KIEL INSTITUT FÜR WELTWIRTSCHAFT

KIEL

POLICY BRIEF

Filippos Petroulakis, Farzad Saidi

Die Finanzmarktreaktion auf das deutsche Fiskalpaket

No. 185 | März 2025

30 Jahre Leibniz Gemeinschaft

Kiel Institut für Weltwirtschaft
ISSN 2195–7525

Überblick

- This study analyzes capital market reactions to Germany's recent announcement of loosening fiscal restrictions for defense and state-level spending, while establishing a €500 billion infrastructure investment fund. In particular, we examine whether surging Bund yields reflect growth expectations or fiscal risk concerns.
- Clear evidence of growth expectations: The steepening German yield curve, rising stock prices, euro appreciation, and stable credit default swap prices collectively indicate that markets interpret Germany's fiscal expansion as growth-enhancing rather than a reckless fiscal bet.
- The contrast with the UK's Truss-Kwarteng episode is stark: Unlike the 2022 UK "mini budget" aftermath, which triggered a selloff across all UK asset classes, Germany's announcement has seen positive market reception across different asset classes, suggesting confidence in Germany's fiscal credibility.
- While the policy shift introduces some uncertainty, evidenced by modest increases in the European VSTOXX volatility index, this reaction appears calibrated and partially attributable to concurrent global market events, reinforcing the interpretation that markets view Germany's fiscal expansion as responsible.

Keywords: Fiscal Policy, Sovereign Debt, Yield Curve, Market Expectations, Debt Brake, Germany

- Diese Studie analysiert die Reaktionen der Kapitalmärkte auf Deutschlands jüngste Ankündigung, fiskalische Beschränkungen für Verteidigung und Ausgaben auf Länderebene zu lockern – und gleichzeitig ein 500-Milliarden-Euro-Investitionsfonds für Infrastruktur einzurichten. Insbesondere fragen wir, ob die steigenden Bund-Renditen Wachstumserwartungen oder Risikobedenken widerspiegeln.
- Klare Evidenz für Wachstumserwartungen: Die steilere deutsche Zinsstrukturkurve, steigende Aktienkurse, die Aufwertung des Euro und stabile Credit-Default-Swap-Preise deuten darauf hin, dass die Märkte Deutschlands fiskalische Expansion eher als wachstumsfördernd denn als fiskalisch bedenklich interpretieren.
- Der Kontrast zum Truss-Kwarteng-Haushalt im Vereinigten Königreich ist stark: Im Gegensatz zu den Turbulenzen nach dem britischen „Mini-Haushalt" 2022, die einen Ausverkauf über alle UK-Anlageklassen hinweg auslösten, wurde das deutsche Fiskal-Paket von den Märkten über verschiedene Anlageklassen hinweg positiv aufgenommen, was auf Vertrauen in die fiskalische Glaubwürdigkeit Deutschlands hindeutet.

- Während der Politikwechsel eine gewisse Unsicherheit mit sich bringt – erkennbar an leichten Anstiegen des europäischen VSTOXX-Volatilitätsindex, scheint diese Reaktion moderat und teilweise auf gleichzeitige globale Marktereignisse zurückzuführen zu sein. Dies untermauert die Interpretation, dass die Märkte Deutschlands fiskalische Expansion als verantwortungsvoll ansehen.

Schlüsselwörter: Fiskalpolitik, Staatsverschuldung, Zinsstrukturkurve, Markterwartungen, Schuldenbremse, Deutschland

Filippos Petroulakis
Bank von Griechenland
fpetroulakis@bankofgreece.gr

Farzad Saidi
Universität Bonn, CEPR, ECONtribute
& Kiel Institute Fellow
saidi@uni-bonn.de

Der Artikel gibt die persönliche Meinung der Autoren wieder und nicht unbedingt die Ansichten der Bank von Griechenland oder des Eurosystems.
Die Verantwortung für den Inhalt dieser Veröffentlichung liegt bei den Autoren, nicht beim Institut. Etwaige Kommentare sollten direkt an den entsprechenden Autor gerichtet werden.

Die Finanzmarktreaktionen auf das deutsche Fiskalpaket

Filippos Petroulakis[1], Farzad Saidi

Als die Märkte am 6. März schlossen, stand der DAX um weitere 1,5 % im Plus, während die US-Aktien einen Rückgang verzeichneten. Auch wenn die Situation im Flus ist, insbesondere im Hinblick auf die wachsenden transatlantischen Spannungen, stützen die Signale vom Kapitalmarkt der letzten Tage nicht die Annahme, dass Deutschland seinen Status als „sicheren Hafen" verloren hat. Vielmehr deuten die Marktreaktionen auf das Vertrauen in die Fähigkeit Deutschlands hin, eine fiskalische Kehrtwende zu machen und dabei langfristig fiskalisch glaubwürdig zu bleiben.

1 Einleitung

Am 4. März dieses Jahres einigte sich die voraussichtliche neue Regierungskoalition Deutschlands darauf, die fiskalischen Beschränkungen für Verteidigungsausgaben und für die Ausgaben der Länder zu lockern und gleichzeitig einen zweckgebundenen Fonds in Höhe von 500 Milliarden Euro für Infrastrukturinvestitionen einzurichten. Die Märkte reagierten schnell auf die Ankündigung, in der öffentlichen Diskussion wurden insbesondere steigende Zinsen auf Staatsanleihen mitunter als Warnsignal gesehen. In diesem Policy Brief analysieren wir die Reaktionen am Kapitalmarkt und konzentrieren uns dabei insbesondere auf die Frage, ob die steigenden Renditen von Bundesanleihen – von einigen Kommentatoren als „der größte Anstieg der Renditen von Bundesanleihen seit dem Fall der Berliner Mauer" bezeichnet – die Aussichten für kommendes Wirtschaftswachstum oder höhere fiskalische Risiken widerspiegeln.

2 Analyserahmen

Um die verschiedenen Komponenten der Marktreaktionen auf geldpolitische Ankündigungen zu isolieren, wenden wir das von Jarociński und Karadi (2020) entwickelte Modell an. Obwohl dieses ursprünglich dazu gedacht war, „reine" geldpolitische Schocks von Informationsschocks bei Ankündigungen der Zentralbank zu trennen, lässt sich die Methodik auf fiskalpolitische Kurswechsel übertragen.

Wir untersuchen zunächst die Renditen deutscher Bundesanleihen, die nach der Bekanntgabe der Verschuldung in die Höhe schossen. Wenn der Renditeanstieg in erster Linie einen „Informati-

[1] Der Artikel gibt die persönliche Meinung der Autoren wieder und nicht unbedingt die Ansichten der Bank von Griechenland oder des Eurosystems.

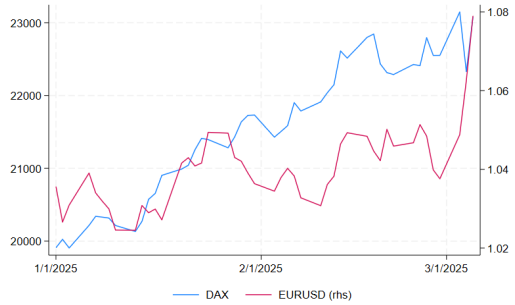
onsschock“ widerspiegelt, also die Märkte wahrnehmen, dass die deutschen Wirtschaftsaussichten besser sind als bisher angenommen, dann sollten höhere Renditen mit steigenden Aktienkursen, einer Aufwertung des Euro und stabilen oder sich verengenden Kreditspreads einhergehen. Wenn der Renditeanstieg hingegen in erster Linie Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen signalisiert, wie dies insbesondere im Verlauf der europäischen Staatsschuldenkrise zu beobachten war, würden wir gleichzeitig fallende Aktienkurse, eine Abwertung des Euro und eine Ausweitung der Kreditspreads erwarten.

3 Signale des Kapitalmarktes

Die Untersuchung der Bund-Renditen im Zeitverlauf zeigt eine steiler werdende Zinsstrukturkurve (Abbildung 1a), wobei die langfristigen Zinsen stärker gestiegen sind als die kurzfristigen. Während dieses Muster theoretisch höhere Inflationserwartungen widerspiegeln könnte, signalisiert es in Kombination mit anderen positiven Marktindikatoren in der Regel Erwartungen eines stärkeren Wirtschaftswachstums bei gleichzeitiger Inflation (Harvey: 1988; Estrella und Hardouvelis: 1991). Umgekehrt hätte eine abflachende Zinskurve auf Bedenken hinsichtlich langfristiger Risiken hingewiesen. Diese Interpretation wird dadurch gestützt, dass deutsche Aktien parallel zu den Renditen stiegen und der Euro gegenüber dem Dollar an Wert gewann (Abbildung 1b). Während europäische Aktien am 4. März nach den Zollankündigungen von Trump gesunken waren, was vielleicht eine gewisse Erholung erwarten ließ, bliebe eine stark erhöhte Risikowahrnehmung mit der beobachteten Markterholung unvereinbar.

Abbildung 1: Deutsche Renditekurve, DAX-Index und Euro vs. Dollar

(a) Deutsche Renditekurve



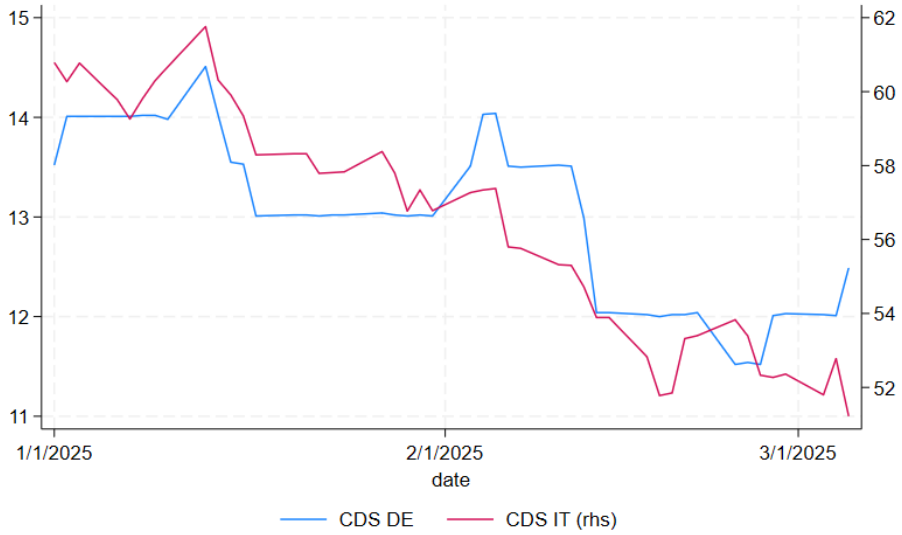
(b) DAX-Index und Euro vs. Dollar

Auch die Preise für Credit Default Swaps (CDS), welche die wahrgenommenen Ausfallwahr-

scheinlichkeiten widerspiegeln, sind nicht spürbar gestiegen und bleiben deutlich niedriger als noch zu Anfang des Jahres. Einige Kommentatoren gaben zu bedenken, dass steigende deutsche Renditen Ansteckungsrisiken für andere Länder der Eurozone, insbesondere Italien, auslösen könnten. Die CDS-Preise für italienische Schuldtitel sind jedoch tatsächlich leicht gesunken und verharren auf einem Mehrjahrestief (Abbildung 2).

Mittelfristig könnte die von Deutschland vorgeschlagene finanz- und verteidigungspolitische Umgestaltung dazu beitragen, umfassendere geopolitische Risiken zu mindern und möglicherweise einen dramatischen Anstieg der Risikoprämien zu verhindern, wie er sonst als Reaktion auf erhöhte Kriegswahrscheinlichkeiten in der heutigen veränderten globalen Landschaft auftreten könnte.

Abbildung 2: 5-jährige CDS für Deutschland und Italien

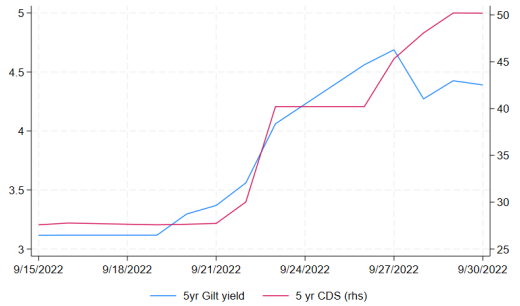


4 Vergleich zum Truss-Kwarteng-Haushalt im Vereinigten Königreich

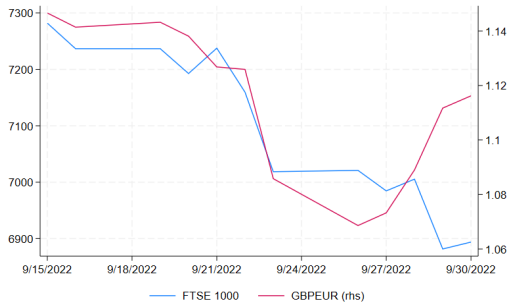
Ein besonders aufschlussreicher Vergleich ist der mit der Reaktion des Marktes für britische Staatsanleihen (Gilts) nach dem Truss-Kwarteng-Haushalt im September 2022 (Wadhwani: 2024). Die Ankündigung eines „Minihaushalts“ mit erheblichen Steuersenkungen und damit verbundenen Schuldenerhöhungen führte damals zu einem deutlichen Anstieg der Renditen für britische Staatsanleihen (Gilts). Im starken Gegensatz zur aktuellen Situation in Deutschland ging der Renditeanstieg im Vereinigten Königreich jedoch mit steigenden CDS für britische Staatsanleihen, einem Einbruch der

Aktienkurse (FTSE100) und einem Absturz des britischen Pfunds auf ein Allzeittief gegenüber dem Dollar einher (Abbildungen 3a und 3b). Die Truss-Episode im britischen Staatsanleihemarkt war dadurch gekennzeichnet, dass Investoren alle Arten von britischen Vermögenswerten abstießen – eine Dynamik, die dem, was wir im deutschen Fall beobachten, diametral entgegengesetzt ist.

Abbildung 3: Rendite und CDS auf britische 5-jährige Staatsanleihen, FTSE 100 Index und Pfund vs. Dollar



(a) Rendite und CDS auf britische 5-jährige Staatsanleihen



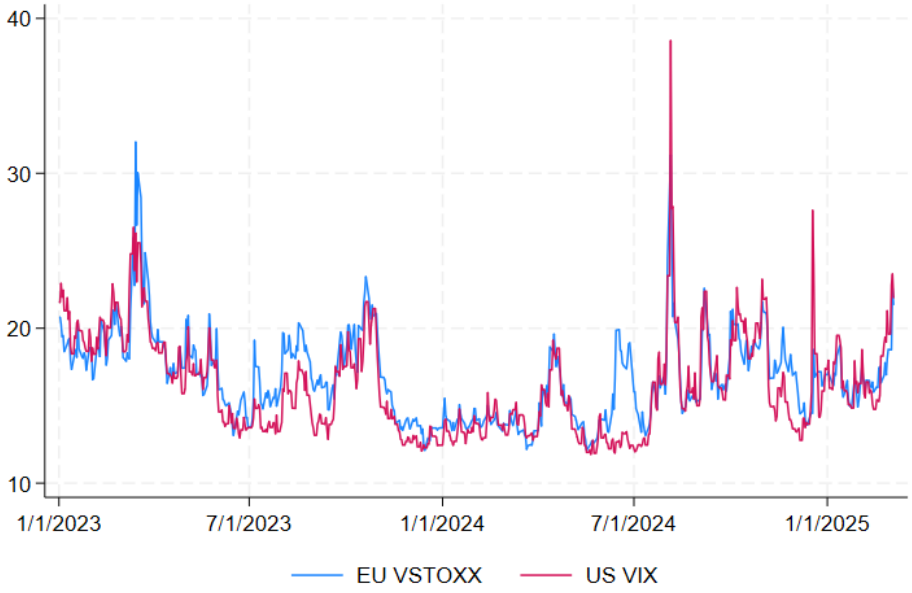
(b) FTSE 100 Index und Pfund vs. Dollar

5 Volatilität und Marktunsicherheit

Selbst positiv bewertete Veränderungen der Finanzpolitik können zu einer gewissen Unsicherheit führen, die von den Märkten eingepreist wird. Die Reaktion von Unsicherheitsmaßen auf das Fiskalpaket deutet darauf hin, dass die Märkte die Ankündigung als kalkulierten Politikwechsel und nicht als verzweifeltes finanzpolitisches Manöver betrachten. Der VSTOXX (europäisches VIX-Äquivalent) zeigte bei ansonsten positiven Marktsignalen nur einen bescheidenen Anstieg (Abbildung 4) und erreichte lediglich Werte, die mit denen während der Wahl von Trump im November 2024 vergleichbar waren, und lag sogar weit unter dem kurzfristigen Stress der Yen-Carry-Trade-Abwicklung im August.

Während die deutsche Finanzpolitik seit Jahren im Rahmen der Schuldenbremse relativ vorhersehbar ist, führt die Ankündigung, die durchaus einen Bruch in der deutschen Finanz- und Verteidigungspolitik darstellt, natürlich zu einer höheren Unsicherheit, auch wenn die Grundeinschätzung des Marktes positiv erscheint. Bemerkenswert ist, dass der sprunghafte Anstieg der Volatilität auf dem europäischen Markt kurz nach einem ähnlichen Anstieg des US-amerikanischen VIX erfolgte, was wahrscheinlich auf die gleichzeitige Ankündigung von Präsident Trump zurückzuführen ist, Zölle auf Kanada und Mexiko zu erheben. Dies deutet darauf hin, dass die Volatilität, die speziell auf die politische Wende in Deutschland zurückzuführen ist, möglicherweise noch geringer ist, als es die deutschen Zahlen allein vermuten lassen.

Abbildung 4: Volatilität der Aktienmärkte in Europa und den USA



Literatur

Estrella, Arturo und Gikas A. Hardouvelis (1991). The Term Structure as a Predictor of Real Economic Activity. *Journal of Finance* 46.2, S. 555–576.

Harvey, Campbell R. (1988). The Real Term Structure and Consumption Growth. *Journal of Financial Economics* 22.2, S. 305–333.

Jarociński, Marek und Peter Karadi (2020). Deconstructing Monetary Policy Surprises—The Role of Information Shocks. *American Economic Journal: Macroeconomics* 12.2, S. 1–43.

Wadhwani, Sushil (Okt. 2024). *The role of borrowing in the rise of gilt yields during the Truss episode and some possible implications*. `https://voxeu.org/article/role-borrowing-rise-gilt-yields-during-truss-episode`.

IMPRESSUM

Institution und Anschrift:
Kiel Institut für Weltwirtschaft
Kiellinie 66, 24105 Kiel
Telefon: 0431 / 8814 – 1
Telefax: 0431 / 8814 – 500
E-Mail: info@ifw-kiel.de

Standort Berlin:
Kiel Institut für Weltwirtschaft
Chausseestraße 111, 10115 Berlin
Telefon: +30 30830637-5
Email: berlin@ifw-kiel.de

Das Kiel Institut für Weltwirtschaft — Leibniz Zentrum zur Erforschung globaler ökonomischer Herausforderungen ist eine rechtlich selbständige Stiftung des öffentlichen Rechts des Landes Schleswig-Holstein.

Gesetzliche Vertretung:
Prof. Dr. Moritz Schularick, Präsident, Wissenschaftlicher Direktor
Birgit Austen, Geschäftsführende Administrative Direktorin
Prof. Dr. Christoph Trebesch, Vizepräsident
Umsatzsteuer-Identifikationsnummer:
DE 251899169

Foto:
Titelbild: © Adobe Stock / Achim Wagner

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Ministerium für Allgemeine und Berufliche Bildung, Wissenschaft, Forschung und Kultur des Landes Schleswig-Holstein
Jensendamm 5, 24103 Kiel

© 2025 Kiel Institut für Weltwirtschaft.

Alle Rechte vorbehalten.

https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kiel-policy-brief/