



LB≡BW

Kraemers
Klartext

Cross-Asset- und Strategy-Research

Auf finanzpolitischer Geisterfahrt

Nicht nur Frankreichs öffentliche Finanzen laufen aus dem Ruder

Als ich Anfang 2001 bei einer großen Rating-Agentur begann, mich mit der Bonität europäischer Staaten zu befassen, hätte man Deutschland und Frankreich anhand der Schulden-, Defizit- und Makroindikatoren nicht auseinanderhalten können. In dieser Hinsicht waren beide wie Schulze und Schultze aus den Comics „Tim und Struppi“: Nur für Kenner unterscheidbar. Die Finanz- und Außenminister der damals noch zwölf EG-Mitgliedstaaten legten im Maastricht-Vertrag nicht zufällig eine Obergrenze von 60 % des BIP für Staatsschulden fest. Dieses Niveau entsprach damals den Schuldenquoten der beiden Wirtschaftsgiganten.

Lang, lang ist's her. Springen wir ins Heute. Die Unterschiede könnten nicht größer sein – auch wenn Deutschland nun selbst einer schuldenfinanzierten Ausgabenorgie erliegt. Frankreichs Bruttoschuldenquote des Gesamtstaats liegt bei 118 % des BIP, gegenüber 65 % in Deutschland (siehe Abb. 1). Der Haushalts-saldo lag jenseits des Rheins seit 2020 im Durchschnitt bei knapp 6 % – doppelt so hoch wie in Deutschland (siehe Abb. 2). Zugleich sind die öffentlichen Ausgaben Frankreichs auf 57 % des BIP geklettert. In Deutschland wird diese Quote in diesem Jahr voraussichtlich erstmals 50 % überschreiten – ein Niveau, bei dem laut dem ehemaligen Bundeskanzler Helmut Kohl der Sozialismus beginnt.

Quel dommage!

Warum haben sich die Kennzahlen so auseinanderentwickelt, wo doch die beiden Länder vor 25 Jahren fast makroökonomische Zwillinge waren? Es liegt nicht an Wachstumsunterschieden. Tatsächlich legte Frankreichs Wirtschaft seit der Jahrtausendwende etwas schneller zu als die deutsche. Meine persönliche Theorie lautet, dass die Differenzen auf unterschiedliche

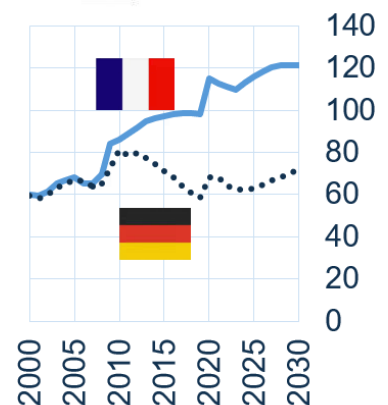
Dr. Moritz Kraemer

Chefvolkswirt und Leiter Research
LBBWRResearch@LBBW.de

14. August 2026

Bei der Euro-einführung gab es keinen Grund zur Sorge

Abb. 1: Öffentliche Schulden (% des BIP)



Quelle: IWF, LBBW Research

Haushaltsregeln zurückzuführen sind, wobei Deutschland lange an der selbst auferlegten Schuldenbremse festhielt. Zumindest bis 2025. Haushaltsregeln funktionieren am besten in Gesellschaften, die sie am wenigsten benötigen, weil dort ohnehin ein breiter Konsens für eine umsichtige Finanzpolitik besteht. Frankreich erzielte den letzten Haushaltsüberschuss 1974!

Viele Gesellschaften sind momentan stark polarisiert – auch die deutsche. Und je tiefer die Gräben sind, desto schwächer fällt das Bekenntnis zur Haushaltsdisziplin aus. Die Regierungen versuchen, die Wähler mit großzügigen Angeboten zu ködern. Auch wenn das bisher nirgendwo richtig funktioniert hat. Auch angesichts dieser Erfahrung gibt die polarisierte Präsidentschaftswahl 2027 in Frankreich Anlass zur Sorge.

Der Niedergang des europäischen Stabilitätspaktes

Der Europäische Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) hätte theoretisch eine ähnliche Rolle spielen können wie die deutsche Schuldenbremse. Brüssel war aber nicht in der Lage, seine Einhaltung mit glaubwürdigen Sanktionen durchzusetzen. Unvergessen ist die Bemerkung von Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker aus dem Jahr 2016, weshalb Paris mehr haushaltspolitischen Spielraum erhalte: „Weil es Frankreich ist!“.

Wiederholte Ausnahmen und Sonderregelungen haben die Glaubwürdigkeit des SWP weiter geschwächt. Und natürlich wurden die Regeln asymmetrisch angepasst: In schwierigen Zeiten hat die EU die Grenzen faktisch gelockert. In guten Zeiten, wie etwa während der langen Phase extrem niedriger Zinsen, gab es keine ausgleichende Verschärfung der Zielvorgaben.

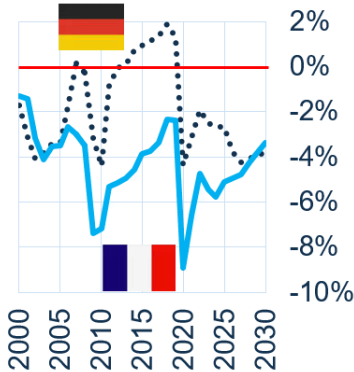
Der Kapitalmarkt muss Signale an die Regierungen senden

Grundsätzlich ist es Aufgabe der Rating-Agenturen, Alarm zu schlagen. Doch es scheint, als kämen die ihrer Verantwortung nur noch halbherzig nach, wenn es um jene Staaten geht, die sie regulieren. Die Rechtsstreitigkeiten und regulatorischen Gegenreaktionen im Euroraum infolge der Euroschuldenkrise sind den Agenturen nicht entgangen. Dass zwei der drei großen Agenturen (S&P und Fitch) Frankreich mittlerweile nur noch ein A+-Rating geben, ist nicht so mutig wie es klingt. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Staat mit einem A-Rating innerhalb von fünf Jahren ausfällt, lag nach Daten von S&P Global historisch gerade mal bei 1 %. Vernachlässigbar. Das AAA (eine Art 1+ mit Sternchen) Deutschlands stellt noch keine Agentur in Frage!

Nun ist es an den Kapitalmärkten, über höhere Renditen für Disziplin zu sorgen. Genau das sollte der SWP eigentlich verhindern. Mit jedem Jahr, in dem der Schuldenrausch anhält – nicht nur in Frankreich, sondern de facto [in den meisten großen Industrieländern](#) –, steigt das Risiko, dass die Regierungen die Notenbanken mit ihrer Finanzpolitik so unter Druck setzen, dass diese nicht mehr im Sinne der Preisstabilität entscheiden können, ohne die Staaten in Bedrängnis zu bringen. Das verheißt nichts Gutes – weder für die Preis- noch für die Finanzstabilität.

Schuldenregeln haben den Unterschied gemacht

Abb. 2: Budgetsaldo Gesamtstaat (% des BIP)



Quelle: IWF, LBBW Research

Der Stabilitätspakt hat nicht geliefert

Nur der Kapitalmarkt kann noch für Disziplin sorgen

Disclaimer:

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz, in Liechtenstein und dem Vereinigten Königreich.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns das Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Zusätzlicher Hinweis für Empfänger im Vereinigten Königreich:

LBBW ist autorisiert und wird reguliert von der Europäischen Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main (Deutschland) sowie von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn (Deutschland) und Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main (Deutschland). Zudem ist die LBBW durch die Prudential Regulation Authority (PRA) autorisiert und unterliegt der Regulierung durch die Financial Conduct Authority (FCA) sowie einer eingeschränkten Regulierung durch die Prudential Regulation Authority. Details zum Umfang der Regulierung durch die Prudential Regulation Authority sind auf Anfrage bei uns erhältlich.

Diese Publikation wird ausschließlich an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien durch die LBBW verteilt und nicht an Privatkunden. Im Sinne dieser Regelung bezeichnet „Privatkunde“ eine Person, die eine oder mehrere der folgenden Voraussetzungen erfüllt: (i) ein Kunde im Sinne von Punkt (7) des Artikels 2(1) der UK-Version der Verordnung (EU) 600/2014, die durch den European Union (Withdrawal) Act 2018 (EUWA) Teil des UK-Rechts ist (UK MiFIR), der kein professioneller Kunde im Sinne von Punkt (8) des Artikels 2(1) der UK MiFIR ist; oder (ii) ein Kunde im Sinne der Bestimmungen des Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA, in der jeweils aktuellen Fassung) sowie der darunter erlassenen Regeln und Verordnungen (die bis zum 31. Dezember 2020 – dem Tag des Endes der Übergangsperiode – zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2016/97 über den Versicherungsvertrieb galten), wobei dieser Kunde kein professioneller Kunde im Sinne von Punkt (8) des Artikels 2(1) der UK MiFIR wäre; oder (iii) kein qualifizierter Anleger im Sinne der UK-Version der Verordnung (EU) 2017/1129 über den Prospekt, der bei einem öffentlichen Angebot von oder der Zulassung von Wertpapieren zum Handel auf einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, die durch den EUWA Teil des UK-Rechts geworden ist (UK Prospektverordnung).

Diese Publikation wurde von der LBBW ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Sie spiegelt die Ansichten der LBBW wider und bietet keine objektive oder unabhängige Sicht auf die behandelten Themen. Die Publikation sowie die darin geäußerten Ansichten stellen weder eine persönliche Empfehlung noch Anlageberatung dar und sollten nicht als Grundlage für eine Anlageentscheidung verwendet werden. Die Eignung einer bestimmten Anlage oder Strategie hängt von den individuellen Umständen des Anlegers ab. Sie sollten eigenständig prüfen, ob die in dieser Publikation enthaltenen Informationen für Sie von Relevanz und hinreichend sind, sowie weitere Erkundigungen einholen, einschließlich der Einholung unabhängiger Finanzberatung, bevor Sie an einer Transaktion in Bezug auf die in dieser Publikation genannten Finanzinstrumente teilnehmen.

Unter keinen Umständen dürfen die in dieser Publikation enthaltenen Informationen als Angebot zum Verkauf oder als Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf eines bestimmten Investments oder Wertpapiers verwendet oder betrachtet werden. Weder die LBBW noch eines ihrer Tochterunternehmen oder verbundenen Unternehmen, noch ihre Geschäftsführer, Mitarbeiter, Berater oder Beauftragten übernehmen Verantwortung oder Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit der in dieser Publikation enthaltenen Informationen (oder dafür, ob Informationen in der Publikation ausgelassen wurden) oder anderer relevanter Informationen, unabhängig davon, ob diese schriftlich, mündlich, in visueller oder elektronischer Form übermittelt oder zugänglich gemacht wurden. Ebenso haftet LBBW nicht für Verluste, die sich aus der Verwendung dieser Publikation oder ihrer Inhalte oder anderweitig im Zusammenhang damit ergeben.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen, Aussagen und Meinungen stellen keine öffentliche Aufforderung dar und sind auch nicht Teil einer solchen. LBBW übernimmt keine Verantwortung für Tatsachen, Empfehlungen, Meinungen oder Ratschläge, die in einer solchen Publikation enthalten sind, und lehnt ausdrücklich jegliche Verantwortung für Entscheidungen oder die Eignung eines Wertpapiers oder einer Transaktion ab, die darauf basieren. Entscheidungen, die ein professioneller Kunde oder eine geeignete Gegenpartei trifft, um ein Wertpapier zu kaufen, zu verkaufen oder zu halten, beruhen ausschließlich auf deren eigenen Überlegungen und werden in keiner Weise von LBBW unterstützt, beeinflusst oder dieser zugeschrieben.

Die LBBW erbringt keine Anlage-, Steuer- oder Rechtsberatung. Bevor Sie eine Transaktion auf Grundlage der in dieser Publikation enthaltenen Informationen eingehen, sollten Sie in Zusammenarbeit mit Ihren eigenen Anlage-, Rechts-, Steuer-, Regulierungs- und Buchhaltungsberatern die wirtschaftlichen Risiken und Vorteile sowie die rechtlichen, steuerlichen, regulatorischen und buchhalterischen Eigenschaften und Konsequenzen der Transaktion ermitteln.

Gerne auf LinkedIn verbinden,
einfach QR-Code scannen



Moritz Kraemer
Chief Economist/Head of Research at
LBBW || Senior Fellow SOAS University of...

