

## Whatever It Takes 2.0 – Marktimplikationen

Die Vorschläge der Parteivorsitzenden von CDU/CSU und SPD zur Grundgesetzänderung würden künftigen deutschen Regierungen einen deutlich höheren fiskalpolitischen Spielraum verleihen. Wir geben im Folgenden eine erste Einschätzung zu den Marktimplikationen des deutschen „Whatever-it-takes“-Moments, wobei einige zentrale Fragen offen sind. Die Marktakteure preisen bereits einen signifikanten Konjunkturimpuls und etwas höhere Inflationsraten für die kommenden Jahre ein. Wir erwarten, dass die europäische Aktienmarkttralle durch die deutschen Fiskalmaßnahmen – sowie die Ankündigungen der EU und weiterer europäischer Länder – in den kommenden Wochen unterstützt wird. Diese Vorhaben unterfüttern somit unsere aktuelle regionale Allokation – die Übergewichtung Europas. Für Staatsanleiherrenditen sehen wir Aufwärtsrisiken.

In Anlehnung an Mario Draghis geldpolitischen „Whatever-it-takes“-Moment im Juli 2012 wollten die Spitzen von CDU/CSU und SPD am Dienstag ein starkes Signal nach innen und außen erzeugen. Der Markt zelebriert die folgenden Maßnahmen:

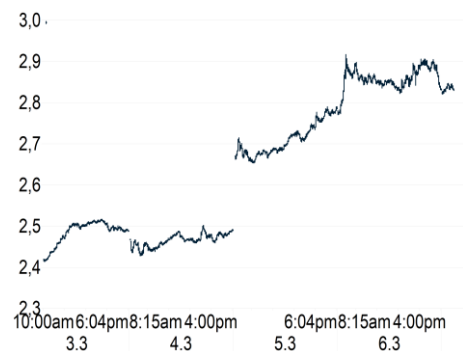
- **Verteidigungsausgaben:** Oberhalb von einem Prozent des BIPs sollen Verteidigungsausgaben von den Beschränkungen der Schuldenbremse ausgenommen werden. Das entspricht derzeit etwa 45 Mrd. EUR; darüber hinaus gäbe es zukünftig kein Limit.
- **Sondervermögen für die Infrastruktur:** Dieser Schuldentopf außerhalb des Budgets soll 500 Mrd. EUR groß sein (11 % des BIP), wovon 100 Mrd. EUR in Form von Zuschüssen direkt an die Bundesländer gehen würden. Als Ausgabenbereich wurden noch recht allgemein Schulen, Kitas, Krankenhäuser, Straßen, Schienen, Brücken, Energie- und Digitalnetze genannt. Die Gelder sollen verteilt über zehn Jahre fließen.

### Hürden dürften aus dem Weg geräumt werden

In den kommenden Tagen wird sich zeigen, ob das Fiskalpaket die erforderliche Zweidrittelmehrheit in Bundestag und Bundesrat erhalten wird. Im Basisszenario gehen wir jedoch davon aus, dass Bündnis 90/Die Grünen letztlich den Vorschlägen (unter ausdrücklicher Erwähnung von Investitionen in den klimaneutralen Umbau) zustimmen werden.

Zudem bedeuten die Vorhaben eine Abkehr vom EU-Stabilitäts- und Wachstumspakt. Es droht potenziell ein Defizitverfahren auf EU-Ebene, die jedoch in Bewegung ist: Ursula von der Leyen, die Präsidentin der Europäischen Kommission, hat gestern vorgeschlagen, für die kommenden vier Jahre 1,5 % des BIP für Verteidigung als Ausnahmetatbestand zu deklarieren. Dies bleibt wohl deutlich hinter dem deutschen Vorhaben zurück. Aber der politische Wille scheint diesbezüglich vorhanden. Schwieriger könnte der Fall Sondervermögen Infrastruktur wiegen.

### 10-jährige Bundrendite (Intraday)



Quelle: Bloomberg; 10-j. Bundesanleiherendite in %, Stand: 06.03.25.

### 10-jährige Bundrendite (5-Jahre)

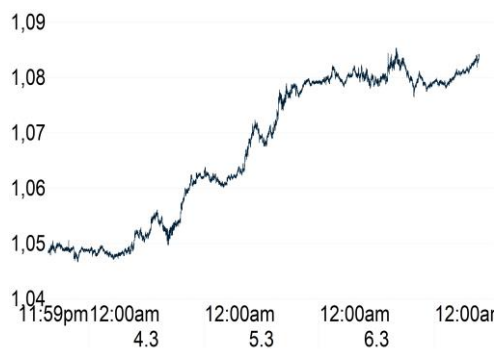


Quelle: Bloomberg; 10-j. Bundesanleiherendite in %, Stand: 06.03.25.





## EUR/USD (Intraday)



Quelle: Bloomberg; EUR/USD,  
Stand: 06.03.25.

## EUR/USD (5-Jahre)



Quelle: Bloomberg; EUR/USD,  
Stand: 06.03.25.

## Ein großes Konjunkturpaket? Noch zu wenig konkret

Die zusätzlichen Ausgaben, die natürlich noch pro Jahr konkretisiert werden müssen, werden von den Marktteilnehmern wie ein gigantisches Konjunkturpaket aufgefasst. Aus den vergangenen Infrastrukturfördertöpfen lässt sich jedoch ableiten, dass vermutlich auch dieses Mal nicht alle verfügbaren Mittel tatsächlich abgerufen werden, weil Engpässe bei Genehmigungsverfahren sowie bürokratische Hürden bestehen oder die Kapazitäten bei entsprechenden Firmen fehlen. Aber für die Märkte scheint derzeit entscheidend, dass die potenzielle neue deutsche Regierung Handlungsfähigkeit bewiesen hat. Zudem besteht bei manchen Investoren wohl die Hoffnung, dass durch die zusätzlichen Mittel Spielraum für eine von der Union geforderte Senkung der Unternehmenssteuern gegeben sein könnte.<sup>1</sup> Die Schätzungen für die Wachstumseffekte liegen angesichts der fehlenden konkreten Vorhaben weit auseinander. Laut Morgan Stanley könnte das deutsche BIP 2026 etwa um einen Prozentpunkt höher liegen als bisher angenommen. Das Institut der Wirtschaft spricht von einem möglichen positiven BIP-Effekt von 5,4% bis 2026.

## Aktien: Paket bestätigt Europa-Übergewicht

Mit Blick auf die Aktienmärkte bestätigt das Fiskalpaket unsere regionale Allokation, mit einem Übergewicht bei europäischen Aktien zulasten der USA. Eine Erhöhung dieses Übergewichts prüfen wir fortlaufend. Hierbei ist aber die zukünftige expansivere Fiskalpolitik nicht der einzig und wohl auch nicht der gewichtigste Faktor: Besonders positiv wirkt sich derzeit auf den europäischen Markt aus, dass die Gewinnprognosen der Analysten nach guten fundamentalen Unternehmensnachrichten nach oben revidiert werden. Sektorale Präferenzen liegen in Europa zyklische Sektoren, die von dem Infrastruktur-Sondervermögen oder höheren Staatsausgaben allgemein profitieren.<sup>2</sup>

## Anleihen: Bundesanleihen bleiben sicherer Hafen

Mit Blick auf den Anleihenmarkt ist zentral, dass das Fiskalpaket unseres Erachtens die Inflationsrisiken erhöht. Da die Investoren für höhere Inflationsraten entschädigt werden wollen, verlangen sie für Investitionen – auch für Investitionen in Staatsanleihen – eine höhere Rendite. Des Weiteren erwarten Marktteilnehmer wohl ein höheres Wachstum, welches aber mit einer deutlich höheren Staatsverschuldung in Relation zur Wirtschaftsleistung einhergehen dürfte. Die marktbasierenden Inflationserwartungen sind bereits deutlich gestiegen und tragen somit maßgeblich zum dem Sprung der zehnjährigen Rendite von Bundesanleihen von 2,50 % unmittelbar vor der Ankündigung auf 2,90 % am 6. März bei.

Wie stark die Schuldenquote, also der Schuldenstand in Relation zum nominalen BIP ansteigen wird, hängt wesentlich auch vom nominalen Wirtschaftswachstum ab. Ohne das im Raum stehende Paket prognostiziert der Internationale Währungsfonds eine Abnahme der Staatsverschuldung von derzeit 62,7 % des BIP auf 57,8 % des BIP im Jahr 2029. Das Ifo Institut prognostiziert nun, dass die Quote auf 80 % des BIP steigen könnte, falls nicht parallel umfassende ange-

<sup>1</sup> Gleichzeitig äußern Ökonomen wie Prof. Fuest auch die Sorge, dass der Spielraum für höhere Sozialausgaben genutzt werden könne.

<sup>2</sup> Vgl. Blickpunkt März: Favoritenwechsel am Aktienmarkt





botsorientierte Reformen erfolgen. Damit wären Deutschlands Schulden dennoch weiter tragbar und eine Rating-Herabstufung stünde unseres Erachtens nicht ins Haus.

Da auf europäischer Ebene ebenfalls signifikant höhere Verteidigungsausgaben geplant sind, dürften mittelfristig die Emissionen von Staatsanleihen der verschiedenen Länder Europas steigen. Aber auch das Angebot von Anleihen, die von supranationalen Institutionen begeben werden, wird sich wohl erhöhen. Das Sondervermögen Bundeswehr aus dem Jahr 2022 hat jedoch gezeigt, dass die Mittel erst mit einiger Verzögerung abgerufen werden. Ab 2026 könnten das erhöhte Angebot an Anleihen die Staatsanleihekurse belasten.

Für die Kurse der Bundesanleihen wird in den kommenden Wochen zentral sein, wie sich die EZB-Erwartungen vor dem Hintergrund steigender Emissionen und Inflationserwartungen verändern. Kurzfristig dürfte das Risiko steigen, dass die abnehmenden Wachstumssorgen bei gleichzeitig höheren Inflationserwartungen die Zinssenkungshoffnungen dämpfen.

Angesichts der aktuellen hohen politischen Unsicherheit und der konkreten Unsicherheit über die Haushaltspläne in Deutschland haben wir heute unser Untergewicht im Anleihenmarkt bestätigt. Nichtsdestotrotz sehen wir Bundesanleihen mit längerer Laufzeit als attraktive Absicherung gegenüber adversen Szenarien wie einer US-Rezession oder einer Aktienmarktkorrektur an. Insofern steuern wir in unseren Portfolios die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer der Anleihen, die sogenannte Duration, neutral relativ zu der jeweiligen Benchmark. Dabei spielt auch die Unsicherheit im US-Markt eine Rolle.

Mit Blick auf den **Währungsmarkt** hat der Euro im Nachgang der Ankündigung deutlich gewonnen. Der EUR/USD-Kurs ist von 1,05 auf 1,08 gestiegen. Der Renditevorsprung der USA hat gestern durch den Anstieg der deutschen Bundesanleiherenditen, die in Europa als wichtigste Benchmark gelten, abgenommen und den Euro attraktiver gemacht. Neben der Einengung der Renditedifferenz zwischen den USA und Deutschland dürfte der neuerliche „Whatever-it-Takes“-Moment in der europäischen Geschichte auch der Gemeinschaftswährung Rückenwind verleihen.





## Rechtliche Hinweise

Diese Marketingmitteilung im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes wird ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und kann eine individuelle anlage- und anlegergerechte Beratung nicht ersetzen. Sie ist nicht als Empfehlung, Angebot oder Aufforderung zu verstehen, die darin genannten Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen. Wir weisen in diesem Zusammenhang ausdrücklich darauf hin, dass dieses Dokument nicht in Einklang mit Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurde und auch keinem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen unterliegt. Die internen Richtlinien (Organisationsanweisungen) der Bank regeln Letzteres jedoch in dem Sinne, dass eine Vermeidung von Interessenkonflikten gewährleistet wird.

Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen, als auch fallen. Alle Angaben wurden sorgfältig zusammengestellt; teilweise unter Rückgriff auf Informationen Dritter.

Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf, infolge von gesetzlichen Änderungen, aktueller Entwicklungen der Märkte ggf. auch kurzfristig als nicht mehr oder nicht mehr vollumfänglich zutreffend erweisen und sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Die Angaben gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Die vollständigen Angaben zu den vorgestellten Produkten sind den Informationsblättern (Produktinformationsblatt bzw. wesentlichen Anlegerinformationen) zu entnehmen. Diese Dokumente stellen die allein verbindliche Grundlage des Erwerbs dar. Die vorgenannten Verkaufsunterlagen erhalten Sie in elektronischer Form und in deutscher Sprache kostenlos unter <https://www.hal-privatbank.com/produktinformationsblaetter> oder in gedruckter Form ebenfalls in deutscher Sprache und kostenlos in der Geschäftsstelle der Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60311 Frankfurt am Main. Die vorgestellten Produkte dürfen nur in Ländern angeboten werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist und/oder eine Genehmigung der örtlichen Aufsichtsbehörde vorliegt. Dieses Informationsdokument richtet sich weder an US-Bürger noch an Personen mit ständigem Wohnsitz in den USA, noch darf es in den USA verbreitet werden.

### **Aufsicht:**

Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main.

### **Herausgeber:**

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung ist die Hauck Aufhäuser Lampe Privatbank AG, Kaiserstraße 24, 60312 Frankfurt am Main verantwortlich.

### **Verantwortliche Autoren:**

Burkhard Allgeier, Dr. Ulrike Rondorf und Daniel Winkler

Chief-Investment-Office

Lampe Asset Management GmbH

Schwannstraße 10

40476 Düsseldorf

Telefon +49 (0)211 95742 – 523

Telefax +49 (0)211 95742 – 570

E-Mail: [cio-office@lampe-am.de](mailto:cio-office@lampe-am.de)

Internet: <https://www.hal-privatbank.com/asset-management/lampe-asset-management>

Stand: 06. März 2025

