



Dr. Daniel Hartmann
Chefvolkswirt

Analyse

Zeitenwende in der deutschen Fiskalpolitik

5. März 2025

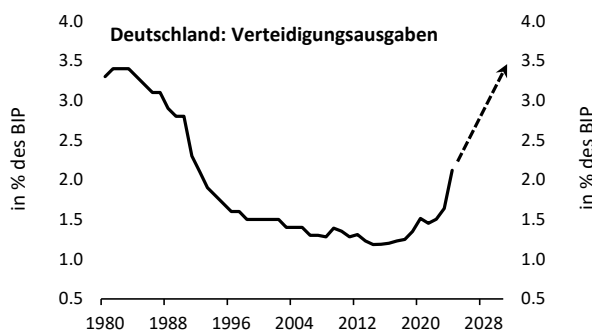
www.bantleon.com

Union vollzieht 180-Grad-Wende

Wir hatten in den vergangenen Monaten bereits mehrfach darauf hingewiesen, dass eine Trendwende in der deutschen Fiskalpolitik ansteht (vgl. z.B. *FMO* vom 3. März und *FMM* vom 11. November 2024). Das jetzt von CDU/CSU und SPD während der Sondierung vereinbarte Fiskalpaket geht aber noch darüber hinaus. Offensichtlich haben die vergangenen zwei Wochen bei *Friedrich Merz* und der Union zur Erkenntnis geführt, dass die geänderte geopolitische Lage nicht nur höhere Verteidigungsausgaben, sondern auch ein wirtschaftsstarkes Deutschland unabdingbar machen. Bisherige Grundsätze wie das Festhalten an der Schuldenbremse müssen daher über Bord geworfen werden. Im Einzelnen ist Folgendes geplant:

- Verteidigungsausgaben von über 1,0% des BIP sollen von der Schuldenbremse ausgenommen werden. Derzeit liegen die Verteidigungsausgaben im Bundeshaushalt bei 53 Mrd. Euro, was rund 1,2% des BIP entspricht (weitere rund 25 Mrd. Euro kommen aus dem Sondervermögen). Dies bedeutet, dass zum einen ungefähr 10 Mrd. Euro (0,2% des BIP) für andere Verwendungszwecke im Bundeshaushalt frei werden (z.B. Steuerenkungen). Zum anderen können die Verteidigungsausgaben in den nächsten Jahren problemlos auf ein Niveau von 150 Mrd. Euro (3,5% des BIP) angehoben werden (vgl. Abb. 1).

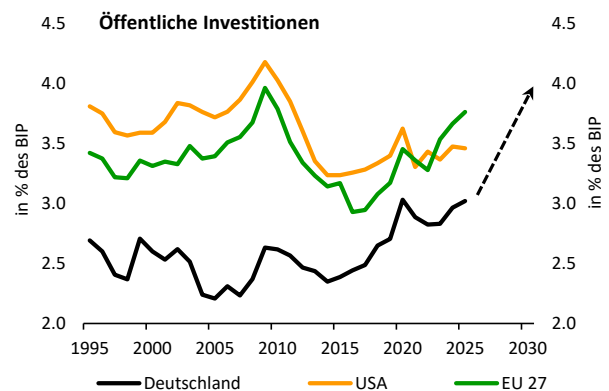
Abb. 1: Rückkehr zum Kalten Krieg



Quellen: NATO, BANTLEON

- Ein Sondervermögen »Infrastruktur« in Höhe von 500 Mrd. Euro wird aufgesetzt, das nicht auf die Schuldenbremse angerechnet wird und dadurch zusätzlich verfügbar ist. Es soll für die Modernisierung der Deutschen Bahn, Brücken, Schulen, Energienetze etc. eingesetzt werden. 100 Mrd. Euro sind dabei für die Bundesländer reserviert. Dieses Sondervermögen soll über die nächsten zehn Jahre aufgebraucht werden, d.h. die öffentlichen Investitionen werden um rund 50 Mrd. Euro bzw. 1,2% des BIP pro Jahr hochgefahren. Das gesamte Volumen staatlicher Investitionen würde damit für die nächsten zehn Jahre auf ca. 4,0% des BIP betragen (aktuell 2,8%), womit sich Deutschland im internationalen Vergleich deutlich nach vorne arbeiten würde (vgl. Abb. 2). Die 100 Mrd. Euro für die Bundesländer sind besonders wichtig, da eine Vielzahl öffentlicher Investitionen auf den unteren Ebenen getätigt werden.

Abb. 2: Deutschland will Investitionslücke schliessen



Quellen: EU-Kommission, BANTLEON

- Die Schuldenbremse soll so angepasst werden, dass die Länder wie der Bund ein strukturelles Defizit von 0,35% des BIP haben dürfen (bisher 0,0%). Der Spielraum des strukturellen Defizits erweitert sich damit für alle staatlichen Ebenen auf insgesamt 0,7% des BIP. Ausserdem wird eine Expertenkommission damit beauftragt, eine generelle

Reform der Schuldenbremse bis Ende 2025 auszu-
arbeiten. Dies dürfte die Fiskalspielräume zusätz-
lich erweitern.

EU und Bundestag dürften Paket abnicken

Durch alle geplanten Massnahmen (inkl. der zusätz-
lichen Ausgaben aus den Sondervermögen) könnte
das deutsche Haushaltsdefizit in den kommenden
Jahren von derzeit 2,8% auf über 5,0% des BIP stei-
gen. Dies wäre dann nicht mehr mit den EU-Regeln
kompatibel. Die EU ist gestern jedoch ihrerseits mit
dem Paket »ReArm Europe« vorgeprescht. Herz-
stück: Den Mitgliedsländern soll es erlaubt werden,
bei der Steigerung der Verteidigungsausgaben die
Ausnahmeregel zu ziehen, d.h. diese werden dann
nicht bei der Berechnung des Haushaltsdefizits be-
rücksichtigt. Brüssel geht davon aus, dass hierdurch
insgesamt 650 Mrd. Euro an zusätzlichen Verteidi-
gungsausgaben (1,5% des BIP der EU) in der gesamt-
en EU mobilisiert werden können.

Dies würde es Deutschland ermöglichen, seine Ver-
teidigungsausgaben hochzufahren, ohne gegen die
EU-Fiskalregeln zu verstossen. Gelingt es überdies,
bei den Infrastruktur-Ausgaben einen wachstums-
steigernden Effekt zu belegen, sind gemäss dem re-
formierten EU-Fiskalpakt ebenfalls Ausnahmen von
den Schuldenregeln möglich. **Insgesamt dürfte die
EU dem Schuldenbooster aus Deutschland somit
nicht im Weg stehen.**

Die Pläne zu den Sondervermögen und der Anpas-
sung der Schuldenbremse müssen allerdings noch
vom alten Bundestag mit Zweidrittel-Mehrheit bestä-
tigt werden. Dazu ist insbesondere die Zustimmung
der Grünen erforderlich. Diese haben zwar in einer
ersten Reaktion Bedenken geäussert, dürften aber am
Ende einlenken, schliesslich deckt sich das Sondie-
rungspapier mit vielen ihrer Forderungen.

Folgen für das deutsche Wachstum

Passieren die Vorschläge den Bundestag, erfährt die
deutsche Wirtschaft in den nächsten Jahren einen
massiven Fiskalschub. Die Investitionen in Infra-
struktur werden wie beschrieben in Stufen um ca.
1,2%-Punkte des BIP hochgefahren (vgl. Abb. 2).
Gleichzeitig dürfte das neu ausgegebene Ziel, die
Verteidigungsausgaben von derzeit rund 2,0% des
BIP auf 3,5% des BIP anzupassen, eher nach oben als
nach unten korrigiert werden. Von dieser Seite kom-
men also nochmals 1,5%-Punkte staatlicher Impuls
dazu. Schliesslich ist der neue Schuldenspielraum
der Länder (+0,35%-Punkte) zu berücksichtigen. **Al-
les in allem ergibt sich ein zusätzlicher staatlicher
Wachstumsschub von gut 3,0%-Punkten.**

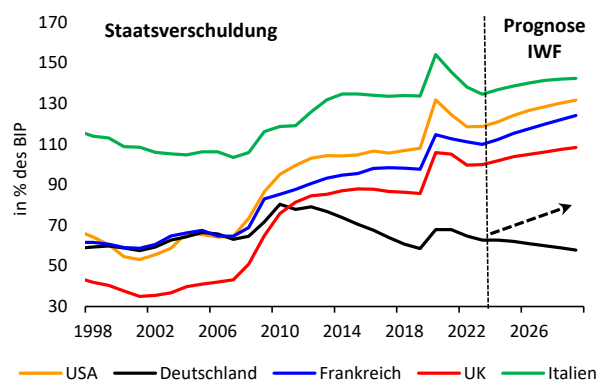
Da die Ausgaben nicht ruckartig, sondern gestaffelt
nach oben geführt werden, dürfte sich dieser Effekt
über die nächsten drei Jahre verteilen. Hinzu kom-
men Multiplikatoreffekte in der Privatwirtschaft. Ge-
lingt es der neuen Regierung, auch an anderer Stelle
Fortschritte zu erzielen (z.B. Bürokratieabbau und
Senkung der Energiekosten), sollte insgesamt eine
neue Aufbruchsstimmung entstehen und sich das
Sentiment im Unternehmenssektor erkennbar aufhel-
len. **Somit sind in Deutschland in den kommenden
Jahren wieder Wachstumsraten von über 2,0% wahr-
scheinlich (aktuell -0,2% im Vorjahresvergleich).**

Natürlich gehen mit höheren Schulden nicht nur po-
sitive Effekte einher (siehe weiter unten). Die Gefahr
besteht, dass die Inflation und die Zinsen in die Höhe
getrieben werden. Letzteres könnte dann wiederum
private Investitionen verdrängen. Insgesamt über-
wiegen aus unserer Sicht jedoch die positiven Effekte,
da Deutschland in vielen Bereichen derzeit ins Hin-
tertreffen geraten ist und Nachholbedarf besitzt.

Auswirkungen auf Renditen und deutsche Risikoassets

Eine negative Konsequenz der Fiskalwende ist natür-
lich, dass die Haushaltsdefizite in den nächsten Jah-
ren höher ausfallen werden und somit auch die
Schuldenstandsquote (Staatsverschuldung/BIP) in
den nächsten Jahren von aktuell 63% in Richtung 70%
steigen wird. Damit bewegt sich Deutschland aber im
internationalen Umfeld immer noch auf vergleichs-
weise moderatem Niveau (vgl. Abb. 3). **Die Bonität
Deutschlands sehen wir daher durch die geplanten
Massnahmen nicht in Gefahr.**

Abb. 3: Deutsche Bonität nicht in Gefahr

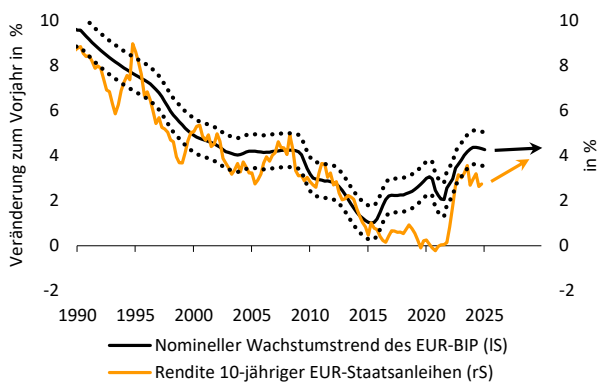


Quellen: IWF, BANTLEON

Klar ist aber auch, dass die Aussicht auf ein anziehen-
des Wachstum, höhere Inflationsraten und ein stei-
gendes Angebot an Staatsanleihen zu Aufwärtsdruck
bei den Renditen deutscher Bundesanleihen führen

wird. Wir weisen schon seit Langem darauf hin, dass die Bund-Renditen gemessen am Fair Value zu tief liegen und in den nächsten Jahren vieles für einen strukturellen Aufwärtstrend spricht (vgl. Abb. 4, hier für die gesamte Eurozone dargestellt). Dies wird nun durch die Fiskalwende in Deutschland nochmals unterstrichen. **Mithin gehen wir davon aus, dass sich die Renditen deutscher Bundesanleihen (10 Jahre Laufzeit) über die nächsten Jahre zwischen 3,0% und 4,0% einpendeln und damit einen insgesamt moderaten Anstieg vollziehen werden.**

Abb. 4: Renditen strukturell unter Aufwärtsdruck



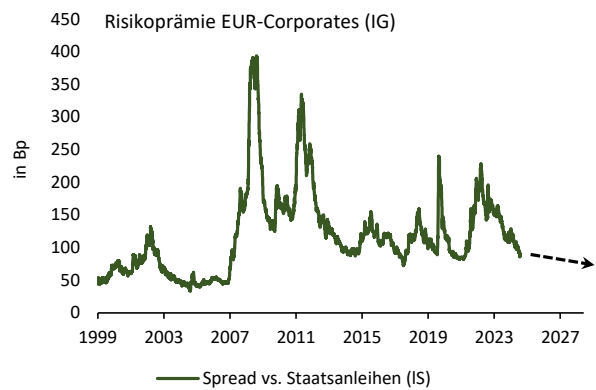
Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Der Aufwärtsdruck bei den Renditen wird sich dabei insbesondere bei langen Laufzeiten niederschlagen. Eine unserer zentralen Langfristprognosen wird daher durch die jüngsten Massnahmen ebenfalls bestätigt: **Die Zinskurve dürfte sukzessive steiler werden.**

Eine höhere Staatsverschuldung kommt überdies indirekt Unternehmensbonds zugute. Anders als bei der öffentlichen Hand zeichnet sich im Unternehmenssektor mittelfristig keine strukturell höhere

Verschuldung ab. Im Ergebnis nimmt die relative Attraktivität von Schuldnern aus dem Unternehmenssektor zu. **Die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen gegenüber Bundesanleihen sollten sich entsprechend strukturell einengen und sogar neue historische Tiefstände erreichen** (vgl. Abb. 5).

Abb. 5: Corps gewinnen an relativer Attraktivität



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

In Anbetracht dessen sehen wir auch unseren mittelfristig positiven Ausblick für den deutschen Aktienmarkt bestätigt. Mehr staatliches Geld löst sicherlich nicht alle Probleme. **Deutschland dürfte aber schon bald die rote Laterne beim Wachstum abgeben und ein höheres Expansionstempo der Wirtschaft geht mit weiter sprudelnden Unternehmensgewinnen einher.** Profiteure sind natürlich in erster Linie Rüstungsunternehmen. Aber auch angrenzende Sektoren (Fahrzeugbau, Metallindustrie, Grundstoffindustrie, Baugewerbe) sollten namhaften Rückenwind erhalten.

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Weitergabe, Verbreitung oder Vervielfältigung des vorliegenden Beitrags sowie die Verwendung oder Übernahme von Inhalten aus dem Beitrag – ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form – sind ohne vorherige Zustimmung der BANTLEON AG nicht gestattet.