

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig, Chief Investment Officer ODDO BHF SE



7. März 2025

SCHULDENBREMSE AUSGEBREMST - UNION UND SPD BEREITEN MASSIVE AUSGABEN-PROGRAMME VOR

Die Bundestagswahl liegt erst zwei Wochen zurück, da legen die Koalitionäre in spe bereits Pläne zur Einrichtung eines Sondervermögens Infrastruktur mit einem Ausgabenrahmen von 500 Mrd. Euro und ein Konzept zur Umschiffung der Schuldenbremse bei den Verteidigungsausgaben vor. Eile ist geboten, denn das Zeitfenster für die notwendigen Änderungen des Grundgesetzes schließt sich rasch. Wenn sich der neue Bundestag voraussichtlich am 18. März konstituiert hat, fehlen CDU/CSU und SPD auch mit Unterstützung durch die Grünen 7 Stimmen zur erforderlichen Zweidrittelmehrheit. Voraussetzung für die Umsetzung der Pläne ist, dass der alte Bundestag die Verfassungsänderungen mit zwei Dritteln der Abgeordneten verabschiedet.

Der Vorschlag, der derzeit vorliegt, ist ein Ergebnis der Sondierungsgespräche zwischen Union und SPD. Viele Details fehlen. Geplant sind vier wichtige Maßnahmen:

- 1) Verteidigungsausgaben sollen nur bis zu einer Höhe von 1 Prozent auf die Schuldenbremse angerechnet werden – darüber hinaus gehende Ausgaben sollen keiner unmittelbaren Beschränkung unterworfen sein.
- 2) Ein neues Sondervermögen Infrastruktur Bund, Länder, Kommunen mit einem Finanzierungsvolumen von 500 Mrd. Euro soll dazu dienen, über einen Zeitraum von 10 Jahren Investitionen u.a. in Zivilschutz, Verkehr, Energie, Bildungs-, Wissenschafts- und Betreuungseinrichtungen, F&E, und Digitalisierung zu finanzieren. 100 Mrd. Euro davon sollen den Ländern und Kommunen bereitgestellt werden.
- 3) Die Länder sollen einen erweiterten „normalen“ Verschuldungsspielraum bis zu einer Höhe von 0,35 Prozent des BIP erhalten.
- 4) Eine Expertenkommission soll Vorschläge für die Modernisierung der Schuldenbremse erarbeiten, insbesondere um den Spielraum für Investitionen dauerhaft zu erweitern. Die Umsetzung dieser Reform ist bis Ende des Jahres vorgesehen.

Die Vereinbarung von Union und SPD lässt erkennen, dass nun geklotzt, nicht gekleckert werden soll. 500 Mrd. Euro für Infrastruktur über zehn Jahre verteilt entspricht linear verteilt einem jährlichen Ausgabenvolumen von 50 Mrd. Euro, was etwa 1,2 Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts des Jahres 2024 entspricht.¹ Bei den Verteidigungsausgaben geht es sogar um höhere Summen. Unterstellt man, dass der Anteil der Verteidigungsausgaben am BIP auf die von NATO-Generalsekretär Rutte genannten 3,6 bis 3,7 Prozent heraufgefahren wird (tatsächlich kursieren in den Medien auch Werte von 4 und 5 Prozent), dann sprechen wir für Deutschland von zusätzlichen Ausgaben in Höhe von 1,7 oder 1,8 Prozent des BIP oder, grob, 75 Mrd. Euro – pro Jahr.²

Angesichts dieser Zahlen schwirrt uns der Kopf. Die Bedeutung für das Wachstum wäre theoretisch enorm: Unterstellt man für Deutschland einen Fiskalmultiplikator von nur 0,5, dann würde sich das nominale BIP um 1,5 Prozentpunkte erhöhen.

Ethan Ilzetzki, ein Ökonom der London School of Economics, kommt in einer vom Institut für Weltwirtschaft veröffentlichten Analyse zu der Einschätzung, dass eine Erhöhung der Verteidigungsausgaben in Europa um 2 bis 3,5 Prozent das Wachstum um 0,9 bis 1,5 Prozent erhöhen könnte – das entspricht einem Multiplikator leicht unter 0,5. Darüber hinaus kommt die Studie zu der bemerkenswerten Aussage, dass eine vorübergehende Erhöhung der Verteidigungsausgaben um 1 Prozent des BIP die Produktivität langfristig um 0,25 Prozent steigern kann.³ Das Bruttoinlandsprodukt könnte sogar noch deutlich stärker steigen, wenn die Bundesbank recht hat, dass der Fiskalmultiplikator höher ist.⁴

Wir gehen davon aus, dass der positive gesamtwirtschaftliche Effekt der Finanzpolitik die gegenläufigen dämpfenden Wirkungen der von Trump angedrohten Handelszölle auf europäische Güter mehr als kompensieren dürfte.⁵ Wir warnen jedoch vor Übermut. „Viel hilft viel“ ist auch in der Wirtschaftspolitik ein fragwürdiger Ansatz. Wichtig ist, dass die Steuergelder tatsächlich effizient eingesetzt werden. Qualität und Wirtschaftlichkeit dürfen nicht auf der Strecke bleiben. Ebenfalls zu bedenken ist, dass Geld sich nicht durch Schnippen des Fingers in Brücken, Schulen oder Flugabwehraketen verwandelt. Es gibt Kapazitätsbeschränkungen sowohl bei den Produktionsmöglichkeiten als auch bei den Arbeitskräften. Diese lassen sich nur schrittweise erweitern. Zudem sind für viele Infrastrukturprojekte die Planungs- und Genehmigungsverfahren sehr lang. In der A45 bei Lüdenscheid beispielsweise klafft seit Dezember 2021 eine Lücke. Die Planung sieht derzeit vor, dass ein erstes Teilbauwerk im Sommer 2026 freigegeben werden kann. Ähnliches gilt für Verteidigungsgüter. Bei der Verbesserung der Verteidigungsbereitschaft ist zu berücksichtigen, dass zunächst ein europäisches Konzept für die Beschaffung entwickelt werden muss. Denn wenn man in Europa eine eigenständige kampfstarke Verteidigung aufbauen möchte, muss man länderübergreifende Standards entwickeln (sonst passen die belgischen Granaten nicht in die griechische Artillerie) und zentrale Komponenten in Europa produzieren können – nicht in den USA oder Südkorea.⁶

Nicht zuletzt ist zu beachten, dass die Ausgabenprogramme zu einer deutlichen Zunahme der Staatsverschuldung beitragen werden. Derzeit liegt der gesamtstaatliche Schuldenstand bei rund 2,5 Billionen Euro, über zehn Jahre könnten also ohne Weiteres 1,25 Billionen Euro hinzukommen. Darüber hinaus nehmen auch die Inflationsrisiken zu, wenn die Staatsausgaben stark erhöht werden. Es ist vielleicht zu früh für genaue Prognosen. An den Märkten allerdings hinterlässt der Kurswechsel der deutschen Finanzpolitik (und die Erwartung gleichgerichteter Änderungen in anderen europäischen Staaten) deutliche Spuren. Die langfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum, abgeleitet aus Inflationsswaps (im Durchschnitt von 5 Jahren, beginnend in 5 Jahren), sind gegenüber dem Februar-Durchschnitt (2,07 Prozent) um 16 Stellen auf zuletzt 2,23 Prozent nach oben gelaufen. Gleichzeitig haben die langfristigen Renditen deutlich angezogen. Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit notieren nun bei 2,85 Prozent – rund 40 Renditestellen über dem Durchschnitt des Februars (2,44 Prozent).

Während die Anleihen verlieren, legen die europäischen Aktien kräftig zu. Der MSCI Europe kommt im bisherigen Jahresverlauf eine Gesamtrendite (Total Return) von gut 10 Prozent – im Gegensatz zu seinem US-Pendant, der auf Euro-Basis gut vier Prozent im Minus liegt. Europäische Aktien profitieren dabei zum einen von der niedrigen Bewertung (z.B. gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis), zum anderen von der Erwartung starker fiskalische Wachstumsimpulse. Anlagepolitisch planen wir vor diesem Hintergrund, die Übergewichtung von US-Aktien zugunsten europäischer Werte weiter zurückzuführen. US-amerikanische Technologiewerte sehen wir weiterhin als wichtigen Baustein eines langfristig ausgerichteten Qualitätsportfolios an, wollen aber bei europäischen Aktien mit ausgewählten Titeln aus Sektoren wie Industrie, Bau und Finanzdienstleistungen neue Schwerpunkte setzen.

Jan Viebig

- 1) Dieses Volumen entspricht annähernd dem in der Studie des Instituts der Deutschen Wirtschaft veranschlagten Investitionsbedarf von 600 Mrd. Euro über 10 Jahre; vgl. Sebastian Dullien, Simon Iglesias, Michael Hüther, Katja Rietzler (2024) Herausforderungen für die Schuldenbremse: Investitionsbedarfe in der Infrastruktur und für die Transformation, IW-Policy Paper Nr. 2
- 2) Die Schätzung der NATO lag bei 1,9 Prozent des BIP. Das Volumen des Wehretats plus Ausgaben Sondervermögen (rd. 72 Mrd. Euro) entsprechen 1,7 Prozent des BIP. Wir setzen behelfsmäßig den Mittelwert beider Angaben, 1,9 Prozent, an.
- 3) Ethan Ilzetzki (2025), Guns and Growth: The Economic Consequences of Defense Buildups, Kiel Report, Kiel Institute for the World Economy
- 4) Joseph Hollmayr, Jan Kuckuck (2018), Fiscal multipliers of central, state and local government and of the social security funds in Germany: evidence of a SVAR, Deutsche Bundesbank Discussion Paper Nr. 28/2018, zitiert wurde der Impact
- 5) Das Researchhaus Oxford Economics beispielsweise hat die europäischen Wachstumsverluste durch US-Einfuhrzölle in Höhe von 10 Prozent auf 0,3 Prozent des realen BIP veranschlagt, wobei Deutschland überdurchschnittlich betroffen wäre; Oxford Economics (2025), EU is likely next in tariff war; sowie Oxford Economics (2025), Driving into uncertainty: How Trump's tariffs could derail Europe's automotive powerhouse
- 6) Zum Thema eines wirtschaftlich und militärisch überlegten Aufbaus einer eingeständigen europäischen Verteidigung legen wir interessierten Lesern die Analysen von Ethan Ilzetzki (2025) oder Alexander Burilkov und Guntram B. Wolff (2025), Defending Europe without the US: first estimates of what is needed, Bruegel Analysis, 21 February 2025 nahe

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Kontakt (Deutschland)

NEWMARK FINANZKOMMUNIKATION

Marc Savani

+49 69 94 41 80 28

marc.savani@newmark.de

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebendienstleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF SE untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.