

Frankrig under pres og markederne kræver handling

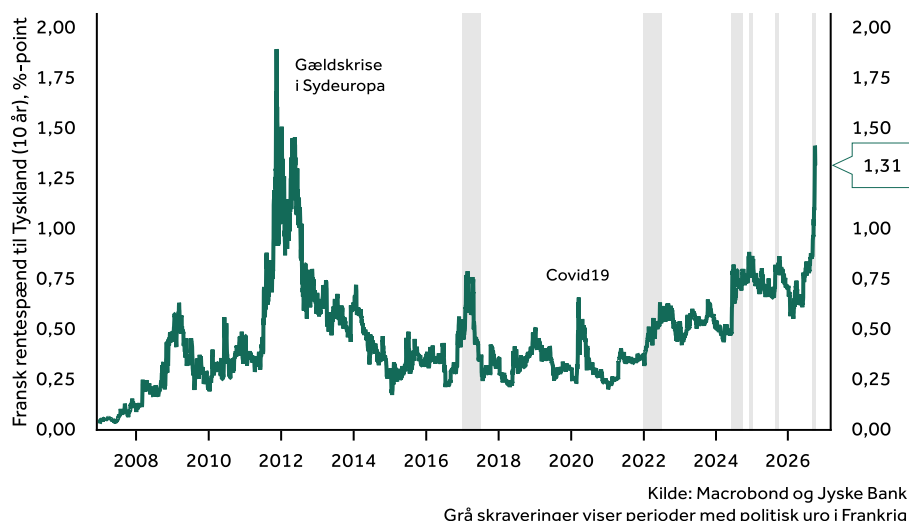
Sårbare offentlige finanser og politisk handlingslammelse har sendt Frankrigs rentespænd mod Tyskland kraftigt op. Dermed forsøger markederne at disciplinere de franske politikere til at levere de nødvendige finanspolitiske stramninger. Udsigten til vanskelige budgetforhandlinger og præsidentvalget i 2027 kan øge presset yderligere, mens hjælp fra ECB næppe ligger lige for. Udviklingen rammer ikke kun franske obligationer, men svækker også euroen og bidrager til, at franske aktier halter markant efter resten af Europa.

- Politisk uro og sårbare offentlige finanser sætter Frankrig under pres
- Er der hjælp at hente fra ECB?
- Potentiale i franske statsobligationer men risikoen er stadig stor
- Euroen presses af tvivl om euroområdet's sammenhængskraft
- Politisk usikkerhed og luksussektor tynger Frankrigs aktiemarked

Politisk uro og sårbare offentlige finanser sætter Frankrig under pres

Renterne er steget kraftigt over det meste af verden. Baggrunden er en kombination af højere energipriser, robuste vækstsignaler og forventning om flere renteforhøjelser, men også udfordrede offentlige finanser og fortsat normalisering af renteniveauet. Særligt de mest gældsplagede lande er hårdt ramt. I denne analyse sætter vi spot på Frankrig, hvor politisk uro desuden forværrer situationen. Som det fremgår af figur 1, er det 10-årige franske rentespænd mod Tyskland udvidet meget kraftigt og er nu på det højeste niveau siden 2012.

Figur 1: Kraftig udvidelse af Frankrigs rentespænd



Det er efterhånden helt normalt, at det franske rentespænd mod Tyskland udvides, når der er politisk uro, men i de seneste par uger har bevægelsen været bekymrende voldsom. Præsidentvalget i foråret 2027 – hvor Marine Le Pen topper meningsmålingerne – lurder allerede i kulissen, og samtidig er det meget svært for den franske mindretalsregering at finde opbakning til de nødvendige opstramninger i 2027-budgettet, der skal vedtages i parlamentet og godkendes af EU her i efteråret.

Det er dog på ingen måde nyt. Årsagen til den markante udvidelse af rentespændet er formentlig snarere et stemningsskift som konsekvens af en gryende overbevisning hos investorerne om, at Frankrig kun kan ændre på forholdene ved upopulære finanspolitiske stramninger. Men det er der absolut ingen opbakning til hos hverken partierne eller i befolkningen – slet ikke op mod forårets præsidentvalg.

Research, Jyske Markets, Jyske Bank A/S
 Cheføkonom, Senior Vice President,
 Tina Winther Frandsen
 +45 89 89 71 70
twf@jyskebank.dk

Chefstrateg, Senior Vice President
 Ib Fredslund Madsen
 +45 89 89 71 73
ib-madsen@jyskebank.dk

Rentestrateg, Vice President,
 Morten Hassing Povlsen
 +45 89 89 71 08
mhp@jyskebank.dk

Energi- og valutaanalytiker, Vice President,
 Jan Bylov
 +45 89 89 71 68
jan.bylov@jyskebank.dk

Chief Analyst, Vice President,
 Rasmus Gudum-Sessingsø
 +45 46 79 16 19
rasmus.gudum@jyskebank.dk

Vigtig investorinformation:
 Se materialets sidste sider.

Dermed er det op til markederne at "disciplinere" Frankrig, hvilket meget vel kan indebære, at det franske rentespænd mod Tyskland kan udvides yderligere i forbindelse med budgetforhandlingerne i efteråret og præsidentvalget til foråret. Her vil det også blive meget tydeligt, at valgløfterne er ude af trit med den økonomiske virkelighed i Frankrig.

Til gengæld kan en eventuel valgsejr til Marine Le Pen trække hende mod midten, som Giorgia Meloni har gjort i Italien siden 2022. Det er vigtigt for at undgå, at presset på Frankrig eskalerer yderligere. Det risikerer at presse sammenhængskraften i EU, selv om unionen står institutionelt stærkere end under gældskrisen i 2010-12. Ikke mindst fordi Frankrig som euroområdet næststørste økonomi er en langt større udfordring end Grækenland var dengang. Derfor skal Frankrig vise vilje til finanspolitiske stramninger efter mange år med lempelig finanspolitik.

Er der hjælp at hente fra ECB?

Frankrig skal ikke umiddelbart regne med at få hjælp fra ECB. For det første er ECB på strammerkurs i pengepolitikken, og højere renter går normalt hånd i hånd med spændudvidelser. For det andet er ECB's forskellige ekstraordinære instrumenter (herunder TPI, der blev lanceret i 2022) møntet på situationer, hvor markedsbevægelser er ude af trit med de indenlandske fundamentale forhold.

Frankrig betaler nu prisen for, at finanspolitikken i årevis har været alt for lempelig. Den offentlige gæld udgør knap 120 % af BNP, og med svag vækst, store budgetunderskud og højere renter er kursen stadig uholdbar trods planlagte besparelser for 54 mia. euro i 2027-budgettet. Frankrig kan dog med en vis ret påpege, at udfordringerne i år er blevet forværret af højere energipriser og renter samt svag vækst som konsekvens af krigen i Mellemøsten snarere end pga. diskretionære budgettiltag.

Der da også et vist manøvrerum i TPI (som i øvrigt aldrig har været anvendt), og ECB håber formentlig, at alene tilstedeværelsen af et sådant instrument er nok til at sikre, at markedsbevægelserne ikke bliver alt for voldsomme. Selv om det franske rentespænd er kørt meget kraftigt ud, ligger det på ingen måde lige for at sætte gang i franske obligationsopkøb via TPI – ikke mindst pga. ønsket om at undgå "moral hazard". Men hvis smitten til Italien og andre lande accelererer, kan ECB sætte ind her.

Lige nu er ECB's bedste hjælp ift. Frankrig, at den markante stigning i renterne i hele euroområdet vidner om en klar stramning af de finansielle betingelser, som dermed gør en del af arbejdet for ECB ift. at sikre sig imod, at inflationen bider sig fast på et for højt niveau. Det dæmper behovet for yderligere renteforhøjelser, og prisningen af ECB er da også blevet meget mindre aggressiv.

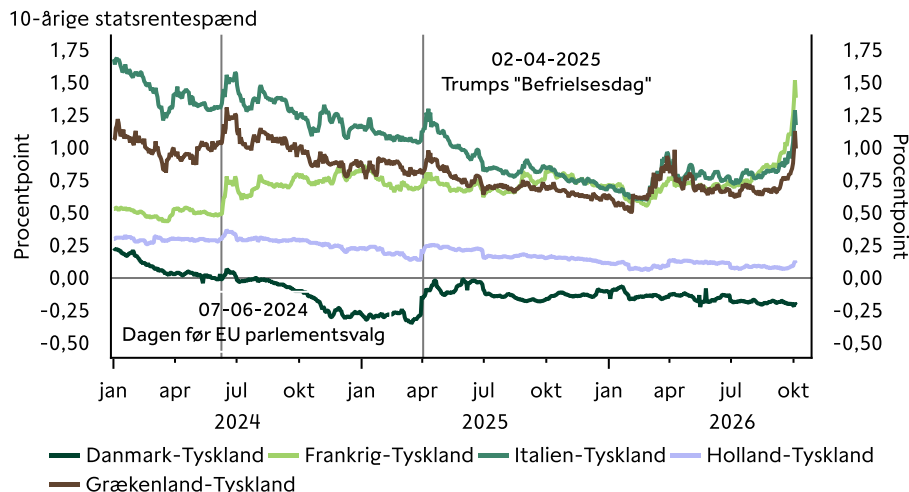
Potentiale i franske statsobligationer men risikoen er stadig stor

Siden slutningen af maj har Frankrigs statsobligationer underperformet i forhold til andre lande i euroområdet. I de seneste 2-3 uger med budgetturbulens er statsrentespænd mod Tyskland også udvidet for andre lande med høj statsgæld i euroområdet. Derimod er danske statsobligationer igen sikker havn for investorerne.

Frankrigs løbetidspræmier er steget siden USA og Israel angreb Iran. Det er mest markant i den helt lange ende i Frankrig ift. USA, Tyskland og UK. Vores vurdering er, at løbetidspræmien i Frankrig i de seneste 2-3 uger har presset den 10-årige franske statsrente 50 bp yderligere op. Det indikerer en øget idiosynkratisk risiko for Frankrig, som skyldes indenlandske forhold som budgetproblemer og en relativt stor udenlandsk ejerandel af franske statsobligationer, som typisk er hurtige til at sælge ud.

Inden for euroområdet er landespænd også udvidet, hvor specielt Italien er kommet under pres, og IT-DE-statsspænd er steget til højeste niveauer siden midten af 2025. Disse spænd er dog langt fra de højeste spændniveauer i de seneste fire år.

Figur 2: Franske statsobligationer har underperformet mest

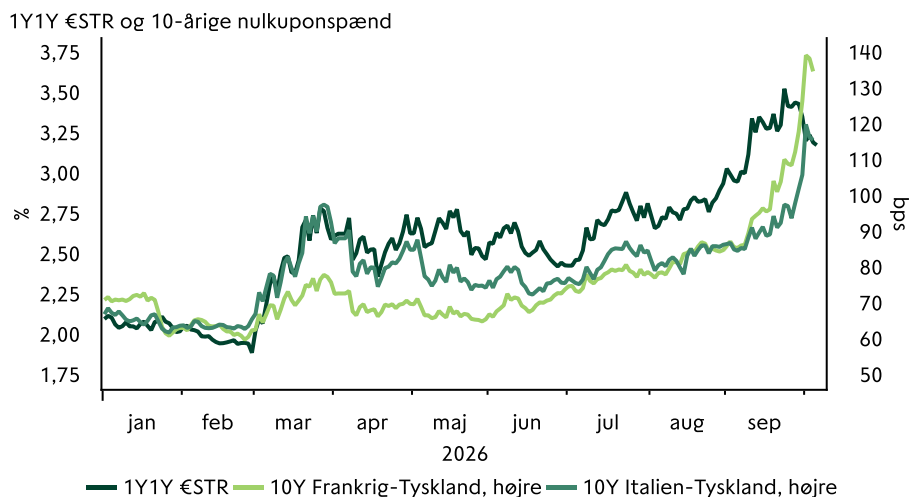


Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Nogle investorer kan stadig se værdi i franske statsobligationer med det 10-årige rentespænd over 130 bp. Der er stadig risiko for store udsving i FR-DE-rentespænd og for andre lande i euroområdet. På kort sigt er fokus på det franske 2027-budget, som skal vedtages inden årsskiftet. Hvis det bliver vedtaget, kan spændene køre ind. Og hvis man tror på spændindsnævring kan man fx søge mod franske statsobligationer i strategier mod andre lande, hvor spænd også er udvidet, fx Italien.

Performance for Frankrig kan give øget risikoappetit og lavere kreditspænd, som dog er udvidet mindre denne gang end under tidligere perioder med budgetturbulens. Lavere oliepris eller i hvert fald mere dueagtig ECB-retorik kan også give risikovillighed, da det dæmper det generelle renteniveau. ECB er dog i et dilemma, da inflationen ikke har toppet endnu, så renterne formentlig bliver hævet igen i december. Desuden er ECB's vurdering nok, at problemerne er selvforskyldte, så behovet for at intervenere er meget begrænset. Dog kan ECB øge retorikken for interventioner, hvis spænd stiger yderligere.

Figur 3: Rentespænd er udvidet i takt med strammere pengepolitik fra ECB



Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Desuden er det værd at holde øje med kreditvurderingsselskaberne, hvor Moody's kan nedgradere Frankrig den 23. oktober. Deres forklaringer er dog velkendte, så markedseffekten bliver formentlig begrænset.

På lidt længere horisont er fokus på præsidentvalget i april og maj næste år, hvor fløjene fører i meningsmålingerne. Det øger risikoen for yderligere lempelser af finanspolitikken. Dermed vil risikopræmier formentlig forblive høje i franske statsobligationer, og rentespænd kan blive udvidet yderligere i tilfælde af, at præsidentkandidaterne præsenterer nye kontroversielle forslag til at dæmpe gældsproblemerne op mod valget i foråret. Vi vurderer omvendt, at rentespænd kun kan presses meget lavere ved en valgsejr til centrum af fransk politik, da det kan dæmpe budgetunderskuddet. Men det er meget lidt sandsynligt ifølge meningsmålingerne. Så der er udslagt til, at landespændet fortsat vil være under pres.

Danske statsobligationer vil sandsynligvis fortsat blive set som et "sikker havn"-alternativ, hvis gældsproblemerne eskalerer. Dette kan også styrke kronen over for euroen. Vi tror dog, at der er grænser for, hvor stor "sikker havn"-effekten kan blive. Læs evt. mere om den danske krone i Jyske om Danmark (se [her](#)).

Euroen presses af tvivl om euroområdet's sammenhængskraft

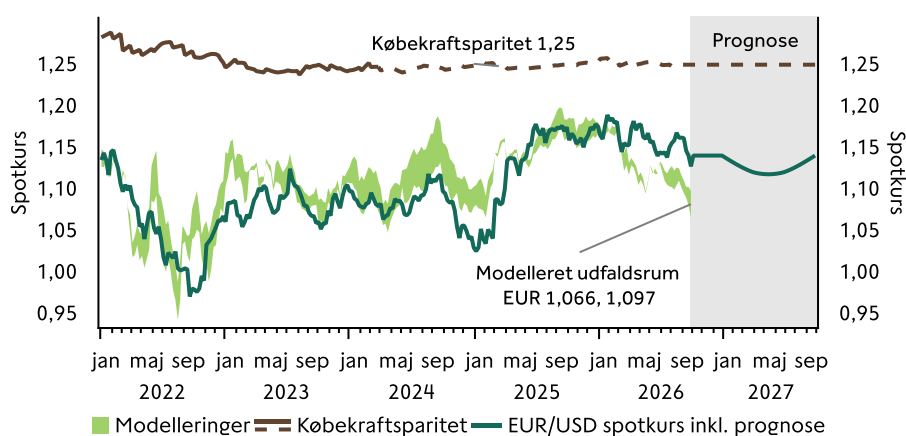
Udvidelsen af det franske rentespænd er ikke kun et fransk problem. Når euroområdets næststørste økonomi mødes med stigende mistillid fra obligationsinvestorerne, rejser det spørgsmål om euroområdets finansielle sammenhængskraft.

Normalt er højere renter en støtte for valutaen. Men når rentestigningen skyldes større kredit- og politisk risiko snarere end stærkere vækstudsigter, er effekten ofte den modsatte. Frankrigs øgede risikopræmie er derfor blevet en modvind for euroen.

Samtidig udfordrer udviklingen selve idéen om ét samlet obligationsmarked i euroområdet. Jo større forskellene bliver mellem medlemslandenes låneomkostninger, desto vanskeligere bliver det for ECB at føre én fælles pengepolitik. Markedet begynder dermed at fokusere mindre på inflation og mere på euroområdets politiske og finansielle holdbarhed.

Figur 4: Fair Value-model advarer om risiko for lavere EUR/USD

FX EUR/USD: Modellering, købekraftsparitet og prognose



Note: Multiregressionsmodeller af makro- & finansielle data.
Kilde: Macrobond, Bloomberg Finance L.P. & Jyske Bank

På kort sigt er risikoen for euroen derfor ikke Frankrigs budgetproblemer isoleret set, men at investorerne begynder at se dem som et symptom på et bredere europæisk problem. Det kan holde euroen under pres, selv hvis renteniveauet forbliver højt.

Samtidig er markedernes forventninger til yderligere renteforhøjelser fra ECB blevet nedjusteret markant de seneste uger. Det skyldes blandt andet, at stigende spænd mellem eurolandenes renter øger risikoen for finansiell uro og dermed begrænser ECB's manøvrerum.

Det ses i vores fair value-model for EUR/USD. Her er den beregnede fair value for euroen faldet den seneste tid, primært som følge af lavere forventninger til ECB-renterne. Dertil kommer, at amerikanske aktier fortsat tiltrækker globale kapitalstrømme og slår de fleste øvrige aktiemarkeder. Kombinationen af mindre rentestøtte og fortsat kapitaltilstrømning til USA taler derfor for, at euroen kan forblive under pres over for dollaren i den kommende tid.

Politisk usikkerhed og luksussektor tynger Frankrigs aktiemarked

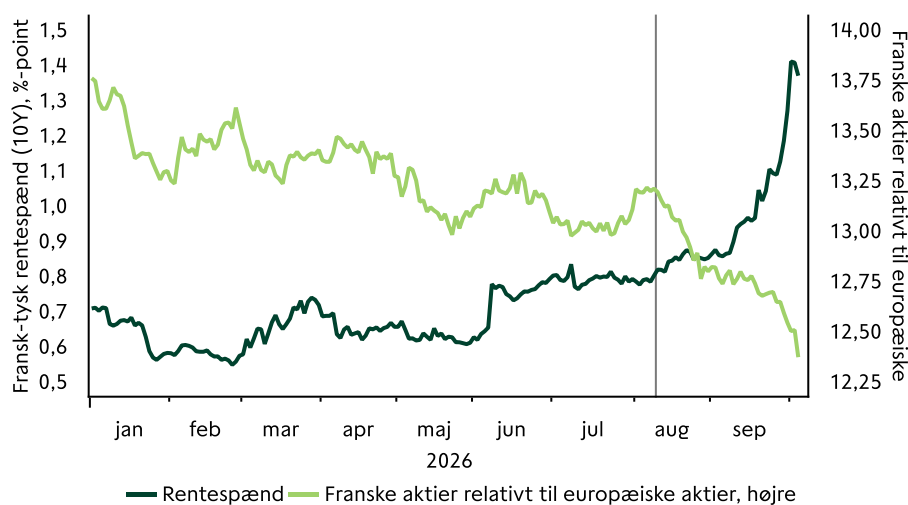
Frankrig er Europas aktiebremse i 2026

Mens de fleste større europæiske aktiemarkeder har leveret solide afkast i 2026, har Frankrig været den klare bundskraber. CAC 40-indekset er det eneste af de store europæiske indeks med et negativt afkast år til dato og har haltet markant efter både det brede europæiske marked.

Tyskland og Danmark er de øvrige markante efternølere i Vesteuropa, idet begge markeder kun har leveret beskedne positive afkast. Tyskland er især blevet tyngt af sin store eksponering mod industri- og bilsektoren, mens Danmark har været ramt af tilbagerulningen af den koncentrationsrisiko, der i høj grad var knyttet til Novo Nordisk. Så her har budgetusikkerhed ikke spillet en afgørende rolle for aktiemarkedet.

Men for de franske aktier er en væsentlig forklaring den stigende politiske og budgetmæssige usikkerhed omkring Frankrigs offentlige finanser. Dette har medført en markant svækkelse af franske aktier relativt til resten af euroområdet, en udvikling som har stået på siden de første tegn på politisk uro efter nyvalget i 2024. Dog ser det ud til at franske aktiers underperformance er taget virkelig til siden august 26, mens der også har været andre årsager til problemerne for de franske aktier tidligere på året som figuren viser.

Figur 5: Franske aktiers underperformance er øget i takt med rentespændet



Kilde: Macrobond & Jyske Bank

Luksusaktierne har været den største belastning

Den franske underperformance skyldes dog ikke kun politik. CAC 40 er stærkt eksponeret mod luksussektoren, som har haft et særdeles udfordrende år. LVMH, Hermès og Kering har alle oplevet markante kursfald som følge af svagere efterspørgsel fra

kinesiske forbrugere og et generelt tilbageslag for den globale luksussektor. Da luksusaktier udgør en væsentlig del af det franske aktiemarked, har sektorens svaghed haft en uforholdsmæssig stor betydning for den samlede markedsudvikling.

Samtidig har bilproducenter som Stellantis og Renault været under pres fra svag europæisk efterspørgsel og fortsatte udfordringer relateret til den grønne omstilling. Også flere af de store franske teknologiselskaber har haft svært ved at drage fordel af AI-bølgen og er i stedet blevet ramt af bekymringer om, hvorvidt kunstig intelligens vil udfordre deres eksisterende forretningsmodeller. Frankrigs mest fremtrædende AI-startup, Mistral AI, er fortsat unoteret, hvilket betyder, at værdistigningerne i selskabet ikke kommer investorer i CAC 40-indekset til gode.

Franske aktier handles nu med en betydelig rabat relativt til euroområdet, og mange franske banker har ligeledes klaret sig svagere end deres europæiske konkurrenter i takt med, at spændet mellem franske og tyske statsobligationer er steget.

Samlet set illustrerer 2026, hvordan en kombination af politisk usikkerhed, budgetproblemer og en ugunstig sektorsammensætning har gjort Frankrig til det svageste større aktiemarked i Europa.

Vigtig Investorinformation

Jyske Bank A/S (Vestergade 8-16, DK-8600 Silkeborg, CVR-nr. DK-17616617) er under tilsyn af Finanstilsynet.

Analysen er baseret på informationer, som Jyske Bank finder pålidelige, men Jyske Bank påtager sig ikke ansvar for disse informationer rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af analysens informationer eller vurderinger. Analysens vurderinger og anbefalinger kan ændres uden varsel. Analysen er til personligt brug for Jyske Banks kunder og må ikke kopieres. Hvis ikke andet er anført er kilden Jyske Bank.

Analysen og anbefalinger er generelle informationer og ikke personlig rådgivning.

Analysen og anbefalinger er investeringsanbefalinger medmindre andet er anført. Analysen udarbejdes i overensstemmelse med de juridiske krav om objektiv fremlæggelse af investeringsanbefalinger og kravene om investeringsanalysens uafhængighed.

Interessekonflikter

Jyske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter, og dermed sikre en objektiv udarbejdelse af analyser. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter analyseaktiviteterne i Jyske Markets, der er en forretningsenhed i Jyske Bank.

Herudover må analytikere i Jyske Bank ikke have positioner i de papirer, som de udarbejder analyser om. Dækker en analytiker ind for den ansvarlige analytiker ifbm. sygdom, forretningsforhold o.l. så må denne ikke handle i det pågældende papir på dagen for publicering af analysen og dagen efter. Jyske Bank kan tillige have positioner i de papirer, der analyseres og vil ofte have et forretningsmæssigt forhold til de analyserede virksomheder eller udstedere af de analyserede papirer. Analytikerne modtager ikke betaling fra enheder med interesse i analysen.

Kvantitative anbefalinger på enkeltelskaber baseret på Jyske Quant modeller bygger på en kvantitativ metode. Det sikrer, at der ikke opstår interessekonflikter, da anbefalingen i analysen dannes på baggrund af den samlede Quant score.

Analysen er ikke blevet forelagt udstederen forud for offentliggørelse (medmindre andet er angivet).

Læs mere om Jyske Banks politik om interessekonflikter på:

<https://www.jyskebank.dk/produkter/investering/investeringsinfo>

Modeller

Budskaberne og resultaterne i denne analyse er baseret på standardmetoder og standardmodeller indenfor makroøkonomi og økonometri.

For uddybning af vores anvendte modeller klik [her](#).

Opdatering af analysen

Analysen, anbefalinger og ad hoc publikationer opdateres ikke. I stedet offentliggøres en ny publikation, når og hvis Jyske Bank finder det nødvendigt. Kvantitative anbefalinger på enkeltfondskoder opdateres løbende. Se analysens forside for dato og tidspunkt for offentliggørelse.

Risiko

Investering kan være behæftet med risiko, hvorfor vurderinger og evt. anbefalinger kan være forbundet med risiko. Anførte risikofaktorer og/eller følsomhedsberegninger kan ikke ses som udtømmende. Handles værdipapirer i en anden valuta end investors basisvaluta, så påtager investor sig en valutarisiko. Er der tale om en ADR eller lignende, er valutarisikoen forbundet med den valuta, som moderselskabet handles i.

Læs meget mere om risici ved investering og fordelene ved risikospredning [her](#).

Afkast og kursudvikling

De i analysen vurderede fremtidige og historiske afkast er afkast før omkostninger og skattemæssige forhold, da afkast efter omkostninger og skattemæssige forhold, vil være individuelt afhængig af kunde-, opbevarings-, volumen-, marked-, valuta- og produktspecifikke vilkår. Det er ikke givet, at et anført forventet fremtidigt afkast vil stemme overens med den faktiske udvikling. De anførte forventede, fremtidige afkast er udelukkende udtryk for vores vurdering.

Tidligere afkast og kursudvikling kan ikke anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Prognoser i analysen kan ikke med sikkerhed anvendes som en sikker indikator for fremtidige afkast.

Alle oplyste kurser er seneste lukkekurser før analysens offentliggørelse, medmindre andet er anført.

Skat

Den skattemæssige behandling af investeringer kan være fra kunde til kunde. Kontakt din skatterådgiver for de skattemæssige konsekvenser af dine investeringer.

Flere informationer

I analysen og anbefalinger kan der blive henvist til andre analyser og anbefalinger. I sådanne tilfælde vil der være et link, hvor der kan findes fyldestgørende oplysninger omkring den specifikke anbefaling.

Læs mere omkring vigtig investorinformation i forhold til Jyske Banks analyser og anbefalinger på [jyskebank.dk/investorinformation](https://www.jyskebank.dk/investorinformation).