



Economic Research AKTUELL

# Deutschland formt Fiskal-All-In

11. März 2025

Dr. Alexander Krüger  
Chefvolkswirt  
+49 211 4952-187  
alexander.krueger@hal-privatbank.com

Nils Sonnenberg  
+49 211 4952-616  
nils.sonnenberg@hal-privatbank.com

Der Westen verliert die USA  
als Schutzmacht

Ohne Sicherheit ist alles nichts

Sondierung bleibt defensiv

„Whatever it takes“ jetzt auch  
in der Fiskalpolitik

Verteidigung und Infrastruktur  
im Handlungsfokus

**Deutschland beabsichtigt, in den nächsten zehn Jahren massiv in seine Verteidigung zu investieren. Auch die Infrastruktur soll generalüberholt werden. In der Folge dürfte die Staatsschuldenquote über 80 % des BIP steigen. Dadurch wird die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe wohl höher als 3,00 % liegen. Wir betonen, dass das Fiskalpaket der Politik nicht als Reform-Ruhekissen dienen darf.**

Die Anzeichen hatten sich schon lange gemehrt, dass die USA nach vielen Jahrzehnten weniger oder gar nicht mehr bereit sein könnten, sicherheitspolitisch die schützende Hand über Europa zu halten. Seit dem Eklat zwischen US-Präsident Donald Trump und dem ukrainischen Präsidenten Wolodymyr Selenskyj am 28.02.2025 in Washington hat sich die politische Lage für Europa ein weiteres Mal grundlegend verändert: Für uns steht fest, dass auf die USA kaum noch Verlass ist und die NATO als Verteidigungsbündnis an Glaubwürdigkeit verloren hat. Trump und seine MAGA-Mitstreiter vertreten einen nationalen Isolationskurs, nicht aber den einer die internationale Ordnung aufrechterhaltende Weltmacht. Es lässt sich zwar nur vermuten, dass Russland über die Ukraine hinaus Aggressionen hinsichtlich anderer Länder betreiben und diese militärisch angreifen wird. Um die Wahrscheinlichkeit für diesen Worst Case gering zu halten, hat Europa unseres Erachtens jedoch gar keine andere Wahl, als sich hierfür entsprechend zu wappnen: der Kontinent muss deutlich besser auf sich aufpassen! Insbesondere in Deutschland ist die Verteidigungsfähigkeit lange sträflich vernachlässigt worden. Angesichts der Bedrohungslage, die auch schon vor dem Trump-Selenskyj-Eklat bestand, ist Handlungsbedarf auch aus unserer Sicht jetzt dringend geboten.

Gleichwohl ist bereits festzuhalten, dass die Schuldenfinanzierung kein Ruhekiten für die künftige Regierung werden darf. Es gilt, die Wettbewerbsfähigkeit etwa durch eine Senkung der Steuerbelastung, Bürokratiekosten, Energiepreise und Effizienzsteigerungen in den Sozialsystemen zu verbessern. Die jüngsten Sondierungsergebnisse zwischen CDU/CSU und SPD machen nur verhalten Mut: Aus unserer Sicht sind sie das Ergebnis der unterschiedlichen DNA der Parteien.

## Jetzt wird geklotzt

Auf die veränderte sicherheitspolitische Lage hat die „Große“ Koalition in spe in Deutschland energisch reagiert. Im Stile des ehemaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi wurde vom voraussichtlich künftigen Bundeskanzler Friedrich Merz ein "Whatever it takes" für die nationale Verteidigungsfähigkeit erklärt. Geplant ist ein massives Fiskalpaket für militärische Aufrüstung ebenso wie ein großes Infrastrukturprogramm. Im Vergleich zu anderen EWU-Mitgliedstaaten hat das als Sparfuchs bekannte Deutschland hier einen recht großen Gestaltungsspielraum, da dessen Staatsschuldenquote nur knapp über 60 % des nominalen BIP liegt. Aktuell ist die nachstehende Variante politisch vorgesehen:

- **Verteidigung:** Alle Ausgaben, die 1,0 % des BIP übersteigen, werden von der Schuldenbremse ausgenommen.
- **Infrastruktur:** Zur Sanierung werden in den nächsten zehn Jahren Sonder-schulden (auch: Sondervermögen) von 500 Mrd. € aufgenommen. Dies erfolgt ebenfalls ohne Anrechnung auf die Schuldenbremse. Die Schulden verteilen sich auf 400 Mrd. € für den Bund und 100 Mrd. € für die Bundesländer.

Fiskalpaket dürfte durchgewunken werden	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Bundesländer:</b> Ihnen soll im Rahmen der Schuldenbremse, ebenso wie dem Bund, ein konjunkturunabhängiges (strukturelles) Defizit von 0,35 % des BIP zugestanden werden.</li> </ul>
Wir haben gerechnet: ...	<p>Die voranstehenden Maßnahmen liegen bislang lediglich im Entwurf vor, sie dürften so oder in ähnlicher Form zur Abstimmung kommen. Die vor allem zu bewältigende Hürde ist aber wohl die, dass das Fiskalpaket mit einer Zweidrittelmehrheit vom Bundestag und Bundesrat zu beschließen ist. Wir gehen davon aus, dass insbesondere die zurzeit von den Grünen angefachten Störfeuer gelöscht werden und der noch bis zum 24.03. konstituierte alte Bundestag letztlich die Zweidrittelmehrheit aufbringen wird. Sicher ist das aber nicht. Im neuen Bundestag dürfte die Gesetzesverabschiedung wegen ungünstigerer Mehrheiten jedenfalls erheblich schwieriger werden. Dass das Bundesverfassungsgericht noch dazwischenfunken wird, erscheint uns derzeit eher wenig wahrscheinlich.</p> <p>Für den Fall, dass das Fiskalpaket wie oben skizziert beschlossen wird, haben wir die Auswirkungen auf das BIP und den Staatshaushalt überschlagen.</p>
... Staatsschuldenquote wird über 80 % steigen	<p><b>Mehr Schulden, mehr Sicherheit</b></p> <p>Unseren Berechnungen zufolge werden sich die gesamtstaatliche Neuverschuldung und der Schuldenstand Deutschlands in den nächsten Jahren massiv erhöhen. Hier und da sind diese allerdings wackelig, da beispielsweise unklar ist, wann die Ausgaben wirksam werden und wie groß die Inflationseffekte sind. Immerhin treffen die höheren Staatsausgaben auf einen bereits angespannten Arbeitsmarkt. Planungs- und Genehmigungsprozesse sind zudem mitunter lang.</p>
Gleichung mit vielen Unbekannten – vor allem wachstumsseitig	<p>Schwer abzuschätzen sind auch die konjunkturellen Effekte der Verteidigungsausgaben. Noch steht nämlich nicht fest, ob diese vorwiegend im Inland erfolgen werden oder Militärausrüstung aus dem Ausland importiert wird. Fraglich ist überdies, ob die Militärausgaben einen längerfristigen Effekt auf das Produktionspotenzial haben werden. Dieser könnte etwa dadurch entstehen, dass ein technologischer Fortschritt ausgelöst wird, der auch die Produktivität in der zivilen Anwendung steigert. Die Erfindung des Internets wurde zum Beispiel mit Ausgaben des US-Militärs angestoßen. Um die Effekte auf den deutschen Staatshaushalt zu identifizieren, haben wir folgende Szenarien gerechnet.</p>
Wird die Zinsbelastung der Neuverschuldung über neue Schulden finanziert, sieht die Lage deutlich schlechter aus	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Mehrausgaben pro Jahr:</b> (1.) Zunächst 25 Mrd. € bisheriges Sondervermögen für die Bundeswehr für weitere drei Jahre, (2.) zusätzliche Verteidigungsausgaben (aktuell rund 85 Mrd. €), um die seitens der NATO wohl auf 3,0% des BIP steigende Vorgabe zu erfüllen, (3.) dauerhaft 0,35 % des BIP als strukturelles Defizit für den Bund, jetzt plus Länder (zusammen 30 Mrd. €). (4.) Hinzu kommen noch 50 Mrd. € Sondervermögen für die Infrastruktur für zehn Jahre. Ergebnis: Die jährlichen Ausgaben belaufen sich auf 190 Mrd. €. Der Betrag wird in den Folgejahren steigen, weil das BIP unseres Erachtens zufolge zunimmt.</li> <li>• <b>Wachstumseffekt der Ausgaben:</b> Bisher sind wir davon ausgegangen, dass das Wachstum des Produktionspotenzials 0,5 % pro Jahr beträgt. In unserer Rechnung setzen wir dieses mit den Steigerungen des realen BIP-Wachstums gleich und rechnen auch mit jährlichen Anstiegen von 0,75 %, 1,0 % und 1,5 %.</li> <li>• <b>Inflation:</b> Den Verbraucherpreisanstieg veranschlagen wir auf jährlich 2,5 %.</li> <li>• <b>Wachstum des nominalen BIP:</b> Werden Wachstums- und Inflationseffekte addiert, ergeben sich folgende Zuwächse des nominalen BIP: 3,0 %, 3,25 %, 3,5 %, 4,0 %. Aus unserer Sicht wird „die Wahrheit“ wohl in der Mitte liegen.</li> </ul>

- Zinsbelastung der Neuverschuldung:** Theoretisch lässt sich diese aus dem laufenden Haushalt finanzieren: Wächst das BIP, steigen die Staatseinnahmen. In der Praxis ist das wegen zahlreicher Ausgabenwünsche von anderen Ministerien aber wohl kaum der Fall. Zinszahlungen auf steigende Staatsschulden erhöhen aber das Defizit, wenn sie nicht durch zusätzliche Staatseinnahmen oder Ausgabenkürzungen gedeckt sind. Wir rechnen daher zwei Varianten: (1.) mit einer Bedienung der zusätzlichen Zinslast aus dem laufenden Staatshaushalt, (2.) mit einer Schuldenfinanzierung der zusätzlichen Zinsbelastung. Hierfür setzen wir eine Rendite für Bundesanleihen mittlerer Laufzeit von 3,00 % an.

### Staatsschuldenquote steigt deutlich an

Es wird wohl eher ungünstig laufen

Annahmegemäß ergeben sich für die nächsten 20 Jahre die in den nachstehenden Grafiken enthaltenen Pfade für das nominale BIP und die Staatsschuldenquote:

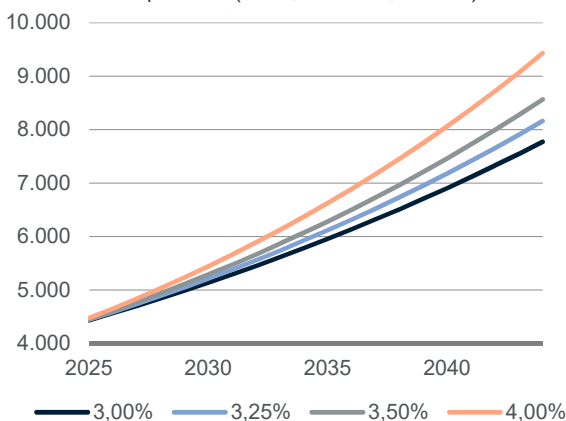
- Wenn es gut läuft:** Werden die zusätzlichen Zinszahlungen aus dem Staatshaushalt bedient, so liegt die Defizitquote bis 2034 bei rund 3,8 % des BIP. Mit dem Auslaufen des Sondervermögens Infrastruktur im Jahr 2035 sinkt das Defizit auf 2,7 %. Wir gehen davon aus, dass die Verteidigungsausgaben von 3,0 % des BIP beständig erhalten bleiben. In der Folge dürfte die Staatsschuldenquote vom heutigen Niveau von 63 % in zehn Jahren auf 74 bis 81 % steigen. In 20 Jahren könnte sie zwischen 73 bis 84 % liegen.
- Wenn es schlecht läuft:** Bei einer Finanzierung der zusätzlichen Zinslast über Schulden ergibt sich bis 2034 ein Defizit von rund 4,4 %. Mit dem Auslaufen des Sondervermögens Infrastruktur fällt das Defizit geringer aus. Die Zinslast des steigenden Schuldenstandes treibt das Defizit aber wieder über 4,0 %. Unter dem Strich wird sich die Staatsschuldenquote vom heutigen Niveau von 63 % in den nächsten zehn Jahren dann zwischen 79 bis 86 % bewegen. Bis 2044 könnte sie auf 86 bis 99 % zunehmen.

Deutschland schließt zu anderen Ländern lediglich auf

Die vorangestellte Berechnung hinterlässt wohl nicht nur bei uns ein ungutes Gefühl. Wir sehen aber auch, dass Deutschland infolge des Fiskalpakets „lediglich“ zu anderen Ländern aufschließt. Eine führende Rolle übernimmt Deutschland nicht.

### Die Wahrheit liegt wohl in der Mitte

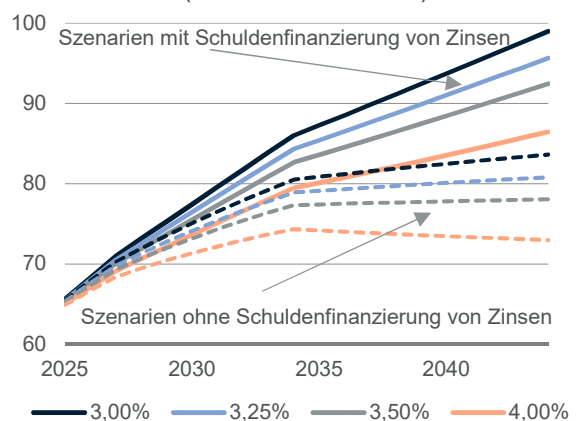
Bruttoinlandsprodukt (DEU, nominal, Mrd. €)\*



Quelle: LSEG Datastream, eigene Berechnungen  
 \* Legende: Angaben beziehen sich auf das Wachstum des nominalen Bruttoinlandsprodukts

### Staatsschuldenquote steigt bald signifikant

Staatsschulden (% des nominalen BIP)\*



Quelle: LSEG Datastream, eigene Berechnungen  
 \* Legende: Angaben beziehen sich auf das Wachstum des nominalen Bruttoinlandsprodukts

Finanzmärkte sind vorsichtiger geworden – und dürften es bleiben

## Risikoprämie bleibt erhöht

Auf die fiskalpolitische Zeitenwende haben die europäischen Finanzmärkte zum Teil heftig reagiert. Das ist nachvollziehbar, da eine große Neuemissionswelle auf die Rentenmärkte zurollt. Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe, die seit Jahresbeginn um 2,50 % schwankte, steht mittlerweile bei 2,85 %. Dieser Renditesprung ist fast einmalig seit der Wiedervereinigung. Da sich an den Finanzmärkten die Erwartung einer kleiner werdenden Wachstums- und Zinsdifferenz zwischen den USA und dem Euroraum festsetzte, sprang EUR-USD von 1,05 auf 1,09.

DEU: BIP-Prognose für 2026 angehoben

Abgesehen von den zollpolitischen Belastungen ist die zusätzliche Investitionsnachfrage des Staates in Verteidigung und Infrastruktur grundsätzlich geeignet, die Konjunktur merklich anzuschieben. Unsere 2026er-BIP-Prognose für Deutschland haben wir daher von 0,8 auf 1,4 % angehoben. In diesem Jahr dürften konjunkturelle Fiskalimpulse aber noch ausbleiben, da das Fiskalpaket nicht schlagartig wirksam wird. Zudem verweisen wir auf die langen Planungs- und Genehmigungsphasen, weshalb Finanzmittel oft nur unzureichend abgerufen wurden. Die zu erwartenden höheren US-Zölle werden einer höheren Wachstumsrate wohl besonders 2025 im Wege stehen. Wegen des knappen Arbeitskräfteangebots dürfte die stärkere staatliche Nachfrage auch über die Löhne inflationstreibend wirken. Dies wird sich voraussichtlich aber ebenfalls erst im Laufe des nächsten Jahres zeigen.

10-jährige Bundesanleihen perspektivisch bei 3,00 %

Aufgrund der absehbaren Neuemissionswelle spielen die Marktteilnehmer ähnliche Szenarien durch wie wir. Der von uns errechnete Anstieg der Staatsschuldenquote lässt die Risikoprämie für Bundesanleihen naturgemäß steigen. So wundert es nicht, dass sich der Risikoaufschlag für Bundesanleihen zum risikolosen Zins im Euroraum (OIS) bereits deutlich ausgeweitet hat. Den Anker für unsere Prognose der Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe, den wir bislang bei 2,00–2,50 % verortet hatten, haben wir deshalb auf 2,75–3,25 % angehoben. Eine Rendite von 3,50 % ist für uns auf längere Sicht nicht aus der Welt. Dies setzt aber voraus, dass die Regierung ihre Fiskal-PS auch auf die Straße bekommt. Ansonsten dürfte die Enttäuschung der Investoren groß sein und die Rendite niedriger notieren.

Risiken für Peripherie-Staatsanleihen gestiegen

Im Euroraum sind die Renditen der übrigen Länder eng an die Entwicklung der Bundesanleihen gekoppelt. Eine steigende Zinslast könnte für hoch verschuldete Länder wie Italien und Frankreich daher problematisch werden. Die Ausweitung der Militärausgaben in diesen Ländern ist wegen des engen fiskalischen Spielraums deshalb begrenzt. Die EU-Kommission bringt daher eine gemeinsame Schuldenaufnahme von 150 Mrd. € auf EU-Ebene ins Spiel.

EUR–USD in den kommenden Monaten mit viel Volatilität

Wir teilen die aktuell an den Finanzmärkten bestehende Sicht einer kleiner werdenden Wachstums- und Zinsdifferenz zwischen den USA und dem Euroraum. Der bisher von uns für das Sommerhalbjahr erwartete Rückgang von EUR–USD zur Parität ist damit weniger wahrscheinlich geworden. Den Anker für den Wechselkurs sehen wir nun bei 1,05. Angesichts der Vielzahl für den Euroraum und die USA bestehenden Risiken ist ein klarer Wechselkurstrend derzeit jedoch nicht absehbar. Auf Sicht der kommenden Monate rechnen wir mit einer erhöhten Volatilität zwischen 1,02 und 1,12.

# Abkürzungen

Abkürzung	Bedeutung	Abkürzung	Bedeutung
BIP	Bruttoinlandsprodukt	MAGA	Make America Great Again
CDU/CSU	Christlich Demokratische Union Deutschlands und Christlich-Soziale Union in Bayern e.V.	Mrd.	Milliarden
DEU	Bundesrepublik Deutschland	NATO	North Atlantic Treaty Organization
EUR	Euro	OIS	Overnight Index Swap
EWU	Europäische Währungsunion	SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
EZB	Europäische Zentralbank	USA	United States of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
Grüne	Bündnis 90/Die Grünen	USD	US-Dollar

# Erklärungen

Begriff	Bedeutung
Bruttoinlandsprodukt	Gesamtwert aller von einer Volkswirtschaft in einem bestimmten Zeitraum erstellten Waren und Dienstleistungen, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden
Bundesanleihe	Schuldverschreibungen der Bundesrepublik Deutschland mit unterschiedlichen Laufzeiten
Fiskalpolitik	Alle Maßnahmen eines Staates, mit denen über die Veränderung öffentlicher Einnahmen und Ausgaben konjunktur- und wachstumspolitische Ziele erreicht werden sollen
Inflation	Allgemeine und anhaltende Steigerung des Preisniveaus bei Gütern und Dienstleistungen
Produktionspotenzial	Mittel- bis langfristige Wachstumsmöglichkeit einer Volkswirtschaft (bzw. Veränderung des BIP), wenn die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten normal ausgelastet sind
Rendite	Ertrag einer Kapitalanlage. Sie wird für ein Jahr für die Restlaufzeit einer z. B. 10-jährigen Anleihe berechnet und in Prozent ausgedrückt
Risikoprämie	Verstanden als Kompensation für die Risiken, die mit dem Halten längerfristiger Anleihen einhergehen
Schuldenbremse	Eine im deutschen Grundgesetz verankerte Verschuldungsregel. Bund und Länder sind prinzipiell verpflichtet, ihre Haushalte ohne neue Schulden auszugleichen. Für den Bund gilt eine Grenze der von der Konjunktur unabhängigen jährlichen Neuverschuldung von 0,35% des Bruttoinlandsprodukts. In Krisenzeiten sind Ausnahmen möglich
Sondervermögen	Ist ein vom regulären Staatshaushalt getrennter und von der Schuldenbremse ausgenommener Extrahaushalt, der zweckgebunden investiert und durch Schulden finanziert wird
Staatsanleihe/ Staatstitel	Schuldverschreibungen des jeweiligen Staates mit unterschiedlichen Laufzeiten. Hierzu zählen unter anderem deutsche Bundesanleihen, britische Gilts, US-amerikanische Treasuries und Eurobonds
Staatsschuldenquote	Verhältnis der Staatsschulden eines Landes zum nominalen Bruttoinlandsprodukt
"Whatever it takes"	Ist eine Formulierung die Entschlossenheit ausdrückt, ein Problem zu lösen bzw. ein Ziel zu erreichen. Sie wurde ursprünglich von Mario Draghi, ehemaliger EZB-Präsident, während der Euro-Krise genutzt

Quelle: Hauck Aufhäuser Lampe

# Wichtige Hinweise

## Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen übernehmen eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Studie und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG ist nicht dazu verpflichtet, diese Studie zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in dieser Studie genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind weder als Rat oder Empfehlung noch als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG.

Herausgeber dieser Studie ist die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main, eingetragen im Handelsregister bei dem Amtsgericht Frankfurt unter der Nummer HRB 108617. Die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG verfügt über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen und unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn, Marie-Curie-Straße 24–28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

Verantwortlicher Redakteur und Ansprechpartner ist:

Dr. Alexander Krüger

Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG

Economic Research

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

[alexander.krueger@hal-privatbank.com](mailto:alexander.krueger@hal-privatbank.com)

Telefon +49 211 4952-187

Telefax +49 211 4952-494

Der schnellste Weg zu uns?  
Nutzen Sie diesen QR-Code!

