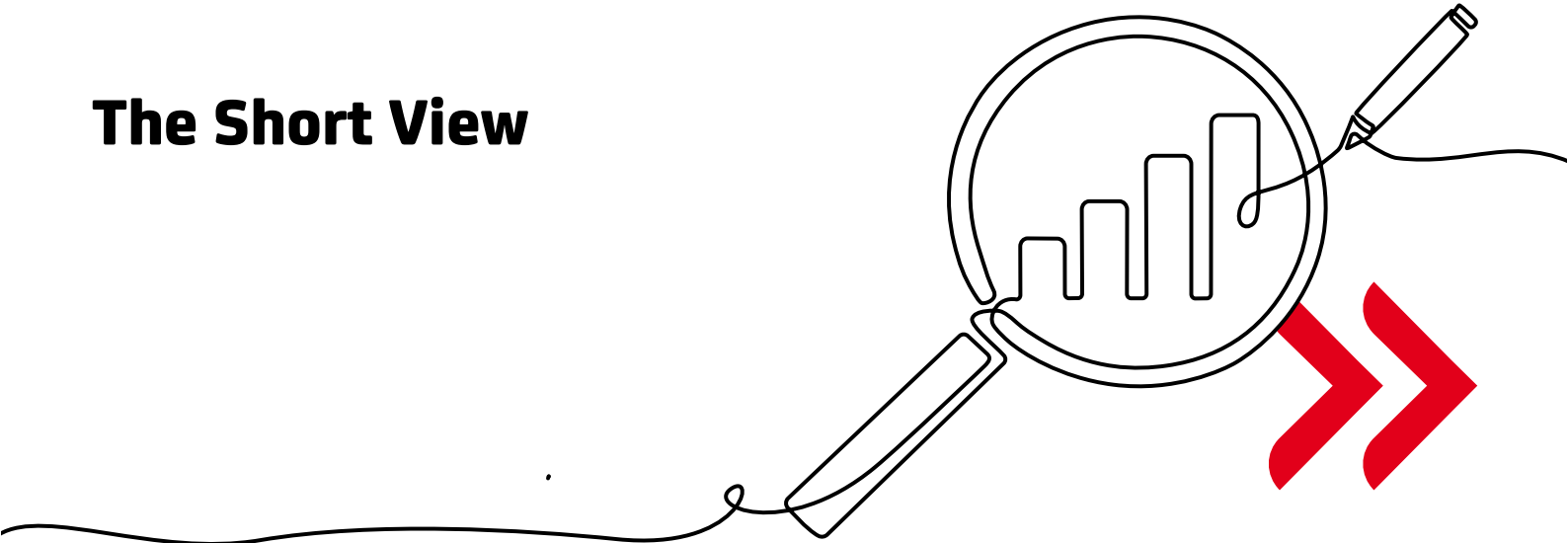


The Short View



The Short View is our new publication offering insights on key Macro and Market stories, designed to promote discussion and debate.

Bundestagswahlen: Wird die Schuldenbremse gelockert?

10. Februar 2025

Die Bundestagswahlen am 23. Februar könnten eine fiskalische “Zeitenwende” in Deutschland markieren.

1. Nach den Bundestagswahlen steht die neue Regierung vor großen Herausforderungen, um die Wirtschaft durch Investitionen und bessere Rahmenbedingungen wieder in Schwung zu bringen. Schätzungen gehen davon aus, dass allein in den nächsten fünf Jahren dafür fast 800 Mrd. Euro an zusätzlichen Mitteln benötigt werden.
2. Eine solche Summe dürfte nicht allein durch Kürzungen von Subventionen und Staatskonsum finanzierbar sein. Eine Lockerung der Schuldenbremse oder die Schaffung von Schattenhaushalten könnten für zusätzliche Mittel sorgen.
3. In einem solchen Szenario würden die Zinsen von deutschen Staatsanleihen steigen (ceteris paribus), möglicherweise ab 2026. Für Aktien würde durch die Modernisierung der Infrastruktur und einem dynamischeren Wachstum ein positives Umfeld entstehen.

Der Wahlkampf in Deutschland befindet sich auf der Zielgeraden. Am 23. Februar finden nach dem Aus der Ampel-Koalition im vergangenen November vorgezogene Neuwahlen statt. Dabei handelt es sich wohl um eine der wichtigsten Wahlen in Deutschland in den letzten Jahrzehnten. Die nächste Regierung steht vor großen Herausforderungen. Während viele europäische Länder zumindest moderat gewachsen sind, ist die deutsche Wirtschaft zwei Jahre in Folge geschrumpft. Ein Beispiel ist die Automobilindustrie, Deutschlands Vorzeigebbranche.

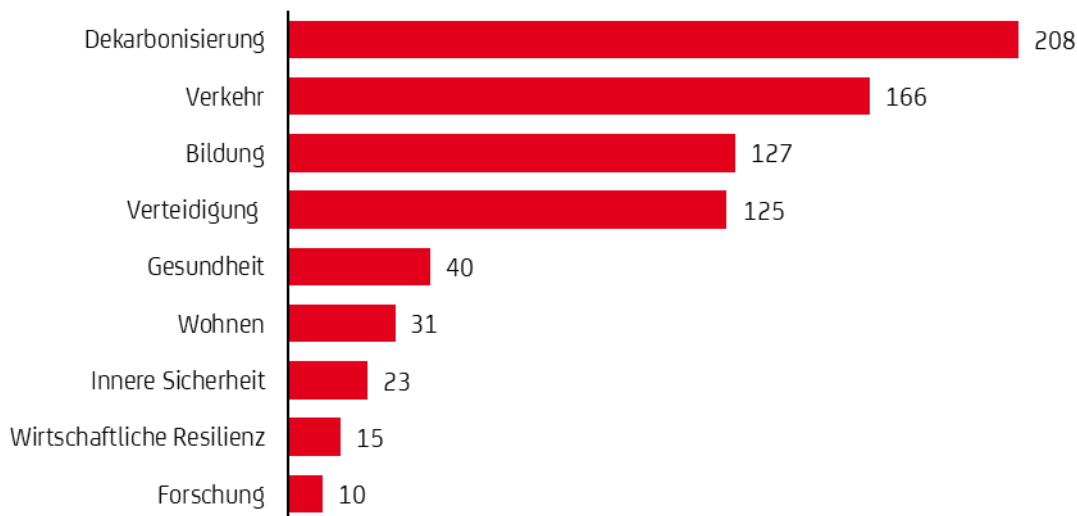
Die deutschen Autohersteller sind vom technologischen Wandel, schwacher Nachfrage und harter Konkurrenz aus China stark getroffen worden.

Die Belebung der Wirtschaft dürfte für die nächste Regierung ganz oben auf der Agenda stehen. Die Entscheidungsträger werden große Anstrengungen unternehmen müssen, um eine Vielzahl von Aufgaben zu bewältigen: die Modernisierung der Infrastruktur, indem mehr in Straßen, Brücken und Schienen investiert wird; die Verbesserung des Bildungssystems; das Vorantreiben der Energiewende, ohne energieintensive Unternehmen zu beschädigen; der Abbau von Bürokratie; und die Senkung von hohen Steuersätzen und Sozialversicherungsbeiträgen. Hinzu kommt die Forderung von US-Präsident Trump nach höheren Verteidigungsausgaben Deutschlands und anderer europäischer Länder. Zudem drohen höhere US-Zölle auf Waren aus der EU, die die deutschen Exporte belasten könnten.

Fiskalpolitische Herausforderungen

Um diese Herausforderungen zu meistern, braucht die neue Regierung neben einem umfassenden wirtschaftlichen Masterplan und politischem Durchhaltevermögen natürlich auch viel Geld. Der Think Tank Dezernat Zukunft schätzt in einem aktuellen Papier, dass zwischen 2025 und 2030 fast **800 Mrd. Euro** (siehe Grafik) zusätzlich benötigt werden, um die deutsche Wirtschaft zu modernisieren. Dies entspräche zusätzlichen öffentlichen Investitionen, einschließlich höherer Verteidigungsausgaben, von etwa 3% des BIP pro Jahr. Zwar sind auch andere Schätzungen veröffentlicht worden, aber eines haben sie alle gemeinsam: In Deutschland wird in den nächsten Jahren enorm viel zusätzliches öffentliches Geld für Investitionen benötigt.

AUSGEWÄHLTE ZUSÄTZLICHE ÖFFENTLICHE MITTEL, DIE ZWISCHEN 2025 UND 2030 BENÖTIGT WERDEN IN MRD. EURO



Quelle: Dezernat Zukunft, The Investment Institute by UniCredit

Einige Beobachter haben zu Recht darauf hingewiesen, dass Kürzungen der Staatsausgaben kein Tabuthema sein sollten. Im Idealfall würden die politischen Entscheidungsträger den öffentlichen Konsum im Gegenzug für höhere öffentliche Investitionen reduzieren. Das ist aber natürlich leichter gesagt als getan. Die ehemalige Ampel-Koalition kann davon ein Lied singen. Nach dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum Klima- und Transformationsfonds im November 2023 versuchte die Regierung, die Ausgaben zu kürzen, um die Löcher im Bundeshaushalt zu stopfen. Dies erwies sich als schwieriges Unterfangen, da der Widerstand gegen Ausgaben- und Subventionskürzungen groß war.

Wie der [Bundesrechnungshof](#) kürzlich feststellte, machen die sogenannten "fest gebundenen" Ausgaben im Bundeshaushalt sehr hohe 90 % aus. Bei fest gebundenen Ausgaben handelt es sich um Posten wie Renten, Gehälter, Leistungen des Gesundheitssystems usw., die nicht mit einem Federstrich gekürzt werden können, sondern langwierige Reformen erfordern. Da die Zeit drängt, wird sich die neue Regierung möglicherweise nicht nur darauf verlassen, den öffentlichen Konsum in öffentliche Investitionen umzuwandeln. Stattdessen könnte die Politik auch die Schuldenbremse lockern, die ein strukturelles öffentliches Defizit von lediglich 0,35% des BIP zulässt.

Lockerung der Schuldenbremse

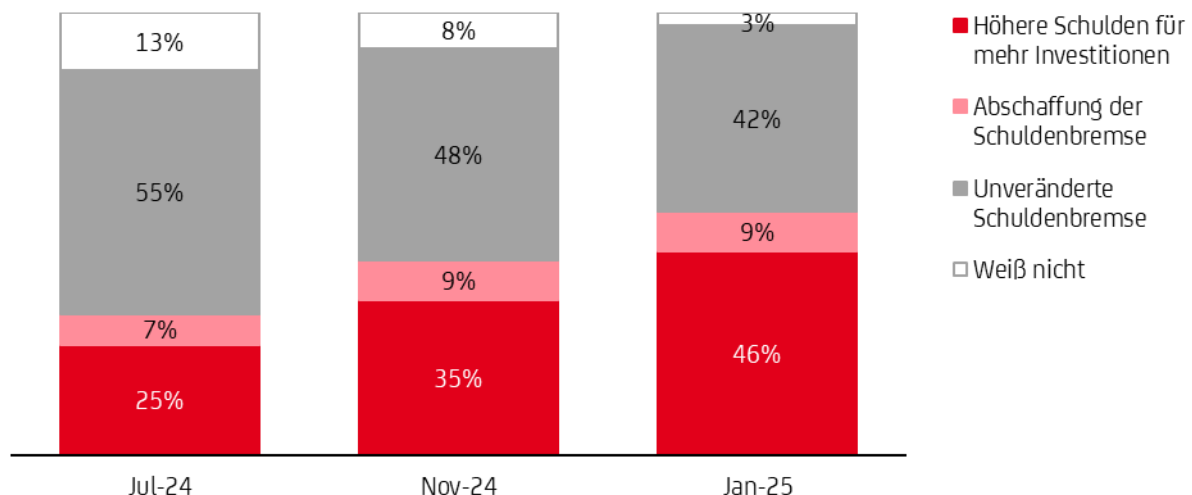
Im Zusammenhang mit einer Aufweichung der Schuldenbremse ergeben sich eine Vielzahl von wichtigen Fragen. Wie wahrscheinlich ist dieses Szenario nach der Wahl? Was wären die Vorgaben für eine weichere Schuldenbremse? Würde sich eine solche Politik im Hinblick auf zusätzliches Wachstum auszahlen? Und schließlich: Was würde das für die Finanzmärkte bedeuten und wie könnten Anleger davon profitieren? Im Folgenden geben wir Antworten darauf.

POLITISCHE MACHBARKEIT

Beginnen wir mit der Wahrscheinlichkeit einer Lockerung der Schuldenbremse. Dafür bräuchte es eine Zweidrittelmehrheit sowohl im Bundestag als auch im Bundesrat, da die Schuldenbremse im Grundgesetz verankert ist. Mit anderen Worten: Dies hängt natürlich vom Ausgang der Bundestagswahl und der Bereitschaft der politischen Entscheidungsträger ab, eine Lockerung anzustreben. Politische Entscheidungen und Wahlausgänge können aber durchaus Überraschungen bereit halten. Der Bundesrat könnte einer lockeren Schuldenbremse dann nicht im Wege stehen, falls sich eine deutliche Mehrheit der Ministerpräsidenten der Länder einen fiskalischen Spielraum verschaffen möchte. Nach den geltenden Regeln kann der Bund ein geringes strukturelles Defizit ausweisen, während die Bundesländer einen ausgeglichenen Haushalt einhalten müssen. Auch die Stimmung in der deutschen Bevölkerung hat sich verändert. Laut einer aktuellen [Umfrage](#) (siehe Grafik unten) spricht sich eine Mehrheit der Deutschen mittlerweile für eine höhere Staatsverschuldung zur Finanzierung öffentlicher Investitionen aus (46%) bzw. würde die Schuldenbremse sogar ganz abschaffen wollen (9%). Die Wiederwahl von Präsident Trump und der Einsturz einer Brücke in Ostdeutschland im vergangenen Herbst könnten zu diesem Sinneswandel beigetragen haben.

UMFRAGE ZUR SCHULDENBREMSE

ANTEILE DER BEFRAGTEN



Quelle: Deutsche Gesellschaft für Auswärtige Politik, The Investment Institute by UniCredit

WIE KÖNNTEN NEUE REGELN AUSSEHEN?

Wie könnten die Vorgaben für eine lockere Schuldenbremse aussehen? Eine Vielzahl von Änderungen ist denkbar, von großen bis hin zu eher kosmetischen Korrekturen. So könnten z.B. öffentliche Investitionsausgaben im Sinne einer sog. goldenen Regel aus dem Haushaltssaldo ausgeschlossen werden. Damit wären deutlich höhere öffentliche Defizite möglich, soweit sie zur Finanzierung staatlicher Investitionen verwendet werden. Der reformierte Stabilitäts- und Wachstumspakt der EU, der im vergangenen Jahr verabschiedet wurde, schreibt allerdings weiterhin eine Obergrenze von 3% für öffentliche Defizite vor. Paradoxerweise könnte die nächste Regierung, wenn sie wirklich größere Veränderungen anstrebt, die Schuldenbremse (weitgehend) unverändert lassen und Schattenhaushalte schaffen, vergleichbar mit dem Sondervermögen für die Bundeswehr im Jahr 2022. Nach Beginn des Russland-Ukraine-Krieges wurde ein Schattenhaushalt in Höhe von 100 Mrd. Euro eingeführt, der ausschließlich für höhere Militärausgaben gedacht war. Da dieses Sondervermögen in der Verfassung verankert und mit Zweidrittelmehrheit im Bundestag beschlossen wurde, kann es vor dem Bundesverfassungsgericht juristisch nicht angefochten werden. Ein solches Vorgehen könnte als eine Art Blaupause für die nächste Regierung dienen. Allerdings würden die jährlichen Ausgaben der Schattenhaushalte zu den öffentlichen Defiziten hinzugerechnet werden und damit ebenfalls unter dem Vorbehalt des 3%-Kriteriums der EU stehen.

GESAMTWIRTSCHAFTLICHER NUTZEN

Würde sich eine Aufweichung der Schuldenbremse oder die Schaffung von Schattenhaushalten gesamtwirtschaftlich auszahlen? Vermutlich wäre dies tatsächlich der Fall. Es ist jedoch schwierig, wenn nicht gar unmöglich, den Impuls für das Potenzialwachstum genau zu quantifizieren. Angesichts der mangelnden Investitionen der öffentlichen Hand in den letzten ein bis zwei Jahrzehnten ist aber davon auszugehen, dass die deutsche Wirtschaft erheblich davon profitieren würde. Künftige Generationen würden zwar durch höhere Zinszahlungen und die Tilgung der Staatsschulden belastet, aber auch von einer modernen Infrastruktur und einem besseren Bildungssystem profitieren. Darüber hinaus sind die preisbereinigten langfristigen Finanzierungskosten (30-jährige Bundesanleihen) mit weniger als 1% immer noch niedrig, obwohl die Ära der Negativzinsen vorbei ist.

Die Modernisierung der deutschen Infrastruktur kann jedoch nicht von heute auf morgen erfolgen, denn sie erfordert eine sorgfältige Planung und zusätzliche Kapazitäten im Bausektor. Nach Schätzungen von Dezernat Zukunft würden allein für Straßen, Schienenverkehr usw. jährlich zusätzlich 35 Mrd. Euro benötigt. Dem stehen derzeit Gesamtinvestitionen im öffentlichen Bau von weniger als 70 Mrd. Euro pro Jahr gegenüber. Mit anderen Worten: Die Aktivitäten müssten um etwa ein Drittel gesteigert werden. Ressourcen könnten aus dem Gewerbeimmobilienbau und vor allem aus dem Wohnungssektor umgeschichtet werden, der viermal so groß ist wie der öffentliche Bau. Dies würde jedoch zu einer Zeit geschehen, in der sich erste Anzeichen einer Stabilisierung auf dem Wohnimmobilienmarkt mehren und die Nachfrage nach Eigentumswohnungen und Häusern wieder anzieht. Vor allem in größeren Städten gibt es einen gravierenden Mangel an Wohnraum und einen starken Anstieg der Mieten. Um eine Verdrängung privatwirtschaftlicher Aktivitäten durch den Staat zu vermeiden, bräuhete Deutschland daher zusätzliche Ressourcen für den Bausektor, möglicherweise aus dem europäischen Ausland.

IMPLIKATIONEN FÜR DIE FINANZMÄRKTE

Und schließlich: Was würde eine Lockerung der Schuldenbremse oder die Schaffung von Schattenhaushalten für die Finanzmärkte bedeuten und wie könnten Anleger davon profitieren? Natürlich würde die Emission deutscher Staatsanleihen früher oder später ansteigen, möglicherweise ab 2026 nach der Bildung einer neuen Regierung und einer sorgfältigen Planung von zusätzlichen Investitionen. In diesem Szenario stellt sich nicht die Frage nach dem „ob“, sondern nach dem „wie“, d.h. wie stark die Emissionen und damit die Anleiherenditen steigen würden (ceteris paribus). Dezernat Zukunft schätzt, dass von den knapp 800 Mrd. Euro, die zwischen 2025 und 2030 benötigt werden, etwa die Hälfte vom Bund in Berlin und damit durch die Emission von Bundesanleihen finanziert werden müsste. 150 Mrd. Euro müssten von den Ländern und mehr als 200 Mrd. Euro von den Kommunen aufgebracht werden. Das alles sind natürlich Schätzungen, die nicht unbedingt das widerspiegeln, was tatsächlich passieren wird. Eine Lockerung der Schuldenbremse könnte sich auch auf die Aktienanlage auswirken, da sie ein positives Umfeld für risikoreiche Anlagen schafft.

Deutsche (bzw. europäische) Bauunternehmen würden in einem solchen Szenario profitieren. Dies dürfte aufgrund positiver Spillover-Effekte auch für andere zyklische Branchen, wie z.B. den Maschinenbau, gelten. Noch wichtiger ist, dass das Wachstumspotenzial der deutschen Wirtschaft mittel- bis langfristig steigen würde, also zu einem Zeitpunkt, zu dem die Demografie weitere Herausforderungen mit sich bringt.

Autor

Dr. Andreas Rees, Chief German Economist (UniCredit, Frankfurt), andreas.rees@unicredit.eu

Editor

Edoardo Campanella, Director and Chief Editor of The Investment Institute (UniCredit, Milan)
edoardo.campanella@unicredit.eu

UniCredit S.p.A

The Investment Institute by UniCredit, Piazza Gae Aulenti, 4, I-20154 Milan
www.the-investment-institute.unicredit.eu

Rechtliche Hinweise

Glossar

Ein umfassendes Glossar zu vielen in diesem Bericht verwendeten Fachbegriffe finden Sie auf unserer Website:
<https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/glossary>.

Marketingmitteilung

Diese Publikation stellt eine Marketingmitteilung der UniCredit S.p.A., der UniCredit Bank Austria AG, der Schoellerbank AG und der UniCreditBank GmbH (im Folgenden gemeinsam als „UniCredit Group“ bezeichnet) dar, richtet sich an die breite Öffentlichkeit und wird ausschließlich zu Informationszwecken kostenlos zur Verfügung gestellt. Sie stellt weder eine Anlageempfehlung noch eine Beratungstätigkeit der UniCredit Group und schon gar nicht ein Angebot an die Öffentlichkeit oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Die hierin enthaltenen Informationen stellen keine Finanzanalyse dar, da sie nicht nur inhaltlich unvollständig sind, sondern auch nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Bestimmungen zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurden und keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Finanzanalysen unterworfen sind.

Die UniCredit Group, einschließlich aller ihrer Konzerngesellschaften, kann ein spezifisches Interesse an den hier genannten Emittenten, Finanzinstrumenten oder Transaktionen haben. Angaben zu der Offenlegung zu den von der UniCredit Group gehaltenen Interessen und Positionen sind abrufbar unter: [ConflictsofInterest_PositionsDisclosures](#). Die in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen und/oder Beurteilungen stellen die unabhängige Meinung der UniCredit Group dar und werden, wie alle darin enthaltenen Informationen, nach bestem Wissen und Gewissen auf der Grundlage der zum Zeitpunkt der Veröffentlichung verfügbaren, aus zuverlässigen Quellen stammenden Daten gegeben, haben jedoch lediglich indikativen Wert und können sich nach der Veröffentlichung jederzeit ändern, für deren Vollständigkeit, Richtigkeit und Wahrheitsgehalt die UniCredit Group keine Gewähr übernimmt. Der Interessent muss daher in völliger Eigenständigkeit und Unabhängigkeit seine eigene Anlagebeurteilung vornehmen und sich dabei ausschließlich auf seine eigenen Überlegungen zu den Marktbedingungen und den insgesamt verfügbaren Informationen stützen, auch im Hinblick auf sein Risikoprofil und seine wirtschaftliche Situation. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Vor jeder Transaktion mit Finanzinstrumenten lesen Sie bitte die entsprechenden Angebotsunterlagen. Ferner ist zu beachten, dass:

1. Informationen, die sich auf die frühere Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Index oder einer Wertpapierdienstleistung beziehen, sind kein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.
2. Wenn die Anlage auf eine andere Währung als die des Anlegers lautet, kann der Wert der Anlage aufgrund von Wechselkursänderungen stark schwanken und sich unerwünscht auf die Rentabilität der Anlage auswirken.
3. Anlagen, die hohe Renditen bieten, können nach einer Herabstufung der Kreditwürdigkeit erheblichen Kursschwankungen unterliegen. Im Falle eines Konkurses des Emittenten kann der Anleger sein gesamtes eingesetztes Kapital verlieren.
4. Bei Anlagen mit hoher Volatilität kann es zu plötzlichen und erheblichen Wertverlusten kommen, die zum Zeitpunkt des Verkaufs zu erheblichen Verlusten bis hin zum Verlust des gesamten investierten Kapitals führen können.
5. Bei außergewöhnlichen Ereignissen kann es für den Anleger schwierig sein, bestimmte Anlagen zu verkaufen oder zu liquidieren oder verlässliche Informationen über deren Wert zu erhalten.
6. Wenn sich die Informationen auf eine bestimmte steuerliche Behandlung beziehen, ist zu beachten, dass die steuerliche Behandlung von der individuellen Situation des Kunden abhängt und sich in Zukunft ändern kann.
7. Beziehen sich die Informationen auf künftige Ergebnisse, so ist zu beachten, dass sie keinen zuverlässigen Indikator für diese Ergebnisse darstellen.
8. Diversifizierung garantiert weder einen Gewinn noch schützt sie vor Verlusten.

Die UniCredit Group kann in keiner Weise für Tatsachen und/oder Schäden verantwortlich gemacht werden, die jemandem aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen können, einschließlich, aber nicht beschränkt auf Schäden aufgrund von Verlusten, entgangenen Gewinnen oder nicht realisierten Einsparungen. Der Inhalt der Publikation - einschließlich Daten, Nachrichten, Informationen, Bilder, Grafiken, Zeichnungen, Marken und Domainnamen - ist, sofern nicht anders angegeben, Eigentum der UniCredit Group und unterliegt dem Urheberrecht und dem gewerblichen Rechtsschutz. Es wird keine Lizenz oder ein Nutzungsrecht gewährt, und daher ist es nicht gestattet, den Inhalt ganz oder teilweise auf irgendeinem Medium zu reproduzieren, zu kopieren, zu veröffentlichen und für kommerzielle Zwecke zu nutzen ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der UniCredit Group, mit Ausnahme der Möglichkeit, Kopien für den persönlichen Gebrauch zu erstellen. DE 24/2