

Effekte auf den grenzüberschreitenden Vermögenseinkommenssaldo: Vermögensakkumulation, Portfolioumschichtungen und Renditeveränderungen

Der Saldo der grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen belief sich im Jahr 2014 auf 65 Mrd € (bzw. 2¼% des BIP) und ist damit nach dem Warenhandelsüberschuss der zweitgrößte Aktivposten der deutschen Leistungsbilanz. Noch vor zehn Jahren lagen die Vermögenseinnahmen und -ausgaben etwa gleichauf. Die Vermögenseinkommensströme Deutschlands mit der übrigen Welt ergeben sich aus der Höhe und Zusammensetzung der Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten sowie der Einkommensrenditen, die auf Aktiva und Passiva gezahlt werden. Das Anwachsen des Vermögenseinkommensüberschusses wird vor allem mit dem beträchtlichen Aufbau des Netto-Auslandsvermögens in Verbindung gebracht. Eine nach Vermögensklassen disaggregierte Betrachtung lässt allerdings darüber hinaus vielfältige und über Teilperioden unterschiedlich stark wirkende Effekte erkennen.

Ausgangspunkt der Analyse ist eine Zerlegung der Änderung des Vermögenseinkommenssaldo in Akkumulations- und Renditeeffekte. Der Akkumulationseffekt misst den isolierten Einfluss von Veränderungen des Netto-Auslandsvermögens (z. B. durch Netto-Kapitalexporte, die mit Leistungsbilanzüberschüssen einhergehen, aber auch Bewertungseffekte) auf den Vermögenseinkommenssaldo. Die Renditeeffekte ergeben sich grundsätzlich aus dem Zusammenspiel der Schwankungen in den Einkommensrenditen auf der Aktiv- und Passivseite der Auslandsvermögensbilanz. Aus analytischer Sicht bietet sich die Unterteilung in einen Renditeniveau-Effekt und einen Differenzialeffekt an. Der Renditeniveau-Effekt erfasst die Wirkungen von Veränderungen im internationalen Renditeniveau, und zwar genau in dem Maße, wie sich diese in der durchschnittlichen Verzinsung deutscher Auslandsanlagen niederschlagen. Verläuft hierzu die durchschnittliche Verzinsung der Verbindlichkeiten gegenüber gebietsfremden Anlegern nicht parallel, entstehen schließlich Differenzialeffekte.

Weiterhin ist zu beachten, dass einzelne Anlageklassen in der Regel unterschiedliche Renditen aufweisen. Portfolioumschichtungen können deshalb die durchschnittlichen Renditen der Aktiva und Passiva verändern. Diesem Phänomen wird durch Verschiebungseffekte sowohl für den Renditeniveau als auch für den Differenzialeffekt Rechnung getragen. Letzterer setzt sich aber nicht allein aus den Wirkungen der Veränderungen des Renditedifferenzials in einzelnen Anlageklassen (reiner Renditedifferenzialeffekt) zusammen. Ein Beitrag zum aggregierten Differenzialeffekt ergibt sich auch dann, wenn sich – vor dem Hintergrund einer unterschiedlichen Zusammensetzung von Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten – die Renditeniveaus einzelner Anlageklassen verschiedenartig entwickeln (Leverage-Effekt).

Die Zerlegung der Veränderung des Vermögenseinkommenssaldo in die beschriebenen Effekte beruht auf den Einnahmen- und Ausgabenströmen sowie den Aktiv- und Passivbeständen von 11 renditetragenden Anlageklassen der deutschen Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus.¹⁾ Für den Ge-

¹ Konkret werden die folgenden Anlageklassen betrachtet: 1) Direktinvestitionen: a) Beteiligungskapital, b) Kredite; 2) Wertpapiere: a) Aktien, b) Investmentfondsanteile, c) kurzfristige Schuldverschreibungen, d) langfristige Schuldverschreibungen; 3) Übrige Kapitalanlagen: a) Monetäre Finanzinstitute, b) Unternehmen und Privatpersonen, c) Staat ohne Bundesbank, d) Bundesbank ohne TARGET2, e) TARGET2. Die verbleibenden Komponenten des Netto-Auslandsvermögens werden in der vorliegenden Analyse nicht berücksichtigt, da sie entweder keine Erträge im Sinne der Zahlungsbilanzstatistik generieren (Finanzderivate und Bargeld) bzw. die entsprechenden Einkommensdaten nicht über den gesamten Analysezeitraum vorhanden sind (Währungsreserven). Die Zerlegung in diskreter Zeit wird mithilfe des Shapley-Siegel-Indexes implementiert. Vgl.: L. Shapley (1953), A value for n-person games, in: H. W. Kuhn und A. W. Tucker (Hrsg.), Contributions to the Theory of Games, Vol 2, Princeton University, S. 307–317; sowie I. H. Siegel (1945), The generalized "ideal" index-number formula, Journal of the American Statistical Association, 40, S. 520–523.

samtzeitraum von 1999 bis 2014²⁾ lässt sich als Hauptergebnis festhalten, dass der Aufbau des Netto-Auslandsvermögens rechnerisch etwas mehr als die Hälfte zur Verbesserung der Vermögenseinkommensbilanz beigetragen hat. Der Rest entfiel auf Renditeeffekte.³⁾ Dabei schlug der Umschwung des Renditedifferenzials zugunsten deutscher Auslandsforderungen mit einem stark positiven Effekt zu Buche. Der Rückgang des allgemeinen Renditeniveaus wirkte der Verbesserung der Vermögenseinkommensbilanz zwar entgegen; über den Gesamtzeitraum betrachtet war die Wirkung jedoch verhältnismäßig gering.

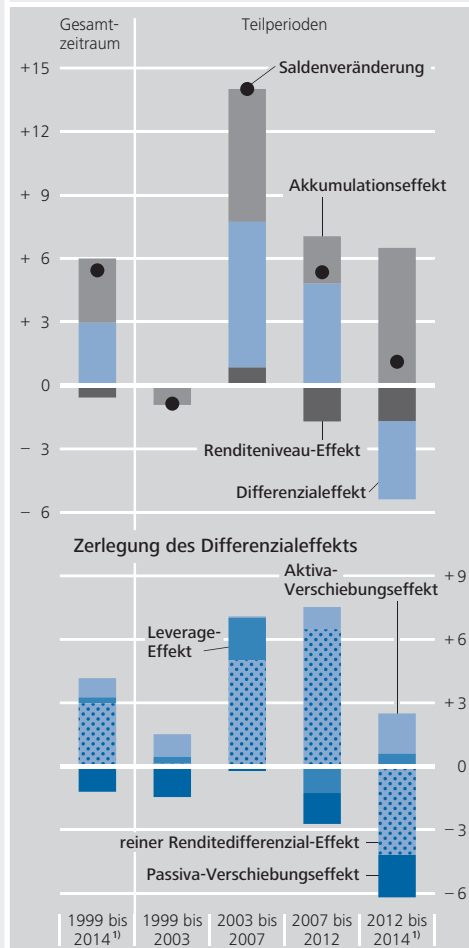
In der Zeit von 1999 bis 2014 lassen sich vier Perioden mit jeweils charakteristischen Entwicklungstendenzen abgrenzen. Der erste Teilabschnitt (1999 bis 2003) erstreckt sich über die Endphase und das Platzen der Dot-comblase, infolgedessen es zu einem deutlichen Rückgang insbesondere von grenzüberschreitenden Direktinvestitionen kam.

² Für das Jahr 2014 wird behelfsweise für die Vermögenseinkommen der Zeitraum vom 4. Vj. 2013 bis zum 3. Vj. 2014 betrachtet, da Bestandsinformationen für den Auslandsvermögensstatus zurzeit lediglich bis zum 3. Vj. 2014 vorliegen.

³ In der hier vorgenommenen Renditeberechnung werden die Vermögenseinkommen auf den Jahresdurchschnittsbestand (d. h. das arithmetische Mittel aus dem Bestandswert am Ende des Berichtsjahres und am Ende des Vorjahres) bezogen. Die Bestände sind zu den Marktpreisen und Wechselkursen am Ultimo der Berichtsperiode bewertet, sodass Bestandsveränderungen grundsätzlich auch Bewertungseffekte einschließen. Der Einfluss von Wechselkursschwankungen dürfte für die Renditeberechnung von untergeordneter Bedeutung sein, da die Einkommenszahlungen in aller Regel in der Währung erfolgen, in der die Vermögensanlagen denominated sind, und in der Vermögenseinkommensbilanz unterjährig periodengerecht verbucht werden. Die Renditeberechnung bleibt aus theoretischer Sicht unter der Annahme, dass die Marktbewertungen der Vermögensanlagen den erwarteten künftigen Einnahmen entsprechen, unverzerrt gegenüber Marktpreiseffekten. Da dies nicht in jedem Fall und für alle Perioden anzunehmen ist, werden in einer Alternativrechnung, die aus Gründen der Datenverfügbarkeit allerdings nur bis ins Jahr 2005 zurückreicht, die Vermögenseinkommensströme auf die um Marktpreiseffekte bereinigten Bestände bezogen. Qualitativ ändert diese Vorgehensweise die Ergebnisse zum Vorzeichen und zur relativen Bedeutung der Akkumulations- und Renditeeffekte nicht. Quantitativ wäre im Zeitraum von 2007 bis 2012 der Akkumulationseffekt etwas größer und der Differenzialeffekt etwas kleiner anzusetzen.

Zerlegung der Veränderung des deutschen Vermögenseinkommenssaldos

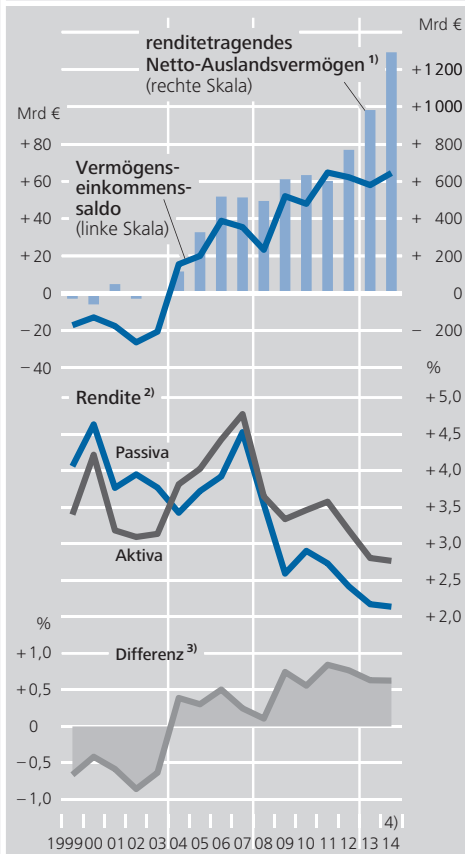
Mrd €, durchschnittliche jährliche Beiträge



¹ Für den Auslandsvermögensstatus Endstand 3. Vj. 2014. Deutsche Bundesbank

Der weltweite konjunkturelle Abschwung nach dem Jahrtausendwechsel mündete in Deutschland angesichts der damaligen strukturellen Schwächen in einer hartnäckigen wirtschaftlichen Stagnation. Der zweite Teilabschnitt (2003 bis 2007) war – global betrachtet – geprägt durch einen recht kräftigen Aufschwung. In diese Zeit fiel in Deutschland die Umsetzung der Struktur-reformen, an deren Ende ein beschäftigungsintensiveres Wachstum stand. Außerdem nahmen in dieser Periode die Aktivitäten hiesiger Unternehmen im Ausland beträchtlich zu. Die Wirkungen der Finanzkrise auf den Vermögenseinkommenssaldo stehen zum einen im Zusammenhang mit den ausgeprägten konjunkturellen Schwankun-

Wichtige Kenngrößen zum deutschen Vermögenseinkommenssaldo



1 Direktinvestitionen, Wertpapiere und übrigen Kapitalanlagen ohne Bargeld, Finanzderivate und Währungsreserven. 2 Renditen entsprechend der Relation der Vermögenseinkommen zum Jahresdurchschnittsbestand des Auslandsvermögensstatus. 3 Aktivrendite abzüglich Passivrendite. 4 Für den Auslandsvermögensstatus Endstand 3. Vj. 2014.
 Deutsche Bundesbank

gen der Jahre 2008 bis 2010, zum anderen mit den Veränderungen im Anlageverhalten internationaler Investoren aufgrund neu eingeschätzter Rendite-Risiko-Profile. Bis Mitte 2012 spitzte sich die europäische Staatsschuldenkrise zu, danach kam es zu einer Beruhigung. Vor diesem Hintergrund wird die Phase von 2007 bis 2012 von den darauffolgenden Jahren getrennt. Diese Abgrenzung scheint auch aus statistischer Sicht geboten, weil das Zahlenmaterial für die Jahre 2013 und 2014 noch vergleichsweise hohe Schätzanteile enthält.

Im Zeitraum von 1999 bis 2003 wies die Vermögenseinkommensbilanz einen jährlichen Fehlbetrag von durchschnittlich 19 Mrd €

auf. Dieser entstand dadurch, dass auf Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden im Durchschnitt eine höhere Rendite gezahlt wurde als deutsche Anleger für ihren praktisch gleich hohen Bestand an Auslandsforderungen erhalten haben. Die verhältnismäßig kleine Veränderung des Vermögenseinkommenssaldo um $-3\frac{1}{2}$ Mrd € war beinahe ausschließlich auf einen leicht negativen Akkumulationseffekt zurückzuführen. Renditeveränderungen hatten keinen nennenswerten Einfluss auf den Saldo.

Zwischen den Jahren 2003 und 2007 erhöhten sich die deutschen Vermögenseinkommen per saldo deutlich um 56 Mrd € auf $+35\frac{1}{2}$ Mrd € im Jahr 2007. Hierzu trugen sowohl der Akkumulations- als auch beide Renditeeffekte positiv bei. Den mit $+27\frac{1}{2}$ Mrd € größten Beitrag leistete die Verbesserung des Renditedifferenzials. Entscheidend war hierbei, dass sich die Rentabilität sowohl von Direktinvestitionen als auch von Investmentfondsanteilen und langfristigen Krediten deutscher Investoren im Vergleich zu jener von Gebietsfremden in Deutschland spürbar verbesserte. Weiterhin war von Bedeutung, dass das Renditeniveau für Anlageklassen, in denen Deutschland gesamtwirtschaftlich eine Netto-Gläubigerposition eingegangen war (wie bspw. beim Beteiligungskapital von Direktinvestitionen), tendenziell stärker stiegen als andere ($+8$ Mrd €). Da sich die zunehmenden deutschen Leistungsbilanzüberschüsse seit dem Jahr 2002 auch in einem stetig wachsenden Netto-Auslandsvermögen niederschlugen (ein Zuwachs von 502 Mrd € zwischen 2003 und 2007), trug der Akkumulationseffekt mit $+25$ Mrd € deutlich zum Anstieg der deutschen Vermögenseinkommen bei. Das leicht höhere Renditeniveau fiel im Vergleich zu den anderen Bestimmungsfaktoren mit einem Beitrag von $+3\frac{1}{2}$ Mrd € kaum ins Gewicht.

Zwischen 2007 und 2012 erhöhten sich die deutschen Netto-Vermögenseinkommen noch einmal deutlich um $26\frac{1}{2}$ Mrd € auf $+62$ Mrd € im Jahr 2012, trotz eines temporären Einbruchs im Jahr 2008. Hierbei kam es teils zu gegenläufigen Beiträgen von

Akkumulations- und Renditeeffekten. Der Akkumulationseffekt leistete mit +11 Mrd € einen merklichen positiven Beitrag. Dieser fiel trotz der größeren Leistungsbilanzüberschüsse im Vergleich zur Periode 2003 bis 2007 nicht mehr so hoch aus, da das deutsche Netto-Auslandsvermögen aufgrund von Bewertungseffekten, anderen Anpassungen und Änderungen in statistischen Konventionen zwischen 2007 und 2012 nicht im Ausmaß der kumulierten Kapitalbilanzsalden expandierte.⁴⁾ Weiterhin bremste der Renditeniveau-Effekt den Anstieg der Vermögenseinkommen deutlich mit einem Minus von 8 ½ Mrd €, da sich das internationale Zinsniveau im Zuge der expansiven Geldpolitik als Reaktion auf die globale Rezession deutlich ermäßigte. Hierbei war ausschlaggebend, dass alle Anlageklassen, jedoch besonders die übrigen Kapitalanlagen der Monetären Finanzinstitute (MFI), spürbar geringere Erträge erwirtschafteten als zuvor.

Der Differenzialeffekt hingegen begünstigte Deutschlands Vermögenseinkommenssaldo seit Beginn der Krise (+ 24 Mrd €) vor allem aufgrund von „Safe Haven“-Flüssen im Zuge der geänderten Risikowahrnehmung der Investoren. Der größte Posten geht auf die Preiswirkung der „Safe Haven“-Flüsse zurück, welche sich im Anstieg des reinen Renditedifferenzials (+ 32 ½ Mrd €) äußerten. Dies lag vor allem an Renditeveränderungen auf dem Anleihemarkt, in welchem die Effektivverzinsung zwischen 2007 und 2012 passivseitig von 3 ¾% auf 2 ¼% nachgab, während die Ermäßigung auf der Aktivseite mit einem Rückgang von 4 ¾% auf 4 ¼% deutlich geringer ausfiel. Abträglich für das Renditedifferenzial wirkte hingegen, dass die Verzinsung von deutschen Netto-Gläubigerpositionen wie den übrigen Kapitalanlagen der MFI sowie Investmentfondanteilen niedriger ausfiel als in der Vorperiode (– 6 ½ Mrd €).

Die deutlichen Portfolioumschichtungen seit Beginn der Krise hatten keinen negativen Einfluss auf den Vermögenseinkommenssaldo. Aktivseitig gewannen vor allem TARGET2-Forderungen, die übrigen Kapital-

anlagen der öffentlichen Stellen ohne die Bundesbank, langfristige Schuldverschreibungen und Direktinvestitionen insbesondere auf Kosten der übrigen Kapitalanlagen der MFI und von Aktien an Gewicht. Dies ist zum einen auf eine strukturelle Verschiebung zulasten der Bankfinanzierung unter anderem infolge neuer Eigenkapitalvorschriften im Rahmen von Basel III zu werten. In erster Linie sorgten jedoch institutionelle Mechanismen innerhalb der EWU und die Krisenbekämpfung dafür, dass sich der Anteil des privaten Sektors am Auslandsvermögen zugunsten von öffentlichen Stellen – insbesondere der TARGET2-Forderungen der Bundesbank – verschoben hat. Das Anschwellen der TARGET2-Forderungen wurde jedoch in seiner Wirkung auf den Gesamtsaldo durch die Reduzierung niedrig verzinsten Anlageklassen wie den übrigen Kapitalanlagen der MFI zugunsten von solchen mit höherer Rentabilität wie Direktinvestitionen und langfristigen Krediten rechnerisch mehr als ausgeglichen.⁵⁾

Im Zeitraum von 2012 bis 2014 verbesserte sich der deutsche Vermögenseinkommenssaldo dem gegenwärtigen Rechenstand zufolge lediglich leicht um 2 Mrd €. Vor dem Hintergrund, dass das deutsche Netto-Auslandsvermögen auch aufgrund von Bewertungseffekten deutliche Zuwächse verzeichnete (+ 523 Mrd €), fiel der Akkumulationseffekt in diesem Zeitraum erneut beträchtlich aus (+ 13 Mrd €). Allerdings gab es dämpfende Wirkungen durch das weitere

⁴ Vgl. dazu auch: Deutsche Bundesbank, Diskrepanz zwischen der Veränderung des Auslandsvermögens und des kumulierten Saldos der Kapitalbilanz: kein geeigneter Indikator für Vermögensverluste, Monatsbericht, Mai 2014, S. 52–54.

⁵ TARGET2-Forderungen werden im ersten Schritt mit dem Referenzzinssatz des Eurosystems verzinst und generieren Vermögenseinkommen im Sinne der Zahlungsbilanz, welche als Ertrag der Bundesbank verbucht werden. Dieser Aspekt wird im Rahmen der vorliegenden Rechnung ausschließlich berücksichtigt. Da sich TARGET2-Salden über alle Länder der EWU ausgleichen, entsteht dem Eurosystem als Ganzem und somit auch der Bundesbank aus diesen aber letztendlich keine monetären Einkünfte. Die Verrechnung und Verteilung aller monetären Einkünfte des Eurosystems erfolgt nur am Jahresende. Der Ausgleichsbetrag wird statistisch in den Sekundäreinkommen erfasst.

Absinken des Renditeniveaus ($-3\frac{1}{2}$ Mrd €) und des nun weniger günstigen Renditedifferenzials ($-7\frac{1}{2}$ Mrd €). Letzteres war primär auf eine partielle Umkehr der krisenbedingten Entwicklung an den Anleihemärkten zurückzuführen, welche sich in einem negativen reinen Renditedifferenzial-Effekt widerspiegelte ($-8\frac{1}{2}$ Mrd €). Die Wirkung der Portfoliumschichtungen von Forderungen (+ 4 Mrd €) und Verbindlichkeiten (-4 Mrd €) hin zu Aktien und aktivseitig auch zu langfristigen Schuldverschreibungen glich sich hingegen im Hinblick auf den Vermögenseinkommenssaldo aus.

Für die Erklärung des in den vergangenen zehn Jahren gestiegenen Vermögenseinkommensüberschusses reicht es nicht aus, allein den Akkumulationsprozess des Netto-Auslandsvermögens zu betrachten. Die Verbesserung des Renditedifferenzials zwischen Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten – besonders beim Beteiligungskapital der Direktinvestitionen sowie langfristigen Schuldverschreibungen – hat zumindest bis

2012 zusätzlich überschussfördernd gewirkt. Die Umschichtungen innerhalb der deutschen Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten seit Beginn der Finanz- und Staatsschuldenkrise haben sich in ihrer Gesamtwirkung auf den Vermögenseinkommenssaldo größtenteils ausgeglichen. Die Höhe des deutschen Netto-Auslandsvermögens lässt erwarten, dass auch in den kommenden Jahren die grenzüberschreitenden Vermögenseinkommensströme per saldo deutlich positive Beiträge zur Leistungsbilanz beisteuern werden.