



Konjunktur und Strategie

20. Februar 2025

Regimewechsel bei der Staatsverschuldung? Lehren aus der Wiedervereinigung

Deutschland ist nicht zu beneiden. Derzeit läuft es nicht rund, und zu allem Überfluss scheinen die Herausforderungen für die nahe Zukunft noch einmal exponentiell zu wachsen. Die jüngsten Äußerungen von Trump zur Ukraine sind vielleicht nur ein Vorgeschmack. Zudem befindet sich das Land im Gegensatz zum Rest der Welt bereits im dritten Jahr einer Rezession – das gab es seit dem Zweiten Weltkrieg noch nie. Gleichzeitig müssen in den kommenden Jahren viele vernachlässigte Aufgaben angegangen werden. Die Infrastruktur bedarf einer Generalsanierung, der öffentliche Wohnungsbau muss durchstarten, das Bildungssystem einmal komplett renoviert werden, und bei der inneren und äußeren Sicherheit gibt es enormen Handlungsbedarf.

Vor allem beim Thema äußere Sicherheit schrillen spätestens jetzt alle Alarmglocken. Obwohl wir uns in Europa im dritten Jahre eines Krieges befinden, haben das Kunststück vollbracht, dass die Bundeswehr wir trotz der Zeitenwende heute eher schlechter ausgestattet ist als zu Beginn des Krieges. Bestellungen von Waffen und Entscheidungen bezüglich zukünftiger Truppenstrukturen sind nur äußerst zögerlich erfolgt. Spätestens seit der Münchner Sicherheitskonferenz stehen wir wie begossene Pudel da. Die USA ziehen sich aus Europa sukzessive zurück und wir müssen vielleicht noch in diesem Jahr Friedenstruppen in der Ukraine stellen. Geht man davon aus, dass dafür etwa 200.000 Soldaten benötigt

werden, wäre es nicht unvernünftig anzunehmen, dass Deutschland hier etwa 30.000 Soldaten stellen müsste. Das wird natürlich angesichts fehlender Soldaten und Waffen de facto nicht funktionieren, zeigt aber, in welcher Lage sich das Land befindet.

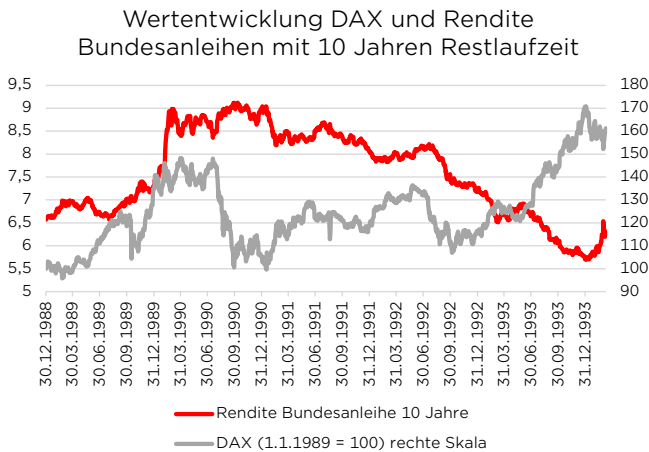
In gewisser Weise erinnert die Situation ein wenig an den November 1989, als man sich innerhalb weniger Wochen aus dem Nichts heraus gezwungen sah, alles neu zu denken. Eine Weltordnung brach zusammen, und eine neue musste geschaffen werden. Im Falle Deutschlands kam hinzu, dass eine völlig marode ostdeutsche Wirtschaft von Grund auf saniert werden musste. All das war nur mit einer dramatischen Ausweitung staatlicher Ausgaben und damit einhergehend auch mit einer Ausweitung der Staatsverschuldung zu bewältigen.

Heute wird oft vergessen, in welchen Dimensionen damals innerhalb kürzester Zeit umgedacht werden musste. So wurde ein Erblastentilgungsfonds (171 Mrd. Euro) als Sondervermögen aufgelegt, um die finanziellen Lasten der DDR und die Kosten der Wiedervereinigung zu tragen. Außerdem wurde das Sondervermögen „Deutsche Einheit“ (83 Mrd. Euro) zur Finanzierung von Strukturanpassungen eingerichtet. Gleichzeitig stieg in kurzer Zeit die Verschuldung der neuen Bundesländer massiv an, und auch die westdeutschen Bundesländer und der Bund leisteten über sehr viele Jahre hinweg gewaltige Transferzahlungen an die neuen Bundesländer. Bis heute besteht keine vollständige Einigkeit darüber, welchen Umfang die Transferzahlungen aufwiesen, die zu einem erheblichen Teil schuldenfinanziert waren. Vor allem der Sozialbereich profitierte maßgeblich, aber auch wachstumsorientierte Programme wie die Investitionszulage

Konjunktur und Strategie

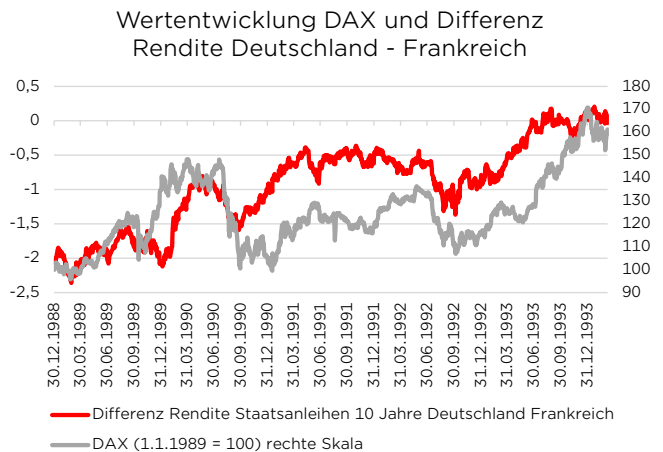
spielten eine große Rolle. Das Ifo-Institut schätzt, dass die Summe aller Transferleistungen von West nach Ost (inkl. Länderfinanzausgleich und allgemeiner Bundesaufgaben) im Billionenbereich gelegen haben dürfte.¹

Dass Deutschland diese unglaubliche Last überhaupt schultern konnte, erstaunt bis heute, sollte aber auch als Ermutigung verstanden werden, dass auch die jetzt anstehenden Lasten gestemmt werden können. Es besteht allerdings weitgehend Einigkeit darüber, dass dies nicht allein durch Umschichtungen in den Haushalten gelingen kann. Ähnlich wie ab dem Jahr 1990 wird dies nur über eine zusätzliche Aufnahme von Schulden möglich sein. Es wäre vermessen zu glauben, dass eine massive Aufnahme von Schulden spurlos am Kapitalmarkt vorbeigehen würde. Deshalb lohnt sich ein Blick auf 1990 und die Jahre danach.



Betrachtet man den Jahreswechsel 1989/1990, so fällt auf, dass die Rendite von zehnjährigen Bundesanleihen innerhalb weniger Wochen signifikant anstieg. Der Markt für Anleihen hatte blitzschnell begriffen, dass nun ein anderes Regime gelten würde. In dem Zusammenhang ist auch interessant, wie sich in diesem Zeitraum deutsche Staatsanleihen relativ zu französischen Staatsanleihen verhielten. Zeitgleich mit dem Mauerfall verringerte sich der Renditevorteil deutscher Staatsanleihen gegenüber französischen Staatsanleihen deutlich von -2% auf -0,75% innerhalb kürzester Zeit. Interessanterweise korrelierte der DAX in dieser Marktphase sehr stark mit dem Spread aus deutschen und französischen Staatsanleihen. Diese Korrelation scheint auf den ersten Blick ohne tiefer Logik zu sein. Interpretiert man die Veränderung des Spreads jedoch als Schätzer für die Veränderung der

zu erwartenden schuldenfinanzierten Staatsausgaben, ergibt die Beobachtung durchaus Sinn. Denn ein ungeplanter wirtschaftlicher Stimulus durch staatliches deficit spending wirkt sich kurzfristig immer eher positiv auf die Aktienmärkte aus.



Lehren für die nächsten Jahre

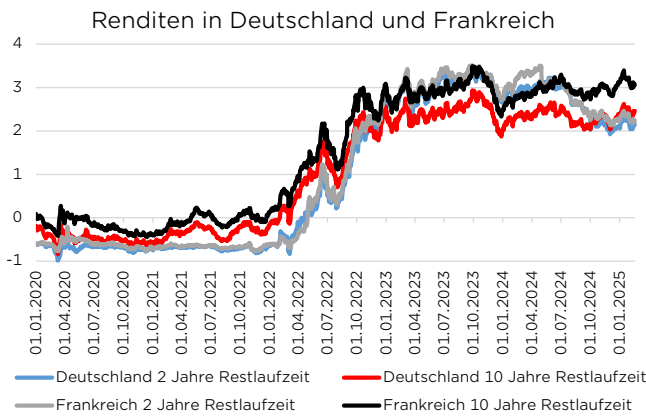
Geht man also davon aus, dass sich die nächste Bundesregierung auf eine Neukonzeption der Schuldenbremse einigt oder formaljuristisch im Einklang mit der bestehenden Schuldenbremse ein riesiges neues Sondervermögen auflegt, dann wäre zu erwarten, dass die Anleiherenditen tatsächlich noch einmal einen Schub erhalten könnten. Bisher ist davon zumindest auf den ersten Blick nicht viel zu sehen. Bis Mitte 2023 sind die Renditen europäischer Staatsanleihen deutlich gestiegen, danach ging es seitwärts. Tatsächlich ist die Sache aber etwas komplizierter. Üblicherweise bewegen sich Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von beispielsweise zwei Jahren in etwa im Tandem mit den länger laufenden Anleihen. Seit Sommer 2024 ist hier jedoch eine zunehmende Entkopplung zu beobachten. Während zehnjährige Anleihen in etwa auf ihrem Niveau verharren, sinken die Renditen zweijähriger Anleihen im Einklang mit den sinkenden Leitzinsen. Die relative Unbeeindrucktheit langlaufender Anleihen könnte darauf hindeuten, dass sich die Rentenmärkte insgeheim bereits auf ein neues Regime mit deutlich steigender Staatsverschuldung einstellen.

Dies scheint aber nicht nur für Deutschland, sondern auch für Frankreich zu gelten. Anders ist es nicht zu erklären, dass die Renditen deutscher Anleihen im Vergleich zu französischen Anleihen in den letzten Jahren

¹ [Auswirkungen veränderter Transferzahlungen auf die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der ostdeutschen Länder](#)

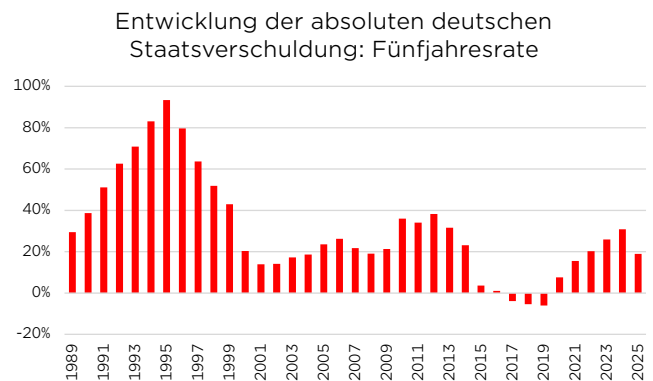
Konjunktur und Strategie

tendenziell sogar gesunken sind, auch weil Frankreich durch die massiv steigende Staatsverschuldung und politische Probleme von Ratingagenturen kritisch gesehen wird. Ohnehin besteht ein wesentlicher Unterschied zwischen der Situation zum Zeitpunkt der Wiedervereinigung und der heutigen Situation. Damals hatte Deutschland einen singulären Kraftakt zu bewältigen, während dies diesmal zumindest teilweise für ganz Europa gilt.



Zwar hat Deutschland wahrscheinlich die meisten Hausaufgaben zu erledigen, aber man kann nicht ernsthaft behaupten, dass alle anderen europäischen Länder für die neuen Herausforderungen bestens gerüstet sind. Und so ist es nicht verwunderlich, dass Frankreich nun fordert, die Finanzierung der notwendigen zusätzlichen Militärausgaben durch gemeinsame europäische Instrumente zu bewältigen. Der Zeitpunkt, an dem eine sukzessive Vergemeinschaftung der europäischen Schulden wahrscheinlich wird, könnte also noch schneller kommen als von uns erwartet. Wir haben immer argumentiert, dass diese Entwicklung grundsätzlich in der Luft liegt, dass es aber eines extremen Anlasses bedarf, um diesen Schritt zu gehen. Nun, da Trump Europa im Regen stehen lässt und stattdessen ein gewisses Verständnis für die Gedankengänge eines imperialistischen Putin äußert, könnte dieser Punkt näher rücken. Militärexperten haben eine Liste von Waffensystemen erstellt, die die Bundeswehr beschaffen müsste, um wieder über eine gewisse „Grundausstattung“ an Waffen zu verfügen. Maßstab wäre dabei, zahlenmäßig bei den Systemen in den verschiedenen Waffengattungen wieder auf Stückzahlen zu kommen, die in etwa bei 30% bis 50% dessen liegen, was der Bundeswehr in den 80er Jahren an Waffensystemen in den verschiedenen Waffengattungen zur Verfügung stand. Rechnet man mit bekannten Listenpreisen - soweit vorhanden - kommt man auf ein Volumen von ca. 250 Mrd. Euro. Dazu werden reaktivierte Kasernen, reaktivierte Truppenübungsplätze und zusätzliche Soldaten benötigt.

Grob kann man hier also für Deutschland von insgesamt 350 Mrd. Euro an zusätzlichen Ausgaben ausgehen. Für ganz Europa läge der Bedarf sicherlich bei über 1000 Mrd. Euro. Es wurde ein Corona-Fonds von 700 Mrd. Euro aufgelegt, so dass es angesichts der sich entwickelnden Dramatik nicht verwundern würde, wenn man sich darauf verständigen würde, gemeinsam europäische Anleihen in Höhe von z.B. 1000 Mrd. Euro aufzulegen. Hinzu käme eine spezifisch deutsche Zusatzverschuldung zur Finanzierung aller anderen „Baustellen“. Wir dürfen nicht vergessen, dass Deutschland sich mit mehr als 1600 Mrd. Euro zusätzlich verschulden könnte, bevor es die Verschuldungsdimensionen anderer europäischer Länder erreicht. Dieser Schuldenanstieg würde sich prozentual nicht wesentlich von dem unterscheiden, was im Zusammenhang mit der Wiedervereinigung zu beobachten war. Damals hat sich die deutsche Staatsverschuldung zwischen 1990 und 1995 in absoluten Zahlen fast verdoppelt. Es wäre nicht verwunderlich, wenn sich eine in der Dimension nicht unähnliche Entwicklung in den nächsten fünf Jahren wiederholen würde.



Es wäre vermessen zu glauben, dass eine solche Verschuldung die Renditen nicht nach oben treibt, auch wenn wir hier von Entwicklungen sprechen, die sich über sehr viele Jahre erstrecken werden. Wir gehen daher davon aus, dass sich die Spreads zwischen Bundesanleihen und anderen europäischen Staatsanleihen eher annähern, insgesamt aber zumindest vorübergehend ansteigen werden. Die Geschwindigkeit und das Ausmaß dieser Entwicklung wird letztlich auch (nicht nur!) von geopolitischen Entwicklungen bestimmt. Der Aktienmarkt würde von dieser Entwicklung grundsätzlich profitieren, wie dies bereits im Zuge der Wiedervereinigung zu beobachten war. Für diversifizierte Portfolios muss diese Entwicklung daher nicht von Nachteil sein.

Dr. Christian Jasperneite

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	20.02.2025 16:38	13.02.2025 -1 Woche	17.01.2025 -1 Monat	19.11.2024 -3 Monate	19.02.2024 -12 Monate	31.12.2024 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	44130	-1,3%	1,5%	2,0%	14,2%	3,7%
S&P 500	6123	0,1%	2,1%	3,5%	22,3%	4,1%
Nasdaq	19894	-0,3%	1,3%	4,8%	26,1%	3,0%
Russell 2000	2260	-1,0%	-0,7%	-2,8%	11,2%	1,3%
DAX	22431	-0,8%	7,3%	17,7%	31,2%	12,7%
MDAX	27612	-0,5%	6,9%	5,8%	6,1%	7,9%
TecDAX	3866	0,2%	7,8%	16,7%	14,2%	13,1%
EuroStoxx 50	5477	-0,4%	6,4%	15,3%	15,0%	11,9%
Stoxx 50	4709	-0,4%	5,3%	10,8%	10,1%	9,3%
Nikkei 225	38678	-2,0%	0,6%	0,7%	0,5%	-3,0%
MSCI Welt	3907	0,3%	3,4%	4,5%	18,9%	5,4%
MSCI Welt SRI	3620	1,0%	1,3%	0,2%	13,7%	3,4%
MSCI Emerging Markets	1137	2,1%	6,2%	3,8%	11,9%	5,7%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	131,51	-134	-27	-82	-134	-193
Bobl-Future	117,05	-48	6	-158	50	-81
Schatz-Future	106,70	-14	5	-8	135	-29
3 Monats Euribor	2,53	-3	-18	-48	-140	-19
3M Euribor Future, Dez 2025	2,06	9	-1	-77	-84	17
3 Monats \$ Libor	4,34	0	0	-28	-110	-3
Fed Funds Future, Dez 2025	3,96	-6	0	-56	-58	5
10-jährige US Treasuries	4,51	-3	-10	11	20	-6
10-jährige Bunds	2,54	14	3	20	15	18
10-jährige Staatsanl. Japan	1,46	12	28	40	73	38
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,59	16	22	17	-32	32
IBOXX AA, €	3,05	8	-7	2	-38	1
IBOXX BBB, €	3,44	6	-13	-4	-59	-2
ML US High Yield	7,40	-3	-5	-4	-65	-25
Rohstoffmärkte						
Rohöl Brent	76,54	1,6%	-5,5%	5,0%	-8,4%	2,4%
Gold	2935,47	0,5%	8,1%	11,8%	45,7%	11,8%
Silber	32,63	1,5%	7,1%	4,7%	42,0%	9,9%
Kupfer	9425,91	-0,1%	3,8%	5,1%	12,8%	8,9%
Eisenerz	106,76	0,0%	5,5%	4,8%	-17,4%	3,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	904	15,9%	-8,4%	-44,4%	-44,5%	-9,3%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0465	0,7%	1,6%	-1,1%	-2,9%	0,7%
EUR/ GBP	0,8279	-0,6%	-1,9%	-1,0%	-3,2%	0,1%
EUR/ JPY	156,62	-2,0%	-2,3%	-3,7%	-3,1%	-3,9%
EUR/ CHF	0,9429	0,1%	0,4%	1,1%	-0,7%	0,2%

Quelle: Refinitiv Datastream



Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@mmwarburg.com

Jan Mooren
+49 40 3282-2132
jmooren@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.