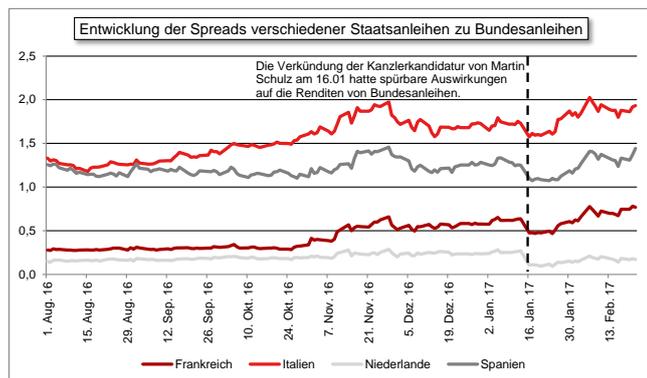


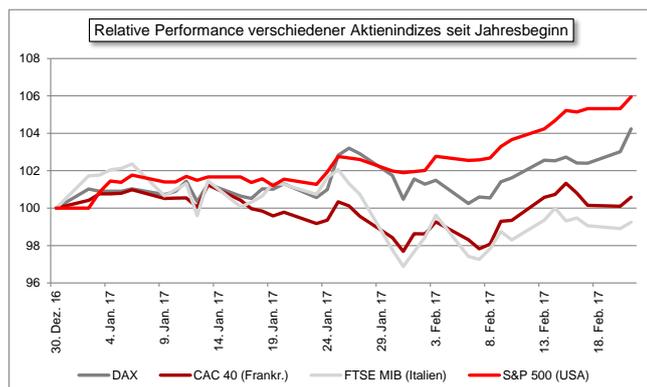
KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Frankreich-Wahlen: Das wohl wichtigste Ereignis des Jahres für die Kapitalmärkte

Bis zum ersten Wahlgang der französischen Präsidentschaftswahlen am 23. April sind es noch mehr als acht Wochen hin und bis zur wohl entscheidenden Stichwahl am 7. Mai sogar noch zwei Wochen mehr, doch schon heute beeinflusst dieses Ereignis die Kapitalmärkte mehr als jede der letzten Twitter-Nachrichten von Donald Trump. Offenkundig wird dies an den schleichenden Kursverlusten französischer Staatsanleihen, die im Oktober 2016 einsetzten und die seit Jahresbeginn mit einem Minus von 3,2% zu Buche schlagen. Gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen haben französische Staatspapiere mit der gleichen Laufzeit um 3,3 Prozentpunkte schlechter abgeschnitten. Wesentlicher Grund ist die Angst vor einem Wahlsieg von Marine Le Pen, die offen mit einer Wiedereinführung des Franc liebäugelt und ein Referendum über den Euro versprochen hat. Auch andere Staatsanleihen aus dem Euro-Raum wurden unterschiedlich stark in Mitleidenschaft gezogen. Denn realistischerweise dürfte ein Austritt Frankreichs aus dem Euro auch das Ende der Währungsunion insgesamt einleiten.

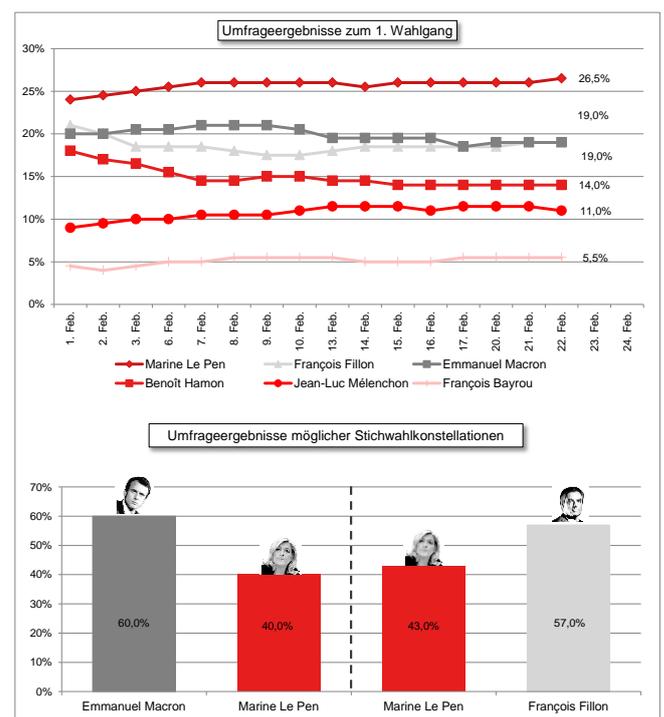


Erkennbar ist die Sorge vor einer potenziellen Präsidentin Marine Le Pen auch an den Aktienkursen. So ist die Kursentwicklung des französischen Aktienindex CAC 40 incl. Dividenden seit Jahresbeginn rund 3,6 Prozentpunkte schlechter als die des DAX. Der italienische Index hängt sogar 5,0 Prozentpunkte zurück, was allerdings auch am hohen Gewicht von Banken und Versicherungen liegt. Relativ unbelastet von den Sorgen um Europa weist der S&P 500 die beste Wertentwicklung auf.



Hintergrund der Entwicklung sind die schlechten Erfahrungen der Anleger bei politischen Entscheidungen in der jüngsten Zeit. Da hilft es auch nicht, dass die Umfragewerte bezüglich des Ausgangs der Präsidentschaftswahlen in Frankreich eigentlich einen Erfolg von Marine Le Pen unwahrscheinlich erscheinen lassen. Denn das Vertrauen in die Wahlumfragen hat mit den letzten Ereignissen stark gelitten. Zudem sind die Sorgen vor einer Wahlmanipulation z.B. durch Falschnachrichten spürbar gestiegen.

Aktuell scheint sehr wahrscheinlich zu sein, dass Marine Le Pen den ersten Wahlgang übersteht und in die Stichwahl einzieht. Spannend ist die Frage, wer dort gegen sie antreten wird. Der republikanische Kandidat Fillon hat sich zuletzt von dem Skandal um die fragwürdige Beschäftigung seiner Ehefrau erholt und liegt nun in der Wählergunst in etwa gleichauf mit Emmanuel Macron. Der 39-jährige Macron, der mit seiner neu gegründeten Bewegung „En Marche“ die Überraschung des Wahlkampfes ist, könnte davon profitieren, dass ihm zuletzt der Kandidat der Zentrumsparterie (Bayrou) seine Unterstützung zugesagt hat. Immerhin 6% der Stimmen könnten theoretisch so zu Macron wandern. Die Frage, ob Macron oder Fillon die zweitmeisten Stimmen erhalten, spielt deshalb eine Rolle, weil den Kandidaten unterschiedlich gute Chancen gegenüber Marine Le Pen in einer Stichwahl eingeräumt werden. Zwar schafft es Fillon, durch seine wertkonservative Ausrichtung einige Stimmen Marine Le Pen direkt abzugeben, dafür verliert er aber noch mehr Stimmen an das Nichtwählerlager. Macron wird dagegen bei der linken Wählerklientel eher akzeptiert. Außerdem steht er nicht für das Establishment, das bei vielen Anhängern negativ belastet ist. Fillon liegt daher nur mit einem Verhältnis von 57% zu 43% gegenüber Le Pen vorne, während Macrons Vorsprung mit 60% zu 40% etwas komfortabler erscheint.



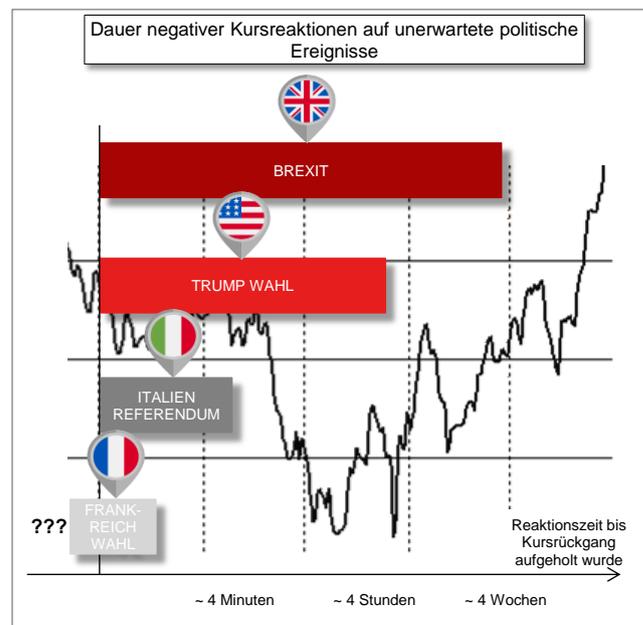
Neben dem geschrumpften Vertrauen in Wahlforschungsinstitute spielt auch das relativ große Verlustrisiko im Fall eines ungünstigen Wahlausgangs eine Rolle. Denn ein Referendum über die Zukunft Frankreichs im Euro bringt erhebliche Risiken mit sich, weil zum einen der normale Wähler die Folgen eines Euro-Austritts noch weniger abschätzen kann als die Politiker und zum anderen häufig noch andere Beweggründe für das Abstimmungsverhalten eine Rolle spielen, wie z.B. die Angst vor Zuwanderung. Selbst für Volkswirte und Kapitalmarktexperten sind die Auswirkungen eines Euro-Austritts kaum vorhersehbar, weil die genaue Ausgestaltung so viele Optionen bietet. Je genauer man sich mit den möglichen Szenarien beschäftigt, desto klarer wird jedoch, dass es sehr große wirtschaftliche Konsequenzen haben würde, die um ein Vielfaches stärker ausfallen würden als beim Brexit und selbst die Folgen des Zusammenbruchs von Lehman Brothers weit übertreffen würden.

Dies gilt insbesondere dann, wenn es – wie von Marine Le Pen angekündigt – auch zu einer Umwandlung der Staatsschulden in die neue Währung käme. Würde sich durch eine Währungsabwertung der Wechselkurs der neuen Währung gegenüber dem Euro ändern, würde dies als Zahlungsausfall angesehen werden, da schließlich Euro-Gläubiger nicht den vollen Euro-Wert zurückerhielten. Die Folge wäre wohl eine massive Kapitalflucht nicht nur aus französischen, sondern auch aus anderen Staatsanleihen. Banken müssten ihre Bestände auf französische Wertpapiere abwerten und könnten in eine überschuldete Situation geraten, was wiederum einen Bank-Run (Kapitalabhebungen von Banken im großen Stil) auslösen könnte. Staatliche Stützungen oder Verstaatlichungen der Banken wären wohl erforderlich. Selbst viele Unternehmen könnten in Nöte geraten, weil ihre Schulden in Euro denominated blieben, ein wesentlicher Teil der zukünftigen Einnahmen aber in abgewerteten Währungen erzielt werden. Zudem könnte es zu einer Kreditknappheit kommen.

Bei aller Sorge um das Ausmaß der möglichen Folgen stimmt hoffnungsvoll, dass die Bevölkerung mit einem sich nähernden Referendum immer besser informiert werden würde. So bildete sich auch in Griechenland, das gegenüber Frankreich sicher wirtschaftlich noch stärker mit dem Rücken zur Wand stand, bei einer deutlichen Mehrheit der Bevölkerung die Erkenntnis heraus, dass es mit dem Euro doch besser ist als ohne ihn. Für den Anleger stellt sich die Frage, wie die Märkte auf die Wahlen reagieren werden. Die Erfahrungen der jüngsten politischen Ereignisse haben gezeigt, dass die politischen Entscheidungen keinen nachhaltigen Einfluss auf die Kursentwicklung hatten. Dabei fällt zudem eine deutliche Beschleunigung auf. Dauerte die Kurserholung im Fall des Brexit noch vier Wochen, so waren es bei der Wahl Trumps zum US-Präsidenten nur noch vier Stunden und beim Italien-Referendum maximal vier Minuten. Diese hohe Reaktionsgeschwindigkeit macht es für den Anleger kaum möglich, das Ergebnis von der Seitenlinie aus anzuschauen.

Denn im Fall eines positiven Ausgangs der Präsidentschaftswahl werden die Aktienkurse wohl sprunghaft ansteigen. Dabei wird es zudem zu einer ausgeprägten Branchen-, Währungs- und Länderrotation weg von defensiven

Investments in globalen Konsumgüterproduzenten hin zu französischen und südeuropäischen Finanztiteln kommen. Im Fall eines negativen Ergebnisses werden Gold und sehr sichere Staatsanleihen sowie Fluchtwährungen Kurs sprünge machen. Dies bedeutet, dass man sich als Investor im Vorwege eine Einschätzung bilden und positionieren muss. Es kann sogar passieren, dass die Märkte aus der Erfahrung der anderen politischen Ereignisse heraus das Ergebnis bereits vorwegnehmen werden. Dass dies nicht immer gelingt, belegen zwar die Kursanstiege vor dem Brexit und der Trump-Wahl, aber die Kurschancen dürften auch verlockend wirken. Denn wenn man die Gewinnentwicklung der Unternehmen berücksichtigt und zudem die Entwicklung der europäischen Aktienmärkte mit anderen Märkten vergleicht, ergeben sich Risikoabschläge zwischen 15 und 20% beim DAX und mehr als 30% beim italienischen Index. Zwar ist kaum zu erwarten, dass die Risikoabschläge komplett abgebaut werden, da z.B. das Risiko einer euroskeptischen Regierung in Italien bestehen bleibt, aber schon eine Halbierung würde deutliche Kursanstiege mit sich bringen.



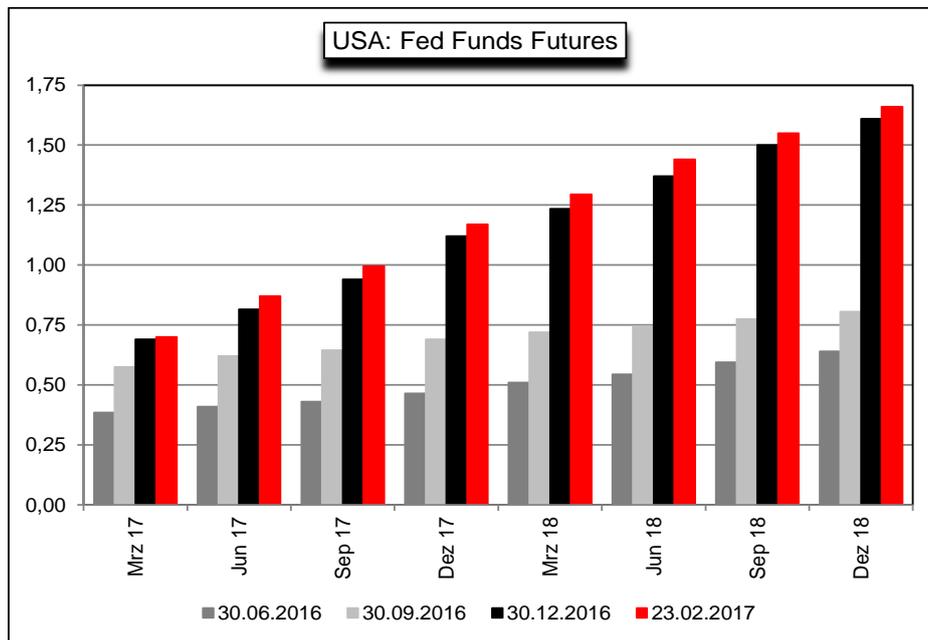
Insgesamt hat die Frankreich-Wahl damit das Potenzial, sowohl in positiver Hinsicht als auch in negativer Hinsicht das Jahresperformanceergebnis der Kapitalanlage zu dominieren. Es kann daher sinnvoll werden, mutig zu agieren, wenn die Wahlumfragen mit einer ähnlich hohen Wahrscheinlichkeit wie heute einen Sieg eines gemäßigten Kandidaten wie Fillon oder Macron versprechen, auch wenn eine Restunsicherheit bestehen bleibt. Sollte die Wahl dennoch anders ausgehen, sollte man nicht panisch reagieren, sondern einen kühlen Kopf behalten. Bei dem wahrscheinlichen Fall großer Kursverluste, kann es sinnvoll sein, zunächst abzuwarten, weil ein sofortiger Euro-Austritt nicht bevorsteht. Aber Gold und US-Staatsanleihen sollten schon heute ein Bestandteil in jedem größeren Portfolio sein, genauso wie auch Aktien für die hoffentlich eintretende Erholungsrallye. Denn bei allen Sorgen darf nicht vernachlässigt werden, dass die Konjunkturdaten so günstig sind, wie vielleicht seit mindestens zehn Jahren nicht mehr.

Wochenausblick für die Zeit vom 27. Februar bis 3. März 2017

	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Veröffentlichung
D: Einzelhandelsumsätze, m/m	-1,4%	2,7%	-1,7%	-0,9%	0,5%		28. Februar
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	54,3	55,0	54,3	55,6	56,4	57,0	1. März
D: vorl. Inflationsrate, m/m	0,1%	0,2%	0,1%	0,7%	-0,6%	0,4%	1. März
D: vorl. Inflationsrate, y/y	0,7%	0,8%	0,8%	1,7%	1,9%	1,9%	1. März
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-2	-15	-8	-20	-26	-10	1. März
D: Arbeitslosenquote	6,1	6	6	6	5,9	5,9	1. März
D: Importpreise, m/m	0,1%	0,9%	0,7%	1,9%	0,3%		2. März
D: Importpreise, y/y	-1,8%	-0,6%	0,3%	3,5%	5,4%		2. März
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	50,9	54,2	55,1	54,3	53,4	54,4	3. März
E-19: M3, y/y	5,1%	4,5%	4,7%	5,0%	4,9%		27. Februar
E-19: Wirtschaftsvertrauen	104,7	106,3	106,5	107,8	107,9	107,2	27. Februar
E-19: Industrievertrauen	-1,8	-0,7	-1,1	0,0	0,8	0,6	27. Februar
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. , final	52,6	53,5	53,7	54,9	55,2	55,5	1. März
E-19: vorl. Inflationsrate, y/y	0,4%	0,5%	0,6%	1,1%	1,8%	1,9%	2. März
E-19: Produzentenpreise m/m	0,1%	0,8%	0,3%	0,7%	0,3%		2. März
E-19: Produzentenpreise y/y	-1,5%	-0,4%	0,1%	1,6%	3,1%		2. März
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	9,8%	9,7%	9,7%	9,6%	9,6%		2. März
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	52,2	52,8	53,8	53,7	53,7	55,6	3. März
E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m	-0,3%	1,5%	-0,6%	-0,3%	0,4%		3. März

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Wann erhöht die US-Notenbank die Zinsen?



Aus dem neuesten Protokoll der US-Notenbank geht hervor, dass die nächste Zinserhöhung nicht mehr lange auf sich warten lassen muss. Da die Fed im Dezember 2016 angekündigt hat, in diesem Jahr drei Mal die Zinsen erhöhen zu wollen, würde ein früher Zinsschritt im März die Flexibilität der Währungshüter deutlich erhöhen, um im weiteren Jahresverlauf auf mögliche Veränderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu reagieren. Diese Vorgehensweise würde unseres Erachtens einen großen Vorteil für die Notenbank mit sich bringen, falls das Wirtschaftswachstum oder die Inflationsrate doch stärker als erwartet anziehen sollten. Dennoch scheint

diese Botschaft bei den Kapitalmarktteilnehmern nicht anzukommen. So zeigen die Fed Funds Futures, dass die Wahrscheinlichkeit für eine Zinserhöhung auf der nächsten Sitzung am 14. und 15. März nicht einmal bei 20 Prozent liegt. Erst für die Juni-Sitzung steigt dieser Wert auf mehr als 50 Prozent. Bis Ende des Jahres geht eine knappe Mehrheit bislang von nur zwei Zinsschritten in diesem Jahr aus. Uns würde es allerdings nicht überraschen, wenn die Mehrheit dieses Jahr falsch liegt. Mindestens drei, wenn nicht sogar vier Zinserhöhungen halten wir – nicht zuletzt aufgrund der starken Konjunkturdynamik – für möglich.

	Stand	Veränderung zum			
	23.02.2017 17:35	09.02.2017 -1 Woche	13.01.2017 -1 Monat	15.11.2016 -3 Monate	30.12.2016 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	20797	3,1%	4,6%	9,9%	5,2%
S&P 500	2357	2,1%	3,6%	8,1%	5,3%
Nasdaq	5819	1,8%	4,4%	10,3%	8,1%
DAX	11935	2,5%	2,6%	11,2%	4,0%
MDAX	23572	3,1%	4,8%	14,5%	6,2%
TecDAX	1913	3,0%	3,9%	12,6%	5,6%
EuroStoxx 50	3330	1,6%	0,2%	9,2%	1,2%
Stoxx 50	3089	1,6%	1,4%	9,3%	2,6%
SMI (Swiss Market Index)	8579	1,7%	1,5%	8,5%	4,4%
FTSE 100	7273	0,6%	-0,9%	7,1%	1,8%
Nikkei 225	19438	2,8%	0,8%	10,0%	1,7%
Brasilien BOVESPA	68297	5,1%	7,3%	14,5%	13,4%
Russland RTS	1146	-1,5%	-1,1%	16,9%	-0,5%
Indien BSE 30	28893	2,0%	6,1%	9,8%	8,5%
China Shanghai Composite	3251	2,1%	4,4%	1,4%	4,8%
MSCI Welt (in €)	1842	3,0%	3,9%	10,2%	4,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	951	3,9%	7,0%	15,0%	9,9%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	165,52	129	211	511	137
Bobl-Future	134,59	76	120	386	96
Schatz-Future	112,64	26	40	64	35
3 Monats Euribor	-0,33	0	0	-2	-1
3M Euribor Future, Dez 2017	-0,25	-1	4	-1	0
3 Monats \$ Libor	1,04	1	2	14	4
Fed Funds Future, Dez 2017	1,17	9	7	25	0
10-jährige US Treasuries	2,39	-2	1	13	-5
10-jährige Bunds	0,24	-7	6	1	13
10-jährige Staatsanl. Japan	0,08	-1	3	7	3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,19	3	3	-7	1
US Treas 10Y Performance	565,95	-0,9%	-1,1%	-1,8%	-0,6%
Bund 10Y Performance	606,98	-0,7%	-0,4%	0,1%	-1,0%
REX Performance Index	487,21	0,4%	0,6%	1,0%	0,4%
IBOXX AA, €	0,74	4	0	2	6
IBOXX BBB, €	1,56	1	1	-5	6
ML US High Yield	6,12	-6	-16	-78	-34
JPM EMBI+, Index	793	-0,2%	1,1%	3,6%	2,6%
Wandelanleihen Exane 25	6963	0,3%	0,2%	3,6%	0,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	432,61	0,2%	0,1%	4,7%	2,8%
MG Base Metal Index	308,28	1,9%	4,3%	9,2%	10,2%
Rohöl Brent	56,60	1,9%	2,3%	22,4%	-0,2%
Gold	1246,60	1,0%	4,3%	1,7%	7,7%
Silber	17,96	1,5%	7,2%	5,3%	11,9%
Aluminium	1899,50	3,5%	4,9%	9,0%	11,5%
Kupfer	6048,00	4,1%	2,8%	9,4%	9,5%
Eisenerz	91,50	8,9%	12,3%	13,0%	14,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	806	14,0%	-11,4%	-25,6%	-16,1%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,0576	-1,1%	-0,8%	-1,8%	0,3%
EUR/ GBP	0,8434	-0,9%	-3,3%	-2,6%	-1,2%
EUR/ JPY	119,22	-0,7%	-2,2%	2,3%	-3,4%
EUR/ CHF	1,0652	-0,2%	-0,7%	-1,0%	-0,8%
USD/ CNY	6,8622	-0,1%	-0,6%	-0,1%	-1,3%
USD/ JPY	114,17	0,8%	-0,3%	4,6%	-2,3%
USD/ GBP	0,7976	-0,1%	-2,9%	-1,2%	-1,4%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com	Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com
Dr. Jörg Rahn	+49 40 3282-2419	jrahn@mmwarburg.com	Bente Lorenzen	+49 40 3282-2409	blorenzen@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.