

Christina Graf und Christian Grimme

# Der Einfluss der Vermögenseinkommen auf den deutschen Leistungsbilanzüberschuss

Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss liegt seit mehr als fünf Jahren über dem von der Europäischen Kommission ausgegebenen Schwellenwert von 6% in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. Im Jahr 2016 erklärte der Saldo der Primäreinkommen 20% des deutschen Leistungsbilanzüberschusses, in den Jahren davor sogar bis zu 40%. In dem Artikel werden die Primäreinkommen, die hauptsächlich aus Vermögenseinkommen bestehen, einer genauen Betrachtung unterzogen. Es zeigt sich, dass in den nächsten Jahren die Primäreinkommensüberschüsse wohl nicht zurückgehen werden. Aufgrund des hohen deutschen Nettobestands an langfristigen Schuldverschreibungen ist eher davon auszugehen, dass der Primäreinkommenssaldo sogar steigen wird und von dieser Seite kein Dämpfer für den deutschen Leistungsbilanzüberschuss zu erwarten ist.

Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss ist seit 2002 positiv. Bis 2005 lag der Saldo bei etwa 4,5% in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt, im Anschluss zog er auf über 6% an und übersteigt seitdem, mit kurzen Unterbrechungen, den von der Europäischen Kommission im Rahmen der Überwachung von makroökonomischen Ungleichgewichten ausgegebenen Schwellenwert. Die meisten Diskussionsbeiträge analysieren den deutschen Leistungsbilanzüberschuss mit Blick auf die Entwicklung des Außenhandels oder erklären den Überschuss aus dem Zusammenspiel von Spar- und Investitionsentscheidungen, durch die Entwicklung der Ölpreise oder der Wettbewerbsfähigkeit.<sup>1</sup> Von realwirtschaftlicher Seite betrachtet stellen neben dem Außenhandel aber auch die Primäreinkommen eine nicht unwesentliche Determinante für den deutschen Leistungsbilanzsaldo dar.

In der Bilanz der Primäreinkommen werden Erwerbs- und Vermögenseinkommen erfasst, die Inländer aus dem Ausland zufließen bzw. Ausländer aus dem Inland beziehen. Unter Erwerbseinkommen versteht man alle Einkommen aus Arbeitnehmerentgelten, wie z.B. das Einkommen von Grenzgängern oder Saisonarbeitern. Vermögenseinkommen sind Kapitalerträge, die sich z.B. aus ausländischen Direktinvestitionen oder Wertpapieranlagen ergeben. Im Jahr 2016 erklärte der Saldo der Primäreinkommen 20% des deutschen Leistungsbilanzüberschusses, in den Jah-

ren davor sogar bis zu 40%. Im Folgenden wird die Entwicklung der Primäreinkommen und ihrer Komponenten deshalb genauer untersucht.<sup>2</sup>

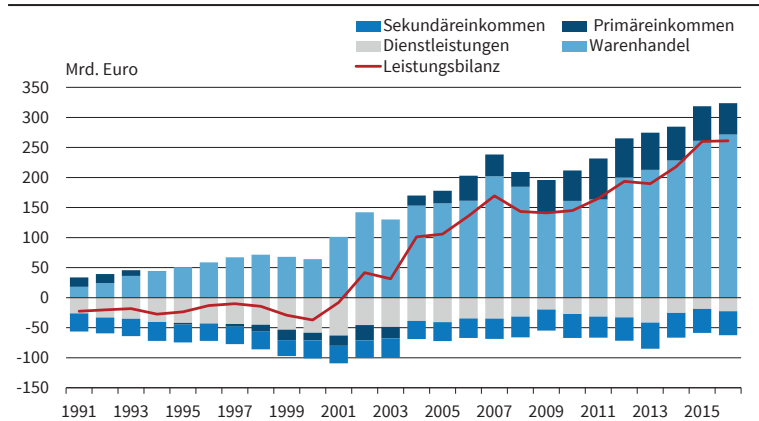
## EIN ÜBERBLICK ÜBER DIE LEISTUNGSBILANZ UND IHRE UNTERGRUPPEN

In der Leistungsbilanz wird der Wert von Güter- und Einkommenstransaktionen zwischen dem In- und Ausland erfasst. Sie lässt sich in die vier Teilbilanzen Warenbilanz, Dienstleistungsbilanz, Bilanz der Primäreinkommen und Bilanz der Sekundäreinkommen unterteilen. Die Waren- und Dienstleistungsbilanz gibt Auskunft über den Wert der ins Ausland exportierten und aus dem Ausland importierten Waren und Dienstleistungen. Ein Überschuss bei den Waren und Dienstleistungen bedeutet, dass Deutschland mehr Waren und Dienstleistungen in das Ausland exportiert, als es selbst aus dem Ausland nachfragt. Die Bilanz der Primäreinkommen erfasst Erwerbseinkommen und Kapitalerträge, die an das Ausland gezahlt bzw. aus dem Ausland erhalten werden. Ein Überschuss bei den Primäreinkommen bedeutet, dass die deutsche Volkswirtschaft Nettoforderungen von Lohn- und Zinszahlungen gegenüber dem Ausland hat. Auslöser dafür kann sein, dass Deutschland per saldo mehr Produktionsfaktoren (Arbeit, Kapital) im Ausland eingesetzt hat, als das Ausland Deutschland zur Verfügung stellt. Ein Überschuss kann auch dann entstehen, wenn die inländischen Produktionsfakto-

<sup>1</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2013b), Döhrn (2013), SVR (2013), Kollmann et al. (2015), Grömling und Matthes (2016), Harms (2016), Horn und Lindner (2016), Peters (2016), Borger (2017), Felbermayr et al. (2017) und Grimme und Wollmershäuser (2011).

<sup>2</sup> Einige wenige Studien diskutieren in kurzen Abschnitten die Entwicklung der Primäreinkommen (vgl. SVR 2013; BMWi 2014; BMWi 2016 und Deutsche Bundesbank 2017).

Abb. 1  
Leistungsbilanz nach Bestandteilen  
Salden



Quelle: Deutsche Bundesbank. © ifo Institut

ren weniger Ertrag erwirtschaften als die im Ausland eingesetzten. Ein defizitärer Primäreinkommenssaldo bedeutet hingegen, dass das Ausland Nettoansprüche auf Zahlung von Löhnen und Zinsen an Deutschland hat. Die Bilanz der Sekundäreinkommen umfasst grenzüberschreitende Zahlungen ohne erkennbare Leistung der Empfänger. Als Beispiele können Heimatüberweisungen, Leistungen der Entwicklungshilfe und Zahlungen des Staates an internationale Organisationen wie die Vereinten Nationen genannt werden.

Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der Leistungsbilanz und ihrer Unterbilanzen seit dem Jahr 1991. In den 1990er Jahren wies der Leistungsbilanzsaldo durchgehend ein Defizit auf. Auslöser war der erhöhte Importbedarf durch die neu hinzugestoßenen Bundesländer. Seit 2002 erwirtschaftet die deutsche Volkswirtschaft ohne Unterbrechung Überschüsse in der Leistungsbilanz. Der Saldo stieg von 42 Mrd. Euro im Jahr 2002 kontinuierlich auf 261 Mrd. Euro im Jahr 2016, nur die Finanzkrise 2008/2009 konnte den Aufwärtstrend kurzweilig etwas dämpfen.

Der wesentliche Treiber für den Anstieg des Leistungsbilanzsaldos um 220 Mrd. Euro zwischen 2002 und 2016 war die starke Zunahme des Überschusses im Warenhandel um 129 Mrd. Euro; das sind knapp 60% des Anstiegs der Leistungsbilanz. Abbildung 1 zeigt aber auch, dass der Saldo der Primäreinkommen zur Dynamik der Leistungsbilanz beigetragen hat; zwischen 2002 und 2016 erhöhten sich die Primäreinkommen um 78 Mrd. Euro; dadurch können 35% des Anstiegs der Leistungsbilanz erklärt werden. In der öffentlichen Diskussion findet dieser Posten bisher kaum Beachtung und soll deshalb in diesem Beitrag

einer genaueren Analyse unterzogen werden.<sup>3</sup>

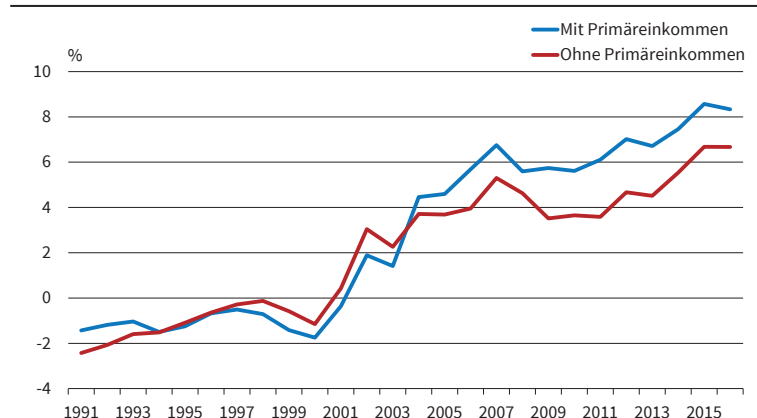
### DIE ENTWICKLUNG DER PRIMÄREINKOMMEN

Abbildung 2 zeigt die Bedeutung der Primäreinkommen für die Entwicklung der Leistungsbilanz. Die blaue Linie beschreibt die Leistungsbilanz als Anteil am Bruttoinlandsprodukt, die rote Linie stellt dar, wie die Leistungsbilanz ohne den Beitrag der Primäreinkommen verlaufen wäre. Die Wichtigkeit der Erwerbs- und Vermögenseinkommen auf den Saldo der Leistungsbilanz schwankt

im betrachteten Zeitraum. Zwischen 1991 und 1994 war der Saldo der Primäreinkommen leicht positiv; somit wäre der Leistungsbilanzsaldo ohne die Primäreinkommen etwas negativer ausgefallen. Im Vergleich dazu wäre der Leistungsbilanzsaldo ohne die Primäreinkommen zwischen 1995 und 2003 höher gewesen, da der Saldo der Primäreinkommen negativ war. Seit 2004 ist der Saldo der Primäreinkommen positiv; somit wäre der Anstieg der Leistungsbilanz ohne Primäreinkommen um bis zu 2,5 Prozentpunkte niedriger gewesen. Auch am aktuellen Rand würde der Leistungsbilanzüberschuss ohne Primäreinkommen um 1,7 Prozentpunkte geringer ausfallen.

<sup>3</sup> Die beiden restlichen Untergruppen ergeben folgendes Bild: Der Saldo der Dienstleistungsbilanz ist in Deutschland traditionell negativ. Das bedeutet, dass mehr Dienstleistungen, wie z.B. Transportleistungen oder Auslandsreisen, von Deutschen aus dem Ausland nachgefragt werden, als Ausländer in Deutschland in Anspruch nehmen. Tendenziell ist das Dienstleistungsdefizit seit 2000 etwas rückläufig. Darüber hinaus verfügen auch die Sekundäreinkommen dauerhaft über einen Negativsaldo; die Sekundäreinkommen werden hauptsächlich durch die Einnahmen des privaten Sektors, wie beispielsweise Schadensregulierungen von Rückversicherern, und durch die Ausgaben des privaten Sektors, wie beispielsweise Heimatüberweisungen, geprägt.

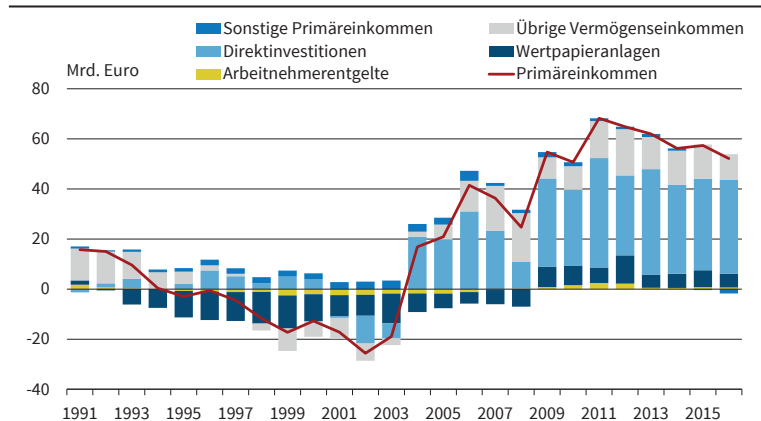
Abb. 2  
Leistungsbilanzsaldo mit/ohne Primäreinkommen in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Deutsche Bundesbank; Berechnungen des ifo Instituts. © ifo Institut

Abb. 3

Primäreinkommen nach Bestandteilen  
Salden



Quelle: Deutsche Bundesbank.

© ifo Institut

Abbildung 3 zeigt die Entwicklung der Salden der Primäreinkommen sowie ihrer Untergruppen Arbeitnehmerentgelte, Wertpapieranlagen, Direktinvestitionen, übrige Vermögenseinkommen sowie sonstige Primäreinkommen. Die gewichtigsten Komponenten des Primäreinkommens sind die Direktinvestitionen, die übrigen Vermögenseinkommen und die Wertpapieranlagen. Die Studie konzentriert sich deshalb auf diese drei Gruppen.

### VERMÖGENSEINKOMMEN AUS DIREKTINVESTITIONEN

Der Saldo der Vermögenseinkommen aus Direktinvestitionen stellt den gewichtigsten Teil der Primäreinkommen dar. Direktinvestitionen sind finanzielle Beziehungen zwischen In- und Ausländern, soweit der Kapitalgeber mehr als 10% der Stimmrechte über die Empfängerfirma hält und damit einen bedeutenden Einfluss auf die Unternehmensführung ausüben kann. Zu Direktinvestitionen zählen auch der Aufbau von Tochterfirmen, wie beispielsweise Joint Ventures, oder die Akquisition von Firmen. Auch Grundbesitz, Baustellen mit einer Dauer von mehr als einem Jahr sowie kurzfristige Handels- und Finanzkredite an Direktinvestoren, Direktinvestitionsunternehmen oder Schwestergesellschaften sind unter Direktinvestitionen zu bündeln. Direktinvestitionen erfreuen sich zunehmender Beliebtheit. Firmen geben oft langfristige Interessen, wie den Aufbau eines Kundendienstes oder Vertriebs im Ausland, Kostensenkungen und das Erschließen neuer Märkte, als Gründe für Direktinvestitionen an (vgl. DIHK 2016). Deutschland investierte zwischen 1991 und 1999 verstärkt in ausländische Firmen. Nach dem Höhepunkt des Investitionsbooms im Jahr 1999 verhielten sich die deutschen Investoren im Ausland bis 2002 zurückhaltend, dies ist auf das Platzen der New-Economy-Blase zurückzuführen. Im neuen Jahrtausend überstiegen die Kapitalzuflüsse sogar die -abflüsse, d.h., Ausländer weiteten ihr Engagement in Deutschland aus. Die steigende Aktivität der Auslän-

der im Inland wurde jedoch im Jahr 2004 mit einer Neufassung des Körperschaftsteuergesetzes gebremst.<sup>4</sup> Die deutschen Investoren erhöhten aufgrund der guten Ertragsituation im Ausland und der verhaltenen Wachstumsaussichten in Deutschland ab Mitte der 2000er die Direktinvestitionen im Ausland. Vor allem ausländische Unternehmen im Dienstleistungssektor waren Empfänger von zusätzlichem Beteiligungskapital (vgl. Deutsche Bundesbank 2005). Der Nettobestand<sup>5</sup> an ausländischen Direktinvestitionen erhöhte sich so kontinuierlich bis zum aktuellen Rand.

Der Saldo der Vermögenseinkommen aus Direktinvestitionen war mit wenigen Ausnahmen (1991, 2001–2003) positiv, d.h., Deutschland hat größtenteils mehr durch Direktinvestitionen im Ausland eingenommen als das Ausland durch Direktinvestitionen in Deutschland.<sup>6</sup> Der Primäreinkommenssaldo aus Direktinvestitionen wächst trendmäßig seit 2003, nur die Finanzkrise dämpfte diese Entwicklung vorübergehend im Jahr 2008. Abbildung 4 zeigt die Entwicklung der Untergruppen der Einkommen aus Direktinvestitionen. Die getätigten Direktinvestitionen können in verschiedenster Form Einkommen generieren: als Dividenden und sonstige ausgeschüttete Gewinne, reinvestierte Gewinne, übrige Anlagen und Zinsen für Kredite. Dividenden werden an Aktionäre börsennotierter Aktiengesellschaften ausgeschüttet. Sonstige Ausschüttungen sind Ausschüttungen von Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Einzelunternehmen und Personengesellschaften. Reinvestierte Gewinne sind Gewinne von Unternehmen, die nicht an den Anteilseigner ausgeschüttet, sondern für die weitere Verwendung im Unternehmen einbehalten werden.<sup>7</sup> Unter übrige Anlagen werden Miete und Pacht aus Grundbesitz erfasst, zudem sind auch Erträge aus langfristigen Baustellen enthalten. In die Einkommen aus Direktin-

<sup>4</sup> Die Neufassung des Körperschaftsteuergesetzes sah eine Reduzierung von Steuerspareffekten vor. Zuvor konnten inländische Tochterfirmen Zinsen, die für vom ausländischen Mutterkonzern gewährte Kredite anfielen, steuermindernd ansetzen, wenn die Tochter eine Eigenkapitalquote von 25% aufwies. Die Neufassung regelt, dass der Abzug der Zinsen vom Gewinn der Tochterfirma nur ab einer Eigenkapitalquote von 40% möglich ist. Die Steuerspareffekte wurden so minimiert. Viele gebietsfremde Eigner wandelten aus diesem Grund langfristige Forderungen, für die sie zuvor Zinsen erhielten, in Beteiligungen um. Bei vollständiger Umwandlung hätte sich dadurch nur ein Passivtausch ergeben. Es war jedoch zu beobachten, dass die Kreditittlungen nicht vollkommen zur Umwandlung in Beteiligungen genutzt wurden. Aus diesem Grund kam es zu einem teilweisen Abfluss von Kapital aus Deutschland (vgl. Deutsche Bundesbank 2004).

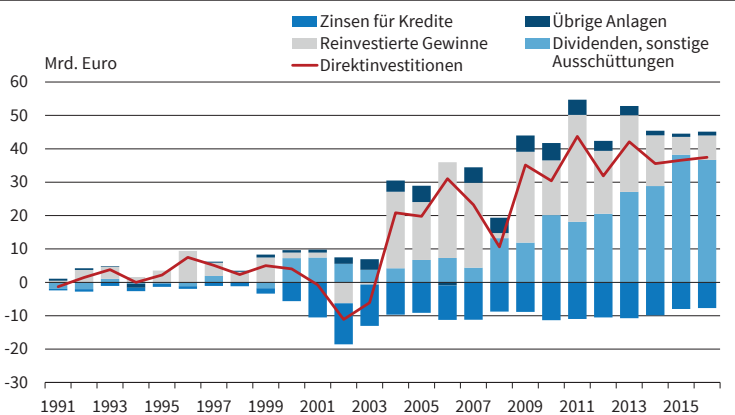
<sup>5</sup> Im Text wird der Begriff Nettobestand für die kumulierten Nettokapitalexporte verwendet.

<sup>6</sup> Die negativen Einkommen aus Direktinvestitionen zwischen 2001 und 2003 können durch den Nettokapitalimport von Direktinvestitionen in den Jahren 2000 und 2002 bis 2003 und den daraus resultierenden steigenden Ausgaben erklärt werden.

<sup>7</sup> Die reinvestierten Gewinne werden von der Deutschen Bundesbank auf Grundlage des Bestands der Direktinvestitionen geschätzt.

Abb. 4

### Einkommen aus Direktinvestitionen nach Bestandteilen Salden



Quelle: Deutsche Bundesbank.

© ifo Institut

vestitionen fließen ebenfalls die Zinsen aus konzerninterner Kreditvergabe. In den vergangenen Jahren kamen die größten positiven Impulse von den reinvestierten Gewinnen sowie von Dividenden und sonstigen Ausschüttungen (die letzteren zwei werden im weiteren Verlauf mit dem Begriff Dividenden abgekürzt); die negativsten Impulse stammten dagegen von den Zins-einnahmen aus Krediten. Im Folgenden werden diese drei Gruppen genauer beschrieben.

Die Entwicklung der Salden der *reinvestierten Gewinne* und der *Dividenden* wird gemeinsam beschrieben. Die reinvestierten Gewinne weisen seit 1991 zumeist einen positiven Saldo aus. Das bedeutet, dass die Gewinne der deutschen Investoren, die im Ausland erwirtschaftet und erneut dort investiert wurden, höher waren, als die reinvestierten Gewinne von Ausländern in Deutschland. Auch die Dividendenzahlungen sind seit 1991 größtenteils per saldo positiv. Ein positiver Saldo bedeutet hierbei, dass Deutschland mehr Ausschüttungen aus den erwirtschafteten Gewinnen im Ausland zufließen, als deutsche Firmen an ihre Anleger im Ausland zahlen.

Die Bereitschaft der deutschen Investoren, ihren Bestand an Direktinvestitionen im Ausland zu erhöhen, war bis Ende des vergangenen Jahrtausends recht hoch. Aus diesem Grund wurden die erwirtschafteten Gewinne in hohem Maße reinvestiert. Das anschließende Platzen der New-Economy-Blase und die damit einhergehende Zurückhaltung der deutschen Investoren schlug sich auch in den Einkommen aus Direktinvestitionen nieder. Die Ausschüttung der Gewinne wurde zwischen 2000 und 2003 vor der Einbehaltung präferiert. Einhergehend mit der stetig zunehmenden internationalen Vernetzung wurde ab 2004 jedoch der deutsche Nettobestand an ausländischen Direktinvestitionen wieder deutlich ausgeweitet. Die deutschen Investoren entschieden sich aufgrund der guten Ertragslage der ausländischen Direktinvestitionsunternehmen, die dort resultierenden Gewinne größtenteils zu reinvestieren und damit den Kapitalstock der ausländischen Direktinvestitionsunternehmen

weiter zu erhöhen; gleichzeitig haben sich die Dividendenzahlungen aber kaum erhöht (vgl. Deutsche Bundesbank 2006). Mit dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 reduzierten sich die Firmengewinne; es wurde kaum noch reinvestiert, stattdessen veranlassten die deutschen Investoren die Ausschüttung der Gewinne aus den ausländischen Direktinvestitionen. Im Folgejahr fand mit dem Erstarren der Unternehmensgewinne auch eine deutliche Zunahme der reinvestierten Gewinne statt. Seit 2010 bewegt sich der Saldo der Einkommen aus Direktinvestitionen in etwa seit-

wärts, einhergehend ist ein Wechsel in der Bedeutung von reinvestierten Gewinnen und Dividenden zu beobachten. Die deutschen Direktinvestoren lassen sich ihre Gewinne im Ausland im größeren Umfang ausschütten, anstatt sie zu reinvestieren; in den vergangenen zwei Jahren hat sich dieser Trend noch verstärkt.

Die dritte wichtige Komponente für die Einkommen aus Direktinvestitionen stellen die *Zinsen für Kredite* dar. Diese sind seit 1991 per saldo immer negativ gewesen. Deutschland hat für Zinsaufwendungen für ausländische Kredite mehr aufgewendet, als es durch Kredite an das Ausland eingenommen hat. Ab dem Beginn des neuen Jahrtausends verstärkte sich der negative Saldo bei den Kreditzinsen. Diese Entwicklung ist vor allem auf die Zinsen auf sogenannte *Reverse Flows* zurückzuführen, deren Bedeutung im Verlauf zugenommen hat (vgl. Deutsche Bundesbank 2017). *Reverse Flows* treten auf, wenn deutsche Direktinvestoren Kredite von ihren ausländischen Direktinvestitionsunternehmen erhalten.<sup>8</sup> Der Anteil der Zinsausgaben durch *Reverse Flows* betrug in den vergangenen fünf Jahren ungefähr die Hälfte der Ausgaben für Kreditzinsen bei den Primäreinkommen.<sup>9</sup> Dieses Geschäftsmodell für sich genommen reduzierte den deutschen Leistungsbilanzüberschuss im Jahr 2016 um 7 Mrd. Euro und damit etwa 3% des Leistungsbilanzüberschusses.

Aufgrund des weiter zunehmenden deutschen Nettobestands an ausländischen Direktinvestitionen ist davon auszugehen, dass die darüber erzielten Einkommen in den kommenden Jahren nicht zurückgehen werden. Von dieser Seite her betrachtet dürfte sich der Primäreinkommensüberschuss in der nächsten Zeit

<sup>8</sup> Die konzerninterne Kreditgewährung erfolgt häufig durch die Ausgabe von Anleihen von ausländischen Finanzierungstöchtern und die anschließende Weiterleitung der Erlöse in Form von Krediten an den deutschen Direktinvestor. Es ist davon auszugehen, dass diese Kapitalflüsse vor dem Hintergrund der steuerlichen Vorteile im Ausland erfolgen. Eine besondere Stellung nehmen hier die Niederlande ein; im Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre flossen 75% der deutschen Zinsausgaben im Rahmen von *Reverse Investments* dorthin.

<sup>9</sup> Die Autoren danken Marcel Pentzek von der Deutschen Bundesbank für die Informationen über *Reverse Flows* und die Bereitstellung der Daten.

nicht reduzieren und somit keinen negativen Einfluss auf den Leistungsbilanzüberschuss ausüben.

**ÜBRIGE VERMÖGENSEINKOMMEN**

Seit 2006 tragen auch die übrigen Vermögenseinkommen deutlich positiv zum Überschuss der Primäreinkommen bei. Übrige Vermögenseinkommen fassen die Einnahmen und Ausgaben für Zinsen für Kredite, für Altersvorsorge- und Versicherungsleistungen, für Bankguthaben sowie für sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten und sonstige Anteilsrechte zusammen.<sup>10</sup> Zinsen für Finanzkredite und Handelskredite finden Eingang in die übrigen Vermögenseinkommen, wenn sie nicht für konzerninterne Kredite anfallen; vielmehr sind es Zinsen, die sich zum Beispiel bei einer Kreditvergabe einer inländischen Bank an ausländische Unternehmen oder Privatpersonen ergeben. Nehmen inländische Anleger Dienstleistungen eines ausländischen Versicherers in Anspruch, so werden diese Zinsen in den Einkommen für Altersvorsorge- und Versicherungsleistungen innerhalb der übrigen Vermögenseinkommen verbucht.<sup>11</sup>

Abbildung 5 zeigt den Verlauf der Einkommen aus übrigem Vermögen im Zeitraum 1991 bis 2016, aufgliedert nach den Empfängern.<sup>12</sup> Die Dynamik der übrigen Vermögenseinkommen wird zwischen 1991 und 2009 hauptsächlich von der Aktivität der monetären Finanzinstitute getrieben. Der Gesamtsaldo schließt zumeist mit einem Überschuss ab. Das bedeutet, die deutsche Volkswirtschaft erhält mehr Einnahmen aus Zinsen für Kredite und Bankguthaben sowie Einkommen aus Altersvorsorge- und Versicherungsleistungen aus dem Ausland als dorthin abfließen. Eine Ausnahme bilden die defizitären Jahre zwischen 1997 und 2003; hier haben Ausländer verstärkt Bargeld und Einlagen bei den deutschen monetären Finanzinstituten gehalten.

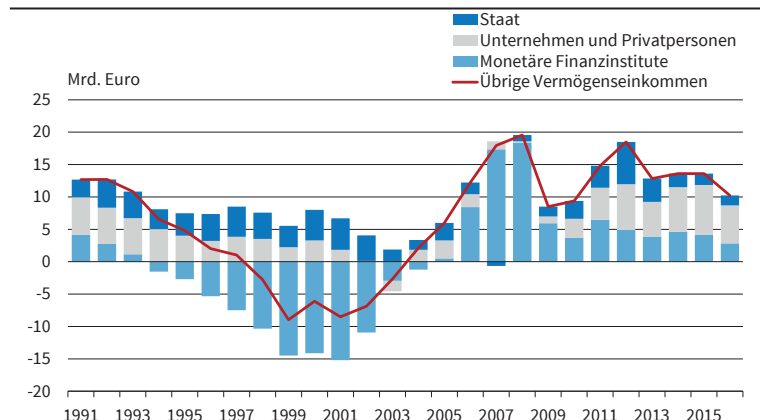
<sup>10</sup> Die Einnahmen der deutschen Bundesbank für Target-2-Forderungen an die Europäische Zentralbank fließen ebenfalls in die übrigen Vermögenseinkommen ein; die Forderungen werden zum Hauptrefinanzierungssatz verzinst (vgl. Deutsche Bundesbank 2016, S.71–72). Target 2 ist das Zahlungssystem für die Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen innerhalb des Euroraums. Es entstehen Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber der EZB. Zeitreihen zu den tatsächlichen Einnahmen aus Target-2-Forderungen stehen uns leider nicht zur Verfügung.

<sup>11</sup> Die Einzahlung des Versicherungsnehmers (abzüglich der erbrachten Dienstleistung des Versicherungsgebers bzw. des Gewinns) erhöhen die versicherungstechnischen Reserven der Versicherungsgesellschaft. Die erzielten Einnahmen eines Geschäfts, die dem Versicherungsnehmer zugeordnet werden können, sind immer im übrigen Vermögenseinkommen zu verbuchen. Der Anteil der Zinsen, den die Versicherungsgesellschaft für sich behält, wird anhand der entsprechenden Definitionen bei Direktinvestitionen oder Wertpapieranlagen eingeordnet.

<sup>12</sup> Eine Aufgliederung der übrigen Vermögenseinkommen nach Anlageformen ist öffentlich nicht verfügbar. Die Autoren danken Marcel Pentzek von der Deutschen Bundesbank für die Bereitstellung dieser Daten für die Jahre 2012 bis 2016.

Abb. 5

Übrige Vermögenseinkommen nach Empfängern  
Salden



Quelle: Deutsche Bundesbank.

© ifo Institut

ten. Im Anschluss zogen die von monetären Finanzinstituten an das Ausland vergebenen Finanzkredite stark an, so dass die Einnahmen aus den Krediten sukzessive größer als die Ausgaben für Bargeld und Einlagen wurden. Mit Ausbruch der Finanzkrise mussten zahlreiche Finanzkredite abgeschrieben werden; die Kreditvergabe an das Ausland reduzierte sich. Gleichzeitig zogen die Ausländer einen Teil des Bargelds und der Einlagen ab. Per saldo brachen die übrigen Vermögenseinkommen der monetären Finanzinstitute ein. Auch nach Ende der Finanzkrise blieb die Finanzkreditvergabe ins Ausland sehr verhalten, wie auch die Aufnahme von Bargeld und Einlagen von Ausländern, so dass die Vermögenseinkommen der Banken und Versicherungen seitdem tendenziell eine Seitwärtsbewegung aufweisen.

Im Gegensatz dazu zogen die Vermögenseinkommen der Unternehmen und Privatpersonen seit 2009 kräftig an. Dies ist das Resultat eines bereits länger bestehenden Trends bei den deutschen Unternehmen: Diese haben seit 2000 den Anteil der Ausschüttungen und Entnahmen an den Unternehmensgewinnen sukzessive reduziert; seit 2010 ist der Anteil besonders stark zurückgegangen (vgl. Gemeinschaftsdiagnose 2017) und Investitionen wurden verstärkt durch einbehaltenen Gewinne getätigt. Das führte dazu, dass sich die Ausgaben der Unternehmen für Außenfinanzierung auf einem relativ niedrigen Niveau stabilisierten. Gleichzeitig wurde ein Teil der einbehaltenen Gewinne für die Vergabe von Finanzkrediten an das Ausland verwendet, so dass die Einnahmen der Unternehmen weiterhin auf einem relativ hohen Niveau verharrten. Diese beiden Faktoren führten dazu, dass die Nettoeinnahmen der Unternehmen in den vergangenen Jahren stabil und positiv waren.

Auch die Vermögenseinkommen des Staates sind seit 2009 per saldo positiv. Die Nettoeinkünfte des Staates erhöhten sich aufgrund des starken Ausbaus der Auslandsforderungen in den Jahren 2010 und 2012 kräftig. Die gestiegenen Auslandsforderungen sind auf die Kreditvergabe an Griechenland und andere angeschla-



gene Staaten im Rahmen der EFSF (Europäische Finanzstabilisierungsfazilität) sowie Einzahlungen in den ESM (Europäischer Stabilitätsmechanismus) zurückzuführen (Deutsche Bundesbank 2013a). Seit 2013 gehen die Vermögenseinkommen des Staates per saldo wieder deutlich zurück und befinden sich in etwa wieder auf dem Niveau vor der Finanzkrise.

Alles in allem dürfte der Überschuss bei den übrigen Vermögenseinkommen bestehen bleiben, sich aber nicht wieder stark ausweiten. Zum einen gibt es keine Anzeichen, dass die deutschen Unternehmen in Zukunft den Anteil der Ausschüttungen und Entnahmen aus Gewinnen wieder deutlich erhöhen werden; somit wird die Innenfinanzierung durch einbehaltene Gewinne wohl fortgesetzt. Zum anderen werden die monetären Finanzinstitute ihre Kreditvergabe an das Ausland aufgrund der erhöhten Eigenkapitalanforderungen voraussichtlich nicht stark beschleunigen. Somit dürften sich der Primäreinkommenssaldo über die übrigen Vermögenseinkommen und damit der Leistungsbilanzüberschuss nicht abbauen.

## VERMÖGENSEINKOMMEN AUS WERTPAPIERANLAGEN

Die Einkommen aus Wertpapieranlagen stellen die dritt wichtigste Komponente der Primäreinkommen dar. Einkommen aus Wertpapieren können folgenden Quellen entspringen: Zinsen und Ausschüttungen aus Aktien, Zinsen aus Investmentfondsanteilen und Zinsen aus festverzinslichen Anlagen mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr (kurzfristige Zinsen) oder mehr als einem Jahr (langfristige Zinsen). Bei den Wertpapieranlagen werden die Zinsen aus Investmentfondsanteilen und kurzfristigen bzw. langfristigen Schuldverschreibungen verbucht. Dagegen werden Zinsen aus kurzfristigen Finanz- und Handelskrediten innerhalb eines Konzerns in die Einkommen aus Direktinvestitionen gebucht.

Abbildung 6 verdeutlicht den Umschwung bei den Primäreinkommen aus Wertpapieranlagen. Die Einnah-

men aus Wertpapieranlagen waren per saldo zwischen 1992 und 2008 deutlich negativ. Die deutsche Volkswirtschaft musste somit mehr Zinsen und Dividenden aus Aktien an das Ausland zahlen, als in entgegengesetzter Richtung zulfloss. Ab dem Jahr 2009 ergab sich jedoch eine deutliche Wende: Die Einnahmen aus Wertpapieranlagen überstiegen seitdem deutlich die Ausgaben. Die zwei wichtigsten Komponenten (Zinsen aus längerfristigen festverzinslichen Anlagen und Dividendenwerte) werden im Folgenden genauer betrachtet.<sup>13</sup>

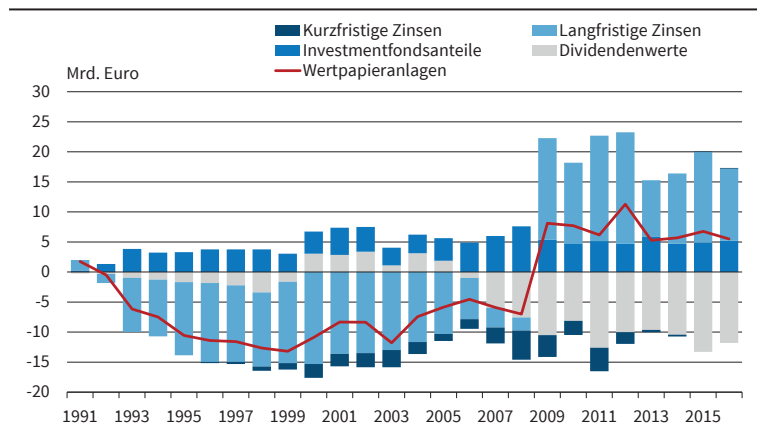
Die Einnahmen aus *Zinsen aus langfristig festverzinslichen Wertpapieren* waren per saldo zwischen 1992 und 2008 negativ. Ausländische Investoren haben mehr Kapital in inländische langfristige Schuldverschreibungen wie beispielsweise deutsche Staatsanleihen oder Bankschuldverschreibungen investiert als deutsche Anleger im Ausland. Ab 2004 kauften die deutschen Anleger jedoch aufgrund höherer ausländischer Zinsen vermehrt langfristige ausländische Schuldverschreibungen, insbesondere aus dem übrigen Euroraum (vgl. Deutsche Bundesbank 2005). Die daraus resultierenden zusätzlichen Einnahmen ließen den negativen Saldo Jahr für Jahr abschmelzen. Im Jahr 2009 reduzierten sich die Ausgaben für langfristige Zinsen beträchtlich – bei weiterhin anziehenden Einnahmen. Dadurch wurde der Saldo stark positiv. Die Ausgaben fielen, da ausländische Anleger aufgrund ihres enormen Liquiditätsbedarfs während der Finanzkrise sowohl private als auch öffentliche deutsche Schuldverschreibungen zum Teil abstoßen mussten (vgl. Deutsche Bundesbank 2009).<sup>14</sup> Im Anschluss zog die ausländische Nachfrage nach deutschen langfristigen Schuldverschreibungen wieder an; seit 2015 verkaufen Ausländer wiederum verstärkt inländische langfristige Schuldverschreibungen, insbesondere Anleihen des öffentlichen Sektors. Ein wesentlicher Grund dürfte das Ankaufprogramm APP (Asset Purchase Programme) der EZB sein, das die Renditen der zehnjährigen Bundesanleihen zeitweise in den negativen Bereich drückte (vgl. Deutsche Bundesbank 2017). Gleichzeitig erhöhten deutsche Anleger – insbesondere angetrieben von den finanziellen

Unternehmen, aber auch vom Staat<sup>15</sup> – ihren Bestand an ausländischen langfristigen Anleihen.

Die Einkommen aus *Dividendenwerten* waren bis auf den Zeit-

Abb. 6

### Einkommen aus Wertpapieren nach Bestandteilen Salden



Quelle: Deutsche Bundesbank.

© ifo Institut

<sup>13</sup> Die Erträge aus Investmentfondsanteilen (dritt wichtigste Komponente), die hauptsächlich von institutionellen Investoren gehalten werden, werden aufgrund ihres seit 1991 in etwa gleichbleibenden Niveaus nicht diskutiert.

<sup>14</sup> Im Jahr 2008 kauften deutsche Investoren per saldo weiterhin langfristige ausländische Schuldverschreibungen, nur der Umfang dieser Nettokäufe reduzierte sich vorübergehend deutlich.

<sup>15</sup> Seit 2010 erwirbt der deutsche Staat ausländische Anleihen in nicht unbedeutender Menge. Das liegt daran, dass die Abwicklungsanstalten für existenzgefährdete Finanzinstitute dem Staatssektor zugeordnet werden (vgl. Deutsche Bundesbank 2011).

raum zwischen 2000 und 2005 immer defizitär, d.h., Deutschland hat per saldo höhere Gewinnbeteiligungen an das Ausland ausgeschüttet. Seit der Finanzkrise haben die Nettoausschüttungen an das Ausland stark zugelegt. Ausschlaggebend dafür war der Rückgang der eingenommenen Dividenden bei relativ stabilen Auszahlungen. Im Vergleich zu den inländischen Unternehmen waren die ausländischen Aktiengesellschaften stärker von der Finanzkrise betroffen, so dass letztere nur sehr geringe Dividenden ausgeschüttet haben. Seit 2010 erhöhen sich zwar die erhaltenen Dividenden, was teilweise auch dadurch erklärt werden kann, dass Deutschland zunehmend ausländische Aktien kauft. Gleichzeitig haben sich die ausgezahlten Dividenden – wegen der guten Situation der deutschen Wirtschaft, aber auch aufgrund der im Trend wieder steigenden Käufe von deutschen Aktien durch das Ausland – ebenfalls erhöht, so dass im Saldo die Dividenden weiter stark negativ bleiben.

Insgesamt dürfte der Überschuss bei den Einkommen aus Wertpapieranlagen, insbesondere aufgrund der in der Vergangenheit aufgebauten Wertpapierbestände, in den nächsten Jahren fortbestehen. Damit ist von dieser Seite kein Dämpfer für den deutschen Leistungsbilanzüberschuss zu erwarten. Im Gegenteil: Es ist eher davon auszugehen, dass infolge einer geldpolitischen Normalisierung die Zinsen steigen und sich der deutsche Primäreinkommensüberschuss, bedingt durch den inzwischen relativ hohen deutschen Nettobestand an langfristigen Schuldverschreibungen, weiter erhöht und damit auch der Leistungsbilanzüberschuss.

## FAZIT

In dem Artikel wurde der deutsche Leistungsbilanzüberschuss unter besonderer Berücksichtigung des Primäreinkommensüberschusses untersucht. Es hat sich gezeigt, dass die Primäreinkommen einen wichtigen Beitrag zum Leistungsbilanzüberschuss in den vergangenen Jahren leisteten. Dieser Beitrag ist aber recht konstant; der nochmalige Anstieg des Leistungsbilanzüberschusses in den Jahren 2014 bis 2016 muss sich also durch andere Faktoren erklären. Hierunter fallen unter anderem der starke Rückgang der Preise für importiertes Rohöl und Erdgas (vgl. Grimme und Wollmershäuser 2017). Der Artikel zeigt auch, dass in den nächsten Jahren der Primäreinkommensüberschuss wohl nicht zurückgehen wird. Aufgrund des hohen deutschen Nettobestands an langfristigen Schuldverschreibungen ist eher davon auszugehen, dass die Primäreinkommensüberschüsse sogar steigen werden, somit ist von dieser Seite kein Dämpfer für den deutschen Leistungsbilanzüberschuss zu erwarten.

## LITERATUR

- BMWi (2014), »Kasten 5: Zur Struktur der deutschen Leistungsbilanz«, *Jahreswirtschaftsbericht 2014 – Soziale Marktwirtschaft heute – Impulse für Wachstum und Zusammenhalt*, 51–53, Berlin.
- BMWi (2016), »Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss in der Kritik«, *Schlaglichter der Wirtschaftspolitik, Monatsbericht* (3), 11–25.
- Borger, K. (2017), *Leistungsbilanz: Überschuss reduzieren, Deutschland stärken*, KfW Research, Fokus Volkswirtschaft Nr. 178.
- Deutsche Bundesbank (2004), »Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2003«, *Monatsbericht*, März, 29–53.
- Deutsche Bundesbank (2005), »Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2004«, *Monatsbericht*, März, 27–44.
- Deutsche Bundesbank (2006), »Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2005«, *Monatsbericht*, März, 17–34.
- Deutsche Bundesbank (2009), »Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2008«, *Monatsbericht*, März, 15–33.
- Deutsche Bundesbank (2011), »Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2010«, *Monatsbericht*, März, 17–37.
- Deutsche Bundesbank (2013a), »Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2012«, *Monatsbericht*, März, 15–30.
- Deutsche Bundesbank (2013b), »Leistungsbilanzüberschuss der deutschen Wirtschaft«, *Geschäftsbericht 2013*, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2016), »Der Jahresabschluss der Deutschen Bundesbank für das Jahr 2016«, *Geschäftsbericht 2016*, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2017), »Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2016«, *Monatsbericht*, März, 17–34.
- Deutscher Industrie- und Handelskammertag (2016), *Auslandsinvestitionen in der Industrie, Atempause in China – Europa füllt die Lücke*, Berlin.
- Döhrn, R. (2013), *Exporte ohne Sühne? Außenhandelsüberschüsse in der Eurozone*, *RWI Position* Nr. 55, Essen.
- Felbermayr, G., C. Fuest und T. Wollmershäuser (2017), *The German current account surplus: where does it come from, is it harmful and should Germany do something about it?*, *EconPol Policy Report* Nr. 2, München.
- Grimme, C. und T. Wollmershäuser (2017), »Zu den Auswirkungen von Rohstoffpreisänderungen auf den Leistungsbilanzsaldo«, *ifo Schnelldienst* 70(14), 44–46.
- Grömling M. und J. Matthes (2016), »Deutsche Handelsüberschüsse – der lange Schatten weniger Krisen«, *Wirtschaftsdienst* 96(11), 787–793.
- Harms, P. (2016), »The Taming of the Shrew: (Wie) Soll die Wirtschaftspolitik die deutsche Leistungsbilanz beeinflussen?«, *Wirtschaftsdienst* 96(11), 797–800.
- Horn G. und F. Lindner (2016), »Die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse: hohe Wettbewerbsfähigkeit oder zu schwache Nachfrage«, *Wirtschaftsdienst* 96(11), 801–805.
- Kollmann, R., M. Ratto, W. Roeger, J. in't Veld und L. Vogel (2015), »What drives the German current account? And how does it affect other EU Member States?«, *Economic Policy* 30(81), 47–93.
- Peters, H. (2016), »Mittelfristige Entwicklung des deutschen Leistungsbilanzüberschusses«, *Wirtschaftsdienst* 96(11), 793–797.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2017), »Kapitel 5: Zu den Finanzierungsüberschüssen der Unternehmen in Deutschland«, *Aufschwung weiter kräftig – Anspannungen nehmen zu, Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2017*, Kiel.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2013), »Kapitel 6: Leistungsbilanz: Aktionismus nicht angebracht«, *Jahresgutachten 2014/2015*, Wiesbaden.