



Bundestagswahl-Spezial 2017 The final countdown

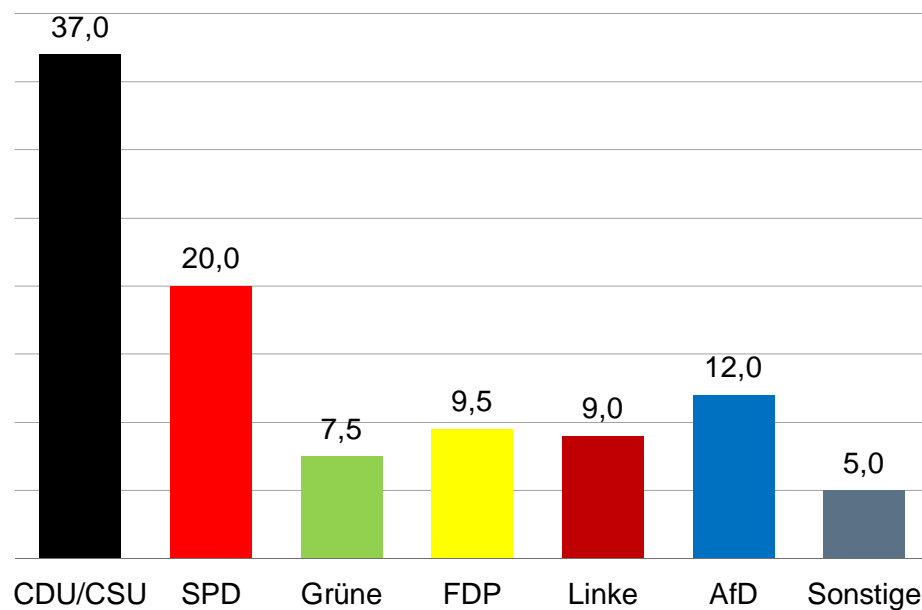
Frankfurt, 19. September 2017



Letzte Umfragen: Der Sieger scheint klar zu sein, aber nicht die nächste Regierung



ARD Deutschlandtrend



Quelle: infratest dimap, Sept. 2017

- Laut ARD Deutschlandtrend (14.09.) wird rechnerisch nur eine neue **Große Koalition** oder eine Koalition zwischen CDU/CSU, FDP und den Grünen („**Jamaica**“) möglich sein.
- In anderen aktuellen Umfragen erreichen CDU/CSU 36,5%-38%, SPD 20%-24%, Linke 8%-10 ½%, Grüne 6%-9%, FDP 8-10% und AfD 8%-12%.
- Aber die Meinungsumfragen zeigen auch, dass ein **Großteil der Wähler** (manche sprechen von fast der Hälfte) immer noch **unentschlossen** ist.
- Die übliche Fehlerspanne dieser repräsentativen Umfragen beträgt **+/- 2 ½%**.

Und was passiert nun nach dem 24. September?



Disclaimer:

- Wir unterliegen – wie alle Menschen - einer subjektiven, teilweise sehr unterschiedlichen Weltsicht, geprägt durch persönliche **Werturteile** und anfällig für **Wahrnehmungs-Biases**.
- Wahlprogramme ≠ Koalitionsprogramme ≠ Regierungshandeln
- Die **Zuordnungen bestimmter politischer Absichten** und die Beispiele sind notwendige Vereinfachungen, um Unterschiede hervorzuheben. Die Wahlprogramme der großen Parteien weisen in weiten Teilen große Ähnlichkeiten auf oder sind (absichtlich) sehr vage formuliert, sodass es schwierig ist, daraus tatsächliche Maßnahmen abzuleiten oder vorherzusagen.
- Politische Entwicklungen weisen **Eigendynamik** auf und sind sehr von äußeren Faktoren bestimmt (Flüchtlingskrise 2015!).
- Überlegungen zu **Marktreaktionen** sollen mögliche Wirkungskanäle aufzeigen – **keine Prognosen**.
- Aufgrund der sehr **ähnlichen Positionen** der großen Parteien könnten die **jeweiligen Marktreaktionen** sich insgesamt nur **wenig unterscheiden**.

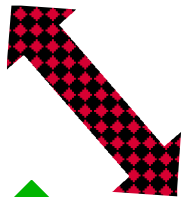
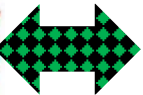
Wer mit wem oder wieso nicht? Und falls doch...



Umkehr der „linkslastigen“ GroKo-Sozialpolitik, wachstumsfreundlichere Wirtschaftspolitik. Größter Konflikt: Europapolitik. Was würde es für die Richtung der „Post-Merkel“-CDU bedeuten?



Würde Merkels „Öko-Linksdrift“ verstärken und Standort DE testen. CSU und Teile der CDU sehr kritisch, ebenso Teile der Grünen-Basis (Zustimmung zur Koalitionsbildung?). Konflikt: Steuer- und Umweltpolitik. Eher labile Konstellation.



In Umfragen immer noch beliebte Koalition. Wohl aber nur, falls sonst nichts geht und nur bei massiven Zugeständnissen an die SPD (Arbeits- & Sozialpolitik). Was passiert mit Schäuble? SPD braucht wohl mindestens 25%, damit es keinen Wechsel beim Parteivorsitz (Nahles? Scholz?) gibt. Zustimmung der Basis?



Vorbehalte bei den Beteiligten, Parteispitzen ≠ Basis. Merkel als Moderatorin oder Risiko der Selbstblockade? Würde Grünen-Basis zustimmen? Würde die FDP ihren „neuen“ Markenkern der Marktliberalität wegen Regierungsbeteiligung mit Grünen riskieren (z.B. Klima)?

Mögliche Auswirkungen auf Wirtschafts-, Europa- und Geldpolitik



Geringere Haushaltskonsolidierung
Mehr Einkommensumverteilung
Ausbau der Regulierung am Arbeitsmarkt
Mehr EU(ropa)

Schwarze Null dominiert
Neue Sozialausgaben unwahrscheinlicher
Flexibilität am Arbeitsmarkt erhöhen
Europäische Transfers an Bedingungen geknüpft

Fiskalpolitik: GroKo am expansivsten – neue Wahlgeschenke, wie „Rente mit 63“ oder „Mütterrente“ vor 4 J. (**Haushaltsüberschüsse für „Zukunftsinvestitionen“**). Spielraum aber durch Schuldenbremse auf $\approx \frac{1}{2}$ des BIP begrenzt. Schwarz-Gelb: Fokus auf Haushaltskonsolidierung (**Schuldenbremse 2.0**).

Einkommensumverteilung: GroKo bedient Stammwählerschaft auch künftig (Gerontokratie!). Grüne noch entschlossener als SPD (**Höherer Spitzensteuersatz, bedingungsloses Grundeinkommen vorantreiben!**)

Arbeitsmarktpolitik: SPD: Tschüss Agenda 2010 (gegen **Befristung, Leiharbeit, Werkverträge**, für **Mitbestimmung, Arbeitslosengeld Q -> Sozialstaat noch besser machen**); CDU nicht abgeneigt (**Missbräuche abstellen**); Schwarz-Gelb Chance für marktfreundlichere Wirtschaftspolitik und (etwas) nachhaltigere Renten- und Sozialpolitik (**Regulierung abbauen, ArbeitszeitG vereinfachen**)

Europapolitik: Linksorientierte politische Parteien für mehr für europäische Institutionen und Transfers (z.B. **breites Investitionsprogramm, Wirtschaftsregierung**) (**Eurobonds**); bürgerliches Lager konditionale Hilfen (**Geregeltes Austrittsverfahren, ESM zurückführen, keine Schuldenvergemeinschaftung**)

Konjunktur: GroKo = GroKI Größter keynesianischer Impuls (**Pakt für anständige Löhne**), negativ für Trendwachstum. CDU/FDP könnte sich positiv auf das Investitionsklima auswirken (animal spirits)

EZB: GroKo expansivere Fiskalpolitik & stärkerer Lohnanstieg -> dynamischere Binnenkonjunktur und höhere dt. Inflation könnten den QE-Ausstieg (etwas) einfacher machen. Stärkeres EU-Engagement könnte Sorgen über Finanzierungsbedingungen im Falle einer erneuten EU-Krise (Italien) reduzieren. FDP-Regierungsbeteiligung könnte dagegen derartige Sorgen mehrten.

Die Schlagwörter in Klammern finden sich in den Parteiprogrammen. Farbkodierung: **CDU**, **SPD**, **Grüne**, **FDP**

Wie könnten die Märkte reagieren? Was ist eingepreist?

Kurzfristig (K), langfristig(L), nicht-linear? Rückkopplungen? Sehr unsicher!



Geringere Haushaltskonsolidierung
Mehr Einkommensumverteilung
Ausbau der Regulierung am Arbeitsmarkt
Mehr EU(ropa)

Schwarze Null dominiert
Neue Sozialausgaben unwahrscheinlicher
Flexibilität am Arbeitsmarkt erhöhen
Europäische Transfers an Bedingungen geknüpft

Euro: Linksorientierte Regierung wg. „stärkerer Zahlungsbereitschaft“ Euro € (K). Aber weiteres Durchwursteln, weniger EU-Strukturreformen € (L)

10J-Renditen (Bunds): GroKo, Schwarz/Grün: Überschüsse ade! Renditen (begrenzt) € CDU/FDP: Schuldenabbau? Sicherer Hafen bei neuer Eurokrise €

Spreads: Wenig Auswirkung aufgrund hohen EU-Engagements fast aller Parteien (Weg von Austerität)

Ausnahme: CDU/FDP könnte zur Ausweitung führen, insbesondere in Krisenzeiten (Italien H1!) (Geregelter Austritt, ESM-Rückführung) €

DAX: Schwarz/Gelb wg. Steuererleichterung, wirtschaftsfreundlicher Politik € GroKo pos. für Binnenkonjunktur (Konsum, Nicht-Wohnungs-Bau, Infrastruktur) € Beteiligung der Grünen neg. für Versorger, Auto (Diesel-Nachrüstung) €

Vola: Regierungsbildung könnte eng werden (Tail-risk: Neuwahlen) € . FDP könnte bei erneuter EU-Rettungsnotwendigkeiten über Koalitionsaustritt nachdenken € Falls AfD deutlich über 12% liegt € GroKo mehr Distanz zu USA? FDP größere Nähe zu RU?

Wichtige Themen (die nur z.T. diskutiert wurden)



Sinkendes **Trendwachstum** – und alle schauen weg!

Zu wenig **Zukunftsvorsorge** – nach uns die Sintflut

Fiskalpolitik: Surfen auf der Nullzinswelle

Wohnungsbau: Mietpreisbremse gelöst?

Arbeitsmarkt: Vorwärts immer, rückwärts nimmer?

Industriepolitik: Energiewende, Dieselende?

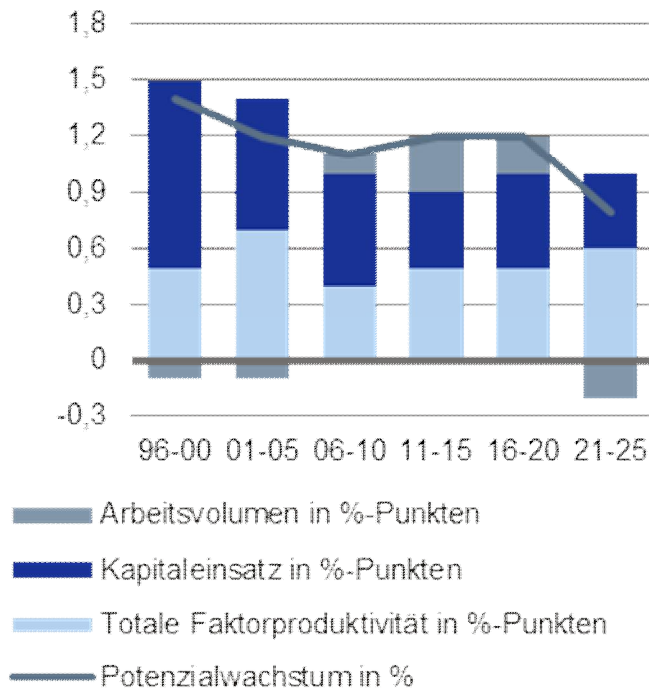
Steuerpolitik: Das ist doch ungerecht!

Europa: Echternacher Springprozeession

Sinkendes Trendwachstum – und alle schauen weg!



Mittelfristprojektion deutsches Produktionspotenzial



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Konjunkturdynamik vs. Wachstumsschwäche

- Halbierung des Potenzialwachstums (2025: 0,75%)

Produktivität bestimmt Potenzialwachstum

- Technisches Wissen + Arbeitsproduktivität + Kapitalintensivierung
- Ausbau Dienstleistungssektor (niedrigere Produktivität)

Wie beeinflusst Alterung die Arbeitsproduktivität?

- Fluide vs. kristalline Intelligenz
- Individuelle Arbeitsproduktivität nimmt durchs. bis 55 zu.

Herausforderungen & Perspektiven:

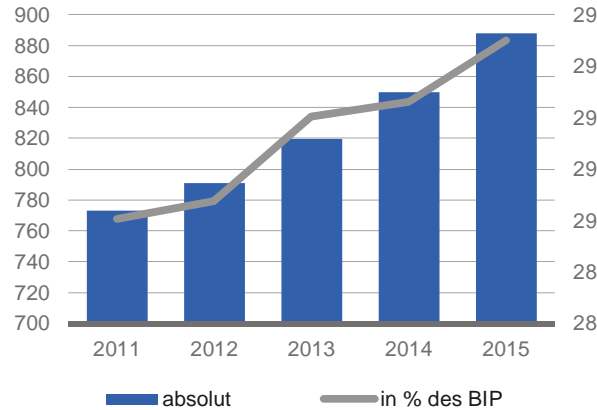
- F&E, Bildung, Kapitalintensivierung
- Prozessinnovationen vs. Produktinnovation
- Ausbildung und Weiterqualifikation
- Flexible Arbeitsmodelle
- Anpassung Kapitalstock
- Änderungen Konsumverhalten
- **Wie kann sich eine alternde Erwerbsbevölkerung an die Digitalisierung anpassen?**

Parteien schreiben Zukunftsvorsorge zu klein



Expandierende Sozialausgaben

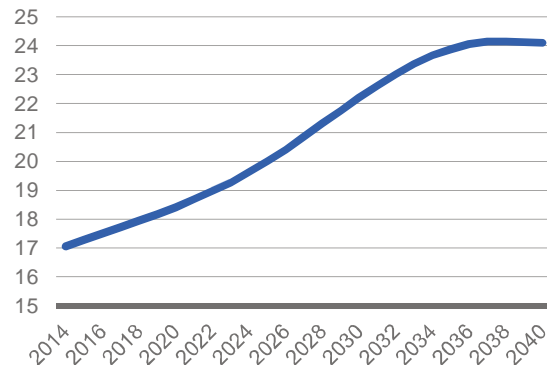
EUR Mrd. (linke Skala), % des BIP (rechte Skala)



Quellen: BMAS, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Kräftiger Anstieg der Zahl Älterer programmiert

Über 64-Jährige (65+)*, Mio



* Annahmen: Lebenserwartung bei Geburt 2060: Jungen 86,7 Jahre, Mädchen 90,4 J., Zuwanderung 200.000 p.a.

Quelle: Statistisches Bundesamt

Klagen über soziale Schieflage trotz kräftig expandierender Sozialausgaben

- Sozialausgaben pro Kopf: EUR 10.900 (2015)
- Anstieg auf 29,3% des BIP 2015 (von 28,6% 2010)
- Starke Ausgabensteigerung durch (vermeidbare) sozialpolitische „Geschenke“ (Rente mit 63, Mütterrente) – und die großen demografischen Lasten stehen noch bevor

Zukunftsvorsorge spielt nur die zweite Geige

- Parteien dank des starken Aufschwungs verleitet, die Ausgaben weiter zu erhöhen und die Steuern zu senken.
- Viele Vorschläge zielen auf eine weitere (nicht nachhaltige) Expansion des Sozialstaates ab.
- Reformstau bzw. Stillstand in den Bereichen Rente, Gesundheit und Pflege – trotz absehbarer Alterung

Fazit/Ausblick

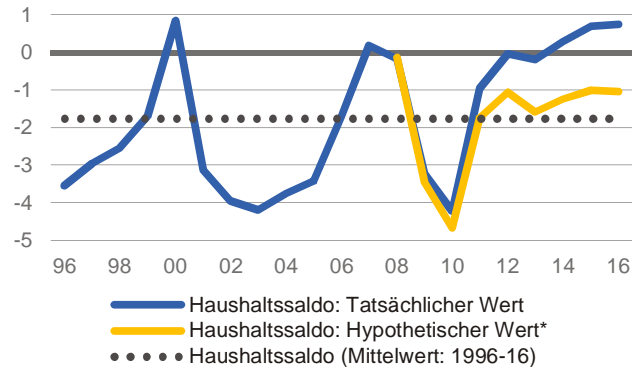
- Demografische Probleme unzureichend thematisiert
- Der Tag der Abrechnung kommt noch. Heutige (unhaltbare) Versprechen werden die Parteien später einholen und zu noch mehr Politikverdrossenheit führen.

Fiskalpolitik: Überschüsse dank Vollbeschäftigung und Nullzins, aber Demografie droht



Überschüsse nur dank Nullzinsen

Gesamtstaatlicher Haushaltssaldo, % BIP

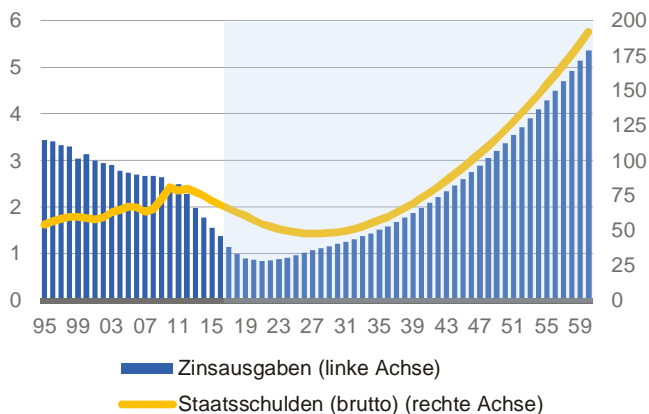


* Ermittelt auf Basis eines konstanten impliziten Zinssatzes (auf dem Niveau von 2007) für den Betrachtungszeitraum 2008-16.

Quellen: Eurostat, AMECO, Bloomberg, Deutsche Bank Research

Ohne Gegensteuern geraten die Schulden außer Kontrolle

Gesamtstaat, % BIP



Quellen: AMECO, Deutsche Bank Research

Deutschland hat seit 2008 ca. EUR 260 Mrd. (8,2% des BIP) an Zinsen gespart

- Ohne Niedrigzinsen würde Deutschland ein Defizit von 1% des BIP ausweisen, und dies trotz guter Konjunktur und Rekordeinnahmen
- Normalisierung der EZB-Geldpolitik verlangt künftig Einsparungen genau dann, wenn die Alterung stark voranschreitet, die Konjunktur wohl schlechter läuft als heute und größere Zukunftsinvestitionen (u.a. Digitalisierung) getätigt werden müssen.

Ungünstige Demografie setzt Staatsfinanzen zu

- Mitte/Ende der 2020er Jahre endet die „demografische Atempause“.
- Bis 2040 steigt der „Alterslastenquotient“ (Bevölkerung 65+ zu 15-64 Jahren) von 32% auf ca. 50% (ohne stärkere Zuwanderung).
- Ohne politisches Gegensteuern (strikte Begrenzung altersbedingter Ausgaben) wird die Schuldenlast außer Kontrolle geraten.

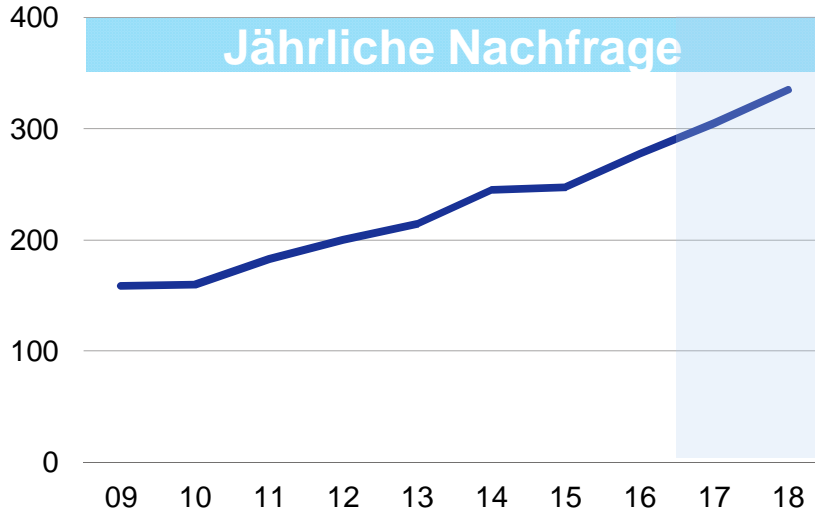
Fazit/Ausblick

- Fiskalpolitische Spielräume (für Investitionen) werden immer enger.
- Tragfähigkeit der Staatsfinanzen und Makro-Stabilität bedroht.
- Begrenzung der altersbedingten Ausgaben (z.B. Rente) wirtschaftlich dringend geboten, aber politisch immer schwerer durchsetzbar (Medianwähler > 50 Jahre).

Rückkehr zur mehr marktorientierten Wohnungspolitik

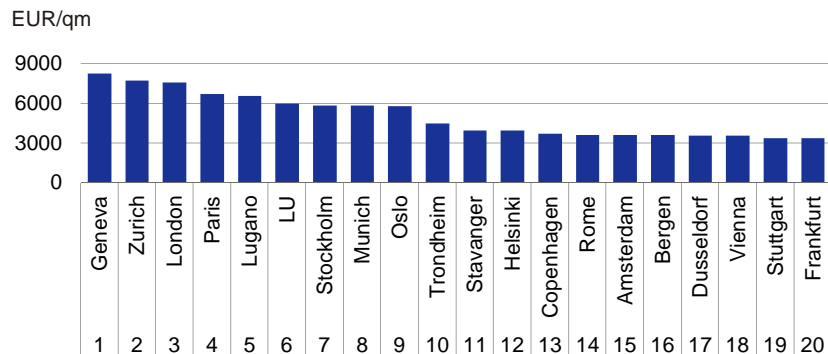


Deutschland: Fertiggestellte Wohnungen pro Jahr Tausend



Quelle: Statistisches Bundesamt

Wohnungspreise außerh. der Innenstadt über EUR 3000



Download erfolgte von numbeo.com am 5. Sept 2017

Quellen: Numbeo, Deutsche Bank Research

Weiterer Preisanstieg wahrscheinlich

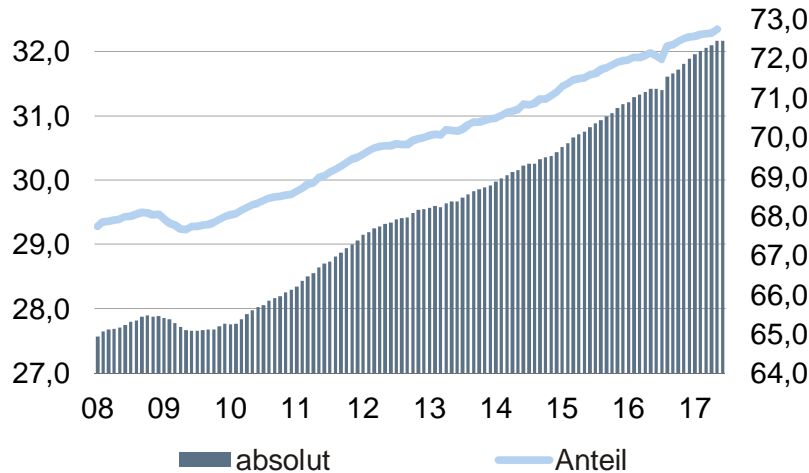
- Vorzeichen am Häusermarkt unverändert:
Knappes Angebot, z.T. politikinduziert, wegen
 - § Geringe Ausweisung von Bauland
 - § Regulierung: Mietpreisbremse, Energiewende
 - § Steigende Baukosten, Fachkräftemangel
 - § Hemmnisse im politischen Prozess
- Wohnungspolitik vor Kurswechsel
 - § Merkel: „Mietpreisbremse ineffektiv“
 - § CDU: 1,5 Mio. neue Wohnungen bis 2021
 - § FDP mit liberal-konservativer Wohnungspolitik → WoKRi
 - § FDP, CDU: Steuererleichterungen, Abschreibungen
 - § SPD, Grüne, Linke: Mieterschutz stärken
 - § „Eine richtige Mietpreisbremse“ muss her
- Bewertung
 - § Positive Impulse für den Neubau!
 - § Vermutlich viele Verwässerungseffekte
 - § Deutlicher Preisanstieg beim Neubau
- Weitere Themen: Grunderwerbsteuer, Kindergeld

Arbeitsmarktpolitik: Vorwärts immer, rückwärts nimmer



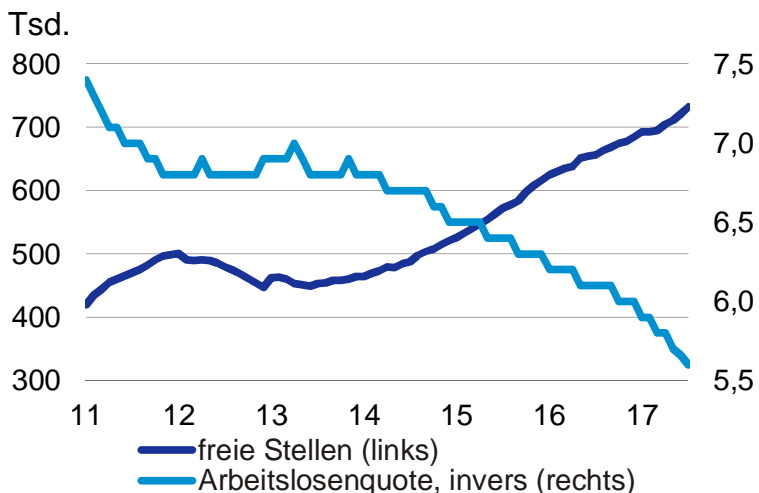
Kräftiger Anstieg sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung

Mio (saisonbereinigt) (linke Skala), Anteil an allen Erwerbstätigen (rechte Skala)



Quellen: BA, Statistisches Bundesamt

Arbeitsmarkt: annähernde Vollbeschäftigung



Quelle: Deutsche Bundesbank

Arbeitsmarkt profitiert von guter Konjunktur

- Höchststand der Erwerbstätigenzahl (44,2 Mio.) und offenen Stellen
- Gestiegene Quote sozialversicherungspflichtiger Beschäftigter (72,8%)
- Zuwanderung aus EU mit positiver Wirkung (aus IT, ES, PT und GR: 2013 bis 2017: +0,6 Mio.)
- Bereits regionaler Fachkräftemangel

Aber nur zäher Abbau der Langzeitarbeitslosigkeit

- Mismatch von Stellen und Qualifikationen
- Qualifizierung, Beschäftigungsfähigkeit

Langfristrends Demografie & Digitalisierung fordern Flexibilität und Weiterbildung

- Schulbildung und berufsvorbereitende Bildung
- Berufsbegleitende Qualifikation

Flüchtlingsintegration vs. Einwanderungspolitik

- Sprach- und Integrationskurse, berufliche Qualifikationen nachweisen oder nachholen
- Rechtliche Einwanderungsregelungen (Einwanderungsgesetz) an Arbeitsmarktbedürfnisse anpassen

GroKo hat Deregulierung (Hartz-Reformen) z.T. schon zurückgedreht und eher wieder verstärkt

- Alle Parteien wollen weiter regulieren, nur FDP will eine Trendumkehr.

Industriepolitik: Grundsätzliche Zurückhaltung richtig, aber wichtige Baustellen werden vernachlässigt



Zurückhaltende Industriepolitik in Deutschland erfolgreich

- Hoher Industrieanteil (22,6%; EU: 16,1%), Unternehmen wettbewerbsfähig
- Aber: industriepolitische Zurückhaltung wird schwieriger, wenn andere Länder mehr auf Protektionismus & Co. setzen

Mehr staatliches Engagement bei Netzinfrastruktur nötig

- Unterstützung des Ausbaus der Breitbandnetze in der Fläche
- Notwendige Erweiterung der Stromnetze kommt nur langsam voran

Staatseinfluss im Energiesektor bleibt hoch, **Energiewende** ist in vielen Bereichen ein **Subventionsthema**; viele Risiken für lfr. Investitionen

Wahlprogramme zur Energiepolitik von Wunschdenken geprägt, das politisch Wünschenswertes passt (noch) nicht zum tatsächlich Machbaren

Verkehr: Diesel-Thematik möglicher Stolperstein für **Jamaika-Koalition**; **PPP-Projekte** werden (derzeit) mehrheitlich abgelehnt

Steuerpolitik zwischen Umverteilung und Wachstum – Koalitionsbildung beeinflusst Balance



Steuerstruktur in DE ungünstig, Gesamtbelastung über OECD-Schnitt

- 54% direkte Steuern am Aufkommen, Abgabenquote knapp 40% des BIP
- Steuereinnahmen +33% seit 2010 ⇒ Abflachung Progression erforderlich

Fokus auf Entlastung von mittleren Einkommen und Familien

- Umfang der Steuersenkungen variiert je nach Partei (EUR 6-20 Mrd)
- Risiko einer verteilungspolitisch motivierten Tarifgestaltung
- Solidaritätszuschlag ist Auslaufmodell (rd. EUR 17 Mrd p.a.)

Abgeltungsteuer von 25% steht auf dem Prüfstand

- Re-integration in Einkommensteuertarif wirft Fragen bei Dividendenbesteuerung und neuem Bürokratieaufwand auf

Unternehmensteuer für keine der Parteien ein dringendes Anliegen

- Absetzbarkeit F&E-Ausgaben, erleichterte Abschreibungsregeln für KMUs

Deutsch-französische Initiative zu BEPS und Körperschaftsteuer

- Gefahr einer Harmonisierung nach oben (Effektive Steuerbelastung in Frankreich fast 10 %-punkte über vergleichbarem deutschen Satz)?

Europapolitik – Echternacher Springprozession



Konjunkturerholung und EZB überdecken Strukturschwächen der EWU

Zweistufige Roadmap der EU-Kommission bis 2025

— Bankenunion, Budgetregeln, Fiskalunion, Vertragsänderungen

Mainstream-Parteien in DE pro-europäisch, aber deutliche Differenzen

— SPD und Grüne fordern mehr Investitionen und eine Form von Stabilisierungsfunktion; Liberale folgen regelbasiertem Ansatz mit Instrument zur Schuldenrestrukturierung; CDU signalisiert generelle Unterstützung für Vertiefung der EWU

Deutsch-französische Zusammenarbeit dürfte Reformen treiben

— Nächste Regierung wird deutsch-französische Zusammenarbeit stärken

— Gleiche Begriffe - unterschiedlicher Inhalt (z.B. Entwicklung ESM in EWF)

„Fortschritte“ in Europa fordern Zahlungsbereitschaft der Deutschen

— Migration, Investitionsinitiative, Brexit, Verteidigung, EWU-Budget ...

Institutionelle Veränderungen kommen erst auf die mittlere Frist

— Eurogruppenvorsitz + EU-Kommissar = EU-Finanzminister?

Markthoffnungen auf neue Asset-Klassen dürften enttäuscht werden



Deutschland-Monitor

Bundestagswahl 2017

[Deutsche Industriepolitik - Grundsätzliche Zurückhaltung lobenswert, aber wichtige Baustellen werden vernachlässigt](#)

30. August

[Deutsche Wohnungspolitik - Falsche Weichenstellungen korrigieren](#)

23. August

[Staat oder Private, Umverteilung oder Wachstum - Wer gewinnt beim Steuerpuzzle der Parteien](#)

22. August

[Time to fully recognise the potential of digital start-ups](#)

22. August

[German defence policy: Towards a more integrated security framework](#)

8. August

[Packed European agenda for the next government: Numerous challenges, no \(easy\) answers](#)

3. August

[Parteien schreiben Zukunftsvorsorge zu klein](#)

17. Juli

[Deutsche Staatsfinanzen: Überschüsse dank Vollbeschäftigung und Nullzins, aber Demografie droht](#)

10. Juli

[Sinkendes deutsches Trendwachstum zu wenig im Fokus der Parteien](#)

3. Juli



Kontakt:

Stefan Schneider
Tel.: +49 69 910-31790
E-Mail: stefan-b.schneider@db.com

Barbara Böttcher
Tel.: +49 69 910-31787
E-Mail: barbara.boettcher@db.com

Mehr auf:

www.dbresearch.de

© Copyright 2017. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.