

CIO View

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



21. März 2025

EIN SCHULDENPAKET ALLEIN GENÜGT NICHT

Gemessen an der kontroversen Debatte im Vorfeld der notwendigen Grundgesetzänderung hat das Schuldenpaket der Noch-Nicht-Koalition von CDU/CSU und SPD mit den Stimmen der Grünen relativ reibungslos die erforderliche Zweidrittel-Mehrheit im Bundestag bekommen. Die Zahl der Nein-Stimmen aus dem Lager der möglichen Koalitionspartner und der Grünen ließ sich an einer Hand abzählen. Am heutigen Freitag hat auch der Bundesrat zugestimmt. Die Medien haben mit Superlativen nicht gespart. Von „historisch hohen Krediten“ (Tagesschau) haben die einen geredet, manche gar davon, dass die „Politikwende der Union im Grunde pulverisiert“ sei (Welt am Sonntag).

- Die Schuldenbremse wird für Ausgaben in Verteidigung, Zivilschutz, Nachrichtendienste und Cybersicherheit gelockert. Für alle Ausgaben in diesen Bereichen, die 1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) überschreiten, dürfen Kredite aufgenommen werden. Dazu werden die Artikel 109 und 115 im Grundgesetz geändert. Da sich das deutsche BIP im Jahr 2024 auf 4,31 Billionen Euro nominal belief, fallen für diese Bereiche nur noch Ausgaben bis zu einer Höhe von etwa 43 Milliarden Euro unter die Schuldenbremse. Alle Ausgaben, die darüber hinausgehen, dürfen aus Krediten finanziert werden.
- Ein neues Sondervermögen, für das die Schuldenbremse nicht gilt, soll mit Krediten von 500 Milliarden Euro ausgestattet werden. Dazu wird ein neuer Artikel, 143h, in das Grundgesetz eingefügt. Es ist geplant, daraus die Instandsetzung der maroden Infrastruktur – Brücken, Energienetze, Straßen oder Schulen – zu finanzieren. 100 Milliarden Euro aus diesem Sondervermögen gehen an die Länder. Weitere 100 Milliarden Euro sollen in den Klimaschutz und den klimafreundlichen Umbau der Wirtschaft fließen. Dieses Sondervermögen – das in Wahrheit ein Sonderkreditrahmen ist – soll Bund und Ländern zwölf Jahre lang zur Verfügung stehen.
- Die Länder dürfen künftig zusammen Schulden bis zu einer Obergrenze von 0,35 Prozent des BIP aufnehmen. Bisher gilt für die Länder seit 2016 eine Grenze für strukturelle Schulden von Null, wobei als strukturelle Schulden all jene gelten, die nicht konjunkturabhängig sind. Durch die neue Regelung erhielten die Länder einen zusätzlichen Kreditrahmen von zurzeit etwas mehr als 15 Milliarden Euro auf Grundlage des nominalen BIP Ende 2024. Dieser stünde ihnen zusätzlich zu den Mitteln aus dem neuen Sondervermögen für Infrastruktur und Klimaschutz zur Verfügung. Über die zusätzlichen Mittel sollen die Länder frei verfügen können. Allerdings verweisen Union und SPD in ihrem Gesetzentwurf (Bundestagsdrucksache 20/15096) auch auf die hohen Belastungen der Länder durch Personalausgaben und Pensionslasten.

Das Schuldenpaket der Koalitionswilligen von CDU/CSU und SPD hat eine kontroverse Debatte wie selten in Deutschland ausgelöst. Doch schauen wir auf die Fakten: Die öffentlichen Schulden Deutschlands lagen Ende des 3. Quartals 2024 (neuere Zahlen liegen noch nicht vor) bei 2.489 Milliarden Euro. Daran hatte der Bund mit 1.719 Milliarden Euro den größten Anteil. Darin enthalten sind auch die diversen Sondervermögen der Vergangenheit: Der „Wirtschaftsstabilisierungsfonds Corona“ lag zum Ende des 3. Quartals 2024 noch bei 28,1 Milliarden Euro, das „Sondervermögen Bundeswehr“ bei 15,5 Milliarden Euro.

Die Länder kamen auf 606 Milliarden Euro, wobei Nordrhein-Westfalen mit 176 Milliarden Euro der größte Schuldner unter den Bundesländern war, gefolgt von Berlin mit 68 Milliarden Euro. Die Gemeinden kamen auf Schulden von 163 Milliarden Euro. Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass die Schulden der Sozialversicherungsträger bei „vernachlässigbaren“ 40 Millionen Euro lagen (siehe Abb. 1).

**Verschuldung Gesamthaushalt
2.489 Mrd Euro (Stand: 30.09.2024)**



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die deutsche Schuldenquote – also die öffentliche Verschuldung in Relation zum BIP – lag Ende 2024 bei 63,6 Prozent und damit geringfügig über der Maastricht-Obergrenze von 60 Prozent. Damit steht Deutschland bisher im europäischen Vergleich gut da, liegt doch der Mittelwert für den Euroraum aktuell bei 89,7 Prozent und für die gesamte EU bei 82,7 Prozent. Die EU-Kommission erwartete bisher, dass die deutsche Schuldenquote in diesem Jahr auf 62,7 Prozent zurückgehen wird. Diese Zahl wird angesichts des Schuldenpakets kaum zu halten sein.

Doch handelt es sich bei dem Schuldenpaket tatsächlich um eine „Schuldenorgie“, wie die Opposition jüngst im Bundestag behauptete? Wie hoch die Schuldenaufnahme tatsächlich ausfallen wird, lässt sich bisher nicht verlässlich sagen. Nimmt man allein die 500 Milliarden Euro aus dem neuen Sondervermögen, so kommen dadurch rund 20 Prozent zur bisherigen Staatsverschuldung hinzu. Die durch zusätzliche Verteidigungsausgaben verursachte Neuverschuldung ist schwer abschätzbar, könnten aber vor dem Hintergrund der erwünschten Höhe der Verteidigungsausgaben (3 Prozent und höher) eine ähnliche Größenordnung erreichen. Insgesamt gehen die Schätzungen für die Entwicklung der Schuldenquote weit auseinander: In einem Bundestagspapier wurde der zu erwartende Anstieg der Verschuldungsquote mit „plus 12 Prozentpunkte“ auf rund 75 Prozent angegeben. Lars Feld, der ehemalige Vorsitzende des Sachverständigenrates und Leiter des Walter-Eucken-Instituts der Universität Freiburg, hält einen Anstieg der Schuldenquote auf 90 Prozent für möglich. Das Schätzergebnis hängt stark von der tatsächlichen Höhe der Verteidigungsausgaben, von der Einschätzung der Wachstumswirkungen des Finanzpakets (ein höheres BIP-Wachstum dämpft den Anstieg der Schuldenquote) und von der Zinsentwicklung ab.

In der Wirtschaftstheorie ist die Wirkung öffentlicher Ausgaben unter dem Stichwort Multiplikatoreffekt bekannt: Er misst, wie zusätzliche Staatsausgaben neues Einkommen generieren und damit das Wirtschaftswachstum ankurbeln. Je mehr die Mittel aus dem Schuldenpaket in öffentliche Investitionen fließen, desto größer wird der positive Effekt für die Wirtschaft ausfallen. Auf diesen Multiplikatoreffekt berufen sich die Union und die SPD in ihrem Gesetzentwurf und beziffern ihn unter Berufung auf nicht näher bezeichnete „Schätzungen aus der wissenschaftlichen Literatur“ auf größer als eins.¹⁾ Somit hätten diese Zusatzausgaben einen positiven Effekt für die Wirtschaft.

Recht sicher ist jedoch, dass Deutschland sich deutlich vom 60-Prozent-Deckel der Maastricht-Kriterien entfernen dürfte. Zwar steht bei den drei großen Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch die Bestnote, die Deutschland mit einigen wenigen Ländern teilt, bisher nicht unmittelbar in Gefahr.

Im Gegenteil, für S&P stabilisiert das Schuldenpaket sogar Deutschlands AAA-Bonitätsnote: „Unsere größte Sorge hinsichtlich der Kreditwürdigkeit Deutschlands ist die stagnierende Wirtschaft“, signalisierte S&P im Vorfeld der Bundestagsabstimmung. „Alles, was die Binnenwirtschaft ankurbelt, ist also positiv für die Kreditwürdigkeit.“²⁾ Moody's wiederum erwartet, dass die deutsche Schuldenquote bis 2026 um fünf [i] Prozentpunkte steigt, sieht jedoch wie S&P durch die zusätzlichen Schulden positive Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum. Doch der deutliche Anstieg der Schuldenquote bis möglicherweise in die Region von 90 Prozent hinterlässt ohne Zweifel Spuren am Kapitalmarkt. In einer ersten Reaktion ist es zu einem deutlichen Anziehen der Bund-Rendite von etwa 2,4 Prozent auf rund 2,8 Prozent gekommen, und die Risiken bleiben nach unserer Einschätzung tendenziell aufwärts gerichtet.

Wie beurteilen wir das Maßnahmenpaket? Die Notwendigkeit von erheblichen Mehrausgaben für die Verteidigung ist kaum von der Hand zu weisen. Die Veränderungen der geopolitischen Gemengelage über die letzten Wochen hat politisches Handeln aus unserer Sicht nochmals dringlicher gemacht. Wünschenswert wäre es vielleicht gewesen, die Grenze für die Anrechnung der Verteidigungsausgaben höher, bei 2 Prozent des BIP, anzusetzen. Dies hätte den Druck zu Einsparungen in anderen Bereichen des Haushalts erhöht. Denn die Schuldenbremse ist grundsätzlich weiterhin gültig. Ein höherer Grenzwert würde Einsparungen in anderen Bereichen des Haushalts notwendig machen, um im Gesamthaushalt den Grenzwert von 0,35 Prozent für das strukturelle Defizit halten zu können.

Wichtig ist es, die konsumtiven Ausgaben in Schach zu halten und die Mittel des Infrastrukturfonds zielgerichtet einzusetzen. Die Erfahrungen der Vergangenheit nähren die Sorge, dass ein Teil des Geldes in pseudo-investive – eigentlich konsumtive – Verwendungen fließt. Gerade bei den Mitteln für die Länder legt schon der Hinweis auf die eigenständige Haushaltsführung der Länder und die schwierige Finanzsituation durch hohen Personalaufwand den Schluss nahe, dass das Ziel der Stärkung der Produktivität nicht an erster Stelle stehen könnte. Wichtig ist es darüber hinaus, den Bedarf an Strukturreformen und Entbürokratisierung nicht mit Geld zu überkleistern. Denn ohne Strukturreformen und Entbürokratisierung wird es nur schwer gelingen, spürbare Verbesserungen der öffentlichen Infrastruktur zu realisieren und, vor allem, auch die privaten Investoren zu inspirieren.

Unerlässlich ist aus unserer Sicht eine kluge Verwendung der zusätzlichen Finanzmittel, damit diese dazu beitragen, der deutschen Wirtschaft aus ihrer Stagnation zu helfen und auch den Unternehmen Wachstumsperspektiven zu eröffnen wie auch einen zuversichtlicheren Blick in die Zukunft zu ermöglichen. Das sollte dann auch nicht zum Nachteil der Anleger an den deutschen Aktienmärkten sein.

Jan Viebig

[1] Deutscher Bundestag: Gesetzentwurf der Fraktionen der SPD und CDU/CSU. Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Grundgesetzes (Artikel 109, 115 und 143h). 20. Wahlperiode. Drucksache 20/15096, Seite 10.

[2] Reuters: S&P: Sondervermögen stützt das Top-Rating AAA für Deutschland. 5. März 2025

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.

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 Wertpapiernebenleistungen, 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.

© 2025, Herausgeber: ODDO BHF SE, Gallusanlage 8, 60329 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.