzmärkte – drehte das Vorzeichen und das deutsche Auslandsvermögen verbuchte Bewertungsgewinne in Höhe von 133 Mrd €. Diese unterschiedliche Entwicklung in den beiden Phasen ist vor allem den Marktpreiseffekten geschuldet. Die Wechselkurseffekte spielten per saldo nur eine untergeordnete Rolle, weil die durchaus hohen Bewegungen der einzelnen Jahre gegenläufig waren und sich so in den beiden Phasen weitgehend aufhoben.

Die hier beschriebenen Netto-Bewertungseffekte errechnen sich aus der Differenz der Einflüsse von Marktpreisen und Wechselkursen auf

die Auslandsforderungen und Auslandsverbindlichkeiten. Ein bewertungsbedingter Zuwachs bei den Passiva verringert das Netto-Auslandsvermögen. Kommt es zu einer breit angelegten Aufwertung des Euro, vermindern sich auf beiden Bilanzseiten wechselkursbedingt die Fremdwährungsanlagen, die in der Bilanz in Euro umgerechnet ausgewiesen werden. Der Nettoeffekt einer Auf- oder Abwertung hängt damit letztlich von der Währungsstruktur der Auslandsaktiva und -passiva ab. Da im deutschen AVS die Fremdwährungsanlagen auf der Aktivseite jene auf der Passivseite übersteigen, führt eine Aufwertung der heimischen Währung für sich genommen zu Netto-Bewertungsverlusten und zu einem Rückgang des Netto-Auslandsvermögens. Der Nettoeffekt von Marktpreisänderungen auf die jeweiligen Vermögens- und Schuldpositionen muss ebenso differenziert unter Berücksichtigung der Instrumentenstruktur betrachtet werden.

Ein Beispiel liefert das Jahr 2017, in dem erstmalig eine dreistellige währungsbedingte Wertanpassung auftrat, und zwar in Höhe von –123 Mrd €. Im letzten Jahr verzeichnete der Euro vor allem durch die guten Konjunkturdaten im Währungsraum deutliche Gewinne, nachdem

Struktur der Aktiva und Passiva entscheidet über den Nettoeffekt von Bewertungsänderungen

Der starke Euro führt 2017 zu Währungsverlusten in Rekordhöhe

¹⁵ Einschl. Saldo der Vermögensänderungsbilanz.

¹⁶ Ohne Bewertungseffekte auf Finanzderivate.

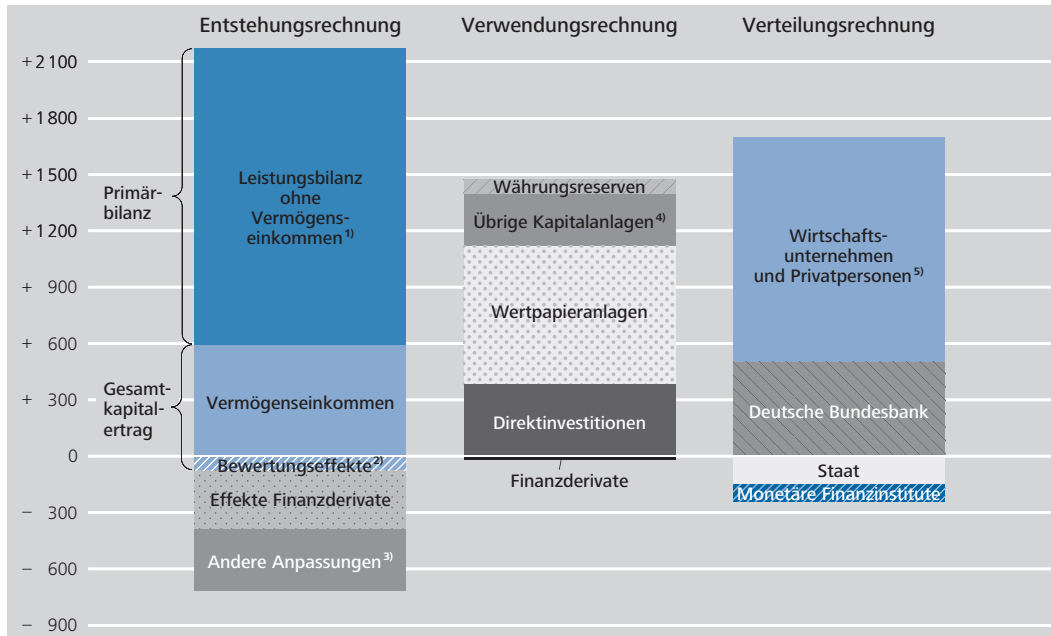
¹⁷ Die Finanzderivate nehmen erhebungstechnisch und konzeptionell eine Sonderrolle ein und werden hier deshalb getrennt dargestellt. Von 2007 bis 2017 addiert sich ihr negativer Einfluss auf 312 Mrd €. Rund die Hälfte fiel in den Jahren 2007 bis 2011 an und war hauptsächlich auf die Geschäftsaktivitäten inländischer Zweckgesellschaften zurückzuführen. Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Zertifikate und Optionsscheine in der Zahlungsbilanz, Monatsbericht, März 2008, S. 26 f. Seit 2012 wirken sich hingegen per saldo die mehrheitlich negativen grenzüberschreitenden Zahlungsströme aus, die zu einem großen Teil im Zusammenhang mit Zinsswaps stehen, die inländische Kreditinstitute zur Absicherung festverzinslicher Wertpapiere gegen Zinsrisiken abschließen.

¹⁸ Diese Diskrepanz wurde unter der Schlagzeile „Sind die deutschen schlechte Investoren?“ thematisiert und kontrovers diskutiert. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Diskrepanz zwischen der Veränderung des Auslandsvermögens und des kumulierten Saldos der Kapitalbilanz: kein geeigneter Indikator für Vermögensverluste, Monatsbericht, Mai 2014, S. 52–54; sowie R. Frey, U. Grosch und A. Lipponer (2014), Fallstricke bei der Bestimmung von Vermögensverlusten deutscher Anleger im Ausland, Wirtschaftsdienst, 94 (2014) 11, S. 806–812.

¹⁹ Ohne Bewertungseffekte auf Finanzderivate.

Dreidimensionales Darstellungskonzept für die Veränderung des Netto-Auslandsvermögens

kumuliert, Anfang 2007 bis Ende 2017^{pl}, insgesamt: 1 457 Mrd €



1 Einschl. Vermögensänderungsbilanz. **2** Ohne Finanzderivate. **3** Einschl. Saldo der statistisch nicht aufgliederbaren Transaktionen der Zahlungsbilanz. Die anderen Anpassungen umfassen im Wesentlichen konzeptionelle und methodische Abweichungen zur Zahlungsbilanz, daneben auch Abschreibungen und statistisch bedingte Veränderungen. **4** Enthält Finanz- und Handelskredite, Bargeld und Einlagen sowie sonstige Kapitalanlagen. **5** Enthält sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck.

Deutsche Bundesbank

er zum Jahresende 2016 zunächst auf den tiefsten Stand seit 14 Jahren gefallen war. Der Euro schloss das Jahr 2017 mit einem Plus von rund 14% gegenüber dem US-Dollar, der mit Abstand wichtigsten Fremdwährung im deutschen AVS.²⁰ Während die Euro-Aufwertung auf der Aktivseite zu geringeren Wertansätzen in Höhe von 207 Mrd € führte, betrug die Abwärtskorrekturen auf die Passivbestände nur 84 Mrd €, sodass sich per saldo die oben genannten negativen Wechselkurseffekte ergeben, die das deutsche Netto-Auslandsvermögen 2017 um über 6% reduzierten.

Durch den großen Euro-Wirtschaftsraum geringe Fremdwährungsanteile

Hier spiegelt sich das in absoluter Rechnung hohe Fremdwährungs-Exposure wider, das definiert ist als die Differenz aus Fremdwährungsforderungen und Fremdwährungsverbindlichkeiten. Im Betrachtungszeitraum hat es sich verdoppelt und betrug Ende 2017 mit rund 1,5 Billionen € fast die Hälfte des deutschen BIP. Dabei ist der Fremdwährungsanteil im deutschen AVS in der langfristigen Betrachtung tendenziell

rückläufig, nicht zuletzt weil mit der Europäischen Währungsunion ein einheitlicher Währungsraum entstanden ist, der Investitionspotenziale außerhalb der heimischen Volkswirtschaft eröffnete, ohne dass Fremdwährungspositionen eingegangen werden müssen. Auf der Aktivseite ist seit Beginn der Währungsunion bis zum Jahresende 2017 der in fremden Währungen denominierte Anteil von 45% auf 33% gefallen; auf der Passivseite fiel diese Kennzahl von 21% auf 19%.

Um den Einfluss von Wechselkurseffekten besser erklären zu können, hat die Bundesbank die Indizes der Wechselkurseffekte im AVS (IWA) entwickelt, die auf Seite 36 f. näher erläutert werden. Diese auf der Währungsstruktur des

Indizes der Wechselkurseffekte auf den AVS

²⁰ Die Bundesbank veröffentlicht für den deutschen AVS eine Währungsaufteilung in Euro und Fremdwährung ab dem Berichtszeitraum 1984. Den Anforderungen von BPM6 und der Data Gaps Initiative folgend hat sie Ende 2016 begonnen, eine differenziertere Währungsuntergliederung vorzunehmen und ab dem Berichtszeitraum 2012 gesondert USD, GBP, JPY, CHF, CNY und CAD auszuweisen.

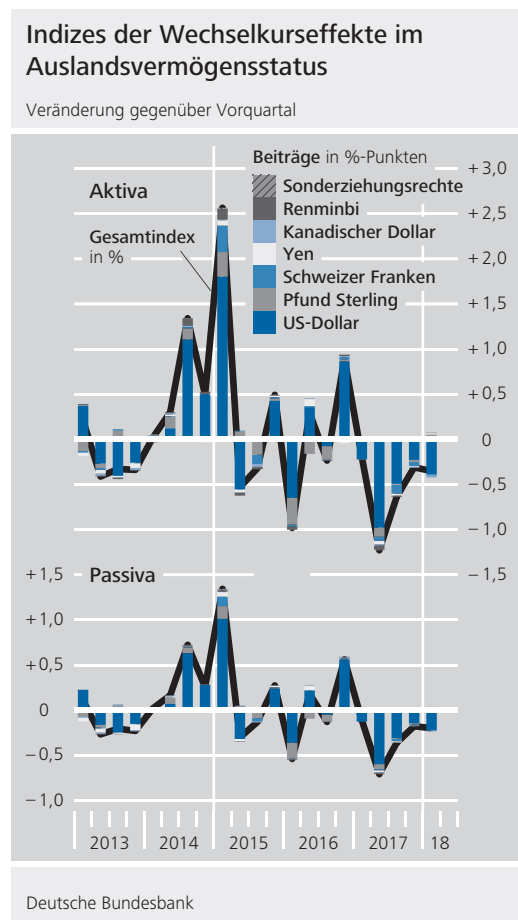
AVS basierenden Indizes zeigen den Einfluss der Wechselkurse auf die Gesamtpositionen sowie auf einzelne Anlagekategorien und Sektoren. Sie können darüber hinaus für Sensitivitätsanalysen eingesetzt werden. Die Daten sind jeweils unmittelbar nach Quartalsende verfügbar und haben somit im Vergleich zur AVS-Statistik einen dreimonatigen zeitlichen Vorlauf. So weisen die Indizes für das erste Quartal 2018 im Vergleich zum Vorquartal auf der Aktivseite auf Wechselkursverluste in Höhe 0,35% hin (rd. – 29 Mrd €) und bei den Verbindlichkeiten in Höhe von 0,20% (rd. – 13 Mrd €). Somit ist bereits jetzt absehbar, dass die Wechselkurseffekte das Netto-Auslandsvermögen im Vergleich zum Jahresende 2017 reduzieren werden.

Exkurs: Interpretation der Bewertungseffekte

Bei der Interpretation von Bewertungseffekten ist Vorsicht geboten

Grundsätzlich ist bei der Interpretation der Bewertungseffekte eine gewisse Vorsicht geboten. Die Korrektur der Wertansätze entspricht zunächst lediglich der Buchungskonvention, die AVS-Bestände möglichst marktnah bewertet abzubilden. Es handelt sich hier also zunächst nur um Buchwerte und nicht um realisierte Gewinne oder Verluste. Vor allem bei der sektoralen Betrachtung ist zudem zu berücksichtigen, dass die Auslandsposition nur einen Teil der sektoralen Finanzvermögen abbildet. Auch bleiben eventuelle Absicherungsgeschäfte (Hedging-Aktivitäten) unberücksichtigt, mit denen Investoren Bewertungsrisiken möglicherweise ganz oder teilweise ausgeschaltet haben, sodass andere inländische oder aber ausländische Sektoren die offenen Positionen halten. Dies sind Informationen, die der AVS entweder konzeptionell nicht erfasst oder erhebungsbedingt nicht liefern kann. Die im AVS ausgewiesenen Bewertungseffekte dürfen deshalb nicht ohne Weiteres mit realisierten Verlusten und Gewinnen gleichgesetzt werden.

Eine besondere Problematik kann sich durch die Marktpreisbewertung von Staatsanleihen ergeben: In den Krisenjahren zwischen 2007 und



2011 stiegen die Kurse von Bundesanleihen, so dass die Bestände bei ausländischen Investoren kumuliert um 133 Mrd € höher bewertet wurden. Allein durch diese höher bewerteten Staatsschulden auf der Passivseite fiel das zum Jahresende 2011 ausgewiesene Netto-Auslandsvermögen in Relation zum BIP um 5 Prozentpunkte. Dabei blieben die Zahlungsverpflichtungen des deutschen Staats unverändert, weil bei Fälligkeit der Nominalbetrag auszugleichen ist. Diese Wirkungskette – nur mit umgekehrten Vorzeichen – kann bei Krisenländern zu dem folgenden Bewertungsparadoxon führen: Je weiter sich ein Staat Richtung Zahlungsunfähigkeit bewegt, desto mehr verbessert sich die ausgewiesene Netto-Auslandsposition. Weil die Kurse für die ausfallgefährdeten Staatsanleihen fallen, werden diese Verbindlichkeiten auch im AVS niedriger bewertet, obwohl die Zah-

Bewertungsparadoxon: Gerät ein Land in Zahlungsschwierigkeiten, steigt die Netto-Auslandsposition

Neue Indizes der Wechselkurseffekte im Auslandsvermögensstatus

Ein nennenswerter Teil der Forderungen und Verbindlichkeiten im deutschen Auslandsvermögensstatus (AVS) ist in Fremdwährung denominated (siehe Haupttext S. 34). Daher spielen Wechselkursänderungen für dessen Entwicklung eine wesentliche Rolle. Ein neu entwickeltes Indexkonzept ermöglicht nunmehr tiefergehende Analysen. Die Indizes der Wechselkurseffekte im Auslandsvermögensstatus (IWA) zeigen, wie sich der Wert des Auslandsvermögens allein aufgrund von Wechselkursbewegungen verändert.

Die IWA liegen in tiefer Gliederung vor und erlauben Aussagen über die Auswirkungen von Kursänderungen einzelner Währungen auf die Vermögensbestände der Aktiv- und Passivseite in sektoraler und instrumentaler Hinsicht. Das Konzept beruht auf einem System von gewogenen Wechselkursen. Die Gewichte des Indexsystems basieren auf den nach Währungen, Sektoren und Anlagekategorien gegliederten Beständen des AVS, getrennt nach Aktiv- und Passivpositionen.¹⁾ Die Wahl disaggregierter Gewichtungseinheiten ermöglicht eine Aggregation auf beliebiger Ebene entlang den Dimensionen Währung, Sektor und Anlagekategorie.

In der Berechnung der AVS-gewogenen Indizes der Wechselkurseffekte werden US-Dollar, Pfund Sterling, Yen, Schweizer Franken, kanadischer Dollar und Renminbi berücksichtigt. Zudem ist in der Gewichtsmatrix dem hohen Anteil des Euro auf der Aktiv- und Passivseite Rechnung zu tragen, der den Effekt der Wechselkursveränderungen auf den aggregierten Marktwert des Auslandsvermögens dämpft.

Die Gewichtungsmatrix enthält ferner die Anlagekategorien, über die im AVS (vgl. S. 39) berichtet wird. In sektoraler Gliederung legt die Gewichtsmatrix die im AVS dargestellten Kernsektoren (vgl. S. 39) zu-

grunde. Dabei werden die finanziellen Kapitalgesellschaften in die Teilsektoren Zentralbank, Kreditinstitute, Geldmarktfonds und sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften aufgliedert.

Die Gewichtung der IWA basiert auf möglichst aktuellen Daten, da abrupte transaktionsbedingte Anpassungen von Vermögens- oder Schuldenpositionen im AVS nicht ausgeschlossen werden können. Ausgehend von den vierteljährlichen Daten zum AVS, der seit dem Ende des Jahres 2012 nach Währungen aufgeschlüsselt verfügbar ist, wird ein verketteter Laspeyres-Index für die Wechselkurse konstruiert. Die Kettenglieder ergeben sich als:

$$(1) IW_t = \sum_k \sum_i \sum_s \frac{E_t^k}{E_{t-1}^k} g_{t-1}^{k,i,s},$$

wobei

$$g_{t-1}^{k,i,s} = \frac{E_{t-1}^k A_{t-1}^{k,i,s}}{\sum_k \sum_i \sum_s E_{t-1}^k A_{t-1}^{k,i,s}}$$

mit

IW_t dem Glied des Laspeyres-Wechselkursindex am Ende des Quartals t .

E_t^k dem Wechselkurs der Währung k ($k = 1, \dots, K$) gegenüber dem Euro zum Ende des Quartals t . Die Wechselkurse sind in Preisnotierung (z. B. 1 US-\$ =

¹ Im Unterschied dazu verdichten die bereits seit Anfang der 1970er Jahre von der Bundesbank berechneten handelsgewichteten nominalen effektiven Wechselkurse die Entwicklung bilateraler Wechselkurse zu einem gemeinsamen Index, mit dem sich bspw. die Auswirkungen von Wechselkursänderungen auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit eines Landes oder Währungsraumes messen lassen (vgl.: Deutsche Bundesbank, Anpassung der Berechnung von effektiven Wechselkursen und Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit im August 2013, Monatsbericht, August 2013, S. 51–53; sowie Deutsche Bundesbank, Neuberechnung der Gewichte für die Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft, Monatsbericht, August 2017, S. 43–45.)

0,88 €) dargestellt. Für alle in Euro denominierten Anlagen erfolgt keine Wechselkursumrechnung, das heißt $E=1$.

$A_{t-1}^{k,i,s}$ dem Bestand in der Anlagekategorie i , der dem Sektor s zugeordnet ist, denominiert in der Währung k am Ende des Vorquartals $t-1$.

$g_{t-1}^{k,i,s}$ dem Gewicht am Ende des Vorquartals $t-1$, wobei die in Euro denominierten Auslandsvermögen für die jeweilige Währung-Sektor-Anlagekategorie-Kombination in Relation zum gesamten Auslandsvermögen stehen.

Um einen Index (auch für die Entwicklungen über mehrere Perioden) zu gewinnen, werden die vierteljährlichen Glieder durch fortlaufende Multiplikation verkettet:

$$(2) IWA_t = 100 \cdot IW_1 \cdot IW_2 \cdot \dots \cdot IW_t \\ = IWA_{t-1} \cdot IW_t$$

IWA_t bezeichnet den Indexwert zum Zeitpunkt t , wobei der Wert für das vierte Quartal des Anfangsjahres als Referenzperiode gleich 100 gesetzt wird (also 4. Quartal 2012 = 100). Der Ausdruck in Gleichung (2) nach dem zweiten Gleichheitszeichen zeigt, dass ein aktueller Indexwert durch die Multiplikation des vorangegangenen Wertes mit dem aktuellen Kettenglied entsteht. Ein Anstieg der IWA repräsentiert eine bestandsgewichtete Abwertung des Euro und damit einen Anstieg des in Euro umgerechneten Vermögens- oder Schuldenstands.

Die IWA zeigen ähnliche Eigenschaften wie die bekannteren Kettenindizes vom Typ Annual-Overlap oder Monthly-Overlap, die beispielsweise bei der Berechnung des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts beziehungsweise der harmonisierten Verbraucherpreise verwendet werden. Durch die verkettete Verwendung von Gewichten können statistische Verzerrungen in Form von „Pfadabhängigkeiten“²⁾ in der längerfristigen Betrachtung entstehen, sodass die Trennung von Wechselkurs- und Struktureffek-

ten im Auslandsvermögen dann nicht mehr vollständig trennscharf erfolgt.

Analog zur Analyse anderer Kettenindizes stehen für die IWA Programme zur Verfügung³⁾, um die Wachstumsbeiträge zur prozentualen wechselkursbedingten Veränderung eines Aggregats berechnen zu können. Beispielsweise lassen sich so die rechnerischen Wachstumsbeiträge der Sektoren zur prozentualen Veränderung der Wertpapieranlagen insgesamt ermitteln.

Mithilfe der IWA können auf Basis aktueller Wechselkurse zeitnah die wechselkursbedingten Vermögenseffekte näherungsweise ermittelt werden, die der AVS erst mit einer Verzögerung von drei Monaten ausweist. Darüber hinaus lassen sich auch methodisch weiterführende Risikoanalysen durchführen. Zudem können im Rahmen von Sensitivitätsanalysen einzelne Sektoren identifiziert werden, die in bestimmten Szenarien in größerem Umfang von (unterstellten) Kursänderungen einzelner Währungen betroffen wären. Ferner lassen sich zeitreihenanalytische Methoden auf die Indizes anwenden, beispielsweise zur Messung der wechselkursabhängigen Volatilität des Marktwerts einzelner Vermögensbestände.

Bei der Interpretation der IWA als Risikomaß für wechselkursbedingte Vermögensveränderungen einzelner inländischer Sektoren ist allerdings zu beachten, dass die von Finanzmarktakteuren zur Reduktion des Währungsrisikos getätigten Hedging-Operationen nicht erfasst werden. Auch bleiben die Möglichkeiten einzelner Unternehmen unbeachtet, ihre Währungsrisiken innerhalb eines internationalen Konzerns auszugleichen.

² Vgl.: United Nations u.a., System of National Accounts 2008 (2008 SNA), Ziffer 15.43, S. 300.

³ Das für vierteljährliche Verkettung entwickelte Programm KIXCC wird auch für externe Nutzer bereitgestellt.

lungsverpflichtungen des Krisenlandes unverändert bleiben.²¹⁾

Vermögenseinkommen in der AVS-Entstehungsrechnung

Differenzierung zwischen Gesamtertrag und Primärsaldo

Die Entstehungsrechnung nimmt außerdem die Zerlegung der Veränderung des Netto-Auslandsvermögens in die Leistungsbilanz ohne Vermögenseinkommen (außenwirtschaftlicher Primärsaldosaldo) einerseits und den Gesamtkapitalertrag andererseits vor. Letzterer ist definiert als die Bewertungseffekte zuzüglich des Saldos der grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen. Um die Vermögenseinkommen als einen Bestandteil der Veränderung des Netto-Auslandsvermögens darstellen zu können, greift die Entstehungsrechnung auf die Zusammenhänge der Zahlungsbilanz zurück. Anstatt die Veränderungen des Netto-Auslandsvermögens wie üblich als Summe des Kapitalbilanzsaldos, der Bewertungseffekte und der anderen Anpassungen zu beschreiben, wird der Bezug zum Leistungsbilanzsaldo hergestellt und der darin enthaltene Saldo der grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen gesondert dargestellt.²²⁾

Rückkopplungseffekt zwischen Auslandsvermögen und Vermögenseinkommen

Der separate Ausweis der Vermögenseinkommen erfolgt, weil diese ebenso wie die Bewertungseffekte durch die Höhe und die Struktur der ausstehenden Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten determiniert werden. Zusammengefasst können die Vermögenseinkommen und die Bewertungseffekte als Gesamtertrag auf die einzelnen AVS-Positionen oder das Netto-Auslandsvermögen interpretiert werden. Die Entstehungsrechnung zeigt so den Rückkopplungseffekt zwischen den finanziellen Bestandsgrößen und den daraus resultierenden, einkommensrelevanten Einnahmen oder Ausgaben. Hiervon abgegrenzt wird der – von der Höhe und Struktur des aktuellen AVS unabhängige – außenwirtschaftliche Primärsaldosaldo. Er besteht aus dem Saldo der Leistungsbilanz ohne Vermögenseinkommen plus dem quanti-

tativ kaum ins Gewicht fallenden Saldo der Vermögensänderungsbilanz.²³⁾

Der Saldo der Vermögenseinkommen kumuliert sich im Berichtszeitraum von 2007 bis 2017 auf 595 Mrd €. Ein nennenswerter Teil des gesamten Netto-Vermögenszuwachses in Höhe von 1 457 Mrd € geht damit auf die Verzinsung vergangener Leistungsbilanzüberschüsse zurück. Überschüsse enthalten insofern ein sich selbst verstärkendes Element, da sie in der Regel mit der Akkumulation renditetragender Anlagen verbunden sind und die daraus resultierenden Kapitalerträge wiederum positiv auf die Leistungsbilanz wirken. Seit 2012 hält das Wachstum der Netto-Vermögenseinkommen jedoch nicht mehr Schritt mit dem des Netto-Auslandsvermögens, weil bei ersteren den unverändert positiven Akkumulationseffekten nunmehr negative Renditeeffekte entgegenwirken.²⁴⁾ So

Saldo der Vermögenseinkommen

21 Für Schuldverschreibungen wird der Ausweis von Nominalwerten als Zusatzinformation bereits empfohlen. Vgl.: IWF (2009), Balance of Payments and International Investment Position Manual, Sixth Edition (BPM 6), S. 125.

22 Diese Umformung ist möglich, weil für die Teilbilanzen der Zahlungsbilanz folgender Zusammenhang gilt: Saldo der Kapitalbilanz = Saldo der Leistungsbilanz + Saldo der Vermögensänderungsbilanz + Saldo der statistisch nicht aufliegbaren Transaktionen. Vgl. Schaubild auf S. 34 und die dort gegebenen Erläuterungen.

23 Bei der Analyse öffentlicher Budgetdefizite wird ebenfalls die Unterscheidung zwischen Zinszahlungen auf die ausstehenden Schulden einerseits und Primärsaldo andererseits vorgenommen, u. a. um für Sustainability-Berechnungen zu ermitteln, wie hoch bei gegebener Zinslast der Primärüberschuss sein muss, um die Schuldenstandsquote zu stabilisieren. Die Europäische Kommission führt für AVS und Leistungsbilanzsaldo vergleichbare Sustainability-Analysen durch, bei denen als nächster Schritt der als Benchmark definierte Leistungsbilanzsaldo weiter aufgeteilt werden könnte in den Saldo der Vermögenseinkommen und den außenwirtschaftlichen Primärsaldo. Vgl.: Europäische Kommission (2017), Alert Mechanism Report 2018, S. 7; sowie Europäische Kommission (2016), Macroeconomic Imbalance Procedure, Rationale, Process, Application: A Compendium, European Economy, Institutional Paper 039, November, S. 86.

24 Zur Zerlegung der Veränderung der Vermögenseinkommen in einen Akkumulations- und einen Renditeeffekt sowie zur Analyse der Vermögenseinkommen für den Zeitraum 1999 bis 2014 vgl.: Deutsche Bundesbank, Effekte auf den grenzüberschreitenden Vermögenseinkommenssaldo: Vermögensakkumulation, Portfolioumschichtungen und Renditeveränderungen, Monatsbericht, März 2015, S. 86–90; sowie T.A. Knetsch und A.J. Nagengast (2016), On the dynamics of the investment income balance, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 21/2016. Für die Entwicklung am aktuellen Rand vgl.: Deutsche Bundesbank, Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2017, Monatsbericht, März 2018, S. 25.

erklären sich die im Trend rückläufigen Einkommensrenditen einerseits durch den Rendite-niveau-Effekt, der das weltweit gesunkene Zins-niveau widerspiegelt. Andererseits hat sich das weiterhin bestehende positive Renditedifferenzial ein wenig vermindert, da die Einkommensrenditen auf die deutschen Auslandsforderungen stärker gefallen sind als diejenigen auf die Auslandsverbindlichkeiten. Diese Entwicklung war besonders ausgeprägt bei den langfristigen Schuldverschreibungen, bei denen die Gegenbewegung auf die zuvor krisenbedingt hohen Aufschläge an den Anleihemärkten eine Rolle gespielt haben dürfte.

■ AVS-Verwendungsrechnung

Wertpapier-anlagen zeigen den höchsten Zuwachs ...

Die AVS-Verwendungsrechnung zeigt, auf welche Anlage- und Finanzierungsinstrumente sich der Nettozuwachs verteilt, und zwar differenziert nach den fünf Funktional-kategorien Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen, Finanz-derivate, übrige Kapitalanlagen und Währungs-reserven, die ihrerseits jeweils weiter untergliedert sind. Mit den einzelnen Anlagekategorien können unterschiedliche Investitionsziele, Zahlungsverpflichtungen, Ertragschancen, aber auch Verlustrisiken verbunden sein. Für den Gesamtzeitraum 2007 bis 2017 ergab sich der kräftigste Zuwachs bei den Wertpapierinvestitionen (+738 Mrd €), gefolgt von den Direktinvestitionen (+382 Mrd €) und den übrigen Kapitalanlagen (+273 Mrd €). Der Zuwachs bei den Währungsreserven (+82 Mrd €) war überwiegend durch eine höhere Bewertung der Goldbestände bedingt. Der Nettobestand der Finanzderivate ging leicht zurück (-18 Mrd €).

... und sind für die ungleiche zeitliche Verteilung des AVS-Zuwachses verantwortlich

Das Wachstum der Wertpapieranlagen verlief sehr ungleichmäßig: In der Phase von 2007 bis 2011 ging ihr Nettobestand zunächst um 330 Mrd € zurück, vor allem bewertungsbedingt. In dem darauf folgenden Zeitabschnitt erhöhte er sich dann sehr deutlich. Mit einem hauptsächlich transaktionsbedingten Plus in Höhe von 1 068 Mrd € entfielen auf die Portfolioinvestitionen über 80% des Wachstums des Netto-Aus-

landsvermögens dieser Periode. Der Saldo im Bereich der Wertpapieranlagen drehte vor diesem Hintergrund im Verlauf des Jahres 2015 erstmals seit über 30 Jahren ins Positive.

Die Entwicklung bei den Wertpapieranlagen ist nicht zuletzt auf die Veränderungen in der Halterstruktur bei langfristigen Schuldverschreibungen des deutschen Staates zurückzuführen: Aufgrund ihrer ausgezeichneten Bonität und ihrer herausragenden Liquidität nehmen gebietsfremde Investoren in der Regel Jahr für Jahr per saldo Bundesanleihen in ihre Portfolios auf. Seit 2015 weist die Statistik allerdings aus, dass sich ausländische Anleger per saldo von Bundeswertpapieren trennten. Im Ergebnis ist in den letzten drei Jahren die ausgewiesene Auslandsverschuldung des Staates über dieses Instrument um 312 Mrd € oder rund ein Viertel gesunken. Hierzu hat seit März 2015 der Sondereffekt des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors durch das Eurosystem maßgeblich beigetragen.

Trendwende: Ausländer verkaufen per saldo deutsche Staatsanleihen

■ AVS-Verteilungsrechnung

In der AVS-Verteilungsrechnung wird das sektorale Gläubiger-Schuldner-Bild zwischen Inländern und Ausländern nach den inländischen Kernsektoren Staat, Zentralbank, Monetäre Finanzinstitute (MFIs)²⁵, sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften sowie dem Sektor nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck aufgegliedert.²⁶ Auf dieser Basis können die strukturellen Veränderungen in den Vermögenspositionen der einzelnen Sektoren sowie sektorale Verschiebungen aufgezeigt werden. Auch hier hat die Finanzkrise deutliche Spuren hinterlassen.

AVS-Verteilungsrechnung betrachtet inländische Sektoren

²⁵ Ohne Zentralbank.

²⁶ Die Unterteilung in „sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften“ und „nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck“ erfolgt erst seit dem Berichtszeitpunkt Jahresende 2012. Davor waren diese beiden Sektoren unter „Wirtschaftsunternehmen und Privatpersonen“ zusammengefasst.

*MFIs reduzieren
ihr Engagement*

Die MFIs haben seit Anfang 2007 ihre Netto-Position gegenüber Gebietsfremden um 95 Mrd € zurückgeführt; insgesamt ist ihr Netto-Auslandsvermögen Ende 2017 auf 294 Mrd € geschrumpft. Stärker noch als die Nettoposition sind zunächst durch das Deleveraging im Nachgang zur Finanzkrise die Bruttogrößen gefallen, und zwar um 359 Mrd € auf der Aktiv- und um 253 Mrd € auf der Passivseite.²⁷⁾ In den letzten Jahren hängt der Rückgang des Netto-Auslandsvermögens der MFI mit den Auswirkungen des APP zusammen. Rückläufig war vor allem die Nettoposition der MFI bei den übrigen Kapitalanlagen, in denen sich Einlagen von ausländischen Geschäftsbanken mit Sitz innerhalb und außerhalb des Euroraums bei in Deutschland ansässigen Kreditinstituten niederschlagen. Diese stiegen unter anderem durch Wertpapierverkäufe gebietsfremder Anleger an das Eurosystem – also nicht nur an die Bundesbank, sondern auch an andere nationale Zentralbanken und die EZB –, die über in Deutschland ansässige Geschäftsbanken abgewickelt werden.²⁸⁾

*Bundesbank
wird zum
zweitgrößten
Nettogläubiger
gegenüber dem
Ausland*

In diesen Fällen stellen die Einlagen der ausländischen Geschäftsbanken einen Gegenposten zu den gestiegenen TARGET2-Forderungen der Bundesbank gegenüber der EZB dar. Insgesamt hat die Netto-Auslandsposition der Bundesbank von 2007 bis 2017 um 502 Mrd € zugelegt – insbesondere durch den Anstieg der TARGET2-Forderungen. Mit einem Netto-Auslandsvermögen in Höhe von 471 Mrd € zum Jahresende 2017 ist die Bundesbank zweitgrößter inländischer Netto-Gläubigersektor, nachdem sie zu Beginn der Berichtsperiode noch Nettoschuldner gewesen war.

Der Sektor Wirtschaftsunternehmen und Private mit Abstand der größte Nettogläubiger

Mit Abstand der größte Nettogläubiger ist jedoch der Sektor Wirtschaftsunternehmen und Privatpersonen, der allein seit Anfang 2007 sein Netto-Auslandsvermögen um 1 197 Mrd € ausgedehnt hat auf nunmehr 1 981 Mrd € zum Jahresende 2017. Mit 1 845 Mrd € entfällt das Gros dieser Position auf den Teilssektor sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften, zu dem unter anderem Investmentfonds, Versicherungsunternehmen und Altersvorsorgeeinrichtungen zäh-

len. Angesichts der absehbaren Alterung der Bevölkerung in Deutschland kann diese Position vor allem darauf zurückgeführt werden, dass Anleger Vorsorge für ihren künftigen Finanzierungsbedarf treffen.

Diese Kapitalgesellschaften engagieren sich vor allem als Käufer ausländischer Wertpapiere. Rund 80% ihres Netto-Auslandsvermögens entfällt auf diese von Marktpreisänderungen an den Aktien- und Anleihemärkten besonders betroffene Kategorie. Demgegenüber tritt der zweite Teilssektor, die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, privaten Haushalte und privaten Organisationen ohne Erwerbszweck, vor allem als Direktinvestor auf oder bildet die Destination für ausländisches Beteiligungskapital. Aus den hohen Werten auf beiden Bilanzseiten (1 980 Mrd € und 1 844 Mrd €) ergibt sich allerdings nur ein vergleichsweise geringes Netto-Auslandsvermögen in Höhe von 137 Mrd €.

Finanzielle Kapitalgesellschaften kaufen kräftig ausländische Wertpapieranlagen

Einzig Nettoschuldner gegenüber dem Ausland ist der Sektor Staat. Zwar hat er seine Verbindlichkeiten im gesamten Berichtszeitraum seit 2007 um weitere 146 Mrd € auf 818 Mrd € zum Jahresende 2017 erhöht. Allerdings hat sich in den letzten drei Jahren das Bild gewendet: Die Kombination aus steigenden Haushaltsüberschüssen und den APP-Wertpapierkäufen des Eurosystems hat dazu geführt, dass die deutschen Staatsschulden gegenüber dem Ausland deutlich gesunken sind.

Der Sektor Staat hat in den letzten Jahren seine Nettoschulden gegenüber dem Ausland reduziert

■ Fazit

Mit der Umsetzung des Methodenhandbuchs BPM6 ist die deutsche AVS-Statistik zu einem umfassenden Datenkubus angewachsen, aus dem die Bundesbank die Lieferanforderungen der europäischen und internationalen Organisa-

²⁷ Ohne Finanzderivate, weil diese erst ab dem Jahresende 2010 im AVS erfasst werden.

²⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zum Anstieg der deutschen TARGET2-Forderungen, Monatsbericht, März 2017, S. 33; und Deutsche Bundesbank, Zu den Auswirkungen der Wertpapierkäufe des Eurosystems auf die TARGET2-Salden, Monatsbericht, März 2016, S. 56–58.

tionen für den AVS erfüllt. Der AVS bietet nunmehr detaillierte Daten entlang der Dimensionen Art der Bestandsveränderung, Anlagekategorie, Sektor, Währung sowie Partnerland und eröffnet damit ein weites Analysespektrum zu den unterschiedlichsten Fragestellungen. Das hier vorgestellte – und exemplarisch angewandte – dreidimensionale Darstellungskonzept erweitert den Analyserahmen für die Be-

standsgrößen des AVS, indem es eine konsistente und umfassende Sicht auf die Veränderung der Auslandsaktiva und -passiva hinsichtlich ihrer Bestimmungsgrößen, Anlagestruktur und Verteilung auf die inländischen Sektoren ermöglicht. Die Indizes der Wechselkurseffekte auf das Auslandsvermögen bieten darüber hinaus Möglichkeiten der Datenanalyse, auch als Teil von Sensitivitätsbetrachtungen.