

Baldi, Guido; Breme, Björn

**Article**

## Verluste auf das deutsche Nettoauslandsvermögen: Wie sind sie entstanden?

DIW Wochenbericht

**Provided in Cooperation with:**

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

*Suggested Citation:* Baldi, Guido; Breme, Björn (2013) : Verluste auf das deutsche Nettoauslandsvermögen: Wie sind sie entstanden?, DIW Wochenbericht, ISSN 1860-8787, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, Vol. 80, Iss. 49, pp. 32-40

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/88620>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Verluste auf das deutsche Nettoauslandsvermögen – wie sind sie entstanden?

Von Guido Baldi und Björn Bremer

Deutschland hat seit dem Jahr 2006 Wertverluste von mehr als zwanzig Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung auf sein Nettoauslandsvermögen erlitten. War dies Zufall, oder steckt mehr dahinter? Die Frage ist nicht einfach zu beantworten. Im Zeitablauf schwankende Vermögensbewertungen sind an sich nichts Ungeöhnliches; Verluste können sich rasch in Gewinne umwandeln, und umgekehrt. Die verfügbaren Daten sollten zudem mit einer gewissen Vorsicht interpretiert werden. Der vorliegende Bericht zeigt aber auch, dass aus den hohen Wertverlusten auf das Auslandsvermögen durchaus Lehren gezogen werden können. Zum einen sind die Verluste zu einem großen Teil bei Portfolioinvestitionen entstanden, während ausländische Direktinvestitionen deutscher Unternehmen – also strategische Unternehmensbeteiligungen – im internationalen Vergleich seit dem Jahr 2006 ordentliche Bewertungsgewinne erzielen konnten. Zugleich konnten auch ausländische Investoren auf ihren Direktinvestitionen in Deutschland Gewinne verbuchen. Im Rückblick wäre es möglicherweise für deutsche Unternehmer und Anleger eine bessere Strategie gewesen, entweder vermehrt im Inland zu investieren oder im Ausland langfristig ausgerichtete Investitionen zu tätigen. Ein Vergleich mit dem Anlageverhalten der USA illustriert außerdem, dass das deutsche Auslandsvermögen wenig rentabel angelegt wurde. Beide Länder ziehen in hohem Maße Kapital aus dem Ausland für festverzinsliche Anleihen an. Sowohl Deutschland als auch die USA profitieren davon, dass sie bei Investoren als sicherer Hafen gelten und auf Anleihen im internationalen Vergleich nur niedrige Zinsen zahlen müssen. Während aber die Unternehmen und Privatpersonen der USA gleichzeitig im Ausland in Anlagen mit hoher Rendite investiert haben, kann man dies für deutsche Investoren in den vergangenen Jahren im Allgemeinen nicht beobachten. Ein Teil der Nettoverluste Deutschlands ist sogar darauf zurückzuführen, dass ausländische Investoren auf ihren Anlagen in Deutschland Bewertungsgewinne erzielen konnten. Die hohen Verluste auf das Nettoauslandsvermögen bedeuten nicht zuletzt auch Wohlfahrtsverluste für die künftigen Generationen Deutschlands.

Deutschland weist seit dem Jahr 2001 hohe Leistungsbilanzüberschüsse auf, das heißt es hat viel mehr Kapital im Ausland investiert, als ausländische Investoren in Deutschland angelegt haben. Das deutsche Nettoauslandsvermögen macht mittlerweile mehr als 40 Prozent des Bruttoinlandsprodukts aus (Abbildung 1). Seit dem Jahr 2006 hat Deutschland aber kumulierte Bewertungsverluste in einer Höhe von mehr als 20 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung auf sein Nettoauslandsvermögen erlitten (Kasten 1).<sup>1</sup> Und diese Verluste haben sich ergeben, obwohl sich der nominale effektive Wechselkurs Deutschlands in diesem Zeitraum nur geringfügig verändert hat. Andere Länder im Euroraum wie Belgien, Italien oder Österreich konnten im selben Zeitraum Bewertungsgewinne realisieren oder, wie im Falle Frankreichs, Verluste in größerem Ausmaß vermeiden. Auch Länder außerhalb des Euroraums wie Japan oder die Schweiz haben seit dem Jahr 2006 Bewertungsgewinne erzielt. Deutschland ist aber kein Einzelfall. Mehrere andere Länder wie etwa Belgien, die Niederlande oder die Schweiz haben kürzlich oder in früheren Jahren auch Verluste erlitten, die im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt ähnlich hoch oder sogar höher waren als die Verluste, die Deutschland in den vergangenen Jahren eingefahren hat.

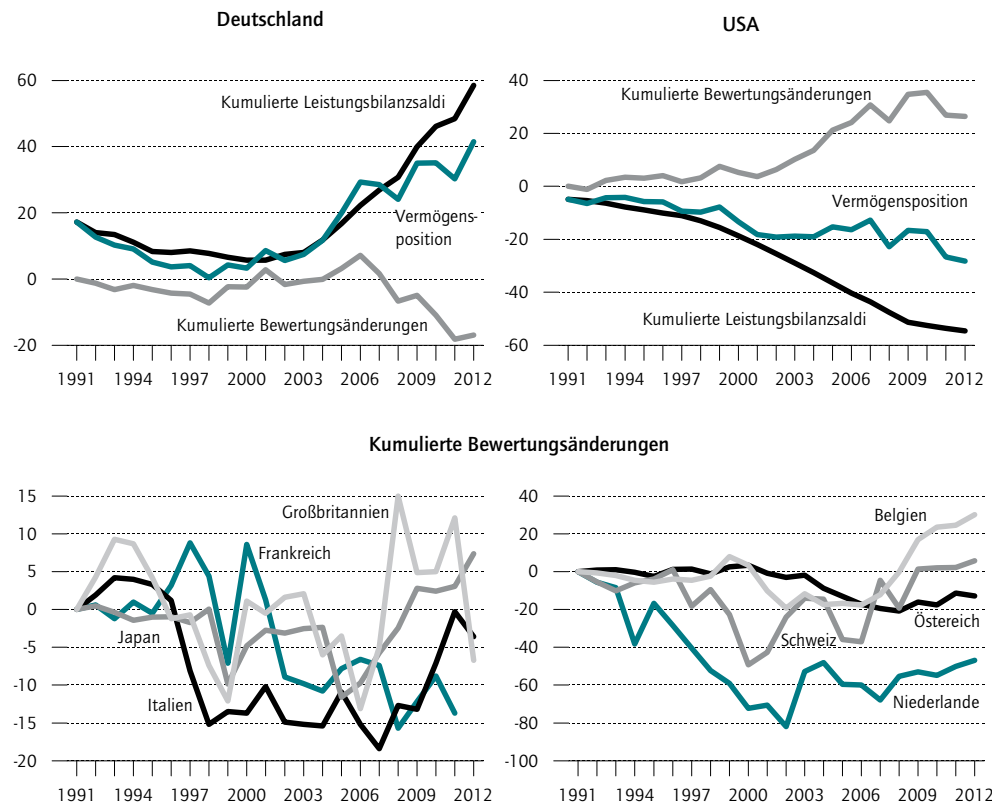
Besonders hervorzuheben ist dagegen die Entwicklung des Nettoauslandsvermögens der Vereinigten Staaten. Die USA konnten in der Vergangenheit nahezu konstant hohe Bewertungsgewinne erzielen – mit Spitzenwerten zwischen 2002 und 2007. Auf diese Weise haben sie es geschafft, ihre negative Nettoauslandsvermögensposition trotz der seit Beginn der 90er Jahre hohen Leistungsbilanzdefizite in Grenzen zu halten.

<sup>1</sup> Auf diese Verluste haben bereits andere Autoren hingewiesen, unter anderem Klär, E., Lindner, F., Sehovic, K. (2013): Investition in die Zukunft? Zur Entwicklung des deutschen Auslandsvermögens. Wirtschaftsdienst: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 93. Jahrgang, Heft 3, 189-197; sowie Bach, S. et al. (2013): Deutschland muss mehr in seine Zukunft investieren. DIW Wochenbericht Nr. 26/2013.

Abbildung 1

**Nettoauslandsvermögen und Bewertungsänderungen**

In Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quellen: IWF; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2013

Seit dem Jahr 2006 hat Deutschland hohe Wertverluste auf sein Auslandsvermögen erlitten.

**Gewinne und Verluste nach Anlagekategorien des Auslandsvermögens im internationalen Vergleich**

Bei einer bloßen Betrachtung der Nettobewertungsänderungen über die Zeit erscheinen die Verläufe für viele Länder schwierig zu erklären und auf den ersten Blick fast zufällig zu sein. Eine Erklärung für diese große Volatilität ergibt sich, wenn man neben den Nettopositionen auch die Bruttositionen betrachtet – also sowohl die Forderungen als auch die Verbindlichkeiten eines Landes gegenüber dem Ausland. Diese sind seit Beginn der 90er Jahre in den betrachteten Ländern massiv und weit stärker als die Produktion gestiegen. Deutschlands Bruttositionen gegenüber dem Ausland sind in den vergangenen zwei Jahrzehnten um rund 200 Prozent auf derzeit rund 250 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung gewachsen. Wenn sich die Bilanzsumme eines Landes vergrößert, ist es nicht

erstaunlich, dass bereits geringfügige Bewertungsänderungen auf die Bestände hohe Wertschwankungen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt verursachen. Auch mögliche Messfehler und unzureichend erfasste Transaktionen oder Bestände können erhebliche Bewertungsschwankungen verursachen. Die Ermittlung des Auslandsvermögens ist mit hohen Unsicherheiten verbunden. Dies sollte bei der nachfolgenden Diskussion beachtet werden.

Die vergleichende Untersuchung beschränkt sich auf die USA, Japan und Frankreich. Diese Länder gehören zusammen mit Deutschland (und China) zu den fünf größten Volkswirtschaften der Welt. Vergleichbar sind sie aber vor allem aus anderen Gründen. Erstens sind sie ähnlich wie Deutschland Sitz vieler internationalen und in den unterschiedlichsten Wirtschaftssektoren aktiven Unternehmen, die in einer Vielzahl von Ländern investieren. In anderen Ländern wie den Niederlanden,

Kasten 1

**Berechnung der Bewertungsgewinne und -verluste**

Die Berechnung von Wertgewinnen und -verlusten auf dem Auslandsvermögen erfolgt analog zum Vorgehen in der wissenschaftlichen Literatur<sup>1</sup>. Das Nettoauslandsvermögen ( $NAV$ ) eines Landes ergibt sich aus dem Nettoauslandsvermögen in der Vorperiode ( $NAV_{t-1}$ ) addiert mit dem Leistungsbilanzsaldo ( $LB_t$ ) und dem Wertgewinn ( $WG_t$ ), der bei einem Wertverlust negativ wird.

$$NAV_t = NAV_{t-1} + LB_t + WG_t$$

Aus den verfügbaren Daten für das Nettoauslandsvermögen und die Leistungsbilanzsalden kann deshalb die Wertveränderung hergeleitet werden:

$$WG_t = NAV_t - NAV_{t-1} - LB_t$$

Durch rekursives Einsetzen lässt sich dies über mehrere Jahre summieren, woraus man den kumulierten Bewertungsgewinn bzw. -verlust ( $KWG$ ) erhält:

<sup>1</sup> Vgl. zum Beispiel Gourinchas, P.-O., Rey, H. (2013): External Adjustment, Global Imbalances and Valuation Effects. NBER Working Papers 19240, National Bureau of Economic Research, Inc.

$$KWG_t = \sum_{i=0}^{t-T} (NAV_t - NAV_{t-1} - LB_t) = NAV_t - \sum_{i=0}^{t-T} LB_t$$

Dieses Vorgehen lässt sich auf die Bruttositionen sowie die einzelnen Anlagekategorien übertragen. So wird etwa für die Ermittlung der kumulierten Wertänderungen auf den Bruttobestand an deutschen Forderungen in der Kategorie Direktinvestitionen die folgende Gleichung verwendet:

$$KWG_t^{FDIA} = \sum_{i=0}^{t-n} (K_t^{FDIA} - K_{t-1}^{FDIA} - FDI_t^A) = K_t^{FDIA} - \sum_{i=0}^{t-n} FDI_t^A$$

$KWG_t^{FDIA}$  bezeichnen die kumulierten Wertänderungen sind,  $K_t^{FDIA}$  der aktuelle Bestand an Forderungen und  $FDI_t^A$  die getätigten Direktinvestitionen in der jeweiligen Periode.

In den meisten Abbildungen dieses Beitrags wird jeweils der kumulierte Bewertungsgewinn oder -verlust gezeigt. Wo es für die Interpretation hilfreich ist, wird auch der tatsächliche Wert des Auslandsvermögens gezeigt sowie der hypothetische Wert, der sich rein aus den kumulierten Flussgrößen ergeben würde. Solange die Bewertungsänderungen in einem gegebenen Zeitintervall eine positive Steigung aufweisen, entstehen in dieser Periode Bewertungsgewinne auf dieser Position. Eine negative Steigung zeigt demgegenüber einen Bewertungsverlust an.

der Schweiz oder Schweden könnte die Entwicklung des Nettoauslandsvermögens vielmehr von einzelnen großen Unternehmen getrieben sein. Zweitens ziehen Deutschland und die drei gewählten Vergleichsländer in hohem Maße internationales Kapital an. Anlagen in den vier Ländern wurden über den Zeitraum von 2006 bis 2012 im internationalen Vergleich als relativ sicher betrachtet; länderspezifische Risikoprämien waren kaum vorhanden oder sehr gering. Insbesondere die USA und Deutschland waren während der weltweiten Finanzkrise und der Schuldenkrise im Euroraum Ziel von Kapitalzuflüssen und galten als sicherer Hafen. Die beiden Länder sind in der Kategorie der als besonders sicher angesehenen Anleihen Nettoschuldner gegenüber dem Ausland. Dies macht einen Vergleich zwischen Deutschland und den USA besonders interessant. Drittens besitzen all diese Länder ein ausgebautes Finanzsystem mit internationalen Finanzzentren. Ihre Finanzsysteme sind im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt dennoch nicht so bedeutend, dass sie wie im Falle des Vereinigten Königreichs oder der Schweiz ihrerseits hohe Wertschwankungen auslösen könnten.

Im Folgenden wird untersucht, in welchen Anlagekategorien Bewertungsverluste angefallen sind.<sup>2</sup> Hierfür werden die Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland aufgeteilt in ausländische Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen in Dividendenpapiere (etwa Aktien und Fonds), Portfolioinvestitionen in Festverzinsliche Papiere (zum Beispiel Staats- und Unternehmensanleihen) sowie Andere Investitionen (etwa Kredite inklusive Handelskredite und Spareinlagen). Nicht betrachtet werden die offiziellen Reserven, die für das gesamte Auslandsvermögen an Bedeutung verloren haben, sowie die Finanzderivate, für die erst seit 2010 Daten verfügbar sind. Es sollte beachtet werden,

<sup>2</sup> Es wäre wünschenswert, zwischen Bewertungsänderungen in lokaler Währung und reinen Wechselkursschwankungen zu unterscheiden. Dies wird jedoch neben der begrenzten Verfügbarkeit von Daten durch verschiedene Faktoren erschwert. Deshalb und weil der nominale (handelsgewichtete) effektive Wechselkurs Deutschlands in den vergangenen Jahren ziemlich konstant war, wird im vorliegenden Beitrag darauf verzichtet, Währungseffekte separat zu bestimmen. Dies schließt aber nicht aus, dass die Nettoverluste auf das Auslandsvermögen teilweise durch Währungseffekte bestimmt sind. Die Ermittlung eines anhand der Struktur des Auslandsvermögens hergeleiteten effektiven *finanziellen* Wechselkurses wäre in diesem Zusammenhang hilfreich.

dass die verschiedenen Anlagekategorien häufig nicht eindeutig zu unterscheiden sind. Da beispielsweise eine ausländische Direktinvestition sowohl aus einer physischen Investition als auch aus einer Kapitalbeteiligung von mindestens zehn Prozent an einem Unternehmen im Ausland bestehen kann, ist die Unterscheidung zwischen den Direkt- und Portfolioinvestitionen fließend. Ähnliche Abgrenzungsprobleme gibt es auch zwischen den übrigen Anlagekategorien. Im Folgenden wird vor allem der Zeitraum zwischen den Jahren 2006 und 2012 betrachtet, da die Verluste auf das deutsche Nettoauslandsvermögen in dieser Zeit angefallen sind. Zur besseren historischen Einordnung wird in den Abbildungen auch der Verlauf ab dem Jahr 1991 dargestellt.

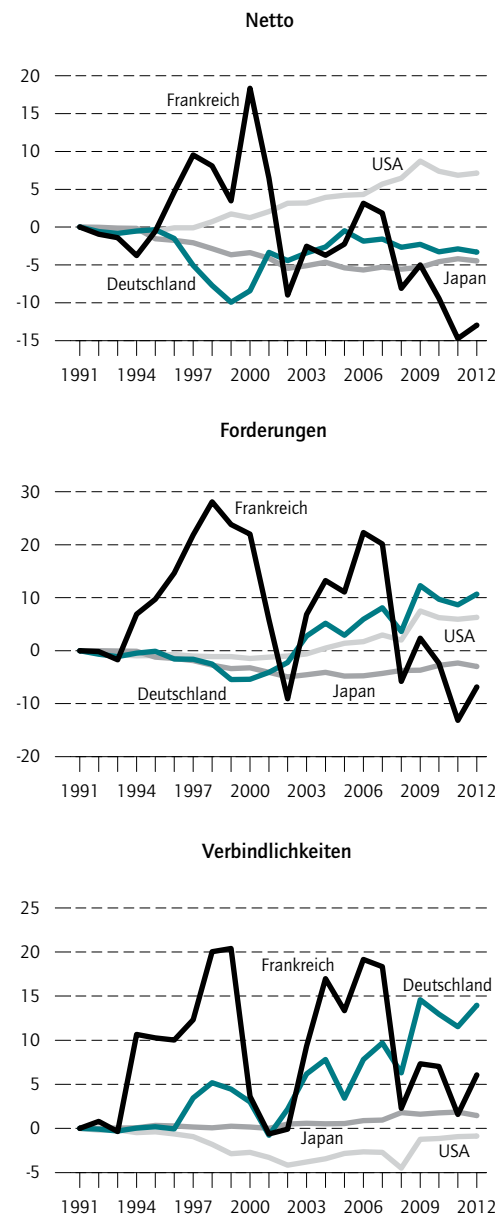
In der Kategorie der ausländischen *Direktinvestitionen* hat Deutschland seit dem Jahr 2006 netto nur sehr geringe Wertverluste erlitten (Abbildung 2). Deutsche Unternehmen haben im Ausland sogar Bewertungsgewinne verbucht. Die Bewertungsgewinne der deutschen Unternehmen auf die Forderungen gegenüber dem Ausland sind im Vergleich zu den anderen betrachteten Ländern bemerkenswert und konnten in diesem Zeitraum nur von den USA in vergleichbarer Größenordnung erreicht werden. Die Verbindlichkeiten jedoch – also die Direktinvestitionen von ausländischen Firmen in Deutschland – haben höhere Bewertungsgewinne abgeworfen als die Forderungen, was insgesamt die Nettoverluste verursacht. Erstaunlich ist vor dem Hintergrund der Bewertungsgewinne auf Direktinvestitionen in Deutschland, dass die kumulierten jährlichen ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland im Verhältnis zur Wirtschaftskraft seit dem Jahr 2006 nur geringfügig gestiegen und seit Beginn der 2000er Jahre insgesamt ungefähr konstant geblieben sind (Abbildung 3). Dies dürfte zur allgemeinen Investitionsschwäche in Deutschland beigetragen haben.<sup>3</sup> Angesichts der Bewertungsgewinne auf die Direktinvestitionen wird deutlich, dass die möglichen Renditen in Deutschland von den Investoren vermutlich unterschätzt worden sind.

### Hohe Nettoverluste bei Portfolioinvestitionen

Seit dem Jahr 2006 haben sich bei den Portfolioinvestitionen in *Dividendenpapiere* für Deutschland erhebliche Nettobewertungsverluste ergeben (Abbildung 4). Bis 2012 haben sie sich auf rund acht Prozent des Bruttoinlandsprodukts akkumuliert. Dies ist mehr als ein Drittel des gesamten Wertverlustes, den Deutschland auf sein Nettoauslandsvermögen erlitten hat. Diese Nettobewertungsverluste sind bei den Forderungen gegenüber dem Ausland entstanden. Deutsche Unternehmen, Banken

Abbildung 2

### Bewertungsänderungen auf Direktinvestitionen In Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quellen: IWF, Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2013

Nur geringe Nettoverluste sind für Deutschland bei den Direktinvestitionen entstanden.

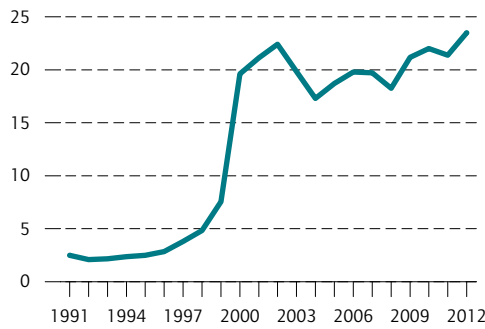
und Sparer haben also auf ihren Auslandsanlagen viel verloren. Ausländische Investoren haben demgegenüber auf ihre Anlagen in Deutschland seit dem Jahr 2006 bei einer allerdings hohen Volatilität kaum Verluste erlitten. Von den betrachteten Vergleichsländern weisen wiederum die USA im Zeitraum zwischen 2002 und

<sup>3</sup> Bach, S. et al. (2013), a. a. O.

Abbildung 3

**Kumulierte Direktinvestitionen des Auslands in Deutschland**

In Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quellen: IWF; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2013

**Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland stagnieren (trotz hoher Renditechancen).**

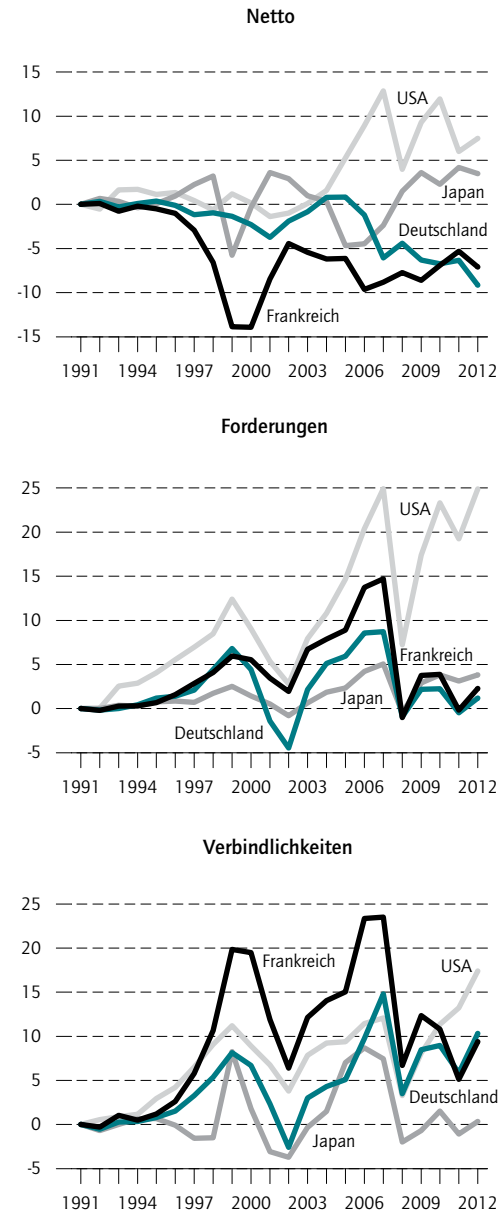
2006 hohe Nettobewertungsgewinne auf. In den folgenden Jahren sind in dieser Kategorie jedoch auch für die USA Verluste entstanden, während Japan und Frankreich leichte Gewinne erzielen konnten.

Auch bei den Portfolioinvestitionen in *Festverzinsliche Papiere* hat Deutschland hohe Bewertungsverluste erlitten – seit dem Jahr 2006 mehr als acht Prozent des Bruttoinlandsprodukts (Abbildung 5). Zusammen mit den ebenfalls rund acht Prozent an Verlusten bei den Dividendenpapieren können die gesamten Nettobewertungsverluste Deutschlands von über 20 Prozent somit zu einem bedeutenden Teil auf Portfolioanlagen zurückgeführt werden. Allerdings sind die Nettoverluste bei den Festverzinslichen Papieren im Gegensatz zu den Dividendenpapieren nicht nur auf die Forderungen, sondern auch durch Bewertungsgewinne für die ausländischen Anleger bei deutschen Anleihen entstanden. Hier dürfte eine Rolle gespielt haben, dass Deutschland insbesondere seit dem Jahr 2006 als sicherer Hafen fungiert hat und viel Kapital in als relativ sicher geltende Anleihen geflossen ist. Diese hohe Nachfrage wiederum hat den Marktwert der deutschen Anleihen nach oben getrieben und so die Verbindlichkeiten Deutschlands gegenüber dem Ausland zumindest auf dem Papier um mehr als vier Prozent erhöht. Auch der Wert der amerikanischen Verbindlichkeiten ist seit dem Jahr 2006 um rund fünf Prozent gestiegen, was die Funktion der USA als sicherer Hafen unterstreicht. Gleichzeitig haben aber die USA im Gegensatz zu Deutschland auf ihre Forderungen Bewertungsgewinne erzielt. Ein ähnliches

Abbildung 4

**Bewertungsänderungen auf Dividendenwerte**

In Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quellen: IWF; Berechnungen des DIW Berlin.

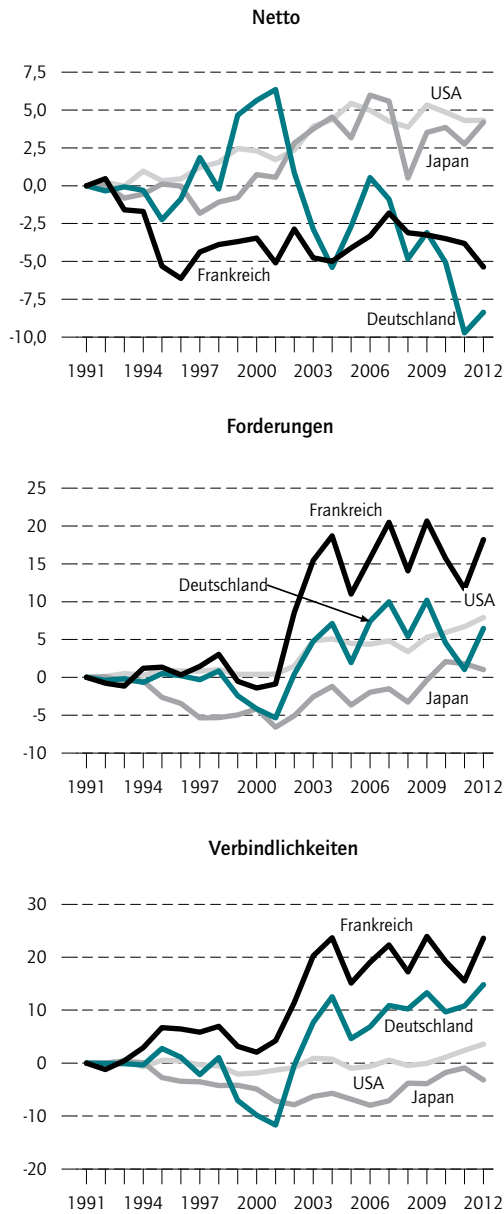
© DIW Berlin 2013

**Deutsche Unternehmen und Sparer haben viel Geld im Ausland verloren.**

Bild zeigt sich für Japan und Frankreich. Auch in diesen Ländern ist der Wert der Verbindlichkeiten seit dem Jahr 2006 wohl aufgrund des als gering wahrgenommenen Länderrisikos gestiegen, während gleichzeitig – anders als für Deutschland – bei den Forderungen keine oder nur geringe Verluste angefallen sind.

Abbildung 5

**Bewertungsänderungen auf Festverzinsliche Werte**  
In Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quellen: IWF; Berechnungen des DIW Berlin.

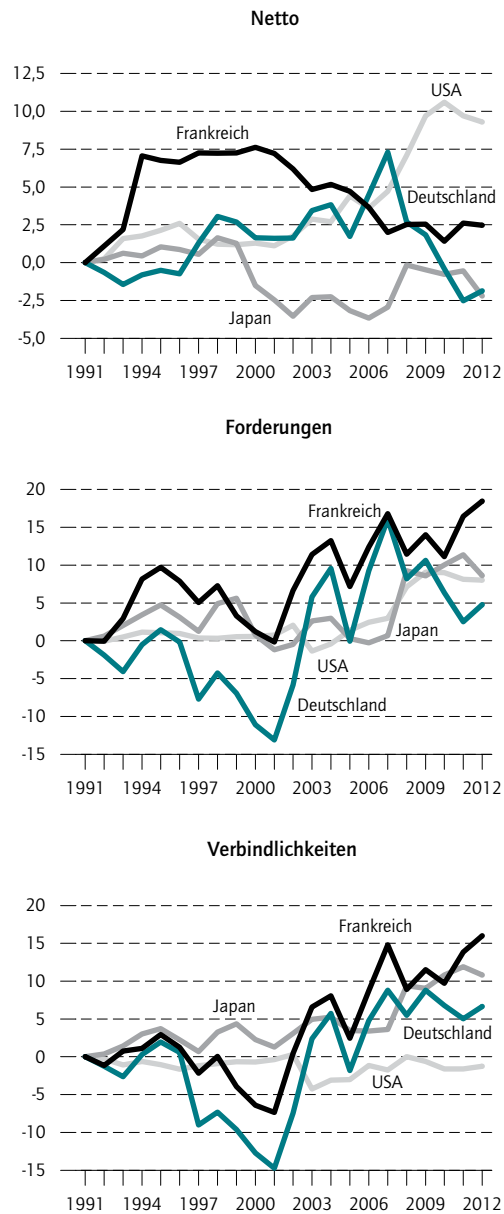
© DIW Berlin 2013

Die hohe Nachfrage nach deutschen Anleihen hat den Wert der deutschen Verbindlichkeiten erhöht.

Auch bei den *Anderen Investitionen* weist Deutschland seit dem Jahr 2006 Bewertungsverluste auf; sie belaufen sich netto auf knapp sechs Prozent des Bruttoinlandsprodukts (Abbildung 6). Demgegenüber konnten die USA in diesem Zeitraum Bewertungsgewinne verzeichnen. Für Japan und Frankreich sind nur gerin-

Abbildung 6

**Bewertungsänderungen auf Andere Investitionen**  
In Prozent des Bruttoinlandsprodukts



Quellen: IWF; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2013

Seit 2006 sind die deutschen Forderungen gegenüber dem Ausland im Wert gesunken.

ge Bewertungsverluste zu beobachten. In erster Linie sind die Verluste Deutschlands bei den Forderungen gegenüber dem Ausland entstanden – wohl aufgrund von Verlusten bei Krediten an ausländische Unternehmen, während der Wert der Verbindlichkeiten in etwa konstant geblieben ist.

## Kasten 2

**Berechnung der Renditen auf dem Auslandsvermögen**

Die vorliegende Herleitung der Renditen auf dem Auslandsvermögen erfolgt in Anlehnung an die einschlägige Literatur<sup>1</sup>. Die Rendite setzt sich zusammen aus der Summe der in einer Periode entstandenen Wertänderungen und Einkommen auf das erzielte Vermögen dividiert durch den Bestand am Anfang der Periode. Dies erfolgt beispielsweise bei den Forderungen für jede Kategorie  $j$  über die einfache Formel:

$$r_t^{Aj} = \frac{I_t^{Aj}}{A_{t-1}^{Aj}} + \frac{KG_t^{Aj}}{A_{t-1}^{Aj}} i_t^{Aj} + kg_t^{Aj}$$

$r_t^{Aj}$  steht für die nominale Rendite,  $i_t^{Aj}$  für das nominale Vermögenseinkommen und  $kg_t^{Aj}$  für die Bewertungsänderung jeweils im Verhältnis zum Bestand  $A_{t-1}^{Aj}$  in der Vorperiode.

<sup>1</sup> Vgl. etwa Lane, P., Milesi-Ferretti, G.-M. (2001): The External Wealth of Nations Mark II. Journal of International Economics vol. 55(2), 263-294; sowie Habib, M. (2010): Excess returns on net foreign assets: the exorbitant privilege from a global perspective. Working Paper Series 1158, European Central Bank.

Analog ist die Berechnung für die Rendite, die das Ausland auf deutschen Vermögenswerten erwirtschaftet:

$$r_t^{Lj} = i_t^{Lj} + kg_t^{Lj}$$

Die einzelnen Renditen in den jeweiligen Kategorien können nun verwendet werden, um die Gesamrendite sowie die Differenz zwischen der Rendite auf den Forderungen und den Verbindlichkeiten zu berechnen.

$$r_t^A - r_t^L = \sum (\alpha_i^j r_t^{Aj} - \lambda_i^j r_t^{Lj})$$

$r_t^{Aj}$  und  $r_t^{Lj}$  bezeichnen die Renditen auf den Forderungen beziehungsweise den Verbindlichkeiten in der Kategorie  $j$ .  $\alpha_i^j$  steht für das Gewicht einer Anlagekategorie an den gesamten Forderungen,  $\lambda_i^j$  ist das Gewicht einer Anlagekategorie an den Verbindlichkeiten. Diese Aufteilung der gesamten Renditedifferenz auf die einzelnen Anlagekategorien erlaubt es, Simulationen durchzuführen, etwa welche Renditen Deutschland mit derselben Struktur des Anlagevermögens wie die Vereinigten Staaten erzielen könnte.

## Kann Deutschland aus dem Anlageverhalten der USA lernen?

Aus der bisherigen Analyse wird deutlich, dass Deutschland in allen Anlagekategorien außer bei den Direktinvestitionen seit dem Jahr 2006 meist eine schlechtere Bilanz vorzuweisen hat als die übrigen betrachteten Länder und insbesondere als die Vereinigten Staaten. Kann Deutschland aus dem Anlageverhalten der USA lernen? Dieser Frage wird mit Hilfe einer Simulation nachgegangen. Untersucht wird, ob Deutschland mit der gleichen Struktur des Auslandsvermögens wie die USA in der Vergangenheit eine höhere Gesamrendite auf das Auslandsvermögen hätte erzielen können.

Für diese Simulation der Gesamrenditen auf das Auslandsvermögen werden neben den Bewertungsänderungen auch die aus dem Auslandsvermögen generierten Einkommen herangezogen (Kasten 2). Diese umfassen etwa Dividenden- und Zinszahlungen. Die Nettovermögenseinkommen – also die Differenz zwischen Vermögenseinkommen und -zahlungen auf die Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland – machen mittlerweile rund zwei Prozent des Bruttoinlandsprodukts und somit fast ein Drittel des deutschen Leistungsbilanzüberschusses aus. Dies ist im Wesentlichen auf das positive Nettoauslandsvermögen zurückzuführen.

ren, aus dem mehr Vermögenseinkünfte als -zahlungen generiert werden. Da die Bewertungsänderungen aber oft viel höher ausfallen als die Vermögenseinkommen und diese zudem noch viel stärker schwanken, werden die Gesamrenditen auf das Auslandsvermögen in erster Linie durch Bewertungsänderungen bestimmt.

Wenn man die Differenzen der Gesamrenditen zwischen den Forderungen und Verbindlichkeiten jeweils in Sechsjahres-Durchschnittswerten zusammenfasst (Tabelle), ist zu erkennen, dass Deutschland in allen betrachteten Zeiträumen eine negative totale nominale Renditedifferenz aufweist. Allerdings haben auch Japan und Frankreich in diesem Zeitraum oft eine negative oder nur gering positive Rendite erzielt. Einzig die USA haben gemäß den vorliegenden Daten über den gesamten Zeitraum hinweg eine hohe Renditedifferenz erzielt, die im Zeitverlauf sogar noch angestiegen ist. Eine interessante Frage ist, ob Deutschland mit der gleichen Verzinsung auf die Forderungen und Verbindlichkeiten wie in der Vergangenheit, aber derselben Struktur des Anlagevermögens wie die USA eine höhere totale Renditedifferenz hätte erreichen können.

Tatsächlich ergibt eine entsprechende Simulation für Deutschland – wie auch für Frankreich und Japan – in den vergangenen sechs Jahren eine deutlich höhere Ren-



dite. Anstatt einer negativen Rendite von einem Prozent wäre gemäß den Simulationsergebnissen mit der Vermögensstruktur der USA eine Rendite von 5,8 Prozent möglich gewesen. Dies wäre beinahe so hoch wie die Rendite von 8,7 Prozent, die die Vereinigten Staaten im selben Zeitraum erzielen konnten. Dieses Gedankenexperiment illustriert, wie stark die USA von ihrer Rolle als sicherer Hafen und den geringen Zinsen auf ihre Anleihen profitieren können. Deutschland spielt eine sehr ähnliche Rolle, vermag es aber viel weniger stark als die USA, das Auslandsvermögen so zu investieren, dass es höhere Erträge erzielt als die Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland.

**Fazit**

Zu Beginn dieses Beitrags wurde die Frage aufgeworfen, ob die Verluste auf das deutsche Nettoauslandsvermögen auf Zufall oder auf tiefergehende Ursachen zurückzuführen sind. Aufgrund der dargestellten Untersuchungen wird deutlich, dass der Zufall zwar eine Rolle gespielt haben dürfte, andere Faktoren aber auch wichtig waren. Deutschland weist in allen Anlagekategorien außer bei den Direktinvestitionen eine schlechtere Bilanz auf als die übrigen betrachteten Länder. Deutsche Direktinvestitionen im Ausland haben sich im internationalen Vergleich gut entwickelt. Netto sind aber dennoch keine Gewinne entstanden, da zugleich die internationalen Direktinvestitionen in Deutschland dem Ausland Bewertungsgewinne eingebracht haben. In den anderen Anlagekategorien sind Verluste entstanden. Im Rückblick stellt sich die Frage, warum die hohen nationalen Ersparnisse Deutschlands nicht vermehrt in Direktinvestitionen im Ausland oder in Investitionen im Inland geflossen sind.

Insgesamt deuten die Ergebnisse dieses Berichts darauf hin, dass Deutschland aus günstigen Voraussetzungen zu wenig gemacht hat; die Position als Nettoschuldner im Bereich der niedrig verzinsten Anleihen wäre eigentlich geeignet, gleichzeitig in anderen – höher verzinsten – Kategorien, wie etwa den Direktinvestitionen, hohe Gewinne zu erzielen. Trotzdem wäre es verfehlt, von einer kollektiv falschen Anlagestrategie zu sprechen. Nur wenige Länder wie die USA vermögen es, über längere Zeit Gewinne auf ihr Auslandsvermögen zu erzielen oder Verluste zu vermeiden. Auch wenn es weder möglich noch wünschenswert ist, eine kollektive Anlagestrategie zu verfolgen, ist es längerfristig für die Wohlfahrt in einem Land äußerst wichtig, dass Unternehmen und Anleger keine Verluste auf das Auslandsvermögen erleiden. Nur so können zukünftige Generationen an den gegenwärtigen Leistungsbilanzüberschüssen Deutschlands teilhaben.

Guido Baldi ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Konjunkturpolitik am DIW Berlin | gbaldi@diw.de

Tabelle

**Renditedifferenzen<sup>1</sup> auf das Auslandsvermögen**  
In Prozentpunkten

	Tatsächlich	Simuliert <sup>2</sup>
<b>Frankreich</b>		
1993-1999	0,0	1,8
2000-2006	-1,1	1,9
2007-2012	-0,1	6,2
<b>Deutschland</b>		
1993-1999	-2,9	0,3
2000-2006	-0,5	0,8
2007-2012	-1,0	5,8
<b>Japan</b>		
1993-1999	0,4	3,6
2000-2006	-5,8	2,4
2007-2012	0,4	3,3
<b>USA</b>		
1993-1999	4,3	4,3
2000-2006	5,8	5,8
2007-2012	8,7	8,7

1 Rendite auf die Forderungen abzüglich der Rendite auf die Verbindlichkeiten.  
2 Unter der Annahme, dass die Auslandsvermögensstruktur der der USA entspricht.

Quellen: IWF; Berechnungen des DIW Berlin.

Nur die USA erzielen seit langem durchweg hohe Renditen.

titionen, hohe Gewinne zu erzielen. Trotzdem wäre es verfehlt, von einer kollektiv falschen Anlagestrategie zu sprechen. Nur wenige Länder wie die USA vermögen es, über längere Zeit Gewinne auf ihr Auslandsvermögen zu erzielen oder Verluste zu vermeiden. Auch wenn es weder möglich noch wünschenswert ist, eine kollektive Anlagestrategie zu verfolgen, ist es längerfristig für die Wohlfahrt in einem Land äußerst wichtig, dass Unternehmen und Anleger keine Verluste auf das Auslandsvermögen erleiden. Nur so können zukünftige Generationen an den gegenwärtigen Leistungsbilanzüberschüssen Deutschlands teilhaben.

Björn Bremer ist Praktikant in der Abteilung Konjunkturpolitik am DIW Berlin | bbremer1@jhu.edu

### WHY ARE GERMANY'S NET FOREIGN ASSETS SO LOW?

---

**Abstract:** Germany's international investments show large net valuation losses of more than 20 percent of GDP since 2006. Is this entirely random or is there a story behind these losses? It is difficult to provide a meaningful answer to this question. In general, high valuation losses on the net foreign asset position are nothing unusual. In addition, the available data should be interpreted with some caution. However, this article also shows that one can detect an interesting pattern when analyzing valuation changes in asset categories. Interestingly, high net valuation losses can be mainly detected in portfolio investments, while German foreign direct investments have not shown major losses. In addition, foreign investors have seen major gains on their

direct investments in Germany. Presumably, some of the net valuation losses of German firms and individuals could have been prevented if their savings had been invested in long-term assets either in Germany or abroad. A comparison of Germany's investment behavior with the one observed for US firms and individuals is interesting. Both countries are "safe havens" and attract a lot of foreign investments for bonds. At the same time, the US channels its foreign investments into assets showing high returns, while the same cannot be observed for Germany and many other countries. These results are of high relevance because valuation losses on the international investment position lower future domestic welfare.

**JEL:** F21, F34, F41

**Keywords:** International Assets and Liabilities, Valuation Effects, International Capital Flows



DIW Berlin – Deutsches Institut  
für Wirtschaftsforschung e.V.  
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin  
T +49 30 897 89 -0  
F +49 30 897 89 -200  
[www.diw.de](http://www.diw.de)  
80. Jahrgang

#### Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake  
Prof. Dr. Tomaso Duso  
Dr. Ferdinand Fichtner  
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.  
Prof. Dr. Peter Haan  
Prof. Dr. Claudia Kemfert  
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.  
Dr. Kati Schindler  
Prof. Dr. Jürgen Schupp  
Prof. Dr. C. Katharina Spieß  
Prof. Dr. Gert G. Wagner

#### Chefredaktion

Sabine Fiedler  
Dr. Kurt Geppert

#### Redaktion

Renate Bogdanovic  
Sebastian Kollmann  
Dr. Richard Ochmann  
Dr. Wolf-Peter Schill

#### Lektorat

Dr. Katharina Wrohlich  
Jens Kolbe  
Dr. Kerstin Bernoth

#### Textdokumentation

Manfred Schmidt

#### Pressestelle

Renate Bogdanovic  
Tel. +49-30-89789-249  
[presse@diw.de](mailto:presse@diw.de)

#### Vertrieb

DIW Berlin Leserservice  
Postfach 74, 77649 Offenburg  
[leserservice@diw.de](mailto:leserservice@diw.de)  
Tel. 01806 - 14 00 50 25,  
20 Cent pro Anruf  
ISSN 0012-1304

#### Gestaltung

Edenspiekermann

#### Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

#### Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –  
auch auszugsweise – nur mit Quellen-  
angabe und unter Zusendung eines  
Belegexemplars an die Serviceabteilung  
Kommunikation des DIW Berlin  
([kundenservice@diw.de](mailto:kundenservice@diw.de)) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.