

Sonderbericht

Neuwahlen in Frankreich: Auswirkungen auf EU und Kapitalmärkte



19. Juni 2024

Das Wichtigste in Kürze: Der Ausgang der Wahlen zum EU-Parlament zeigte in einigen EU-Ländern Stimmengewinne für Parteien am eher rechten Rand des Spektrums. Auch in Frankreich erhielt mit dem Rassemblement National (RN, früher als Front National bekannt) eine rechtsnationale Gruppierung die meisten Stimmen. Das von Staatspräsident Macron geführte Bündnis verlor die Wahl und erhielt nicht einmal die Hälfte der Stimmen des RN. Macron reagierte hierauf zur Überraschung Aller mit der Auflösung des Parlaments und der Ansetzung von Neuwahlen.

Die Reaktion der Finanzmärkte fiel eindeutig aus: Französische Staatsanleihen gerieten unter Verkaufsdruck, der Zinsabstand zu Bundesanleihen stieg auf mehrjährige Höchststände, die europäischen Aktienmärkte erlitten unter Führung französischer Finanzwerte deutliche Kursverluste und der Euro wertete gegenüber dem US-Dollar und dem Schweizer Franken ab.

Auslöser dieser negativen Reaktion der Kapitalmärkte waren deren Befürchtung, dass der RN unter Führung von Marine Le Pen nun auch die nationalen Parlamentswahlen gewinnen und zukünftig den französischen Premierminister stellen wird. Politisch steht der RN der Europäischen Union sehr kritisch gegenüber, sodass die Finanzmärkte ein Ende der als Motor der EU bezeichneten deutsch-französischen Zusammenarbeit, das Ausbleiben weiterer Integrationsfortschritte (z.B. bei der Kapitalmarktunion) oder sogar Rückschritte im europäischen Einigungsprozess befürchten. Dies belastet insbesondere den Euro. Zudem enthält das Parteiprogramm des RN teils sehr kostspielige Forderungen und eine fiskalpolitische Disziplinaufforderung aus Brüssel dürfte als unerwünschte Bevormundung ignoriert werden. Daher befürchten die Anleihemärkte eine weitere Destabilisierung der eh bereits kritischen Finanz- und Schuldenlage des französischen Staates. Dies belastet die Kursentwicklung der französischen Staatsanleihen und die Aktienkurse insbesondere französischer Finanzwerte.

In den folgenden Ausführungen sollen daher die Wahlaussichten des RN und die Besonderheiten des französischen Regierungssystems dargestellt werden, um beurteilen zu können, ob die Befürchtungen der Finanzmärkte gerechtfertigt sind und die Neuwahlen in Frankreich sogar eine erneute EWU-Krise auslösen könnten.

- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

1. Erwarteter Ausgang der Wahlen zum EU-Parlament löst unerwartete Neuwahlen zum französischen Parlament aus

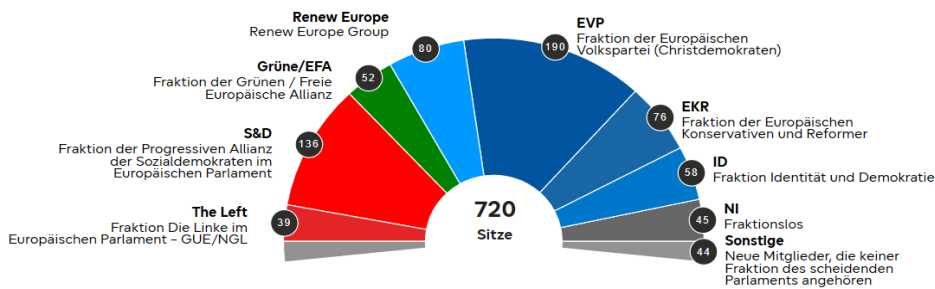
Die im Juni erfolgten Wahlen zum EU-Parlament ergaben zwar Stimmzugewinne für Parteien am rechten Rand des Spektrums, letztlich unterschieden sich die Ergebnisse aber nicht nennenswert von den zuvor veröffentlichten Umfragen. Die klassischen Parteien der Mitte konnten zudem ihre Stimmenmehrheit im Parlament klar verteidigen, sodass der konservative EVP-Block erneut Anspruch auf das Amt des EU-Kommissionspräsidenten erheben kann (siehe Graphik 1). Eine Wiederwahl der Amtsinhaberin Ursula von der Leyen (CDU) ist damit möglich geworden. Zusammenfassend bildete das Wahlergebnis somit eigentlich nicht die Basis für ein politisches Erdbeben in der EU.

EU-Wahlausgang trotz Rechtsrutsch nicht unerwartet, politische Mitte behält die Mehrheit.

Graphik 1: Vorläufige Sitzverteilung im EU-Parlament nach den Wahlen im Juni 2024

Europäisches Parlament 2024–2029

Vorläufige Ergebnisse

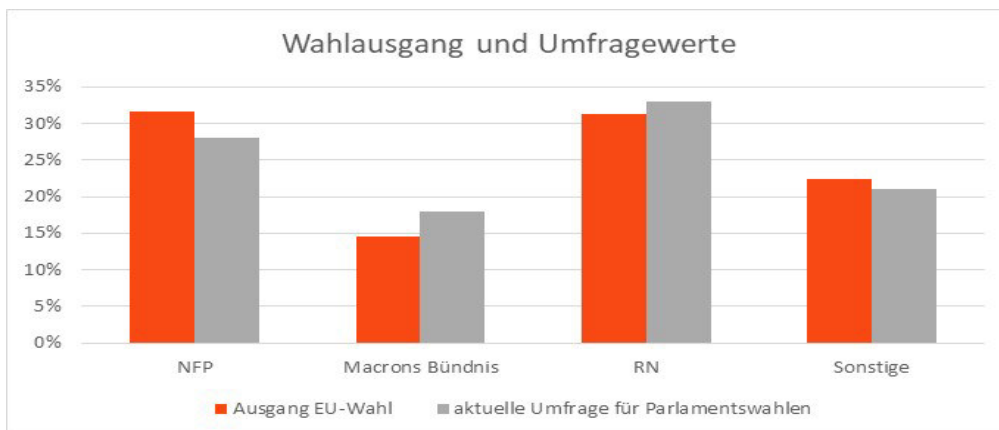


Quelle: results.elections.europa.eu

Dieses löste dann aber der französische Präsident Emmanuel Macron mit seiner völlig überraschenden Entscheidung aus, das französische Parlament, die Nationalversammlung, aufzulösen und innerhalb der kürzest möglichen Frist von 20 Tagen Neuwahlen anzusetzen. Diese werden nun in Form zweier Wahlrunden am 30. Juni und am 7. Juli stattfinden.

Frankreichs Präsident setzt unerwartet Neuwahlen an.

Graphik 2: Ausgang der EU-Wahlen in Frankreich sowie Wahlumfrage Parlamentswahlen



Quellen: results.elections.europa.eu sowie Ifop; eigene Darstellung

Die genaue Motivation Macrons ist nicht einfach nachzuvollziehen, denn der hohe Stimmenanteil der rechtsnationalen Gruppierung des Rassemblement National (RN) unter Führung Marine Le Pens bei den Europa-Wahlen (siehe Graphiken 2 und 3) lässt befürchten, dass sie auch bei dem nun in Bälde anstehenden Urnengang in Frankreich der Wahlsieger sein wird und damit zukünftig den französischen Premierminister stellen könnte.

Graphik 3: Wahlergebnisse des Front National bzw. des Rassemblement National



Quelle: Wikipedia; eigene Darstellung

Mögliche Erklärungsansätze für Macrons Entscheidung erfordern einige Fantasie. So baut der RN schon seit geraumer Zeit seinen Stimmenanteil bei den Wahlen und in Umfragen aus. Eventuell befürchtet Macron, dass ein einfaches „weiter so“ diesen Trend nur verstärkt hätte und versucht nun, über Neuwahlen die politischen Strukturen zu seinen Gunsten zu ändern. Dabei setzt er eventuell darauf, dass die Europa-Wahlen nun endgültig in Frankreich das Bewusstsein Aller dafür geschärft haben, dass der RN tatsächlich an die Macht gelangen könnte, und hofft daher nun auf einen Schulterschluss der demokratischen Kräfte. Dies ist im französischen Wahlsystem ein durchaus valider Punkt. Denn in den Wahlkreisen werden die Parlamentsmitglieder per Mehrheitswahl bestimmt. Alle Kandidaten, die im ersten Wahlgang mehr als 12,5% der Stimmen der Wahlberechtigten bekommen haben, treten in die zweite Wahlrunde ein. Schon in der Vergangenheit einigten sich dann die Parteien der (erweiterten) Mitte zur Verhinderung eines Erfolgs des RN-Kandidaten häufig auf einen gemeinsamen Bewerber um eine Aufsplitterung der „gemäßigten“ Stimmen zu vermeiden. Vor diesem Hintergrund hat z.B. die Wahlvereinigung Macrons („Renaissance“) nicht in allen Wahlkreisen eigene Bewerber aufgestellt, um nicht in Konkurrenz zu anderen Kandidaten aus der politischen Mitte zu treten, denen bessere Siegchancen eingeräumt werden.

Macrons Beweggründe schwierig zu verstehen.

Ein zweiter möglicher Gedanke Macrons könnte sein, dass selbst ein Wahlerfolg des RN langfristig nicht von Nachteil sein könnte. In Frankreich ist die Stellung des Staatspräsidenten, also aktuell Macrons, ungleich bedeutender als in Deutschland. Er vertritt Frankreich z.B. außenpolitisch und ist Oberbefehlshaber der Streitkräfte. Er hat den Vorsitz im Ministerrat und fertigt zudem Gesetze vor Inkrafttreten aus. Dies bedeutet, dass der RN selbst bei einem Wahlsieg und der Übernahme des Premierministeramts nicht uneingeschränkt regieren könnte. Macrons Kalkül könnte daher sein, dass er – selbst bei einem ungünstigen Wahlausgang – als Staatspräsident eine zu extreme Politik des RN verhindern können wird und der RN eventuell in den Augen der Bevölkerung als Partei in der tatsächlichen Regierungsverantwortung entzaubert werden könnte. Dies würde

die Chancen eines zentristischen Kandidaten bei den 2027 anstehenden Präsidentschaftswahlen deutlich verbessern (Macron selbst kann 2027 aber nicht mehr selbst kandidieren, da eine direkte, dritte Amtszeit in der Verfassung untersagt ist). Damit könnte das Ziel der Strategie Macrons sein, 2027 einen Doppelsieg des RN und dessen umfassende Machtübernahme zu verhindern. Welche Gründe auch immer Macron zu seiner Entscheidung bewogen haben, es stellt auf alle Fälle ein politisches Vabanque-Spiel dar.

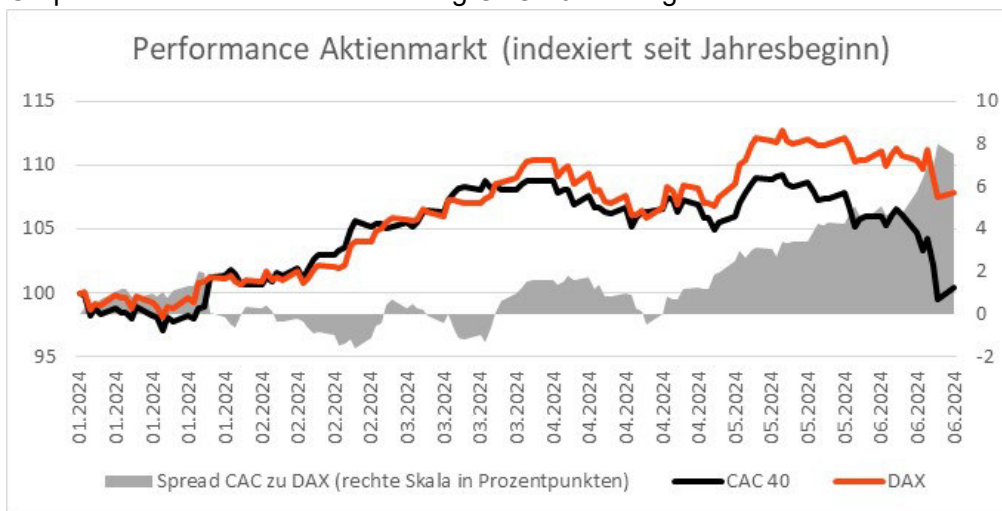
Neuwahlen stellen politisches Vabanque dar.

2. Reaktion der Finanzmärkte

Die Finanzmärkte zeigten sich nach Macrons Ankündigung von Neuwahlen deutlich verunsichert. Die Befürchtung eines Siegs des RN in den anstehenden Parlamentswahlen hat seither gravierende negative Auswirkungen auf die Kurse französischer Wertpapiere. So weisen z.B. französische Aktien im Vergleich zu Aktien aus anderen Ländern eine deutliche Underperformance auf. Der französische Leitindex CAC 40 verzeichnete eine um rund 7% negativere Kursentwicklung als z.B. der DAX in den ersten Tagen nach der Ankündigung der Neuwahlen (siehe Graphik 4). Insbesondere Finanzwerte aus dem Banken- und Versicherungssektor erlitten teilweise kräftige Kurseinbußen. Da französische Titel zudem mit rund 40% das höchste Gewicht im europäischen Leitindex Euro STOXX 50 einnehmen, wies auch der gesamteuropäische Aktienmarkt zuletzt eine deutlich schlechtere Kursentwicklung auf als z.B. die US-Märkte.

Französische Wertpapiere leiden unter Macrons Entscheidung.

Graphik 4: Relative Indexentwicklung CAC 40 im Vergleich zum DAX



Quelle: Bloomberg; eigene Darstellung, Stand 18.06.2024

Noch bedeutender – auch aus Sicht der französischen Regierung selbst – war die Reaktion der Anleihemärkte. Französische Staatsanleihen wiesen ausgeprägte Kursverluste auf. Neben der politischen Unsicherheit selbst, die die Ankündigung der Neuwahlen bezüglich der Ausrichtung und der Stabilität der neuen Regierung auslöste, sorgte das Programm des RN für massive Bedenken bei den Anleiheinvestoren. So fordert der RN z.B. milliardenschwere Steuersenkungen und eine (Wieder-)Absenkung des Renteneintrittsalters auf 60 Jahre. Allein diese beiden Maßnahmen würden den französischen Staat sehr viel Geld kosten und die Staatsverschuldung noch dynamischer in die Höhe treiben. Dies zu einem

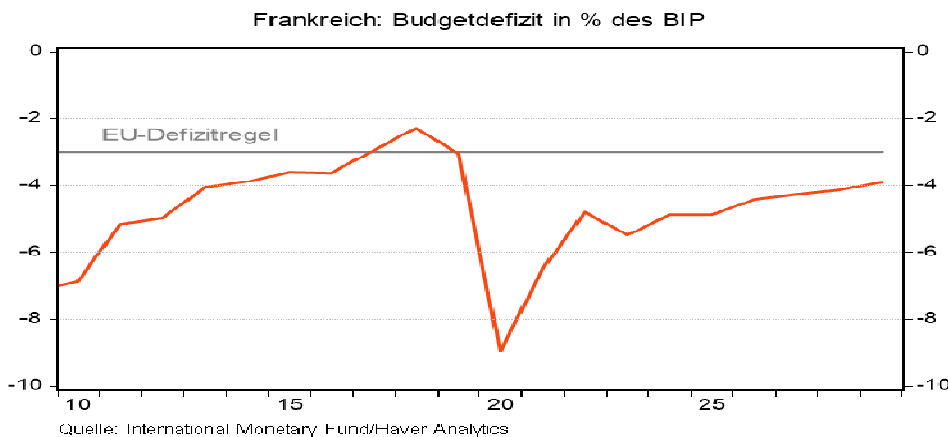
Französische Staatsanleihen unter Druck.

Zeitpunkt, zu dem die Finanzlage der französischen Regierung bereits seit Jahren sehr angespannt ist. Jedoch hat der Spitzenkandidat des RN, Jordan Bardella, betont, dass die Revision des Rentensystems zeitlich nicht oberste Priorität habe.

Die prekäre Finanzlage des französischen Staates zeigt sich z.B. an der Nettokreditaufnahme der Regierung. So wird geschätzt, dass sich das diesjährige Budgetdefizit im Bereich von 5% des BIP bewegen wird (siehe Graphik 5). Selbst unter den aktuell noch bestehenden politischen Bedingungen rechnen Volkswirte nur damit, dass das Budgetdefizit nächstes Jahr auf 4,4% und 2026 auf 3,9% fallen wird. Die Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF) fallen sogar noch pessimistischer aus. Die EU-Zielmarke von 3% liegt damit selbst ohne Regierungsbeteiligung des RN bereits in weiter Ferne, sodass Brüssel ein Defizitverfahren gegen Frankreich eingeleitet hat. Die EU-Kommission wird in diesem Zuge einen Sparhaushalt einfordern, den der Wahlsieger nicht liefern dürfte. Im Gegenteil, die vom RN angestrebte Finanzpolitik würde die Lage weiter deutlich verschärfen und einen offenen Konflikt mit Brüssel am Jahresende auslösen.

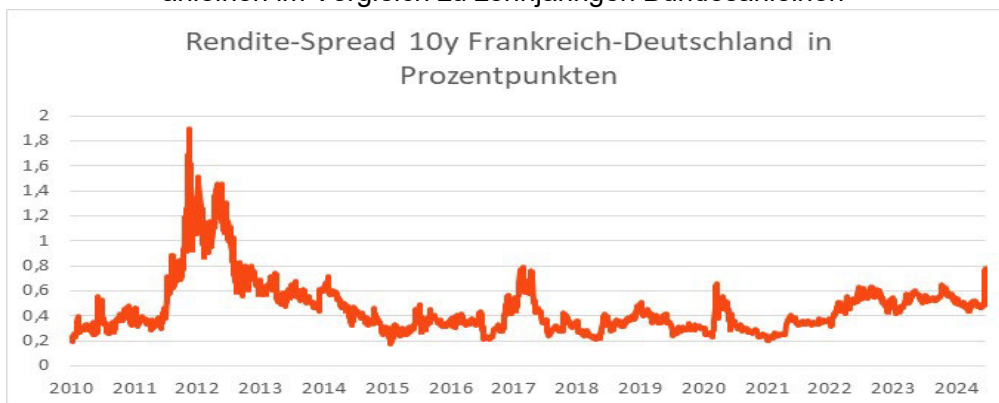
Finanzlage der französischen Regierung bereits angespannt.

Graphik 5: Budgetdefizit Frankreichs inkl. Prognosen gemäß IWF



Diese Aussichten setzten die Kurse französischer Staatsanleihen unter Druck. Dies verdeutlicht z.B. deren relative Kursentwicklung im Vergleich zu deutschen Bundesanleihen. Der Zinsaufschlag, den Frankreich z.B. im zehnjährigen Laufzeitenbereich zahlen muss, stieg innerhalb weniger Tage sprunghaft von knapp 50 Basispunkten auf rund 80 Basispunkte an und erreichte damit das höchste Niveau seit der Euro-Krise 2012 (siehe Graphik 6).

Graphik 6: Entwicklung des Zinsaufschlags zehnjähriger französischer Staatsanleihen im Vergleich zu zehnjährigen Bundesanleihen



3. Szenarien für den Wahlausgang und die mögliche Reaktion der Finanzmärkte

Für die weitere politische Entwicklung der EU und das Geschehen auf den europäischen Finanzmärkten in den kommenden Wochen stellt somit der Wahlausgang in Frankreich ein wichtiges Kriterium dar. Vieles spricht dafür, dass die Franzosen beim anstehenden Urnengang nicht völlig anders als in der Europa-Wahl wenige Wochen zuvor abstimmen werden (siehe Graphik 2 auf Seite 2). Es ist zwar zu beobachten, dass viele Wahlberechtigte die Europa-Wahl als weniger bedeutend als die nationalen Parlamentswahlen einstufen, und daher die EU-Abstimmung zum Wahlprotest nutzen. Auch eine zu erwartende, höhere Wahlbeteiligung dürfte eher den zentristischen Parteien zugutekommen. Dennoch wäre es auch angesichts der vorliegenden Wahlumfragen erstaunlich, wenn das Ergebnis materiell abweichend ausfallen würde.

Wahlausgang dürfte für Kapitalmärkte entscheidend sein.

Auffallend bei den Umfragen ist der hohe Zuspruch für politisch extreme Lager. Denn mit der Partei Reconquete („Rückeroberung“) erhält selbst eine Partei rechts des RN noch nennenswerten Zuspruch. Am anderen Ende des Spektrums gibt es sogar mehr als eine ganze Handvoll linksextremer Parteien. Am bedeutendsten ist La France Insoumise („Rebellisches Frankreich“) unter dem Vorsitz von Jean-Luc Melenchon. Sie hat sich mit anderen Linksparteien zum Wahlbündnis NPF (Neue Populistische Front) zusammengeschlossen und liegt in den Wahlumfragen mit 26% an zweiter Stelle. Auch dieses Bündnis verfolgt fiskalpolitisch sehr kostspielige Forderungen, lehnt die Budgetregeln der EU offen ab und kokettiert immer wieder mit der Abschaffung des Euro.

Sehr hoher Zuspruch für politisch extreme Wahlbündnisse zu erwarten.

Die zentristischen Parteien, Renaissance und Republikaner, kommen laut Umfragen wohl nur auf rund ein Viertel der Stimmen. Selbst wenn die Sitzverteilung im Parlament doch etwas zentrumslastiger ausfallen könnte, erscheint ein Wahlergebnis, bei dem entweder die rechtsextreme Gruppierung um den RN oder das linksextreme Bündnis um Melenchen als Wahlsieger hervorgehen wird, aus heutiger Sicht das wahrscheinlichste Szenario. Dabei dürfte aber selbst der RN nicht die absolute Sitzmehrheit im Parlament gewinnen, sondern müsste sich als Minderheitsregierung immer wieder Mehrheiten im Parlament suchen. Eher unwahrscheinlich erscheinen somit Szenarien einer absoluten Sitzmehrheit für einen Parteienblock oder doch noch ein umfassender Wahlerfolg der politischen Mitte.

Konkret bedeutet dies aus Sicht der Finanzmärkte, dass sie für die zukünftige politische Lage in Frankreich vier Aspekte mit hoher Wahrscheinlichkeit einpreisen müssen:

- Die Verhandlungen zur Regierungsbildung dürfte längere Zeit erfordern, da keine Gruppierung die absolute Sitzmehrheit im Parlament erringen dürfte. Wahrscheinlich ist eine Art Minderheitsregierung ohne feste Stimmenmehrheit im Parlament.
- Der zukünftige französische Premierminister wird voraussichtlich aus einer politisch extremen Gruppierung stammen.

- Premierminister und Staatspräsident werden aus unterschiedlichen politischen Strömungen kommen und um Kompromisse ringen müssen („cohabitation“)
- Die Gefahr einer zukünftig noch laxeren Fiskalpolitik sowie von zunehmenden Konflikten mit der EU um die Akzeptanz und Einhaltung der Fiskalregeln ist groß.

Angesichts dieser Aussichten wird die bereits erfolgte Reaktion der Kapitalmärkte verständlich. Kurzfristig ist von einer anhaltend hohen Volatilität auszugehen, denn die Unsicherheit wird im Minimum bis zur Bekanntgabe des endgültigen Wahlergebnisses Mitte Juli anhalten. Erweist sich die Annahme einer langwierigen Regierungsbildung als richtig, wird diese Unsicherheit sogar noch einige Wochen länger anhalten. Bis das Regierungsprogramm endgültig steht und bekanntgegeben sein wird, besteht somit für die Finanzmärkte wohl noch eine längere Phase der Ungewissheit. In dieser Periode ist weiter mit hohen Schwankungen der Kurse französischer Aktien und Anleihen zu rechnen. Per Saldo erscheint zumindest zeitweise ein weiterer Anstieg der Spreads französischer Staatsanleihen in Relation zu Bundesanleihen wahrscheinlich. Dies auch mit Blick auf eine theoretisch mögliche Unterstützung seitens der EZB. Zwar besteht mit dem TPI („Transmission Protection Instrument“) inzwischen ein institutionalisiertes Anleihekaufprogramm zur Stützung unter Druck geratener Anleihen aus EWU-Ländern. Angesichts der kritischen Finanzlage Frankreichs und eines laufenden Defizitverfahrens wird es für die EZB aber eine Herausforderung sein, die Aktivierung des TPI-Programms wie erforderlich mit fundamental nicht gerechtfertigten Marktverwerfungen zu begründen. Auch beschleunigte Leitzinssenkungen oder die Wiedereinführung eines allgemeinen Anleihekaufprogramms um die Kurse französischer Staatsanleihen zumindest zusammen mit den Anleihen aller EWU-Staaten zu stützen, erscheint angesichts der gegenwärtig immer noch deutlich über dem Zielwert von 2% verharrenden Inflation nur im Falle extremer Entwicklungen möglich. Auch die Tatsache, dass die Wertpapiere aus anderen EWU-Mitgliedstaaten (insbesondere aus Italien) unter Ansteckungseffekten leiden und ebenfalls unter Druck geraten sind, dürfte die EZB angesichts des bislang überschaubaren Ausmaßes nicht aktiv werden lassen. Nur für den Fall sehr starker Verwerfungen an den Finanzmärkten, z.B. im Falle eines Rücktritts Macrons und der Ansetzung von Präsidentschaftswahlen, könnte die europäische Notenbank eventuell zum Handeln gezwungen sein.

Sollte die RN in einer zweiten, anschließenden Phase tatsächlich den Premierminister (und die Fachminister) stellen, hoffen viele Analysten auf eine politische Mäßigung der Partei. In der jüngeren Geschichte Europas lassen sich durchaus Beispiele dafür finden, dass Oppositionsparteien mit extremen Positionen in der Regierungsverantwortung unter dem Zwang der Realität deutlich gemäßigter aufgetreten sind. Aktuell lässt sich hier das Beispiel der italienischen Regierung unter Premierministerin Meloni von der rechtsextremen Partei „Fratelli d'Italia“ anführen. In diese Richtung weisen auch jüngste Aussagen Le Pens, dass der RN im Falle eines Wahlsieges nicht versuchen werde, Macron aus dem Amt zu drängen, sondern eine konstruktive Zusammenarbeit im Sinne der „cohabitation“ anstreben werde. Auch bei den aktuellen Wahlforderungen fiel der Ton des RN deutlich gemäßigter aus als noch in früheren Wahlkämpfen. Zudem setzen die Analysten darauf, dass Macron aufgrund seiner starken Stellung als Staatspräsident im System der „cohabitation“ zu extreme Politiken der RN-Regierung verhindern können wird. In dieser Phase erscheint ein Rückgang der Finanz-

Längere Phase der politischen Unsicherheit wahrscheinlich.

Eingreifen der EZB unwahrscheinlich.

Gemäßigte Politik des RN bei Regierungsübernahme erhofft.

marktvolatilität, eine (relative) Erholung der Aktienkurse und eine Gegenbewegung bei den Zinsaufschlägen wahrscheinlich. Letzte dürften aber nicht mehr zur Gänze auf das Ausgangsniveau von vor den Europa-Wahlen zurückkehren. Hierfür spricht auch die Erwartung, dass der RN letztlich eine laxere Fiskalpolitik betreiben und in einen wohl dauerhaften Konflikt mit den EU-Finanzregeln treten wird. Dies wird zu häufigem Streit mit der Brüsseler Bürokratie und dem ECOFIN-Rat führen. Zudem wird dies die Möglichkeit der EZB, im Notfall stützend auf den Anleihemärkten einzugreifen, einschränken, was die Finanzmärkte einpreisen dürften. Eine völlige Eskalation des finanzpolitischen Verhaltens und des Zwists mit den EWU-Partnern erscheint in dieser Phase eher unwahrscheinlich.

Längerfristig – falls sich die politische Lage nach den Parlamentswahlen tatsächlich wieder stabilisieren sollte – wird dann die nächste Wahl zum Staatspräsidenten 2027 sehr wichtig. Ginge das Kalkül Macrons nicht auf und der RN gewänne auch diese Abstimmung, wäre die Regierungsmacht endgültig in der Hand des RN. Die Gefahr einer dann extremen Ausrichtung der französischen Politik und erneuter Marktunruhen wäre sehr hoch. Selbst eine erneute, tiefgehende Euro-Krise wäre in diesem Fall nicht gänzlich ausgeschlossen, falls der RN dann seine antieuropäische Haltung offen und in vollem Ausmaß zur Politik machen würde.

*Präsidentschaftswahl
2027 wäre nächstes
wichtiges Datum.*