

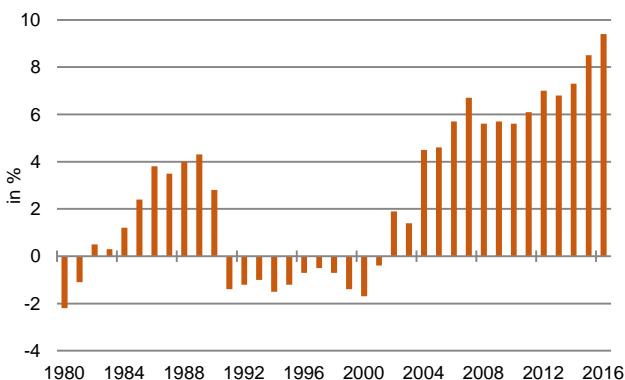
- Deutschland wird in diesem Jahr den größten Leistungsbilanzüberschuss der Welt erwirtschaften.
- Das ist ein Zeichen für die Stärke der deutschen Exportindustrie, bringt aber sowohl im Inland als auch international erhebliche Probleme mit sich.
- Zur Abhilfe sollte man nicht die Löhne stärker erhöhen, sondern Steuern senken und Investitionen ausweiten.

In Deutschland baut sich ein Ungleichgewicht auf, das in der EU und auf den Märkten erhebliche Sprengkraft entwickeln kann. Bisher wird es vorwiegend in Fachkreisen diskutiert. Das wird aber nicht so bleiben. Gemeint ist der riesige deutsche Leistungsbilanzüberschuss.

In diesem Jahr wird Deutschland fast EUR 300 Mrd. mehr Güter und Dienste exportieren als es importiert. Das sind über 9 % des BIPs. Der Leistungsbilanzsaldo hat sich in den letzten Jahren drastisch ausgeweitet (siehe Grafik). In der Finanzkrise 2008 war er nur etwas mehr als halb so groß. Bei Gründung der Währungsunion hatte die Bundesrepublik sogar noch ein leichtes Defizit. Kein Mensch hätte sich damals vorstellen können, dass die Dinge so aus dem Ruder laufen könnten. Deutschland hat inzwischen den höchsten Überschuss der Welt. Er ist sogar größer als der Chinas.

**WIE LANGE KANN DAS NOCH GEHEN?**

Deutscher Leistungsbilanzsaldo, BIP



Quelle: IWF, eigene Schätzung

Über die Bewertung dieser Entwicklung wird viel gestritten. Manche sagen, dass das doch gar kein Problem sei. Es sei im Gegenteil eine Auszeichnung und zeige, wie wettbewerbsfähig die deutschen Exporteure sind.

Man kann die Sache aber auch aus anderer Perspektive sehen. Dann zeigt sich das Ungleichgewicht. Da ist zunächst die Tatsache, dass Deutschland mehr produziert als es selbst benötigt. Wenn sich so etwas in Grenzen hält, ist es nicht unvernünftig. Da kann die Volkswirtschaft Reserven für schlechtere Zeiten ansammeln. Problematisch ist aber, wenn es zu groß wird. Dann werden Ressourcen verschleudert. Mit EUR 300 Mrd. ist der Saldo so groß wie der ge-

samte Umsatz des deutschen Maschinenbaus und der Pharmaindustrie zusammen. Das ist eindeutig zu viel.

Nun kann man einwenden, dass Deutschland die Überschüsse nicht verschenkt, sondern verkauft. Das ist aber ein schlechter Deal. Denn das Land erhält als Gegenleistung für reale Güter und Dienste monetäre Forderungen. Um es drastisch zu formulieren: Es liefert Porsche ans Ausland, bekommt dafür aber nur Papier. Natürlich erhöht sich das Volksvermögen. Es beläuft sich derzeit auf fast EUR 1,5 Mrd. Aber auf wie viel davon kann Deutschland am Ende zurückgreifen, wenn es das Geld wirklich einmal brauchen sollte? Die Deutschen beschwerten sich, dass sie im Euroraum so oft zur Kasse gebeten werden und wehren sich gegen eine Transferunion. Bei der Leistungsbilanz geben sie die Kredite ans Ausland ganz freiwillig und sind noch stolz darauf.

»Problematisch ist aber, wenn der Leistungsbilanzüberschuss zu groß wird. Dann werden Ressourcen verschleudert.«

Noch gewichtiger sind die internationalen Probleme. Wenn einer Überschüsse hat, muss ein anderer zwangsläufig Defizite aufweisen und sich verschulden. Deutschland verlangt von anderen Staaten mit Recht, dass sie ihre Verhältnisse in Ordnung bringen und nicht so viele Kredite aufnehmen. Aber wie sollen sie das tun, wenn Deutschland sie durch seinen Überschuss ins Defizit zwingt? Die Hauptbetroffenen der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse sind die Partner in der Währungsunion, Großbritannien, die USA und die Schwellen- und Entwicklungsländer. Sie alle wehren sich mit Recht gegen die deutschen Überschüsse.

Leistungsbilanzüberschüsse in der Höhe widersprechen im Übrigen den Prinzipien der internationalen Zusammenarbeit. In den Maastrichter Verträgen der EU ist festgelegt, dass kein Mitgliedsland ein größeres Defizit als 6 % des BIPs haben sollte (was schon sehr viel ist). Dagegen verstößt Deutschland erheblich. Es wird dafür von der EU-Kommission kritisiert. Das amerikanische Finanzministerium spricht von einem Risiko für die Finanzstabilität.

Was kann Deutschland tun, um von der Anklagebank herunter zu kommen? In der Zeit vor der Währungsunion war

die Antwort einfach. Wenn ein Land Leistungsbilanzüberschüsse hatte, wertete sich seine Währung auf. Dadurch verringerten sich die Exporte und die Importe stiegen. In einer Währungsunion mit festen Wechselkursen ist das schwieriger. Manche empfehlen, in Deutschland müssten die Löhne stärker steigen. Dadurch verschlechtere sich seine Wettbewerbsfähigkeit. Es würde weniger exportieren und mehr importieren.

Ich halte das nicht für vernünftig. Man sollte Probleme nicht dadurch lösen, dass sich der Bessere an die Standards des Schlechteren anpasst. Letztlich geht es darum, dass die Binnennachfrage in Deutschland stärker steigt. Wenn die Exporte weniger wachsen sollen, dann müssen die Investitionen erhöht werden. Das macht auch Sinn. Die privaten Investitionen der Unternehmen sind in Deutschland schon seit Jahren zu gering. Die staatlichen Investitionen müssen ohnehin ausgeweitet werden. Deutschland braucht bessere Straßen, Brücken, Eisenbahnen und ähnliches. Es braucht auch mehr Ausgaben für Bildung und Forschung, nicht zuletzt für Sicherheit.

Darüber hinaus wäre eine Ausweitung des privaten Konsums sinnvoll. Es gibt hier viele Stellschrauben. Man könnte zum Beispiel die Steuern senken und die Ladenöffnungszeiten am Wochenende ausweiten. Wer hat nicht schon an einem verregneten Sonntag daran gedacht, wie schön es wäre, dann einkaufen zu können?

## Für den Anleger

Bereiten Sie sich darauf vor, dass es neuen Ärger innerhalb der Währungsunion und Auseinandersetzungen auf internationaler Ebene gibt. Das schafft Nervosität und Unsicherheit auf den Devisenmärkten. Die Volatilität steigt. In der EZB gewinnen die Kräfte an Gewicht, die einen eventuell geplanten Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik weiter nach hinten schieben wollen. Das hilft den Aktien- und Bondmärkten. Auf Mikroebene ergeben sich für den Anleger Chancen bei Unternehmen, die von Steuersenkungen und dem Ausbau der Infrastruktur profitieren (zum Beispiel Konsum, Bau, Zement).

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).  
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

### Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen. Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. Die vorstehenden Informationen richten sich nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- oder Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investmententscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com) erhältlich sind) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung. Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.