

BÖRSENBLATT

FÜR DIE GEBILDETEN STÄNDE

Nr. 86, November 2012

Denk' ich an Frankreich ...

*Denk' ich an Deutschland in der Nacht,
Dann bin ich um den Schlaf gebracht,
Ich kann nicht mehr die Augen schließen.
Und meine heißen Tränen fließen.*

...

*Gottlob! durch meine Fenster bricht
Französisch heitres Tageslicht;
Es kommt mein Weib, schön wie der Morgen,
Und lächelt fort die deutschen Sorgen.*

Heinrich Heine, Nachtgedanken (1843)

Es hat sich eben viel getan seit dem Vormärz. Deutschland steht zwar immer noch gut da, wie schon zu Heines Zeiten („Deutschland hat ewigen Bestand, Es ist ein kerngesundes Land;“), Frankreichs Frauen gewiss auch, aber die Lösung der europäischen Krise ist nicht aus Frankreich zu erwarten. Genau genommen ist Frankreich in einem beklagenswerten Zustand und die Regierung Hollands hat sich bislang nicht als Segen erwiesen.

Frankreich steht nicht besser da als Italien, das aber erheblich höhere Zinsen zahlt. Dabei sprechen die Zahlen (die letztlich ganz ähnlich sind) an einigen entscheidenden Stellen sogar eher für Italien. Frankreich hat zwar einen niedrigeren

Schuldenstand relativ zur Wirtschaftsleistung als Italien (86% ggü. 120%), ist aber wesentlich weniger in der Lage, diesen zu kontrollieren. Das strukturelle Haushaltsdefizit liegt in Italien bei 2,5%, in Frankreich (wie in Spanien) bei 7%. Ein solches Defizit ist nur unter erheblichen Schmerzen abzubauen. Da Frankreich sich derzeit aber am Rande einer Rezession befindet,

ist es dazu nicht wirklich in der Lage. Kürzt es den Haushalt dramatisch, bekommt es eine Rezession, die es (und die Eurozone) sich nicht leisten kann. Erhöht es die sowieso recht hohen Steuern zu stark, trifft das die Unternehmen, in denen das Geld verdient werden soll, um die Schulden zu bedienen.

Frankreich ist ein wirtschaftlich starkes Land, mit hervorragenden Unternehmen, auch im globalen Maßstab. Total, L’Oreal, LVMH, Alstom, BNP Paribas, AXA, die Liste der vorzeigbaren Unternehmen ist lang und schön. Diese

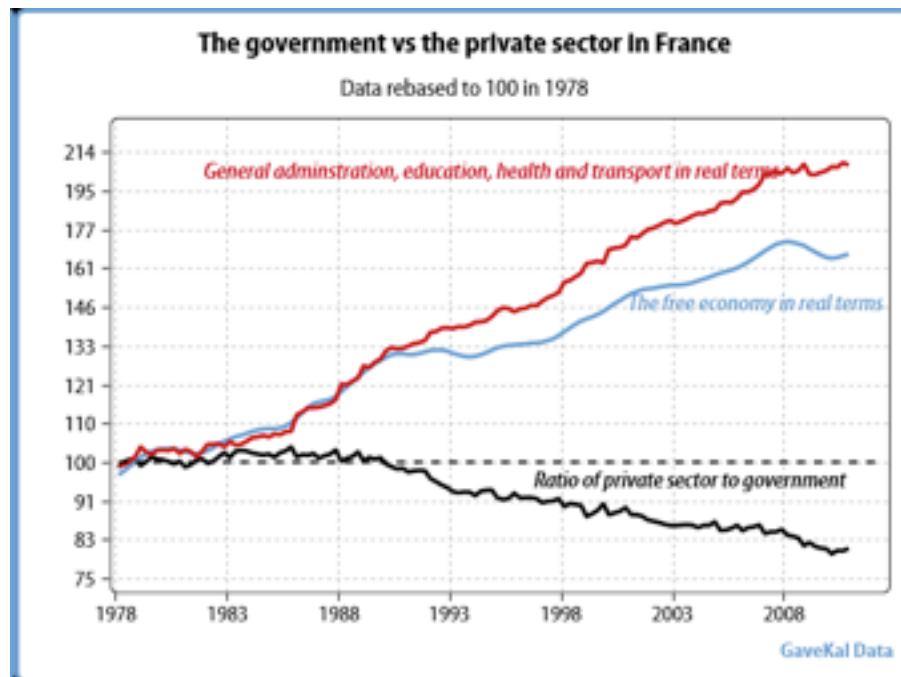
Substanz ist der Hauptgrund, warum die Märkte davon ausgehen, dass Frankreich sich am Ende aus eigenen Ressourcen finanzieren kann. Die Unternehmen lassen sich vielleicht noch höher besteuern. Der



Heine konnte noch schlafen beim Gedanken an Frankreich

zweite Grund für die niedrigen Zinsen ist die Schweizer Nationalbank. Sie kauft Euros, um den Franken vor der Aufwertung zur Parität und die heimische Exportindustrie vor dem Schicksal der japanischen¹ zu bewahren. Diese Euros kann sie nicht wirklich brauchen und kauft daher deutsche und französische Staatsanleihen in enormem Umfang. Damit sind die Zinsen dieser Länder auf ein Niveau gesunken, das nicht realistisch ist und insbesondere in Frankreich den Eindruck erweckt, die Staatsfinanzen seien solide. Das ist eine Illusion.

Frankreichs Antwort auf jede Krise und auf jeden Boom ist eine Ausweitung der Staatsmacht. Das war schon unter dem Sonnenkönig so. Die nebenstehende Grafik von GaveKal, einem der besten unabhängigen Ökonomie-Analysehäuser, zeigt, wie die Staatsquote in Frankreich gnadenlos steigt, in guten wie in schlechten Tagen. Auch jetzt hat die Regierung wieder beschlossen, zusätzliche Staatsdiener anzustellen. Und obwohl der Franzose an sich sehr alt und immer älter wird, soll er nur noch bis 60 arbeiten. Ein immer größerer Teil der Bevölkerung lebt vom Staat. Die Theorie sagt, dass eine weitgehend staatlich organisierte Wirtschaft verkrustet, zu Monopolen neigt und ihre Dynamik und Innovationskraft verliert. Will Frankreich wieder auf gesunden Füßen stehen, wird es diesen Trend umkeh-



ren müssen. Dafür hat es aber nicht die richtige Regierung gewählt.

Die alte Regierung war schon schlecht genug, die neue macht aber fast gar nichts mehr richtig. Sie versucht die Löcher zu etwa zwei Dritteln durch Steuererhöhungen und zu einem Drittel durch Kürzungen zu stopfen. Richtig wäre das umgekehrte Verhältnis gewesen. Hinzu kommt eine Symbolpolitik, die dem Volk zeigen soll, dass auch die starken Schultern, die Reichen, die von den guten Zeiten profitiert haben, nun einen erheblichen Anteil an der Gesundung der Staatsfinanzen tragen sollen. Sie müssen solidarisch sein in Zeiten der Krise. Leider ist die Sache mit der Solidarität nicht so einfach, denn sie lässt sich nicht einfordern.² Die Konsequenz ist,

¹ Die Deutschen klopfen sich seit einigen Jahren auf die Schulter, weil es im Export so rund läuft. Ihnen ist bislang nicht aufgefallen, dass der japanische Yen gegenüber dem Euro um 40% aufgewertet hat und dass damit die dortige Industrie nicht mehr international wettbewerbsfähig ist. Hauptkonkurrent der deutschen Industrie ist aber die japanische. Wenn sich die Kostenbasis der Konkurrenz um ein Drittel (Vorprodukte sind für Japan teurer geworden, weshalb die Aufwertung nicht voll durchschlägt) verteuert, ist es nicht sehr schwer, im Export zu glänzen. Wenn der Yen einmal unter Druck kommt - was nur eine Frage der Zeit ist - werden unsere Helden des DAX schnell von ihrem Glanz verlieren.

² Einfordern lässt sich Geld, nicht aber eine Haltung. Solidarität ist eine Überzeugung, die aus dem Gewissen gespeist wird. Wenn jemand Solidarität fordert, klagt er eine bestimmte Verfassung des Gewissens ein. Etwas genuin subjektives wird behandelt, als sei es objektiv. Solidarität einzufordern ist, philosophisch gesehen, etwas töricht.

dass die unternehmerische Tätigkeit in Frankreich noch weiter nachlässt. Ein erstes Anzeichen ist, dass die Anzahl der zum Verkauf stehenden Immobilien in Frankreich mit einem Preis von über einer Million Euro in den letzten Monaten sprunghaft angestiegen ist. Belgien und die französische Schweiz rufen.

Sehr, sehr grob und holzschnittig lässt sich sagen, dass ein Staat darauf achten muss, die drei für sein funktionieren wesentlichen Gruppen nicht zu verprellen. Erstens das einfache Volk, zweitens die Staatsdiener, drittens die Unternehmer. Diese Gruppen müssen sich alle wohl fühlen, sonst funktioniert ein Staat nicht. Wenn sie aus dem Ruder laufen, kommt es zu sozialen Unruhen, schlechter Verwaltung und Korruption bzw. es geht dem Staat das Geld aus. Frankreich riskiert derzeit, seine Unternehmer nachhaltig zu verprellen.

Die „Schlacht um den Franc“

Ein Blick in die Geschichtsbücher ist wenig ermunternd. Frankreich braucht häufig sehr lange, um sich in wirtschaftliche Notwendigkeiten zu fügen. Lehrreich ist die Frankenkrise nach dem ersten Weltkrieg, in deren Verlauf sich Frankreich immer wieder kurz vor die Zahlungsunfähigkeit begeben hat, um dann von den Märkten in ihrer bekannt ruppigen Art auf die realen Möglichkeiten der Haushaltsführung hingewiesen zu werden. Frankreich war zu der Überzeugung gelangt, seine wirtschaftlichen Probleme für die nächste Generation gelöst zu haben. Der Versailler Vertrag versprach gewaltige Zahlungen aus Deutschland, mit denen sich das Land nicht nur wieder aufbauen, sondern auch verschönern ließe. Der Staat rechnete sich reich und machte die Rechnung ohne den Wirt.

Der Staat konnte sich nicht der patriotischen Pflicht entziehen, ein soziales Netzwerk zu schaffen für die Männer und Frauen, die das Land verteidigt und den Sieg errungen hatten. Darüber hinaus

mussten die vom Krieg zerstörten nord-östlichen Départements wieder aufgebaut werden. Da der Zahlungseingang aus Deutschland sich zäh gestaltete und die Nationalversammlung gespalten war (die Linken verlangten eine Vermögenssteuer, die Rechten eine Beschneidung der Sozialprogramme, nichts Neues unter der Sonne) musste die *Banque de France* das Defizit finanzieren und kaufte Staatsanleihen. Das Defizit sollte auch gegenüber Deutschland und den USA (dem Hauptgläubiger Frankreichs) deutlich machen, dass Frankreich auf die Reparationen angewiesen war. Entsprechend wurden auch keine ernsthaften Anstrengungen unternommen, das Problem selbst zu lösen. Das Defizit und die Weise seiner Finanzierung führten zu Inflation und einem Verfall des Wechselkurses des Franc, da mancher Bürger sein Vermögen in Gold, Dollar oder Sterling besser aufgehoben sah. Ein Gesetz sah zwar vor, dass der Staat spätestens ab 1922 seine Schulden bei der Zentralbank zurück zahlen sollte, aber da aus Deutschland mal wieder wenig kam, versuchte die Politik besonders schlau zu sein. Der Staat lieh sich bei Privatbanken zwei Milliarden Franc, zahlte sie an die Zentralbank und diese stellte den Privatbanken wiederum einen Kredit in gleicher Höhe zur Verfügung. Dem Gesetz war so genüge getan, aber die Dummheit der Märkte und Menschen wurde überschätzt. Der Staat sah aus wie ein Hütchenspieler am Eiffelturm und der Franc fiel weiter.

Kurze Erholungsphasen gab es für den Franc immer, wenn die Hoffnung auf Reparationen hochkochte. So im Jahr 1921, als die Alliierten beschlossen, Deutschland müsse 31 Milliarden Dollar zahlen (damals war der Dollar noch viel wert). Oder 1923, als der Premierminister Poincaré es satt hatte, sich an der Nase herumführen zu lassen und zusammen mit den tapferen Belgiern das Ruhrgebiet besetzte. Als sich herausstellte, dass der passive Widerstand mit den zur Verfügung stehenden Mitteln nicht zu brechen war, fiel der Franc

nun um so schneller, weil der Staat auch noch für eine sinnlose Militärcampagne aufkommen musste. Als die Regierung auch noch im Parlament beantragte, die Rückzahlung der Kredite der *Banque de France* auszusetzen, war jedes Vertrauen verspielt und der Franc im freien Fall.

Mit dem Dawes-Plan 1923/24 war endlich geklärt, was die Deutschen zahlen sollten (ca. ein Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung) und die Regierung konnte, mit Hilfe der Mitte-Rechts Parteien eine Erhöhung der Umsatzsteuer um zwanzig Prozent durchsetzen. Damit war das Haushaltsloch weitgehend gestopft, aber kein Friede eingekehrt. Die Mitte-Links-Regierung, die 1925 unter dem bedeutenden Beethoven-Biographen Edouard Herriot an die Macht kam, spielte mit dem Gedanken einer einmaligen Vermögensabgabe von zehn Prozent, als Ersatz für die von der breiten Masse zu zahlende Umsatzsteuer. Das Geld verließ daraufhin grußlos das Land, wurde auf Bankkonten in Genf, London und New York angelegt und der Franc setzte seinen Verfall weiter fort. Die schwindende Kapitalbasis bedeutete, dass die Steuer für das noch nicht geflohene Kapital umso höher ausfallen musste, sodass sich nun auch die größten Patrioten auf den Weg ins Ausland machten. Es kam zu Panikverkäufen des Franc und französischer Staatsanleihen. Zwischen Oktober 1925 und Juli 1926 waren die politischen Verhältnisse extrem instabil und die durchschnittliche Verweildauer eines Finanzministers betrug fünf Wochen.

Die „Schlacht um den Franc“ kam erst zu einem Stillstand, als alle Parteien ermüdet waren und sich auf das Vernünftige und Machbare einigten: Poincaré wurde wieder Premierminister, ernannte ein Kabinett von

Technokraten, verfügte eine geringfügige Erhöhung der indirekten Steuern und eine Kürzung der Sozialausgaben. Das Geld kam zurück nach Frankreich, der Franc erholte sich und das Land kam endlich zur Ruhe.

Vorsicht bei französischen Anleihen

Wie weit die Parallele zum Frankreich des Jahres 2012 trägt, muss sich noch weisen. Glücklicherweise befindet sich Frankreich diesmal nicht in der Stimmung für militärische Abenteuer, dafür sind die sozialen Wohltaten umso gewaltiger. Früher wäre in einem solchen Fall der Franc gefallen um die Politik daran zu erinnern, dass sie sagen muss, woher das Geld kommt, bevor sie es ausgibt. Innerhalb der Eurozone übernehmen diese Rolle die Kreditmärkte, auf denen schwache Staaten nur gegen hohe Zinsen Geld leihen können (sollten).

Wir halten es also durchaus für möglich, dass der Markt für französische Anleihen ins Rutschen kommt, dass auch die Käufe der Schweizer irgendwann nicht mehr ausreichen, um die schlechten Zahlen zu übertünchen. Eine Ausfallversicherung für Französische Staatsanleihen ist derzeit wohl die sinnvollste Weise, sich gegen weiteres Elend in der Eurozone abzusichern.

Dr. Georg v. Wallwitz, CFA
+49-89-255 466-0

DISCLAIMER: Dieser Artikel enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der Eyb & Wallwitz Vermögensmanagement GmbH. Diese Meinungen können sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Der Artikel dient der Unterhaltung und Belehrung und ist kein Anlagevorschlag bezüglich irgendeines Wertpapiers, eines Produkts oder einer Strategie. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann. Die Quelle für die Grafiken ist, so weit nicht anders vermerkt, Bloomberg.