

# IM FOKUS

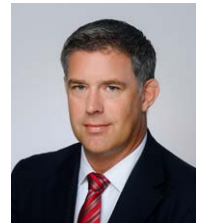
Bei diesen Informationen  
handelt es sich um Werbung.

## MAKRO

März 2025

# Zeitenwende

Autor: Stefan Rädler



Die deutsche Legislative hat zuletzt im Schnellverfahren Sondervermögen und Ausnahmen zur Schuldenbremse beschlossen. Neben 500 Mrd. Euro, die für Infrastruktur ausgegeben werden sollen und direkten Ausgaben von 100 Mrd. für Rüstungsgüter<sup>1</sup>, sorgt besonders die Herausnahme von Verteidigungsausgaben aus der Berechnung zur Einhaltung der Schuldenbremse, die 1% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) übersteigen, für die ungreifbare Gesamtsumme von über 1 Billion Euro, welche die Ausgabenprogramme auf Sicht der nächsten 12 Jahre ausmachen dürften. Zum besseren Verständnis dieser Summe: Es handelt sich um rund 40% der aktuell umlaufenden Bundesanleihen oder 23% des 2024 erwirtschafteten Bruttoinlandsprodukts. Der Marshall-Plan nach dem Zweiten Weltkrieg (1948–1952) betrug zum Vergleich nur ca. 2,9% des damaligen BIPs. Es handelt sich also um ein einschneidendes Ereignis, das wirtschaftspolitisch nachhaltige Spuren hinterlassen dürfte. Die nachfolgenden Seiten versuchen eine Beurteilung dieses Wandels vorzunehmen, treten dabei bewusst zunächst einen Schritt in der Analyse zurück und zeigen wahrscheinliche Auswirkungen auf unser Leben und die Kapitalanlage in den nächsten Jahren.

## Staatsaufgaben und -ausgaben

Welche Aufgaben ein Staat übernimmt und welche in einer freiheitlichen Gesellschaft von Unternehmen und Bürgern selbst übernommen werden, bestimmt die jeweilige Gesellschaft selbst. Dabei gibt es Aufgaben, die sich besser für die zentrale Organisation eignen, weil es sich um sogenannte öffentliche Güter wie z.B. die nationale Verteidigung handelt, von denen kein Nutzer ausgeschlossen werden kann. Daneben sind die Durchsetzung des Rechts und innere Sicherheit die Kernaufgaben eines jeden Staates – unabhängig ob Demokratie, Diktatur, Monarchie oder Theokratie. Andere Aufgaben wie Bildung, Gesundheitswesen, Infrastruktur etc. können hingegen (teil-)privatisiert wahrgenommen werden. Beispiele von privaten Autobahnen, Privatschulen oder überwiegend privater Gesundheitsvorsorge finden sich in zahlreichen Ländern.

Der deutsche Staat nahm 2024 nach vorläufigen Zahlen insgesamt mehr als 2 Billionen an Steuern ein, während die Ausgaben über 2,13 Bio. lagen (gesamtstaatliches Defizit 2,8%)<sup>2</sup>. Mit diesen Rekordeinnahmen sollte eigent-

<sup>1</sup> Zusätzlich soll auf europäischer Ebene ein „ReArm Europe“-Programm gestartet werden, welches ein Gesamtvolumen von bis zu 800 Mrd. Euro erreichen soll.

<sup>2</sup> Quelle: Statistische Bundesamt

lich genug Geld vorhanden sein, um die Kernaufgaben Verteidigung und auch Infrastruktur zu finanzieren. Ggf. müssten entweder andere Ausgaben gekürzt oder die Bürger mittels höherer Steuern zu geringerem Konsum getrieben werden. Damit wird das Problem bereits augenscheinlich: Zusätzliche Investitionen müssten zu Lasten des staatlichen oder privaten Konsums umgesetzt werden und würden zu entsprechenden Verteilungskämpfen führen. Stattdessen wird über die zusätzliche Schuldenaufnahme („Sondervermögen“) der vermeintlich bequeme Umweg gegangen, die heutige Priorisierung der Ausgaben zu unterlassen.<sup>3</sup> Die Begründung, dies sei aufgrund der veränderten Regierungspolitik aus Washington notwendig, wirkt wenig überzeugend, da die USA wohl kaum für die in den letzten Jahren verfallene Infrastruktur in Deutschland verantwortlich gemacht werden können, ebenso wenig wie für die kaum mehr vorhandene Einsatzbereitschaft der Bundeswehr. Richtig ist vielmehr, dass in den letzten 20 Jahren vermehrt Investitionsausgaben zugunsten von konsumtiven Ausgaben des Staates gekürzt wurden, um einerseits die Schuldenbremse einzuhalten und gleichzeitig die soziale Umverteilung zu erhöhen. Daneben hat die Regulierung der letzten Jahre zu einem deutlich höheren Verwaltungsaufwand in den Unternehmen, aber auch im öffentlichen Dienst geführt, so dass die Staatsquote inzwischen bei 49,5% (Platz 17 von 193 Ländern) liegt<sup>4</sup>. Zusätzlich bleibt festzuhalten, dass den Staat meist eine geringere unternehmerische Exzellenz auszeichnet (also geringere Ressourceneffizienz), was nichts anderes als einen Wohlstandsverlust für die Gesellschaft durch Ressourcenverschwendung bedeutet.

## Folgen der Fiskalpakete

Die direkteste Folge der Ausgabenpakete trat mit deren Verkündung bereits teilweise ein – deutlich gestiegene Zinsen. Die Renditen stiegen sprunghaft um fast 50 Basispunkte (Bp.) an, ein klassisches Zinsschock-Szenario. Vor dem Hintergrund, dass sich die Menge umlaufender Bundesanleihen in der nächsten Dekade fast verdoppeln dürfte, ist die Reaktion der Investoren nachvollziehbar, auch wenn der Anstieg nicht sprunghaft, sondern im Zeitablauf ansteigend erfolgen wird. Gleichzeitig ist ein signifikantes Ansteigen des deutschen BIP sehr wahrscheinlich.

Rüstungsausgaben erhöhen grundsätzlich nicht die Produktivität einer Volkswirtschaft, sie sind eher Kosten, die eine produktive Aktivität erst ermöglichen. Die Industrieproduktion im jeweiligen Herstellerland<sup>5</sup> steigt zwar an, das Gut selbst jedoch liefert keine künftigen Erträge<sup>6</sup>. Der positive Einfluss auf das deutsche Wachstum dürfte – selbst bei einem deutlichen Anstieg des deutschen Herstelleranteils – in den nächsten Jahren begrenzt sein. Grundsätzlich sind Infrastrukturausgaben die Investitionen, welche über die Multiplikatoreffekte am positivsten auf das mittelfristige Wirtschaftswachstum wirken.

Allerdings dürften durch die Pakete auch unerwünschte Nebeneffekte ausgelöst werden:

1. Bereits geplante staatliche Projekte könnten in die Sondertöpfe umgebucht werden, um Sparmaßnahmen im Haushalt an anderer Stelle zu vermeiden.
2. Es besteht trotz einer anhaltenden Wachstumsflaute bereits jetzt ein Mangel an Fachkräften, der sich in den nächsten Jahren über die Demografie absehbar verschärft. In dieser Situation kommt ein massiver Nachfrageschub nach Arbeitnehmern aus Bau- und Rüstungsindustrie. Die Unternehmen können aufgrund der hohen Auftragslage höhere Löhne bieten, was wiederum Unternehmen aus anderen Branchen zwingt, ebenfalls höhere Löhne zu bezahlen oder weniger zu produzieren.
3. Neben dem „Crowding-out“ im Bereich der Arbeitskräfte kommt es auch bei privaten Investitionen (z. B. Bau einer Immobilie) zu einer Konkurrenzsituation, welche sich in höheren Kosten und daraus folgend geringerer Aktivität manifestiert.
4. Die höheren Zinsen für Staatsanleihen haben ebenso Auswirkungen auf die Zinsen für Unternehmen und Bürger, hier kommt es zu einem finanziellen Crowding-out.
5. Was erhöhte Staatsausgaben eint, ist, dass sie inflationstreibend wirken, besonders wenn sie einen deutlichen Nachfrageüberhang herbeiführen.

<sup>3</sup> Dass das Problem der Finanzierung damit nur an künftige Generationen von Steuerzahlern verschoben wird, ist eigentlich offensichtlich.

<sup>4</sup> Quelle: IWF, Stand 2023. Zum Vergleich: Frankreich 58,3% (Platz 9), Niederlande 43,5% (36), USA 36,3% (65), Schweiz 31,5% (88), Irland 21,2% (154)

<sup>5</sup> Derzeit stammen über 75% der Rüstungsgüter aus dem Ausland, vorwiegend den USA.

<sup>6</sup> Es kann jedoch im Bereich der Forschung und Technik von Rüstungsgütern zu weltverändernden Erfindungen kommen, die entsprechende Effekte haben. Das Internet, welches ursprünglich als militärisches Netz diente, darf hier als Beispiel genannt werden.

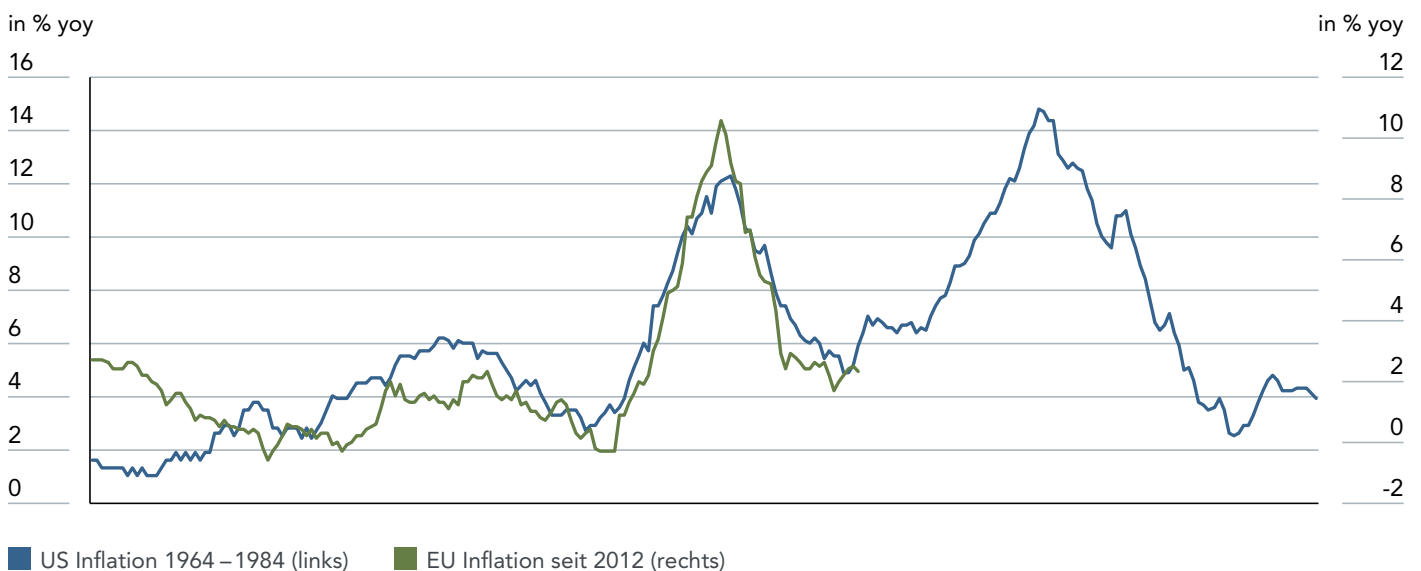
## Fazit

Die Pakete stellen eine Zeitenwende dar, weg von einer auf Sparsamkeit und Austerität geprägten Fiskalpolitik hin zu einer Politik des schuldenfinanzierten Wachstums<sup>7</sup>.

Geldknappheit war jedoch nur eine der Hürden, die Infrastrukturmaßnahmen in Deutschland zu überwinden hatten. Daneben prägen träge Planfeststellungsverfahren, schrankfüllende Bauunterlagen mit entsprechenden Machbarkeitsstudien, hohe Umweltschutzaufgaben, eine Bauwirtschaft ohne ausreichende Kapazitäten sowie aus dem Ruder laufende Baukosten und langwierige Gerichtsprozesse das Bild des deutschen Infrastrukturbaus. Diese Probleme lassen sich nicht durch erhöhte Ausgaben allein beseitigen.

Für die Kapitalmärkte dürften die Pakete zweierlei bedeuten: Zum einen sollte das Wirtschaftswachstum ab 2026 und in den darauffolgenden Jahren signifikant höher ausfallen und zum anderen gilt dadurch ein höheres Zinsniveau als angemessen. Daneben könnte Europa mit ansteigenden Staatsausgaben zusätzlich vor einer zweiten Welle der Inflation stehen, die zum Beispiel über knappe Bau-Rohstoffe hervorgerufen werden könnte. Die Erfahrungen der USA aus den 1970er-Jahren sollten den Anlegern eine Lehre sein, dass solch eine zweite Welle durchaus möglich ist, falls sich die Notenbank nicht entschieden genug der Inflationsbekämpfung widmet.

### US-Inflation in den 1970ern und EU-Inflation heute



Quelle: eigene Darstellung, Bloomberg Finance Ltd., Stand März 2025

Auf Ebene der Assetklassen dürfte damit die Renaissance von Anleihen nach dem Zinsanstieg 2022 schon bald wieder Geschichte sein, wohingegen Rohstoffe und inflationsgeschützte Anleihen unterstützt erscheinen. Im Aktienbereich ist die Lage vermutlich diffiziler: Während z. B. die Baubranche von den Paketen profitieren dürfte,

sind zinnsensitive Branchen vermutlich weniger positiv einzuschätzen. Daneben wirken höhere Zinsen auch negativ auf die allgemeine Bewertung von Aktien (via DCF-Modell), wohingegen das höhere Wirtschaftswachstum unterstützend wirkt.

<sup>7</sup> Ähnlich wie dies bereits seit den frühen 2000er-Jahren in den USA gehandhabt wird. Dies mag mit ein Grund sein, warum sich besonders angelsächsisch geprägte Anleger für die Fiskalpakete begeistern.

Es handelt sich um eine Prognose. Eine Prognose ist keine verlässliche Voraussage für zukünftige Entwicklungen. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass Prognosen oder Ziele erreicht werden können. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als falsch erweisen können.

## Glossar

<b>Abdiskontierung</b>	Die Abzinsung (auch Diskontierung, engl. disounting, oft fälschlich auch Abdiskontierung genannt) ist eine Rechenoption aus der Finanzmathematik. Berechnet wird mittels Diskontierung der gegenwärtige Wert (Barwert) einer zukünftigen Zahlung.
<b>Assetklasse</b>	Vermögensklasse
<b>Austerität</b>	Austerität bedeutet „Disziplin“, „Entbehrung“ oder „Sparsamkeit“. Der Begriff wird vor allem in ökonomischen Zusammenhängen gebraucht und ist eine Bezeichnung für eine strenge staatliche Haushaltspolitik, die einen ausgeglichenen Staatshaushalt und eine Verringerung der Staatsschulden anstrebt (Austeritätspolitik, restriktive Fiskalpolitik, Sparpolitik). Als Austeritätsmaßnahmen werden Haushaltskürzungen und Steuererhöhungen in Zeiten schlechter wirtschaftlicher Entwicklung definiert.
<b>Basispunkt (Bp.)</b>	Ein Basispunkt entspricht 1/100 Prozent.
<b>Cash-Flow</b>	Englisch für Kapitalflussrechnung. Wird regelmäßig auch zur Bezeichnung der Position Mittelzuflüsse (vor Investitionen und Finanzierung) in der Kapitalflussrechnung benutzt. Darunter versteht man in der Wirtschaft eine betriebswirtschaftliche Kennzahl, bei der Einzahlungen und Auszahlungen innerhalb eines bestimmten Zeitraums einander gegenübergestellt (saldiert) werden und dadurch Aussagen zur Innenfinanzierung oder Liquidität eines Wirtschaftssubjektes ermöglichen.
<b>CPI (Consumer Price Index)</b>	Der Consumer Price Index (CPI), im Deutschen Verbraucherpreisindex, ist ein wichtiger Indikator für die Wirtschaft und ein Maßstab für die Geldwertentwicklung. Die Politik – im Speziellen Zentralbanken – und viele Akteure in der Wirtschafts- und Finanzwelt verwenden den CPI im Rahmen ihrer strategischen Entscheidungen. Der CPI ist das am häufigsten verwendete Maß für die Inflation eines Landes (prozentualer Anstieg des Preisniveaus zwischen zwei Zeitpunkten) und kann zur Bewertung der Geld- und Fiskalpolitik einzelner Länder verwendet werden.
<b>Crowding-out</b>	Bezeichnung aus der Volkswirtschaftslehre, die das Verdrängen privater durch staatliche Aktivitäten beschreibt.
<b>DCF-Modell</b>	Discounted Cash-Flow: Standardisiertes Modell zur Berechnung von Unternehmensbewertungen. Dieses funktioniert über eine Abdiskontierung zukünftiger Cash-Flows.
<b>Fiskalpaket</b>	Der für das Eingehen von Marktrisiko erwartete Wertzuwachs eines Finanzpapiers.
<b>Inflation-Linked-Bonds / inflations-indexierte Anleihe</b>	Bei sogenannten inflationsgebundenen oder inflationsgeschützten Anleihen oder auch Realzins-Bonds ist die Höhe der Zinszahlung an die Entwicklung der Verbraucherpreise gebunden. Dementsprechend steigt die Zinsausschüttung bei einer Inflation an und fällt bei einer Deflation.
<b>Infrastruktur</b>	Als Infrastruktur bezeichnet man alle Anlagen, Institutionen, Strukturen, Systeme und nicht-materiellen Gegebenheiten, die der Daseinsvorsorge und der Wirtschaftsstruktur eines Staates oder seiner Regionen dienen.
<b>Marshall-Plan</b>	Der Marshallplan, offiziell European Recovery Program (ERP), war ein historisch bedeutendes Wirtschaftsförderungsprogramm der USA für den Wiederaufbau der Staaten Europas nach dem Zweiten Weltkrieg. Im Zeitraum von 1948 bis 1952 wurden Hilfen im Wert von ca. 13,12 Milliarden US-Dollar (entspricht heute rund 133,95 Milliarden Dollar) an viele, insbesondere westeuropäische Staaten geleistet. Die BRD erhielt hiervon 1,41 Milliarden US-Dollar.
<b>ReArm Europe Programm</b>	Mit „ReArm Europe“ stellte die EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen eine Initiative vor, die bis zu 800 Milliarden Euro für den Ausbau und die Modernisierung der europäischen Verteidigung mobilisieren soll. Ziel ist es, strukturelle Lücken zu schließen und Europas strategische Autonomie zu stärken, um die Abhängigkeit von externen Sicherheitsgarantien zu reduzieren.
<b>Rendite</b>	Die Rendite ist eine Kennzahl zur Verdeutlichung des Erfolges einer Kapitalanlage. Sie gibt den Ertrag einer Vermögensanlage üblicherweise für ein Jahr wieder und wird in Prozent ausgedrückt.
<b>Staatsquote</b>	Die Staatsquote (auch Staatsausgabenquote, englisch government spending ratio) ist eine volkswirtschaftliche Kennzahl, die das Verhältnis der Staatsausgaben zum Bruttoinlandsprodukt wiedergibt
<b>Theokratie</b>	Theokratie ist eine Herrschaftsform, bei der die Staatsgewalt allein religiös legitimiert ist und von einer (in der Sicht der Anhänger der Staatsreligion) göttlich erwählten Person (gottberufener Prophet, gottbegnadeter König usw.), einer Priesterschaft (Klerus) oder sakralen Institution (Hierokratie) auf der Grundlage religiöser Prinzipien ausgeübt wird.

## Rechtliche Hinweise

### Prognosen und Werturteile

Die in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen des Verfassers/der Verfasser sowie Dritter stellen nicht notwendig die Meinung der Deutsche Oppenheim Family Office AG dar. Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen sind Einschätzungen aufgrund der jeweils aktuellen Informationen und können sich ändern, ohne dass dies zuvor oder später bekannt gemacht wird.

### Kein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten, keine Anlageberatung

Dieses Dokument dient lediglich zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebots dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch eine sonstige Wertpapierdienstleistung dar. Diese Informationen können eine auf die persönlichen Kenntnisse und Erfahrungen, Anlageziele und finanziellen Verhältnisse des Anlegers zugeschnittene Aufklärung über die mit Finanzinstrumenten und Anlagestrategien verbundenen Risiken und Beratung nicht ersetzen.

### Steuerliche Hinweise

Die steuerliche Behandlung eines Finanzinstruments hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Anlegers ab und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Weitere Hinweise zu den in diesem Dokument enthaltenen Aussagen zur Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Finanzindexes oder einer Wertpapierdienstleistung

1. Bei Anlagen in anderen Währungen als Euro kann die Rendite infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.
2. Falls nicht abweichend angegeben, wird auf die Bruttowertentwicklung ohne Berücksichtigung von Provisionen, Gebühren und anderen Entgelten Bezug genommen, die – je nach Haltedauer – zu einer geringeren Nettorendite führen.
3. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.

### Urheberrechtsschutz

Der Inhalt dieses Dokuments ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial, bedarf der vorherigen Zustimmung der Deutsche Oppenheim Family Office AG.

### Nachhaltigkeit

Derzeit fehlt es an einheitlichen Kriterien und einem einheitlichen Marktstandard zur Bewertung und Einordnung von Finanzdienstleistungen und Finanzprodukten als nachhaltig. Dies kann dazu führen, dass verschiedene Anbieter die Nachhaltigkeit von Finanzdienstleistungen und Finanzprodukten unterschiedlich bewerten. Zudem gibt es aktuell neue Regulierungen zum Thema ESG (Environment = Umwelt, Social = Soziales, Governance = Unternehmensführung) und Sustainable Finance (nachhaltige Finanzwirtschaft), die noch konkretisiert werden müssen, sowie noch nicht finalisierte Regulierungsvorhaben, die dazu führen können, dass gegenwärtig als nachhaltig bezeichnete Finanzdienstleistungen und Finanzprodukte die künftigen gesetzlichen Anforderungen an die Qualifikation als nachhaltig nicht erfüllen.

## DEUTSCHE OPPENHEIM Family Office

Deutsche Oppenheim Family Office AG  
Oppenheimstraße 11  
50668 Köln  
Telefon +49 221 57772 0  
info@deutsche-oppenheim.de  
www.deutsche-oppenheim.de