



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

MAKRO 14/06/2019

La négligence parfaite

von AGNIESZKA GEHRINGER

Zusammenfassung

Seit der großen Finanzkrise haben Marktteilnehmer und Ratingagenturen die Tragfähigkeit der französischen Staatsverschuldung, insbesondere im Vergleich zu Italien, großzügig bewertet. Einige französische Fundamentaldaten haben sich jedoch seither verschlechtert, so dass Frankreich näher an Italien gerückt ist. Daher kann eine gewisse Konvergenz der Renditen französischer und italienischer Staatsanleihen gerechtfertigt sein.

Abstract

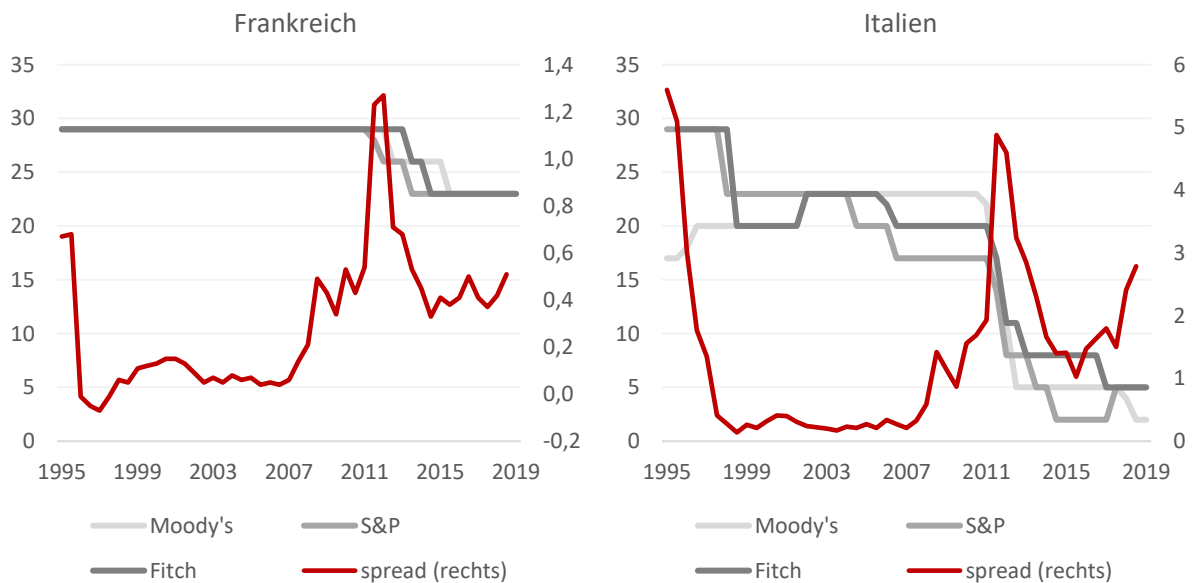
Since the aftermath of the Great Financial Crisis, market participants and rating agencies have generously assessed the quality of French public debt, especially compared to Italy. However, some French fundamentals have worsened, bringing France more in line with Italy. Accordingly, some convergence between the French and Italian government bond yields may be justified.



Während der europäischen Staatsschuldenkrise reagierten die Marktteilnehmer auf die deutliche Verschlechterung der öffentlichen Finanzen im Euroraum mit einer Neubewertung der Schuldtitel der betroffenen Länder. Die jeweiligen Spreads französischer und italienischer 10-jähriger Staatsanleihen zu den Bundesanleihen haben sich zwischen 2011 und Mitte 2012 ausgeweitet (**Abb. 1**). Dank der expliziten Rettungsgarantie für den Euro, die der EZB-Präsident im Juni 2012 besiegelte, fielen sie dann jedoch wieder auf beinahe die Vorkrisenniveaus zurück.

Auch die Ratingagenturen reagierten auf die krisenhaften Ereignisse mit einer Herabstufung des Länderratings sowohl für Italien als auch für Frankreich (**Abb. 1**). Während das italienische Rating zwischen Mitte 2011 und Mitte 2014 jedoch um durchschnittlich vier Noten gesenkt wurde, hat sich das französische Rating nur um zwei Noten verringert und ist seitdem unverändert geblieben. Dies geschah trotz eines im Vergleich zu Italien deutlich schnelleren Anstiegs der Staatsverschuldung in Frankreich (**Abb. 2**).

Abbildung 1: Spread französischer (linke Grafik) und italienischer (rechte Grafik) 10-jährige Staatsanleiherenditen zu Bundesanleihen und Länderratings* der drei wichtigsten Ratingagenturen

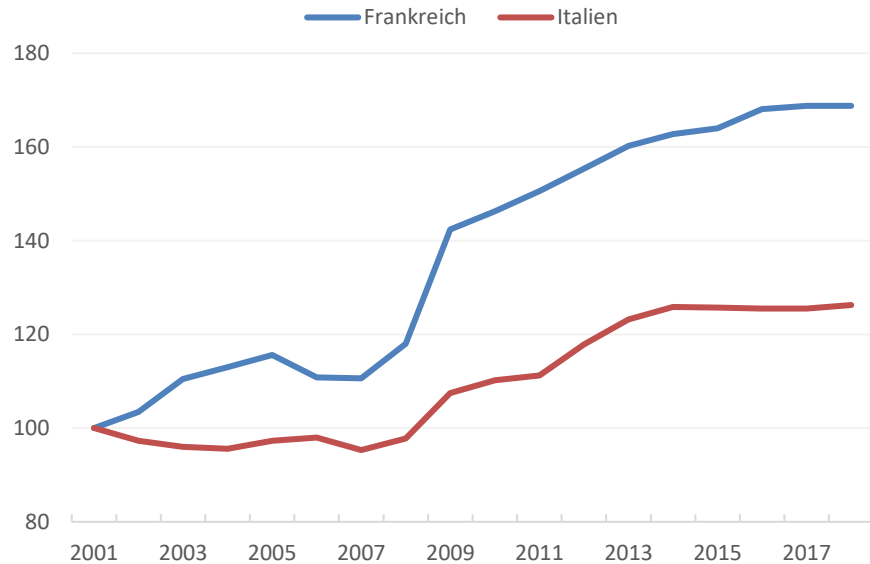


*Die jeweiligen Ratingskalen wurden in numerische Skalen umgewandelt. Für methodologische Details siehe Anhang.

Quelle: Eigene Darstellung Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond, Bloomberg



Abbildung 2: Staatsschuldenquote (als prozentualer BIP-Anteil) in Frankreich und Italien, Index 2001=100



Quelle: Eigene Darstellung Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond

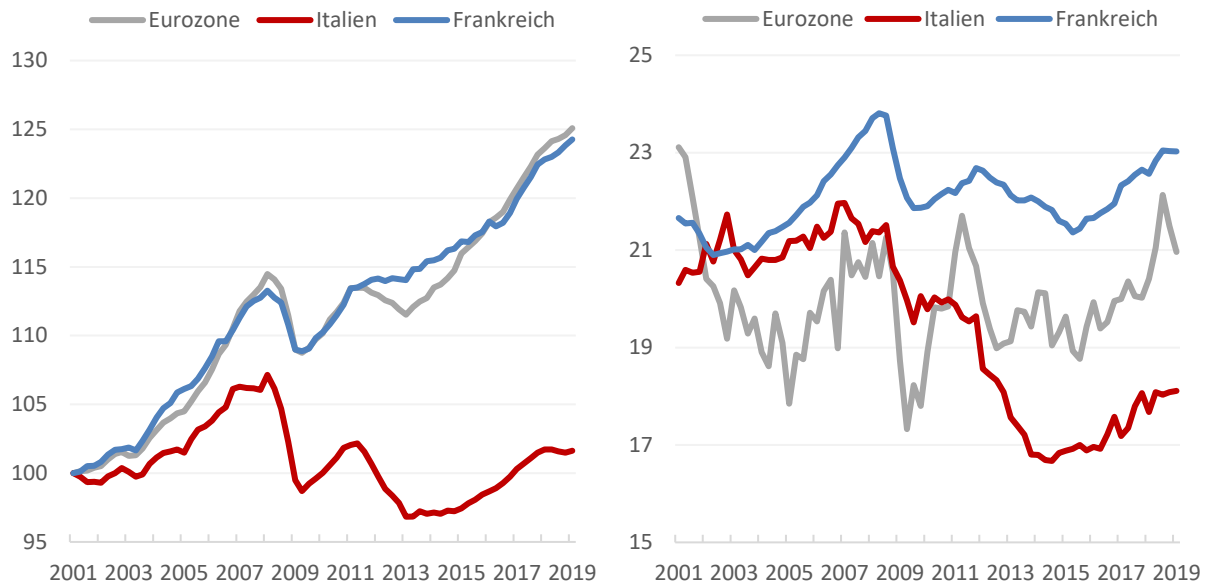
Wie fundamental anders ist Frankreich?

Die wohlwillendere Beurteilung der französischen Kreditwürdigkeit im Vergleich zur italienischen ist auf eine stärkere gesamtwirtschaftliche Leistung und damit auf die implizite Erwartung zurückzuführen, dass steigende Schulden in Zukunft beglichen werden können.

Seit der Einführung des Euro ist die französische Wirtschaft um 24 % gewachsen und liegt damit fast auf dem Durchschnitt der Eurozone. Italien ist bereits dem Euroraum mit einem unterdurchschnittlichen BIP-Wachstum beigetreten und befindet sich seither in einem stagnierenden Wachstumsumfeld, das sich nach der Großen Finanzkrise weiter verschlechtert hat. Auch bei den privaten Investitionen hat Frankreich Italien deutlich übertroffen (**Abb. 3**).



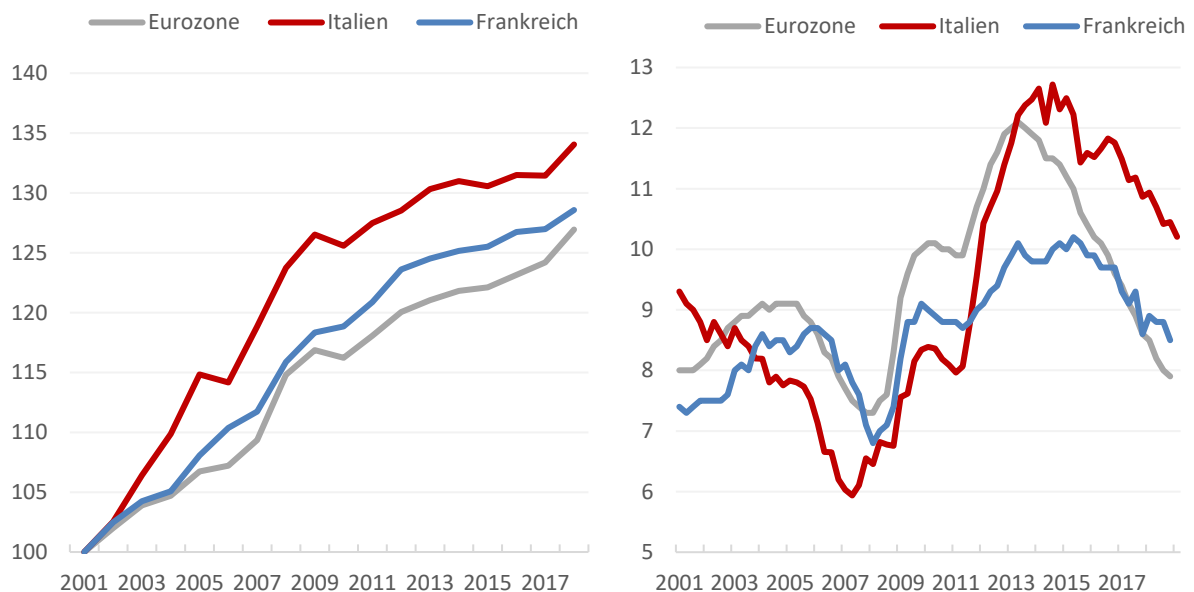
Abbildung 3: Reales BIP (Index 2001=100, linke Grafik) und private Investitionen als prozentualer BIP-Anteil (rechte Grafik)



Quelle: Eigene Darstellung Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond

Diese relativ solide Wirtschaftsleistung ging jedoch mit einem Rückgang der Wettbewerbsfähigkeit der französischen Wirtschaft einher. Dies zeigt sich in einer im Vergleich zum Euroraum überdurchschnittlichen Entwicklung der Lohnstückkosten und einer verzögerten Erholung der Arbeitslosenquote in der Nachkrisenzeit (Abb. 4).

Abbildung 4: Lohnstückkosten (Index 2001=100, linke Grafik) und Arbeitslosenquote (rechte Grafik)

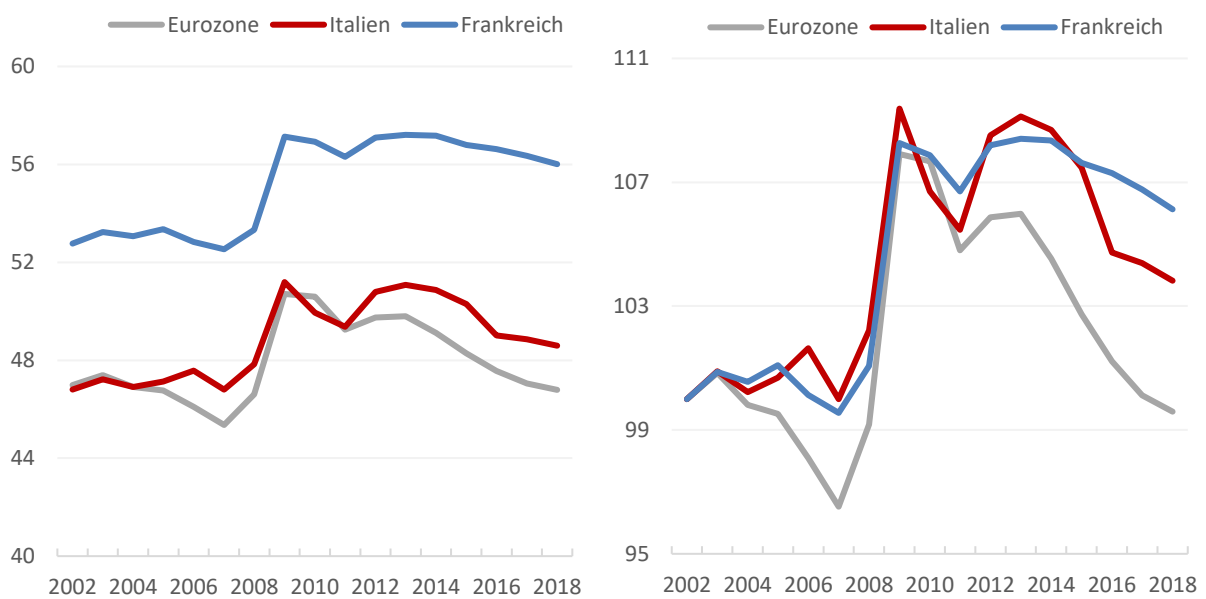


Quelle: Eigene Darstellung Forschungsinstitut Flossbach von Storch, Macrobond



Die wahrscheinlich besorgniserregendste Entwicklung betrifft jedoch die Ausgaben des Staates. Frankreich hat historisch sehr hohe öffentliche Ausgaben sowie im Vergleich zu Italien, zum Durchschnitt des Euroraums und zu anderen entwickelten Volkswirtschaften (**Abb. 5**). Obwohl in den letzten Jahren einige Anstrengungen zur Verringerung der Größe des öffentlichen Sektors zu erkennen sind, reichten diese nicht aus, um den Anstieg der Staatsverschuldung einzudämmen.¹

Abbildung 5: Staatsausgaben als prozentualer BIP-Anteil (linke Grafik) und als Index 2002=100 (rechte Grafik)



Quelle: Eigene Darstellung Flossbach von Storch Research Institute, Macrobond

¹ Im Einklang mit den hohen öffentlichen Ausgaben hat Frankreich in acht aufeinander folgenden Jahren zwischen 2008 und 2016 die EU-Defizitregel von 3 % verletzt. Infolgedessen war das Land zwischen April 2009 und Juni 2018 dem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit ausgesetzt, wobei die Fristen für die Korrektur des übermäßigen Defizits dreimal verlängert wurden, basierend auf "anhaltend schwachen wirtschaftlichen Bedingungen". Frankreich konnte somit stets Sanktionen entgehen.



Die sich abzeichnende Stunde der Wahrheit

Nach den Wahlen 2017 startete Präsident Macron ein ehrgeiziges Reformprogramm, das in erster Linie darauf abzielte, die strukturellen Herausforderungen des Arbeitsmarktes anzugehen. Es gelang ihm, wichtige Arbeitsmarkt- und Steuerreformen zu verabschieden, die den Arbeitsmarkt tatsächlich flexibler machen könnten. Dennoch unter Druck der Proteste, die zunächst von Gewerkschaften angeführt und dann in eine landes- und inhaltsweite Oppositionsbewegung der *Gilets Jaunes* umgewandelt wurden, reagierte die Regierung mit Zugeständnissen, darunter mit einer Erhöhung des Mindestlohns und mit Steuersenkungen.

Diese Maßnahmen hatten jedoch nur einen marginalen Effekt, die schmelzende Wählerzustimmung für Macrons Partei, *La République En Marche!* (REM), zu stoppen. Infolgedessen wurde die Wirtschaftspolitik von Macron bei den Europawahlen de facto, wenn auch mit geringem Abstand, abgewählt. Dies stellt die Fortsetzung des Reformprogramms von Macron in Frage.

Diese ungewissen Aussichten für Reformen verschärfen die Problematik des übermäßigen öffentlichen Defizits, das 2019 voraussichtlich über 3 % liegen wird. Darüber hinaus wird es aufgrund des dauerhaften Charakters einiger fiskalischer Maßnahmen schwierig sein, das Defizit bald wieder unter 3 % zu senken. Dadurch dürfte die Staatsverschuldung weiter steigen, was die Nachfrage der Marktteilnehmer nach höheren Risikoprämien immer wahrscheinlicher macht.



Anhang

Um eine numerische Ratingskala zu erhalten, wurden den IG-Ratingnoten, wie in Tabelle A1 dargestellt, Werte von 1 (die niedrigste IG-Note) bis 29 (die höchste IG-Note) zugewiesen. Dabei wurde auch der zusammen mit den Ratings veröffentlichte Ausblick - positiv, stabil und negativ – berücksichtigt und numerisch erfasst. Der Ausblick für das höchste Rating (Aaa/AAA) kann nur entweder stabil oder negativ sein.

Tabelle A1: Ratingnoten der wichtigsten Ratingagenturen

Rating-Kategorie	Ratingnote		
	Moody's	S&P	Fitch
Investment-Grade (IG)	Aaa	AAA	AAA
	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
Sub-investment-Grade (Junk)	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
	Caa1	CCC+	CCC
	Caa2	CCC	CC
	Caa3	CCC-	CC
	Ca	CC	C
C	C	C	
	SD	RD	
	D	D	

Quelle: Country economy



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2019 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Dr. habil. Agnieszka Gehringer; *Redaktionsschluss* 13. Juni 2019