3 Lochside Crescent
Edinburgh, EH12 9SA
United Kingdom

aegonam.com

aegon
asset management

Marktkommentar

Europäische Structured-Credit-Märkte im Spannungsfeld des französischen Haushaltsdrucks

Die politische und fiskalische Unsicherheit in Frankreich stellt den europäischen Structured-Credit-Markt auf die Probe. Wir untersuchen die Risiken für Haushalte und Unternehmen sowie die Folgen für die Anlageklasse.

Frankreich im Fokus

Die politische und fiskalische Unsicherheit in Frankreich rückte in der vergangenen Woche in den Mittelpunkt der Finanzmärkte. Frankreichs fiskalische Probleme sind zwar seit Langem bekannt, doch die jüngsten politischen Unruhen haben das Thema bei den Anlegern ganz nach oben auf die Agenda gesetzt. Die Finanzierungskosten des französischen Staates sind stark gestiegen: Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen erreichte 5,14 %, und der Renditeaufschlag gegenüber deutschen Bundesanleihen überstieg 175 Basispunkte. Bei einem entwickelten europäischen Land werden solche Niveaus allgemein mit erheblichen fiskalischen Risiken in Verbindung gebracht.

Ein Teil des unmittelbaren Drucks ließ nach, nachdem Moody’s am 23. Oktober Frankreichs Staatsrating Aa3 beibehalten hatte – allerdings mit negativem Ausblick. Zudem begannen die Märkte rasch, über eine mögliche Stützungsmaßnahme der EZB zu spekulieren; die EZB ist heute deutlich besser in der Lage zu handeln als 2011. Die zugrunde liegende Herausforderung ist jedoch nicht verschwunden. Angesichts eines für 2026 erwarteten Defizits von 5,4 % des BIP und einer politischen Zersplitterung, die die Haushaltskonsolidierung erschwert, dürfte Frankreich eine Quelle der Volatilität an den europäischen Märkten bleiben. Wahrscheinlich muss sich die Lage in Frankreich zunächst weiter verschlechtern, bevor sie sich bessert.

Französische Consumer-ABS

Die allgemeine Schwäche französischer Vermögenswerte führte zu einer Neubewertung von ABS- und RMBS-Anleihen mit Engagements in französischen Haushalten. Die Spreads vorrangiger französischer RMBS sind auf rund 90 Basispunkte gestiegen. Der Abstand zu vergleichbaren niederländischen RMBS ist damit so groß wie seit mehreren Jahren nicht mehr. Vor diesem Hintergrund untersuchen wir, was der makroökonomische Ausblick für französische ABS und RMBS bedeutet.

Französische RMBS

Französische RMBS sind besser abgeschirmt, da die zugrunde liegenden Kreditpools aus bonitätsstarken Kreditnehmern bestehen. Zwar dürften sie weniger stark davon betroffen sein, ob Kreditnehmer sich ihre Zahlungsverpflichtungen leisten können; gegen Arbeitslosigkeit sind sie jedoch nicht immun. Nahezu alle französischen Hypotheken sind festverzinslich. Daher sind Kreditnehmer praktisch keinem Zinsanpassungsrisiko ausgesetzt, wie es etwa im Vereinigten Königreich zu beobachten ist. Eine schwächere Lage am Arbeitsmarkt könnte allerdings die Einkommen verringern und dazu führen, dass

aegon
asset management

3 Lochside Crescent
Edinburgh, EH12 9SA
United Kingdom

aegonam.com

Kreditnehmer ihre Raten nicht mehr vollständig bedienen können. Langsamere vorzeitige Rückzahlungen könnten außerdem die Laufzeiten der Anleihen über das historische Niveau hinaus verlängern und so zu einer Neubewertung führen. Strukturell geben die meisten französischen RMBS-Transaktionen ausschließlich vorrangige Tranchen aus; deren Kreditverbesserungsmechanismen (Credit Enhancement) sind ausreichend, um potenzielle Verluste abzudecken.

Französische ABS

Bei französischen Consumer-ABS ist die finanzielle Leistungsfähigkeit der Haushalte das Hauptrisiko. Anhaltender Kostendruck könnte zu mehr Zahlungsrückständen und Ausfällen führen, insbesondere bei finanziell schwächeren Kreditnehmern. Der Energieschock schwächt die finanziellen Puffer einkommensschwächerer Haushalte zusätzlich. Daher ist die Zusammensetzung der Kreditnehmer ein wichtiger Faktor bei der Beurteilung der Anfälligkeit verbriefter französischer Verbraucherkredite.

Ein risikomindernder Faktor ist, dass die meisten Verbraucherkredite – darunter Autokredite, Leasingverträge und unbesicherte Konsumentenkredite – festverzinslich sind. Höhere Zinsen erhöhen somit nicht unmittelbar die Zinskosten der Kreditnehmer. Die begrenzten Möglichkeiten, sich zu attraktiven Konditionen zu refinanzieren, dürften jedoch die vorzeitigen Rückzahlungen verlangsamen. Die Regierung hat in der Vergangenheit finanzielle Entlastung gewährt, verfügt aber heute wahrscheinlich über weniger fiskalischen Spielraum für ein Eingreifen. Langsamere vorzeitige Rückzahlungen begrenzen zudem den Aufbau von Kreditverbesserungen, während steigende Zahlungsrückstände die Überschussmarge (Excess Spread) verringern. Nachrangige Tranchen sind diesen Belastungen daher stärker ausgesetzt als vorrangige Tranchen.

Europäische CLOs

Frankreich ist ein wichtiger Bestandteil des europäischen Marktes für Leveraged Loans. Französische Unternehmen machen rund 18 % der Vermögenswerte eines durchschnittlichen europäischen CLO aus und zählen damit zu den größten Länderpositionen. Die Engagements einzelner Transaktionen variieren jedoch zwischen 8 % und 30 %. Da viele europäische Unternehmen auf dem gemeinsamen europäischen Markt tätig sind, ist zu beachten, dass auch Unternehmen mit Sitz außerhalb Frankreichs ein erhebliches Engagement in Frankreich haben können. Umgekehrt können französische Unternehmen international diversifizierte Geschäftsaktivitäten aufweisen. Auf Basis einer Durchschau der Umsätze schätzen wir das Frankreich-Engagement eines typischen CLO auf etwa 15 % bis 20 %. Unabhängig davon ist die Lage genau zu beobachten.

Da CLOs typischerweise in Unternehmen mit relativ hoher Verschuldung investieren, dürfte das Hauptrisiko auf der Finanzierungsseite liegen. Eine anhaltende Staatsschuldenkrise und ein schwächeres wirtschaftliches Vertrauen könnten die finanzielle Bonität französischer Banken allmählich beeinträchtigen und dadurch zu höheren Kreditzinsen führen. Gleichzeitig dürfte internationales Kapital französische Vermögenswerte zunehmend meiden. In einem solchen Szenario könnten französische Unternehmen deutlich höhere Finanzierungskosten als ihre europäischen Wettbewerber tragen müssen, was schwächeren Unternehmen die Refinanzierung erschweren würde.

Auf der Umsatzseite könnten geringere öffentliche Ausgaben und ein schwächeres Verbrauchervertrauen die Erlöse belasten. Die stärksten Auswirkungen erwarten wir bei Gesundheitsunternehmen, die von staatlich beauftragten Pflege- und Versorgungsleistungen abhängig sind, sowie bei Unternehmen, die auf nicht notwendige Konsumausgaben angewiesen sind. Unserer Einschätzung nach entfallen etwa 3 % bis 6 % eines typischen CLO auf Unternehmen dieser Kategorien. Wichtig ist jedoch, dass viele dieser Unternehmen derzeit gut finanziert sind und keinerlei Anzeichen einer finanziellen Notlage aufweisen.

3 Lochside Crescent
Edinburgh, EH12 9SA
United Kingdom

aegonam.com

Die fundamentalen Auswirkungen auf CLOs waren bislang begrenzt. Französische Leveraged Loans haben sich seit Jahresbeginn um rund 1,5 % schlechter entwickelt als der breitere Leveraged-Loan-Index. Ihre Preisbildung spiegelt jedoch eine höhere Risikoprämie wider und keine akute Notlage. Von den 15 größten französischen Emittenten in CLO-Portfolios wird nur einer mit einem Cash-Kurs unter 90 Cent gehandelt.

Bei CLO-Spreads hat sich die Kreditkurve versteilert; der größte Teil der Auswirkungen entfiel jedoch auf Tranchen unterhalb des Investment-Grade-Bereichs. Auch wenn Frankreich ein großes Land ist, sollte man bedenken, dass französische Unternehmen eng in die breitere europäische Wirtschaft eingebunden sind und die meisten von ihnen selbst eine anhaltende Staatsschuldenkrise überstehen dürften. Eine höhere Ausfallquote bei schwächeren französischen Unternehmen kann durch die Überschussmarge und die Kreditverbesserungsmechanismen aufgefangen werden, die die bewerteten CLO-Anleihen schützen. Wir würden nicht ausschließen, dass einige Tranchen unterhalb des Investment-Grade-Bereichs unter Druck geraten – insbesondere bei Transaktionen, deren Kreditentwicklung bereits aus anderen Gründen schwach war. Für CLO-Anleger unterstreicht dies die Bedeutung aktiven Managements, einer sorgfältigen Analyse der CLO-Portfolios und einer gründlichen Prüfung der Manager.

Bewertung der Portfolioresilienz unter Stress

Die Entwicklungen in Frankreich sollten zwar genau beobachtet werden, doch die jüngste Neubewertung französischer ABS und RMBS spiegelt vor allem Liquiditätsrisiken, das Risiko einer Laufzeitverlängerung (Extension Risk) und einen engeren Anlegerkreis wider – und nicht weit verbreitete Bedenken hinsichtlich der Kreditqualität. Unsere Stresstests liefern weitere Hinweise auf die Widerstandsfähigkeit der Portfolios: Wir testen unsere Bestände regelmäßig anhand von Szenarien, die eine wesentlich stärkere Verschlechterung der Kreditbedingungen unterstellen als derzeit zu beobachten ist. Selbst unter diesen strengen Annahmen zeigt unsere Analyse, dass sämtliche Positionen in unseren Structured-Credit-Portfolios vollständig zurückgezahlt würden. Das bestärkt uns in unserem Vertrauen in die Widerstandsfähigkeit der Portfolios und unterstreicht zugleich, wie wichtig eine disziplinierte Kreditauswahl und die laufende Beobachtung der weiteren Entwicklung sind.

-Ende-

Hinweise für die Redaktion

Über Aegon Asset Management
Die Anlagekompetenzen von Aegon Asset Management erstrecken sich über öffentliche und private Märkte und umfassen die Bereiche festverzinsliche Anlagen, Real Assets, Aktien und Multi-Asset-Plattformen. Unsere 350 Anlagespezialistinnen und -spezialisten betreuen einen globalen Kundenstamm anspruchsvoller Anleger und verwalten beziehungsweise beraten Vermögen in Höhe von 446 Mrd. USD (390 Mrd. EUR / 336 Mrd. GBP; Stand: 30. Juni 2026). Über alle Anlageplattformen hinweg verbindet uns die Überzeugung von einem fundamentalen, researchbasierten aktiven Management, das auf einem wirksamen Risikomanagement und einem Bekenntnis zu verantwortungsbewusstem Investieren basiert. Unsere 1.100 Mitarbeitenden sind in Europa, Nord- und Südamerika sowie Asien tätig. Weitere Informationen finden Sie unter aegonam.com.

Mit einem verwalteten Vermögen von über 80 Mrd. EUR und rund 60 Anlagespezialistinnen und -spezialisten ist Aegon AM einer der größten Manager alternativer festverzinslicher Anlagen in Europa (Quelle: Aegon Asset Management, Stand: 30. Juni 2026).

3 Lochside Crescent
Edinburgh, EH12 9SA
United Kingdom

aegonam.com

aegon
asset management

Pressekontakt:
Alexander Schmidt
Senior Executive Advisor, GFD Finanzkommunikation
+49 0177 260 4152
schmidt@gfd-finanzkommunikation.de

Disclaimer
This document is for use by professional journalists. Its content is written for use in trade publications with a professional audience.

Past performance does not predict future returns. Outcomes, including the payment of income, are not guaranteed.

Opinions and/or example trades/securities represent our understanding of markets both current and historical and are used to promote Aegon Asset Management's investment management capabilities: they are not investment recommendations, research or advice. Sources used are deemed reliable by Aegon Asset Management at the time of writing. Please note that this marketing is not prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research, and is not subject to any prohibition on dealing by Aegon Asset Management or its employees ahead of its publication.

All data is sourced to Aegon Asset Management unless otherwise stated. The document is accurate at the time of writing but is subject to change without notice. Data attributed to a third party ("3rd Party Data") is proprietary to that third party and/or other suppliers (the "Data Owner") and is used by Aegon Asset Management under licence. 3rd Party Data: (i) may not be copied or distributed; and (ii) is not warranted to be accurate, complete or timely. None of the Data Owner, Aegon Asset Management or any other person connected to, or from whom Aegon Asset Management sources, 3rd Party Data is liable for any losses or liabilities arising from use of 3rd Party Data.

This document is issued by Aegon Asset Management UK plc in the United Kingdom and is issued by Aegon Investment Management B.V. in the European Union and European Economic Area. Aegon Asset Management is a trading name of Aegon Investment Management B.V. Aegon Asset Management UK plc is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Aegon Investment Management B.V. is authorised and regulated by the Netherlands Authority for the Financial Markets.

Aegon Asset Management UK plc is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. Aegon Investment Management B.V. (Chamber of Commerce number: 27075825) is registered with the Netherlands Authority for the Financial Markets as a licensed fund management company. On the basis of its fund management license Aegon Investment Management B.V. is also authorized to provide individual portfolio management and advisory services. Aegon AM NL also operates through branches in Germany and Spain. These branches are regulated by the BaFin (Germany) and CNMV (Spain) based on the home-host state supervision rules.

The Aegon Asset Management Luxembourg UCITS Funds is a Luxembourg société anonyme qualifying as a société d'investissement à capital variable incorporated as an open-ended undertaking for collective investment in transferable securities ("UCITS") with several sub-funds organised under the laws of the Grand Duchy of Luxembourg. Carne Global Fund Managers (Luxembourg) S.A. has been appointed as the fund manager of the Fund (Fund Manager) and its sub-funds and Aegon Investment Management B.V. has been further delegated by the Fund Manager to act as the investment manager of the Fund. The UCITS Funds are regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) in the Grand Duchy of Luxembourg.