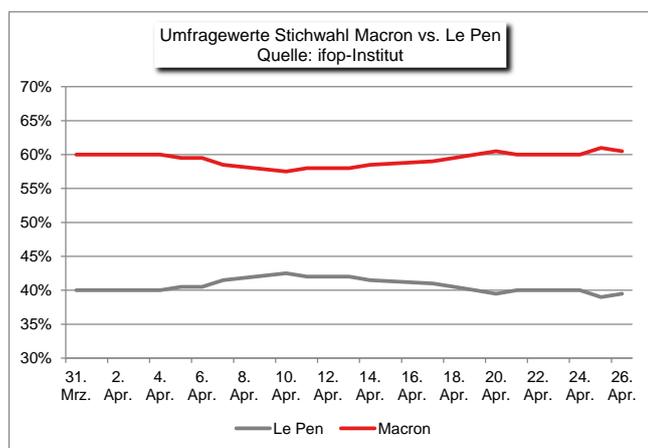


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Präsidentenwahl in Frankreich: Fünf Jahre auf Bewährung

Der Euro wird wohl auch im Jahr 2018 das gesetzliche Zahlungsmittel in Frankreich bleiben. Zu unwahrscheinlich ist es angesichts der sehr klaren Umfragewerte, dass Marine Le Pen ein Außenseitersieg bei den Präsidentschaftswahlen gelingt. Aktuell würden gemäß einer Umfrage des ifop-Instituts 60,5% der Wahlberechtigten den sozialliberalen Präsidentschaftsfavoriten Emmanuel Macron wählen und nur 39,5% Le Pen. Da zudem 90% der potenziellen Macron-Wähler in ihrer Entscheidung sicher sind, dürfte eine Überraschung ausbleiben.



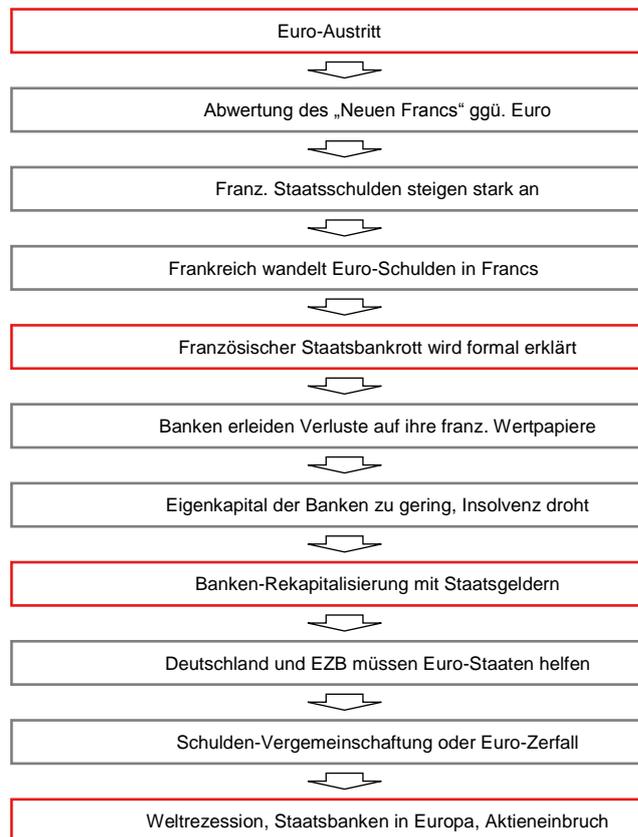
Das wird viele Menschen in Deutschland und im Rest der Welt aufatmen lassen. Denn das Wahlprogramm von Le Pen liest sich in Teilen wie ein Horror-Roman. Mögen die populistischen Maßnahmen, wie die Ausweisung von Ausländern, die Einführung von Grenzkontrollen oder die Senkung des Renteneintrittsalters von 62 auf 60 Jahre, noch als Klientelpolitik mit spürbarem, aber kontrollierbarem wirtschaftlichen Effekt eingestuft werden, so wären die Besteuerung von Importen, die Finanzierung einer massiven Ausweitung der Staatsverschuldung über die französische Notenbank und vor allem der angestrebte EU- und Euro-Austritt ein wirtschaftliches Vabanquespiel mit erheblichen Risiken für Frankreich und die gesamte Weltwirtschaft.

Durchdenkt man allein den Austritt aus dem Euro, so wäre das Ergebnis fast unweigerlich eine weitgehende Verstaatlichung der großen europäischen Banken, ein entsprechend massiver Anstieg der Staatsverschuldung und eine Weltrezession. Denn 18 Jahre nach der Euro-Einführung ist das europäische Bankensystem so eng vernetzt, dass eine Umwandlung der französischen Schulden von Euro in einen „Nouveau Franc“ derart hohe Abschreibungen zur Folge hätte, dass viele Banken ohne staatliche Unterstützung nicht überleben könnten. Die Abschreibungen würden dabei proportional in Höhe der vermutlich substantiellen Abwertung des „Nouveau Franc“ gegenüber dem Euro anfallen.

Entsprechend groß war die Erleichterung der Anleger auf das Wahlergebnis des ersten Wahlgangs. Bankaktien wie die Société Générale oder die Deutsche Bank machten

Kurssprünge um 10%, weil die Chancen einer Präsidentschaftskür von Macron als sehr hoch eingestuft werden. Eine Wahl von Le Pen würde französische Bankaktien umgekehrt wohl um ein Drittel oder mehr einbrechen lassen.

Szenarioanalyse: Euro-Austritt Frankreichs

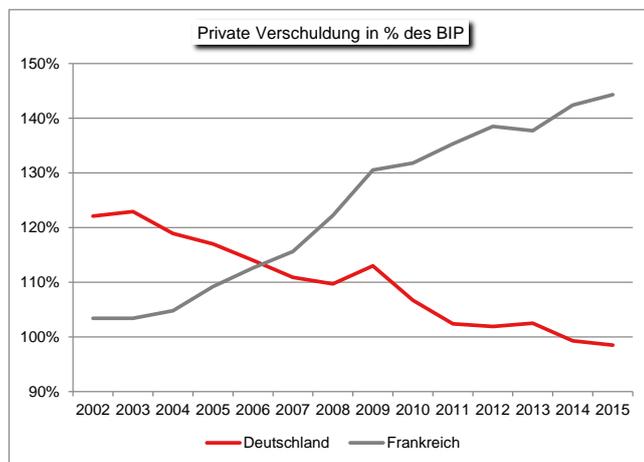


Das Wahlprogramm von Emmanuel Macron liest sich demgegenüber wie eine europäische Liebesgeschichte. Der bekennende Proeuropäer wird versuchen, die Einigung der EU voranzutreiben. Um wie geplant einen gemeinsamen europäischen Wirtschafts- und Finanzminister zu etablieren und die Bankenunion zu vollenden, ist jedoch wohl noch einige Überzeugungsarbeit bei den Politikern in Berlin notwendig. Dafür plant Macron als Präsident, Berlin durch tatkräftige Reformen wohlgesonnen zu stimmen. Dazu soll der Kündigungsschutz gelockert, die 35-Stunden-Woche aufgehoben und der Öffentliche Sektor durch den Abbau von 50.000 Stellen verschlankt werden. Einkommens- und Unternehmenssteuersenkungen und ein Investitionsprogramm in Höhe von 50 Mrd. Euro sollen parallel die Wirtschaft ankurbeln, um die politische Unterstützung für die harten Einschnitte zu erlangen.

Doch dazu müssen noch zwei große Hürden genommen werden. Zum einen braucht Macron für neue Gesetze die Unterstützung des Parlaments, das in zwei Wahlgängen am 11. und 18. Juni 2017 per Mehrheitswahlrecht in den Wahlbezirken neu gewählt wird. Zwar tritt die Partei von Macron „En Marche !“ in allen Wahlbezirken an, doch ist äußerst unklar, wie viele Sitze diese neue Partei gegen die

etablierten Parteien und Politiker erringen kann. Sehr wahrscheinlich ist, dass Macron auf eine wechselnde Unterstützung anderer Parteien angewiesen ist, was seinen Kurs merklich verwässern könnte. Zum anderen muss Macron nicht den Kampf um Reformen nur im Parlament, sondern auch auf der Straße gewinnen. Die traditionell sehr streikfreudigen Franzosen werden insbesondere gegen die Arbeitsmarktreformen und die Stellenkürzungen angehen. Das Land hat sich in der Vergangenheit als wenig reformfähig erwiesen. Immerhin scheint die Reformbereitschaft so hoch zu sein, wie schon lange nicht mehr. Abzuwarten bleibt jedoch, ob sich diese grundsätzlich positive und unterstützende Einstellung umkehrt, sobald der eigene Geldbeutel betroffen ist.

Dass Reformen dringend notwendig sind, lässt sich bei einem genaueren Blick auf die Wirtschaftsdaten belegen. Dabei ist das französische Wirtschaftswachstum, das dem deutschen seit Anfang 2009 um durchschnittlich rund einen Prozentpunkt pro Jahr zurückhängt, ein eher geschönter Indikator der französischen Malaise. Denn ein großer Teil des erreichten Wachstums ist auf Kredit finanziert. So stieg der Schuldenberg des Staates im Zeitraum zwischen 2010 und 2015 von 82% auf 100% des Bruttoinlandsprodukts an, während Deutschland seine Schuldenlast von ähnlich hohen 81% über fünf Jahre auf 77% reduzierte. Noch divergenter ist die Entwicklung bei der privaten Verschuldung. Während deutsche Unternehmen und Haushalte ihre Verschuldungsquote seit dem Jahr 2002 um rund 20% verringern konnten, stieg der Verschuldungsgrad in Frankreich um rund 40% an.



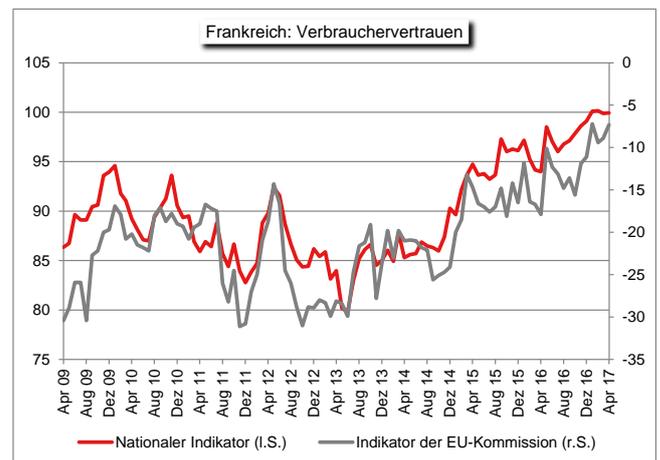
Es steht daher zu vermuten, dass Frankreich ohne den hohen Einsatz von zusätzlichem Fremdkapital statt der eher mickrigen 1,2% pro Jahr womöglich gar kein Wachstum erzielt hätte. Der Fremdkapitalbedarf konnte dabei nicht vollständig aus dem Inland gedeckt werden, was sich an den jährlichen Leistungsbilanzdefiziten seit dem Jahr 2008 erkennen lässt. Dies macht Frankreich abhängig vom Vertrauen ausländischer Kapitalgeber. Als kritisch ist die Höhe des Leistungsbilanzdefizits jedoch noch nicht anzusehen.

Doch der neue Präsident hat zumindest das Glück, dass ihm die zyklische Dynamik Rückenwind für die anspruchsvolle Aufgabe, Frankreich wieder wettbewerbsfähig zu machen, bringt. So hat sich die Stimmung unter den französischen Unternehmen spürbar aufgehellt. Aktuell sind sowohl die

Industrieunternehmen als auch die Dienstleister so positiv gestimmt wie seit dem Jahr 2011 nicht mehr.



Diese gute Laune wirkt auch ansteckend auf die Konsumenten. Die Verbraucherstimmung hat den höchsten Wert seit der Finanzmarktkrise erreicht.



Für den Anleger bietet dies interessante Investitionschancen. Französische aber auch andere europäische Unternehmen mit einem signifikanten Umsatz in Frankreich können auf Umsatzanstiege hoffen. Denn es steht kaum zu befürchten, dass die Investitions- und Kauflaune nach der Wahl abrupt abbricht.

Wir empfehlen daher für die kommenden Monate eine erhöhte Gewichtung französischer Aktien im Depot. Anders als Italien hat Frankreich eine beeindruckende Zahl an Weltmarktführern nicht nur in kleinen Nischen herausgebracht. Und von der politischen Seite dürften die größten Risiken für die kommenden fünf Jahre der Präsidentschaft Macrons ausgestanden sein.

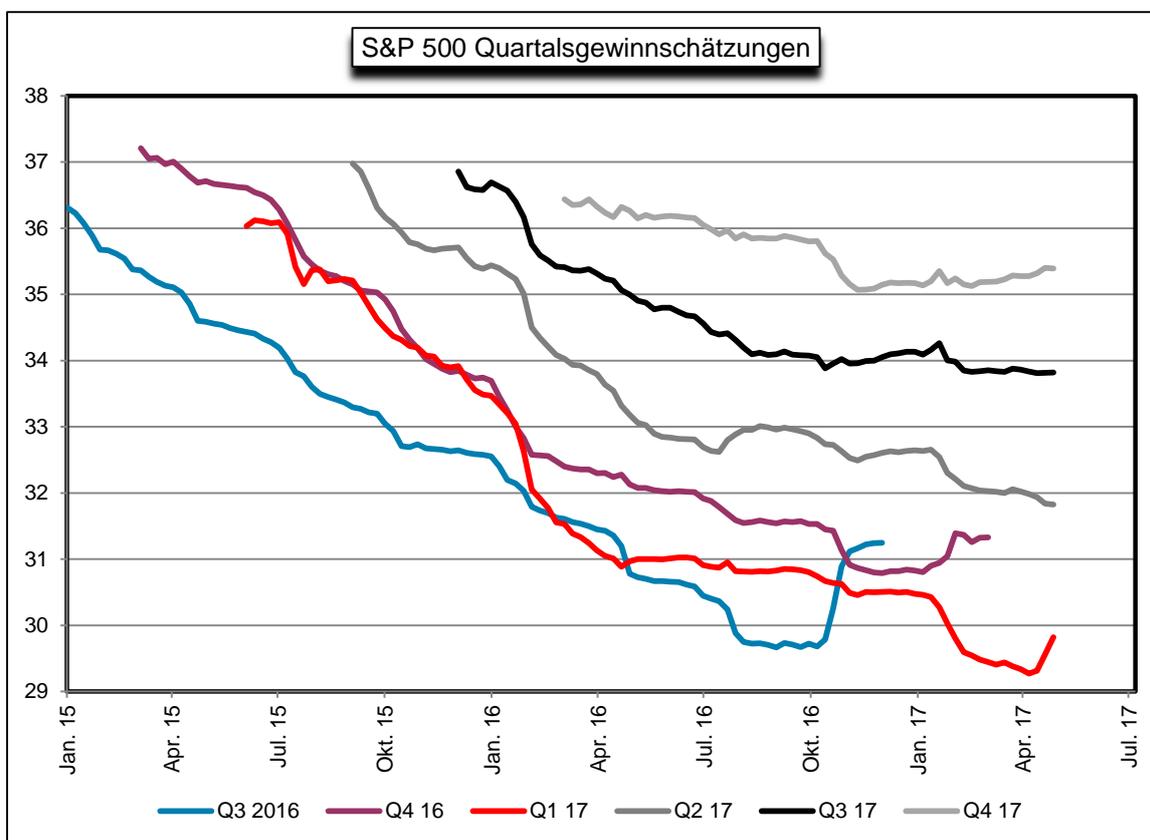
Allerdings läuft Frankreich quasi auf Bewährung. Denn wenn Macron nicht erfolgreich ist, dann wird in fünf Jahren wohl entweder mit der rechtspopulistischen Le Pen oder mit dem linkspopulistischen Melançon ein Präsident an die Macht kommen, der das Szenario eines Euro-Austritts konkretisieren könnte. Vielleicht ist dies ein Anreiz für deutsche Politiker, Macron tatkräftig zu unterstützen.

Wochenausblick für die Zeit vom 2. Mai bis 5. Mai 2017

	Nov.	Dez.	Jan.	Feb.	Mrz.	Apr.	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew., final	54,3	55,6	56,4	56,8	58,3	58,2	2. Mai
D: Veränderung Arbeitslose in 1000	-8	-21	-27	-17	-30	-10	3. Mai
D: Arbeitslosenquote	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,8%	3. Mai
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	55,1	54,3	53,4	54,4	55,6	54,7	4. Mai
E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. , final	53,7	54,9	55,2	55,4	56,2	56,8	2. Mai
E-19: Arbeitslosenquote, sa.	9,7%	9,6%	9,6%	9,5%	9,5%	9,5%	2. Mai
E-19: Produzentenpreise m/m	0,3%	0,8%	1,1%	0,0%	0,4%	0,4%	3. Mai
E-19: Produzentenpreise y/y	0,0%	1,6%	3,9%	4,5%	4,6%	4,6%	3. Mai
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl., final	53,8	53,7	53,7	55,5	56,0	56,2	4. Mai
E-19: Einzelhandelsumsatz, m/m	-0,2%	-0,3%	0,1%	0,7%	0,3%	0,3%	5. Mai

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: US-Berichtssaison: Es läuft!



In den USA hat die Berichtssaison für das 1. Quartal 2017 in dieser Woche volle Fahrt aufgenommen. Mittlerweile haben schon mehr als 200 Unternehmen aus dem S&P 500 ihre Gewinn- und Umsatzentwicklung berichtet, und das Ergebnis kann sich sehen lassen: So haben immerhin 79% der Firmen die Gewinnerwartungen und 66% die Umsatzerwartungen übertroffen. Für Q4 2016 lagen die Vergleichszahlen dagegen bei 71% und 53%, und auch im langfristigen Vergleich sind die bisher vorgelegten Zahlen deutlich besser. Dies zeigt, dass der wirtschaftliche Aufschwung, der sich bislang mehr in den Frühindikatoren als in den „harten“ realwirtschaftlichen Daten widerspiegelt, in den letzten Monaten doch an Dynamik gewonnen hat. Wie üblich haben die Analysten im Vorfeld der

Berichtssaison ihre Schätzungen reduziert. Zu Beginn des Jahres wurde noch ein Gewinnzuwachs in Q1 von fast 14% gegenüber dem Vorjahresquartal erwartet, bis Anfang April wurde dies auf 9,3% zurückgenommen. Aktuell liegt die Zuwachsrate gegenüber Q1 2016 bei 11,4%. Dies ist der stärkste Gewinnanstieg seit Q3 2014 (+10,8%) bzw. seit Q4 2011 (+24,7%). Unter den S&P-Sektoren ist das Verhältnis der positiven Gewinnüberraschungen bei den berichteten Unternehmen am größten bei IT (96%), Healthcare (91%) und Consumer Discretionaries (85%). Die stärksten prozentualen Gewinnrevisionen gab es dagegen zuletzt in den beiden Sektoren Industrie und Materials (Rohstoffe).

	Stand 27.04.2017 16:19	Veränderung zum			
		20.04.2017 -1 Woche	24.03.2017 -1 Monat	26.01.2017 -3 Monate	30.12.2016 YTD
<b>Aktienmärkte</b>					
Dow Jones	20975	1,9%	1,8%	4,3%	6,1%
S&P 500	2387	1,3%	1,9%	4,0%	6,6%
Nasdaq	6025	1,8%	3,4%	6,5%	11,9%
DAX	12473	3,7%	3,4%	5,3%	8,6%
MDAX	24640	2,5%	4,7%	7,8%	11,0%
TecDAX	2084	3,3%	4,0%	12,1%	15,0%
EuroStoxx 50	3579	4,0%	3,9%	7,8%	8,8%
Stoxx 50	3198	2,7%	2,3%	5,1%	6,2%
SMI (Swiss Market Index)	8830	3,2%	2,5%	5,1%	7,4%
Nikkei 225	19289	4,7%	0,1%	-0,6%	0,9%
Brasilien BOVESPA	64862	1,7%	1,6%	-2,0%	7,7%
Russland RTS	1119	3,3%	-0,5%	-3,8%	-2,9%
Indien BSE 30	30133	2,4%	2,4%	8,8%	13,2%
China Shanghai Composite	3141	-1,0%	-3,9%	-0,6%	1,2%
MSCI Welt (in €)	1882	0,6%	1,2%	2,5%	4,0%
MSCI Emerging Markets (in €)	983	1,1%	0,6%	5,3%	10,3%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	161,27	-147	105	-16	-288
Bobl-Future	131,57	-66	31	-114	-206
Schatz-Future	112,17	-21	3	3	-13
3 Monats \$ Libor	1,17	2	2	13	17
10-jährige US Treasuries	2,31	7	-9	-20	-14
10-jährige Bunds	0,35	10	-6	-14	24
10-jährige JGB	0,02	1	-4	-7	-3
US Treas 10Y Performance	576,85	-0,6%	0,6%	1,9%	1,3%
Bund 10Y Performance	609,17	-1,0%	0,6%	1,5%	-0,6%
REX Performance Index	482,83	-0,5%	0,1%	0,3%	-0,5%
IBOXX AA, €	0,74	7	-6	-12	6
IBOXX BBB, €	1,44	0	-12	-20	-6
ML US High Yield	6,03	-11	-26	-20	-43
JPM EMBI+, Index	815	0,2%	1,3%	4,3%	5,5%
Wandelanleihen Exane 25	7149	0,0%	2,6%	2,7%	3,4%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	408,45	-0,6%	-2,8%	-5,0%	-2,9%
MG Base Metal Index	295,21	0,8%	-2,5%	-2,0%	5,5%
Rohöl Brent	52,73	0,0%	-5,2%	-6,1%	-6,1%
Gold	1264,28	-1,4%	1,3%	6,5%	9,2%
Silber	17,44	-2,6%	-1,6%	4,3%	8,7%
Aluminium	1956,00	1,2%	1,4%	7,5%	14,8%
Kupfer	5689,00	1,7%	-1,5%	-2,6%	3,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	1147	-7,7%	-7,5%	36,5%	19,4%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,09	1,4%	0,8%	1,8%	3,3%
EUR/ GBP	0,85	0,9%	-2,2%	-0,2%	-0,9%
EUR/ JPY	121,35	3,6%	1,0%	-0,9%	-1,7%
EUR/ CHF	1,08	1,3%	1,1%	1,3%	0,9%
USD/ JPY	111,06	1,6%	-0,3%	-3,0%	-5,0%

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, Mikrofilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.