

Credit Insight: 1. April 2025 / HER

Deutschland: Ein Staat zwischen Reformstau und Investitionschance

Einführung

Deutschland, lange Zeit das Synonym für fiskalische Solidität in Europa, sieht sich derzeit mit einer Vielzahl struktureller und konjunktureller Herausforderungen konfrontiert. Der einst unangefochtene Stabilitätsanker der Eurozone muss ein unter Druck geratenes Industriemodell, ein seit 2021 schwächelndes Wachstum, eine kostenintensive und komplexe Energiewende sowie eine zunehmend belastende demografische Entwicklung bewältigen. Gleichzeitig sorgen solide Staatsfinanzen und vertrauenswürdige Institutionen nach wie vor für Stabilität und Flexibilität. Dieser Credit Insight beleuchtet das Spannungsfeld zwischen strukturellem Gegenwind und fundamentaler Stärke – und erklärt, warum Deutschland trotz robuster Bonität nicht mehr zur AAA-Liga zählt (I-CV: AA+; seit Oktober 2023). Mit dem geplanten massiven Investitionsprogramm steht nicht die Frage im Raum, ob Deutschland sich diese Ausgaben leisten kann, sondern welche langfristigen Folgen dies für die Kreditkennzahlen und die externe Wahrnehmung haben wird und auf welche Weichenstellung es aus Bonitätsperspektive besonders draufankommt.



Quelle: KAL, The Economist

Wachstumsschwäche und Suche nach einem neuen Wirtschaftsmodell

Der langjährige Exporterfolg Deutschlands beruhte nicht nur auf technologischer Kompetenz und hochwertigen Industriegütern, sondern auch auf extern begünstigenden Faktoren: ein schwacher Euro, günstige Energieimporte (russisches Gas) sowie eine hohe Nachfrage aus China schufen ein ökonomisches Umfeld, in dem Stabilität oft höher gewichtet wurde als Innovation und Transformation. Diese komfortable Ausgangslage führte über Jahre zu Selbstzufriedenheit. Das bestehende, stark industrie- und exportlastige Wirtschaftsmodell wurde kaum hinterfragt.

Spätestens mit der Energiekrise und dem geopolitischen Umbruch nach dem Angriff Russlands auf die Ukraine traten jedoch tiefe Risse im Fundament dieses Modells zutage. Die strukturellen Veränderungen in der Schlüsselbranche Automobilindustrie, insbesondere der rasche Aufstieg Chinas in der Elektromobilität, trafen deutsche Hersteller unvorbereitet. Gleichzeitig versperren protektionistische Tendenzen, wie aktuell unter der US-Regierung Trump, den Zugang zu wichtigen Exportmärkten. Deutschlands Wettbewerbsfähigkeit gerät immer weiter ins Wanken: Im IMD World Competitiveness Ranking fiel das Land zwischen 2020 und 2024 von Platz 17 auf Platz 24 zurück.

Währenddessen verzeichnet ausgerechnet der Verwaltungsapparat das dynamischste Wachstum: Stellenaufbau erfolgt vorwiegend im öffentlichen Sektor (+14% in den letzten zehn Jahren bei einem Bevölkerungswachstum von +5%; Quelle: ifo), während die private Wirtschaft stagniert. Hinzu kommen steuerliche Belastungen und ein regulatorisches Umfeld, das zunehmend als unternehmensfeindlich empfunden wird. Die Zahl von Neugründungen ging markant zurück (-62%; vgl. Grafik 1). Eine Entwicklung, die auf systemische Fehlanreize hinweist. So konstatiert Allianz-CEO Oliver Bäte treffend: „Das gesamte System schafft falsche Anreize für Menschen, sich vom Sicherheitsnetz in die soziale Hängematte zu begeben.“¹

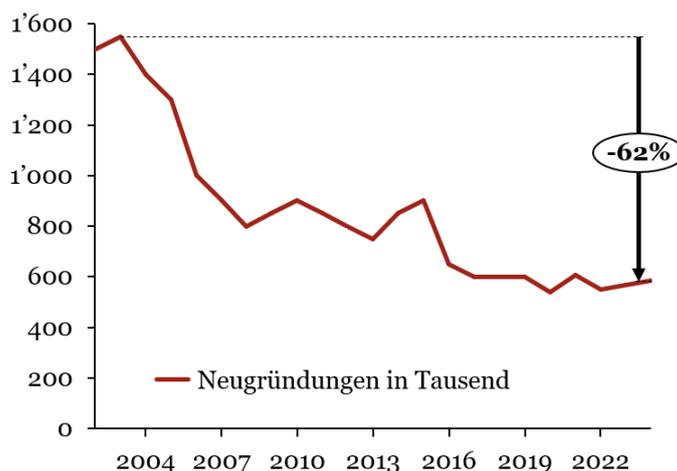
Durch den Sparmodus hat sich die Binnenwirtschaft über Jahre schwach entwickelt. Während der Phase historisch tiefer Zinsen (2009-2021) wurde die Weichenstellung verschlafen, Strukturreformen vertagt und trotz intaktem Haushalt und Investitionsbedarf auf Austerität gesetzt. Die Politik agierte reaktiv statt vorausschauend. Wichtige Investitionen wie z.B. in digitale

¹ [Frankfurter Allgemeine](#), 6. Januar 2025

Infrastruktur, Bildung oder die Diversifikation der Energieversorgung wurden aufgeschoben oder nur zaghaft angegangen. Dies führte zu einer schleichenden Erosion der industriellen Substanz und Infrastruktur. Die Folge ist ein hoher Nachholbedarf im Bereich Verkehrsinfrastruktur, Bildung, Energie und Kommunikation, welcher vom Institut der Deutschen Wirtschaft auf EUR 600 Mia. veranschlagt wird.²

Die Energiekosten dürften auch mittelfristig auf hohem Niveau verharren. Wie in anderen europäischen Ländern ist absehbar, dass die Produktion einfacher, margenschwacher Industriegüter weiter ins Ausland abwandert. Die deutsche Wirtschaft steht somit an einem Wendepunkt: Das bestehende Modell trägt nicht mehr – weder ökonomisch noch politisch. Die Herausforderung besteht nun darin, das Land neu zu positionieren: durch mehr Investitionen in Zukunftstechnologien, Spezialisierung, eine entschlackte Verwaltung und eine wirtschaftspolitische Agenda, die Innovationen und Risikobereitschaft bzw. Unternehmertum (siehe Grafik Unternehmensgründungen) nicht mehr verunmöglicht, sondern aktiv belohnt.

Grafik 1: Unternehmensgründungen – Bürokratisches und steuerliches Korsett anstatt wirtschaftlicher Selbstbestimmung



Quelle: KfW-Gründungsmonitor

Starkes Fundament und Staatshaushalt mit Spielraum

Trotz konjunktureller Schwäche sowie struktureller und politischer Herausforderungen bleibt das Fundament Deutschlands aus Perspektive eines Kreditanalysten robust. Als grösste Volkswirtschaft Europas verfügt Deutschland dank der hohen Haushaltsdisziplin über eine im europäischen Quervergleich tiefe Staatsverschuldung. Gemäss Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF) liegt die Schuldenquote (Staatsverschuldung gemessen am BIP) per Ende 2024 bei rund 63% – deutlich unter dem Eurozonen-Durchschnitt (2024: 88%) und weit entfernt von den hohen Niveaus vieler G7-Staaten (>100%). Um die internationale Vergleichbarkeit zu gewährleisten, werden die Schulden der Staaten einheitlich erfasst, was auch allfällige Sondervermögen (= Extraschulden) einschliesst. Deutschland verfügt somit über ausreichend Spielraum, bei Krisen antizyklisch zu agieren. Während der Corona-Pandemie aber auch als die Energiepreise aufgrund des Russland-Ukraine Konflikts rasant anstiegen zeigte sich diese Handlungsfähigkeit exemplarisch: Mit umfangreichen Stabilisierungsprogrammen wurden Unternehmen, Arbeitsplätze und Haushalte gestützt, ohne dass das Vertrauen in die langfristige Schuldenfähigkeit Schaden nahm.

Neben der fiskalischen Stärke zeichnet sich Deutschland durch einen hohen Wohlstand, eine gut ausgebildete Bevölkerung und eine hohe Wertschöpfung aus. Zwar ist die Industrie stärker gewichtet als in anderen entwickelten Volkswirtschaften, doch bleibt die Wirtschaftsstruktur insgesamt breit diversifiziert mit international erfolgreich tätigen Unternehmen, einer soliden Basis an mittelständischen Betrieben sowie wettbewerbsfähigen Produkten und Dienstleistungen.

Ein weiterer kreditrelevanter Aspekt ist die institutionelle Stabilität. Deutschland verfügt über reife demokratische Institutionen, ein unabhängiges Justizsystem und eine ausgeprägte Rechtsstaatlichkeit. Auch das Bankensystem bleibt trotz seiner Fragmentierung solide kapitalisiert. Die Bundesbank sowie die BaFin agieren als glaubwürdige Aufsichtsorgane. Die Einlagen (Sparquote) deutscher Haushalte bleiben hoch, die Verschuldung im Privatsektor im internationalen Vergleich moderat.

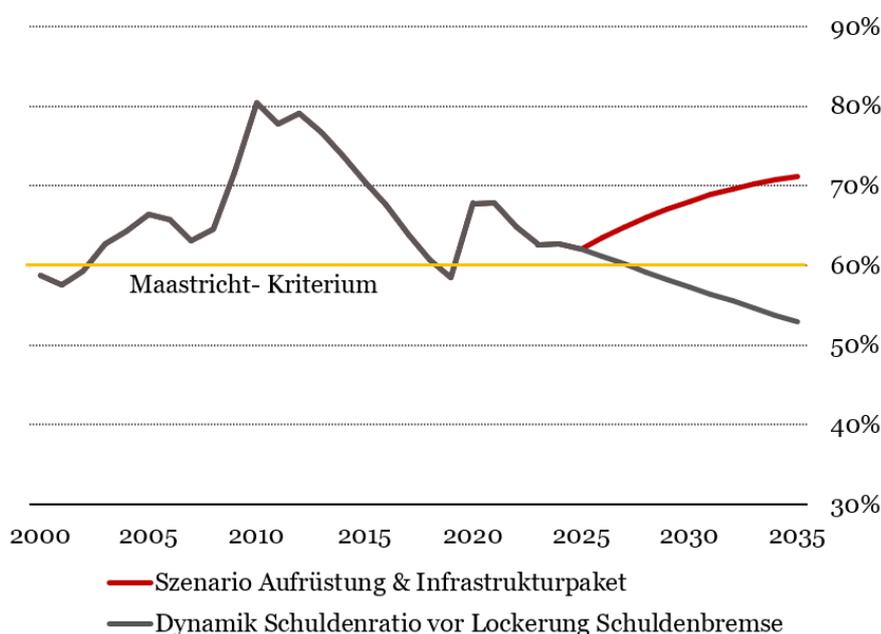
Zusammenfassend ist Deutschland wirtschaftspolitisch stark gefordert. Die Bereinigung von Fehlentscheidungen und Versäumnissen der Vergangenheit wird Zeit, Geld und nicht zuletzt politisches Kapital beanspruchen. Doch das Fundament bestehend aus breiter Wirtschaftsbasis, gesundem Staatshaushalt und institutioneller Stärke bleibt intakt. Diese Merkmale sichern dem Land trotz nachlassender Wachstumsdynamik ein starkes Kreditprofil – wenn auch kein makelloser mehr.

² [Institut der Deutschen Wirtschaft](#), 14. Mai 2024

Ausblick: Fiskalische Zeitenwende

Mit dem politischen Machtwechsel und der zukünftigen Kanzlerschaft Friedrich Merz erlebt Deutschland zurzeit eine wirtschaftspolitische Neukalibrierung und eine deutliche Abkehr von der bisher konservativen Haushaltspolitik. Indem Gelder für umfassende Rüstungs- und Infrastrukturprogramme gesprochen wurden, ist die fiskalpolitische Bazooka (Rüstung und Infrastruktur kombiniert EUR 1'000 Mia. über 12 Jahre; 21% des 2024 BIP) nun ordentlich geladen. Ob diese Gelder dann auch den Weg ins Ziel finden und die Basis für Deutschlands zukünftigen Erfolg bereiten werden, müssen die nächsten Jahre weisen. Die fiskalische Wende unter Merz stellt nicht eine vollständige Abkehr von Haushaltsdisziplin dar, wohl aber eine Relativierung der Schuldenbremse zugunsten gezielter Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur. Da beide Bereiche in der Vergangenheit unzureichend alimentiert wurden, sollte auch weniger von Zukunftsinvestitionen, sondern eher von Nachholbedarf gesprochen werden. Wir rechnen bei partieller Umsetzung der geplanten Programme und unter moderaten Wachstumsprognosen mit einem Anstieg der Schuldenratio Deutschlands auf über 70% des BIP. Dies stellt für unser aktuelles Rating (AA+) einen vertretbaren Wert dar. Zur Zugehörigkeit in den kleinen Kreis mit AAA eingestuften Ländern reicht es jedoch nicht. Entscheidend für die zukünftige Richtung des Ratings wird die Entwicklung der Schuldentragbarkeit sein. Diese wird massgeblich durch die Rückkehr zu Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit, eine vernünftige und glaubwürdige Fiskal- und Investitionspolitik sowie eine breit abgestützte Reformdynamik beeinflusst.

Grafik 2: Simulation Schuldenratio Deutschland (Staatsschulden/BIP)



Quelle: I-CV Berechnungen, IWF Daten

Kontext Europa – Fortschritt durch Krisen

Diese neue Investitionspolitik findet nicht im Vakuum statt. Auch auf EU-Ebene zeichnet sich ein Paradigmenwechsel ab. Mit dem «Rearm Europe Plan» (Readiness 2030) sollen Mittel über EUR 800 Mia. (die Hälfte des BIP Spaniens) in die Modernisierung und Bereitschaft der Streitkräfte fließen. Ein Teil davon soll durch supranationale Schuldenaufnahme, also mit der Europäischen Union als Gegenpartei, erfolgen. Mittel, die dann nicht auf dem Zähler der vielerorts schon stark verschuldeten Staaten Europas landen, sondern quasi auf Stufe Europa mittels Kreditaufnahme geschaffen werden. Damit wird auch Deutschlands fiskalischer Kurs zunehmend in ein europäisches Koordinatensystem eingebettet. Berlin gibt hier nicht mehr nur den Takt vor, sondern folgt dem Wunschbild eines wirtschaftlich und geopolitisch handlungsfähigeren Europas. Es sind Krisen wie wir sie in den letzten fünf Jahren durchleben mussten, die schubartig zu einer tieferen Integration Europas führen. Die jüngsten Krisen (Pandemie, Energie und Aggression Russlands) erscheinen deshalb als Katalysatoren für Schritte in Richtung Fiskal- (Emission von EU-Bonds) und Verteidigungsunion (Koordination von Beschaffung und Verteidigungsfähigkeiten). Aus Kreditsicht werden die Investitionsprogramme in Deutschland zu einem Anstieg der Schuldenratio führen. Die Kreditaufnahmen auf Stufe EU werden durch das EU-Budget und so indirekt durch die einzelnen Mitgliedstaaten und ihre Beiträge garantiert. Zur Bedienung und Amortisation der neuen Schulden auf Stufe EU wäre Wachstum die eleganteste Lösung, da die Beiträge als Prozentsatz des Bruttonationaleinkommens festgelegt sind. Reicht das Wachstum nicht aus, muss die EU die Mitgliedsbeiträge erhöhen. Diese werden in Form von Steuern erhoben, weshalb, wie so oft, am Schluss immer die zukünftigen Generationen von Steuerzahlern bzw. Konsumenten die Zeche bezahlen.

Fazit & Ausblick

Deutschland war lange der Wachstumsmotor Europas und im Windschatten der erfolgreichen Automobilindustrie kamen manche neuen Mitgliedstaaten in Mittel- und Osteuropa zu Wohlstand und Vollbeschäftigung. Die Pandemie verursachte eine Zäsur und seit 2022 scheint das Land nicht mehr in die Gänge zu kommen. Risse zeigen sich in der Infrastruktur, Verteidigungsbereitschaft und Innovationskraft. Die Bürokratie würgt das Unternehmertum ab und die Politik beschäftigte sich lange mit sich selbst. Mit dem designierten Bundeskanzler Friedrich Merz verbinden sich nun Erwartungen an eine wirtschaftspolitische Wende. Seine Ankündigungen, grossflächig zu investieren, zu reformieren und Deutschland zu alter Stärke zurückzuführen, deuten auf einen neuen wirtschafts- und sicherheitspolitischen Kurs hin. Positiv zu werten ist, dass die vielschichtigen Defizite erkannt und adressiert werden sollen. Die Programme bergen das Potenzial, Wachstumsimpulse auszulösen. Aber nur dann, wenn sie von strukturellen Reformen flankiert werden.

Aus Gläubigersicht bleiben zentrale Fragen offen: Wie nachhaltig ist das angestrebte Wachstum? Wie solide präsentiert sich die zukünftige Fiskalpolitik? Staatliche Programme schaffen häufig kurzfristige Wachstumsimpulse, die jedoch mit dauerhaftem Schuldenaufbau erkauft werden. Die Fiskalpakete erhöhen somit mit Bestimmtheit die Verschuldung und Finanzierungskosten, während staatliche Investitionslenkung selten von Erfolg gekürt ist. Mit dem gescheiterten Batterieprojekt Northvolt besteht eine aktuelle Blaupause, wie man es nicht machen sollte. Ohne klare Prioritäten und effiziente Allokation besteht die Gefahr, dass Mittel unproduktiv versickern und der positive Effekt schnell verpufft.

Damit das fiskalische Gleichgewicht gewahrt bleibt und Deutschland seine Kreditwürdigkeit langfristig sichert, braucht es mehr als Investitionen. Es braucht Reformen. Reformen erfordern Einschnitte und Veränderung, welche nicht bei allen Anspruchsgruppen auf Gegenliebe stossen werden. Die erforderlichen Schritte lassen sich in drei Kategorien ordnen:

- 1) **Entbürokratisierung:** Eine gezielte und systematische Entbürokratisierung (≠ Rundumschlag à la DOGE in den USA), verbunden mit Reformen der Unternehmenssteuern und Lohnnebenkosten, würde Investitionsanreize schaffen und das darbede Unternehmertum wiederbeleben. Deutschlands Innovationskraft ist unbestritten – doch sie braucht Raum, um sich zu entfalten.
- 2) **Fiskalische Neuordnung:** Bereitstellung von Mitteln für zukunftsgerichtete, wirtschaftlich sinnvolle Investitionen anstatt Ausbau der Anwartschaften. Es braucht Einsicht, Wille und Kraft, bei Sozialausgaben und Subventionen zu entrümpeln und dadurch Raum für staatliche Kernaufgaben (Sicherheit, Bildung und Infrastruktur) zu schaffen.
- 3) **Demografie und Migration:** Durch eine wirtschaftsfreundliche Migrationspolitik kann Deutschland gezielt Fachkräfte gewinnen und das Sozialsystem entlasten. Parallel dazu braucht es Reformen im Rentensystem und Modelle zur Integration älterer Menschen in den Arbeitsmarkt – Japan zeigt, dass das funktionieren kann.

Solange diese strukturellen Weichenstellungen ausbleiben und sich Schulden auf allen Ebenen anhäufen, bleibt das AAA-Rating für Deutschland bei I-CV ausser Reichweite. Deutschlands Kreditprofil ist weiterhin solide. Doch in welche Richtung die Reise geht, hängt nicht an Geld, sondern an politischer Entschlossenheit.

Trotz erforderlichen Einschnitten und Veränderungen führt auch in Zukunft kein Weg an deutschen Staatsanleihen vorbei. Auch erscheint die nominale Rendite deutscher Staatsanleihen bei aktuell 2.7% für zehnjährige Laufzeiten im Vergleich zu den extrem tiefen oder gar negativen Renditen der Jahre 2010 bis 2020 wieder interessant. Gegenüber anderen europäischen Staaten, welche eine höhere Verschuldung ausweisen, bleibt Deutschland auch wegen der hohen Liquidität Benchmark und handelt somit weiterhin auf deutlich tieferem Spread-Niveau als Spanien, Italien und Frankreich (allesamt Schuldenratios von >100% zum BIP). Auch erachten wir das innenpolitische und wirtschaftliche Überraschungspotential bei diesen Ländern als höher, was zu einer Ausweitung der aktuell tiefen Risikoprämien führen wird. Mit Blick auf den (Re-)Finanzierungsbedarf europäischer Staaten und der Europäischen Union über die kommenden Jahre, sei es zur Refinanzierung bestehender Schulden oder Finanzierung von Infrastruktur- und Rüstungsprogrammen, muss mit steigenden Volumen gerechnet werden. Der Angebotsüberhang wird in höheren Aufschlägen für schwache Staaten aber auch Unternehmen resultieren, während Deutschland weiterhin als «risikofreier» Anker im Verbund fungieren wird.

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichung dieses Dokuments ist nicht gestattet.