

Frankreich sorgt für Unruhe in der Eurozone

17. Juni 2024

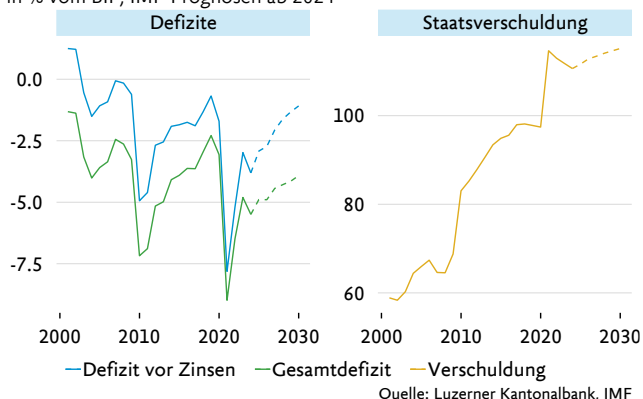
- Seit der Auflösung des französischen Parlaments und dem Ausrufen von Neuwahlen Ende Juni stehen die Finanzmärkte der Eurozone, vor allem aber von Frankreich, unter Druck.
- Die Wahlen vom 30. Juni stellen damit für die Märkte ein bedeutendes Risiko-Ereignis dar. Vorher dürfte nicht mit einer Erholung zu rechnen sein. Je stärker der Wahlausgang den Kurs Frankreichs der letzten Jahre in Frage stellt, desto negativer dürfte die kurzfristige Marktreaktion auf die Wahl ausfallen - und umgekehrt.
- Marktrücksetzer bieten aber auch Einstiegschancen, insbesondere wenn in Unsicherheitsphasen nicht mehr differenziert wird, ob Unternehmen vom Wahlausgang überhaupt betroffen sind.
- Grundsätzlich stellen politische Ereignisse meist nur vorübergehende Erschütterungen dar. Sie sind kein Grund, sich von gut diversifizierten gemischten Portfolios zu trennen.

Björn Eberhardt, Leiter Investment Office

Der Ausgang der EU-Parlamentswahlen vom 9. Juni 2024 mit seinem Rechtsruck insbesondere in Deutschland und Frankreich kam nicht komplett überraschend. Was die Finanzmärkte jedoch verunsicherte, war die Entscheidung des französischen Präsidenten Emmanuel Macron, das Parlament Frankreichs aufzulösen und Neuwahlen für den 30. Juni 2024 anzusetzen. Da die nächsten Präsidentschaftswahlen erst im Jahr 2027 anstehen, besteht damit die Aussicht, dass die Partei des Präsidenten in den kommenden drei Jahren nicht mehr die meisten Abgeordneten stellt und der Premierminister bzw. die Premierministerin künftig aus einer anderen Partei stammt. Das Regieren bzw. die Umsetzung grösserer Reformvorhaben dürfte dann noch einmal schwieriger werden, als es ohnehin schon war.

Haushaltssituation Frankreich

in % vom BIP, IMF-Prognosen ab 2024



Fiskalausblick mit gestiegenen Unsicherheiten

Für die Finanzmärkte am meisten relevant ist, dass dies vor dem Hintergrund einer schwachen fiskalischen Situation Frankreichs (laufende Haushaltsdefizite und steigende Staatsverschuldung) stattfindet. So wurde Frankreichs

Schuldner-Rating durch die Agentur S&P bereits Anfang Juni 2024 von AA auf AA- heruntergestuft, u.a. wegen höher als erwartet ausgefallener Fiskaldefizite. Und schaut man sich die Programme einiger grosser französischer Parteien an, fallen vor allem Vorschläge für Ausgabenerhöhungen und Steuersenkungen auf - eine Kombination, die eher für steigende Defizite und Staatsverschuldung spricht.

Risikoprämien und Aktienmärkte unter Druck

Seit der Auflösung des französischen Parlaments befinden sich nun die Aktien- und Anleihemärkte der Eurozone unter Druck, insbesondere aber die von Frankreich. Dabei ist der Fokus vor allem auf den Finanzwerten wegen ihrer Verbindung zu den Renditen von Staatsanleihen. So ist die Rendite 10-jähriger französischer Staatsanleihen von 3.1 % vor den Wahlen auf zwischenzeitlich 3.3 % gestiegen, bevor sie sich bei ca. 3.17 % einpendelte. Die Renditen vergleichbarer deutscher Staatsanleihen sanken dagegen von 2.55 % vor den Wahlen auf 2.37 % am Freitag. Der Risikoaufschlag für Frankreich gegenüber Deutschland stieg mithin von ca. 55 Basispunkten auf fast 80 - so hoch wie zuletzt im Jahr 2017 - vor den damaligen französischen Präsidentschaftswahlen.

Es verwundert daher wenig, dass auch französische Aktien seit den Wahlen markante Abgaben von durchschnittlich um 6 % verzeichneten und dadurch ihre bisherigen Jahresgewinne wieder verloren. Etliche Bankenaktien weisen sogar zweistellige Verluste auf, so die Société Générale (-16 %) oder die BNP Paribas (-13 %), aber auch Versorger sind überdurchschnittlich unter Druck. Bei den Banken dürfte der Anstieg der Risikoprämien bei den Staatsanleihen eine Rolle spielen, denn Staatsanleihen stellen eine wichtige Anlageklasse dar, die Banken u.a. aufgrund von Liquiditäts- und Eigenkapitalvorschriften halten müssen. Sinkt aber der Marktwert von Staatsanleihen, kommen am Markt sofort Sorgen auf, dass sich solche Buchverluste negativ auf die Eigenkapitalbasis auswirken. Die Zeiten der Eurokrise ab

2011 oder der US-Regionalbankenkrise von 2023 zeigten, wie schnell Marktpanik hier direkten Einfluss auf den Fortbestand von Unternehmen im Finanzsektor haben kann.

Risiko einer neuen Eurokrise noch gering

Natürlich stellt sich angesichts der Marktbewegungen und der Erinnerung an die Zeiten der Eurokrise die Frage, ob etwas Vergleichbares wieder aufflammen könnte. Für handfeste Gründe ist es noch zu früh, denn wirklich geändert hat sich vorerst nur die Ausgangslage für Frankreich durch die Auflösung des Parlaments. Alles andere ist derzeit primär Verunsicherung, wie es nach den Wahlen in knapp zwei Wochen weiter geht. Vorher ist eine Markterholung also kaum zu erwarten. Damit dürften die Risikoprämien innerhalb der Eurozone erhöht und der Euro zum Franken unter Druck bleiben. Sorgen um die Solidität des französischen Bankensektors erscheinen uns dabei aber klar übertrieben, denn die Banken sind solide finanziert und von Seiten der EZB und der EU bestehen Mechanismen, im Fall einer übertriebenen Marktpanik schnell stützend einzugreifen.

Schwierige Regierungsbildung voraus

Blickt man auf das Ergebnis der EU-Wahlen in Frankreich und aktuelle Wahlumfragen, so liegt nahe, dass die Rechtsaussern-Partei *Rassemblement National* (RN) mit etwas über 30 % Wahlsieger werden könnte, relativ dicht gefolgt von der *Allianz der linken Parteien* (etwas unter 30 %). Macrons Partei liegt demnach mit etwas unter 20 % auf Platz 3, wobei sich der Rest auf kleinere Parteien verteilt. Wahlprognosen werden durch das französische Wahlrecht schwierig, da dieses einen zweiten Wahlgang eine Woche später dort vorsieht, wo keine Kandidatin bzw. kein Kandidat im ersten Wahlgang eine absolute Mehrheit holte. In der Vergangenheit haben sich in einem solchen Fall häufig mehrere Parteien hinter eine Person gestellt, um einen Sieg des RN zu verhindern. Das könnte auch dieses Mal wieder geschehen und zu einem schlechteren Abschneiden des RN führen, als die Wahlumfragen nahelegen. Eine Regierungsbildung dürfte aber in jedem Fall schwierig werden, da der RN politisch isoliert ist (eine Ankündigung des Vorsitzenden der konservativen *Republicains*, mit dem RN zusammenarbeiten zu wollen, führte bereits zu dessen Parteiausschluss). Gleichzeitig sind die Linken in starker Opposition sowohl zum RN als auch Macrons Partei *Renaissance*.

Unter diesen Umständen eine Regierung zu ernennen, die in der Lage ist, politische Mehrheiten im Parlament zu erreichen, dürfte sich als schwierig gestalten. Damit ist es recht unwahrscheinlich, dass grössere Reformprojekte, die partiübergreifende Mehrheiten benötigen, in den kommenden Jahren in Frankreich absolviert werden können. Bedenklich ist dies, da das für die weitere fiskalische Konsolidierung nötig sein könnte. Hilfreich ist es, um Sorgen vor EU- bzw. Euro-Austritt Frankreichs zu lindern, da es dafür auch künftig keine Mehrheiten im Parlament oder der Bevölkerung geben dürfte. Als Motor weiterer Integration in EU und Eurozone dürfte Frankreich aber vorerst ausfallen.

Es ist dabei gut möglich, dass der Ausgang der französischen Wahlen deutlich von der - aus Sicht vieler Wählender vermutlich zweitrangigen - Europa-Wahl abweicht. Auch die derzeitige erhöhte Verunsicherung an den Finanzmärkten dürfte vom Wahlvolk nicht gänzlich unberücksichtigt bleiben. Insofern würde es an den Märkten vermutlich schon positiv gewertet werden, wenn Macrons Partei besser und der RN schlechter als prognostiziert abschneiden.

Unruhige Märkte - Was wir erwarten und empfehlen:

- Volatilität bei Euro-Vermögenswerten bis mindestens nach den französischen Wahlen erhöht, v.a. in Frankreich, aber auch in anderen Märkten, wie Italien und Spanien.
- Euro bleibt zum Franken vorerst unter Druck.
- Schweizerischen Nationalbank (SNB) dürfte am 20. Juni eine Zinssenkung vornehmen, unabhängig von den jüngsten Turbulenzen und der Aufwertung des Franken. Interventionen am Devisenmarkt sind ein adäquateres Mittel, um übermässigem Aufwertungsdruck zu begegnen.
- EUR-Anleihen weiterhin untergewichtet belassen, Übertreibungen bei den Eurozonen-Aktienmärkten für ein Rebalancing nutzen.
- Übertriebene Rücksetzer bei Unternehmensanleihen oder Aktien von guten Unternehmen mit soliden Bilanzen und Gewinnaussichten als Opportunitäten für einen Einstieg nutzen.
- Politische Unsicherheiten nicht als Grund zum Ausstieg aus den Finanzmärkten nehmen, stattdessen investiert bleiben. Es gilt die alte Börsenweisheit: «Politische Börsen haben kurze Beine»